

アセットマネジメント

ヘッジファンド規制に関する
金融安定化フォーラムの提言

2007年5月と6月にドイツで開催されたG8財務相会合及び先進国首脳会議は、ヘッジファンド規制に関して金融安定化フォーラムの提言を追認する内容となった。規制当局は金融機関を通じた間接的な規制の重視とヘッジファンド業界の自主的な実務慣行の改善を求めており、業界の今後の対応が規制強化の鍵を握る。

G8とサミットでのヘッジファンド規制議論

2007年5月・6月に相次いでドイツで開催されたG8財務相会合と先進国首脳会談で、ヘッジファンド（以下HFと略す）規制に関する議論が行われた。ドイツのようにHFの直接規制に積極的な国もあったが、多くの関係者の予想通り、HFのモニタリングは継続するものの、HFへの直接規制は避け、HF業界の自主規制や金融機関を通じた間接的な監視を重視することが確認された。

ここで金融機関とは、投資家としてHFへ投資する金融機関¹⁾を指すのではない。HFは運用効率を高めるためレバレッジを掛けることが多い。このHFのレバレッジニーズに対して運用資産を担保として資金を貸し付けている、プライムブローカーと呼ばれる、一群の大手投資銀行やクレジットリスク取引でHFの相手方となる銀行が、ここで言う金融機関である。

G8とサミットのHFに関する宣言内容はほとんど同じである。参考までにサミットでの内容を以下に抜粋して掲載した。その中で金融安定化フォーラム²⁾（以下FSFと略す）の提

言を歓迎し支持すると述べられている。今後のHF規制の行方を占う上でFSFの提言内容を実行出来るかどうかを鍵を握ることになる。以下でFSFの提言内容を紹介し、今後の規制環境の動向を探ってみたい。

FSFのHF規制に関する提言内容

2007年5月19日に公表された「高レバレッジ機関（以下HLIと略す）に対するFSFレポート最新版」は、2007年2月に行われたG7財務相会合で2000年公表のレポート更新を求められたことに対応して作成された。レポートでは特に、HLIの持つ過度なレバレッジから生じるシステミックリスク、HLIの破綻が金融機関に与える影響、HLIの活動に関連する市場ダイナミクスに関する事項（例：小さなオープン経済に対して市場圧力を増幅させるような、集中した大きなポジションの影響）の3つのリスクを重視して提言を行っている。

この3つのリスクの視点から、HLIに対して図表2の5つの提言を行っている。最初の

図表1 先進国首脳会議でのヘッジファンドに関連する宣言

- 我々は、ヘッジファンド（以下HFと略す）を含む近年の国際金融市場の動向について議論した。HFは、金融システムの効率性に大きく貢献。しかし、それらの活動に伴う潜在的なシステミックリスク及びオペレーショナルリスクの評価は、より複雑で困難に。HF産業の急速な成長と取引商品の一層の複雑化を踏まえ、我々は、警戒する必要を再確認。
- この観点から、我々は、FSFによる高レバレッジ機関に関する2000年報告の改訂を歓迎し、その提言を支持。HF業界は、特にリスク管理、価格評価、投資家及びカウンターパーティー（銀行など取引の相手方）への情報開示の分野においてHF運用担当者のための既存の適正な実務慣行の基準を見直し、強化すべき。監督機関は、主要な金融機関が、継続してHFに係るリスク管理の実務慣行を強化するよう仕向けるべき。カウンターパーティーの監督にあたって、関連当局は、動向をモニターし、当局間で協力すべき。

（出所）外務省HPのサミット首脳宣言（仮訳）より抜粋（太字は野村総合研究所）

野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部

当レポートに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます。すべての内容は日本の著作権法及び国際条約により保護されています。Copyright © 2007 Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved. No reproduction or republication without written permission.

Writer's Profile

堀江 貞之
Sadayuki Horie

金融ITイノベーション研究部
上席研究員

専門は資産運用関連の
先端動向調査・研究
focus@nri.co.jp

3つの提言は、金融機関を通じた市場規律の重要性を示している。特に、金融機関が行うカウンターパーティーリスク管理を含むリスク管理の強化が、システミックリスクを防ぐ上で最も効果があるとの認識である。

HF全体の運用資産額は現在1兆5千億ドルから2兆ドルの間と考えられるが、金融機関はこの運用資産を担保に1兆ドル以上を融資していると推定される。金融機関は担保管理を通じて日々資産内容のチェックを出来る立場にあり、HFの投資家に比べはるかに詳細なデータを入手できる。個々の金融機関が融資先のHFに対して厳格なリスク管理を実施することで、HFの破綻を引き金とする大規模な資本市場の崩壊を防ぐことが最善の監視方法と考えている。さらに個々の投資家の投資額に比べ融資額も大きく、監督効率も高いという利点も持っている。

