

世界のヘッジファンドを巡る 最近の規制環境動向

金融安定化フォーラムは、2007年10月のG7財務相・中銀総裁会議で、ヘッジファンドを巡る最近の状況説明と6月に提示した提言内容をレビューした。金融機関のカウンターパーティーリスク管理と流動性管理の体制強化、ヘッジファンド業界の自主的な改善努力への期待を表明している。

ヘッジファンドを巡る最近の環境変化に関する金融安定化フォーラムの見解

2007年、世界の金融業界はサブプライム問題に大きく揺れた1年間であった。ヘッジファンド（以下HFと略す）業界も例外ではなく、大手投資銀行傘下のHFがいくつか破綻し、資本注入を余儀なくされたことは、多くの人に驚きを与えた。高いリスク管理能力を有していると思われていた投資銀行が、リスク管理体制の脆弱さを晒したからである。

サブプライム問題の発生は、HFに対する規制論議を再燃させることになった。昨年10月に開催されたG7財務相・中央銀行総裁会議で、金融安定化フォーラム¹⁾（以下、FSFと略す）がサブプライム問題発生後のHFの現状と6月に行った提言内容の進捗状況を報告している。ポイントは以下の3点である。

- ①顧客からの解約は軽微な水準に留まり、HFが市場不安定化の主な原因とはなっていないが、最終的な損失額を確定するまでには至っていない
- ②HFへ貸付を行っている金融機関の、カウンターパーティーリスク管理とストレステスト実行がシステムリスクに対応する最も効果的なアプローチであるという6月の提言内容の重要性に変わりはなく、今回のサブプライム問題でも再度その重要性が確認された
- ③HF業界自らの改善努力に期待していたが、その答えの一つであるヘッジファンド・ワーキンググループ²⁾（以下、HFWGと略す）の提言内容を評価
この中で第二の指摘点は、今回のサブプライム問題が、HFに与信を行っている金融機関のカウンターパーティーリスク管理と流動性管理の体制整備が不十分で

あったことを浮き彫りにしたことを示している。流動性とは、市場混乱による信用収縮で資金繰りが困難になる資金流動性リスクと、資産を市場で売却することが困難になる市場流動性リスクの二つの意味があるが、ここでは後者を指す³⁾。FSFはこの管理体制強化に必要な機能を探るため、リスク管理手順に関するシニアマネジメントによる監視に実効性を持たせること、複雑なエクスポージャーを把握するモデルと方法論、ストレステストのタイプ、テイルリスク⁴⁾の測定、特定のリスクファクターやカウンターパーティーに対する金融機関の全エクスポージャーを集計する能力など、広範な分野に亘って実態把握に務めているところである。

最後のポイントはHFWGの中間報告を指しており、今後のHFの規制環境を占う上で重要な内容を含んでいるので、以下で簡単に紹介しておきたい。

HFWGの提言内容の概要と今後の課題

HFWGはヘッジファンド運用会社の経営層が自主的な運営ガイドライン作製のために作ったグループである。下の図表にまとめた提言（案）を2007年10月に公表した⁵⁾。一言でいうと、「透明性」と「ガバナンス」をキーワードとして、運用会社が自ら、運営内容の頑健性をより一層高める基準を設けるべき、との内容である。

サブプライム問題で表面化した課題の一つは、特に評価が難しい証券化商品⁶⁾を多く組み入れたHFで、リスクの所在が不明確なことであった。OECDの報告書⁷⁾によれば、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の半分以上はHFが購入している。

NOTE

- 1) 英語で Financial Stability Forum と言い、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。①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、②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。
- 2) 英語で、Hedge Fund Working Group と言い、英国に拠点を置く HF 運用会社を中心とする 14 社のシニアマネジメントが集まったもので、2008 年 1 月に最終報告書を取りまとめる予定。
- 