4・5番目の提言は、HFマネージャーを含む業界団体や投資家に自主的な行動を促したものである。関係者自らが積極的に行動を起こし、HF投資に関わるリスク管理の機能強化や適切なガイドライン設定を行い、資本市場への悪影響を未然に食い止める手立てを取ることを推奨しているのである。

今後の規制環境の方向性

金融機関を通じた間接的な規制とHF業界の自主的な行動、規制当局はどちらをより重要だと思っているのだろうか。例えば、米国財務省は、本音では大手投資銀行の行っている

HFのモニタリング機能は既に高い水準にあり、信用リスクのバックログの問題³⁾を除けば、これ以上のリスク管理機能強化は必要ないと考えているようである。英国FSAも米国財務省の考え方に近いと考えられ、英米規制当局の本当の関心はHF業界の自主的な行動慣行の改善にあると見るべきではないか。

既に規制機関や業界団体は、この考え方に沿う形で行動を起こしている。例えば規制機関側の動きとして、IOSCO⁴⁾がHFのポートフォリオ評価原則に関する提言(案)を本年3月に出している。業界団体側でも、AIMA⁵⁾が2007年5月に「欧州HFマネージャーのための健全な実務慣行ガイド」を発行、さらに2007年6月19日には、英国の大手HFマネージャー⁶⁾が、最善の実務慣行の策定を行うワーキンググループを立ち上げると発表した。2008年早々にも提言をまとめる予定である。AIMAの提言からその内容を予想すると、利益相反の排除を含む行動規範の確立、マネージャーとは独立した取締役会機能整備を含むガバナンスの強化などが提言の中に盛り込まれるのではないだろうか。

信用スプレッドが歴史的な低水準にあり、流動性が潤沢にある現在の市場環境はいずれ調整局面を迎えるであろう。その際に資本市場の大きな混乱を引き起こさない仕組みを、HFマネージャーを含む関係者自らが今後迅速に構築することが出来なければ、再び規制強化の動きが強まる恐れがある。

NOTE

1) 日本の金融機関はHFの投資家として登場するが、欧米の金融機関はHFの投資家としてではなく、HFを相手に資金を貸し付けるカウンターパーティーとして登場するのが主である。

2) 英語ではFinancial Stability Forumと云い、1992年のG7会合で設立が承認された。年2回の会合を行っている。金融の安定に責任を有する各国の財務省・中央銀行・金融監督当局および国際機関、国際金融監督機関の間の情報交換を促進し、金融市場の監督・サーベイランスに関する国際協力を強化することによって国際金融をさらに安定させることを目的に、国際金融システムの脆弱性やHF等について議論を行っている。日本からは財務省・金融庁・日本銀行がメンバーとして加わっている。

3) 信用リスク取引のバックオフィス業務で、相手方の確認が出来ずに未済状態となっている取引のことを指す。この問題が解決されないと、信用リスク取引がシステミックリスクを誘発する大きな原因になるのではないかと考えられている。

4) 証券監督者国際機構、International Organization of Securities Commissionの略で、世界各国の金融規制監督当局の集まりである。

5) Alternative Investment Management Associationの略。1990年にロンドンで設立された、ヘッジファンド、マネージド・フューチャーズ等のいわゆるオルタナティブ投資業界を代表する世界規模の非営利団体。約900社のオルタナティブ投資に関連する、運用マネージャー、サービス・プロバイダーなどがメンバーとして参加し、世界各国の規制当局とも連携を取りながら、業界の健全な発展を図る提言・活動を行っている。

6) ワーキンググループには英国HF運用会社CEOが13名入っており、30社を超える運用会社がこのグループをサポートすることを表明している。

図表2 金融安定化フォーラムの高レバレッジ機関の監視に対する提言

- 1) 監督機関は、主要な金融機関 (core intermediaries) が継続的にカウンターパーティーリスク管理慣行を強化出来るように監督を行うべき
- 2) 監督機関は、市場の流動性が枯渇することがないよう、主要な金融機関の頑健性を改善すべく協力すべき (例: ストレステスト機能の強化、信用リスク管理における決済遅延の解消等)
- 3) 監督機関は、HFに対する主要金融機関のエクスポージャーをシステマティックかつ一貫性を持ってデータ収集することが、現在の規制活動に対してどの程度効果的な補完財になるかを評価すべき
- 4) HFのカウンターパーティーと投資家は、市場規律の有効性を高める行動を取るべき (例: 正確でタイムリーなポートフォリオ評価やリスク情報の取得)
- 5) グローバルHF業界は、監督機関及び民間セクターで提言される見込みの、実務慣行の改善案を見越して、HFマネージャーへの適正な実務慣行ベンチマークをレビュー及び改善すべき

(出所) 金融安定化フォーラムの提言から野村総合研究所が抜粋して翻訳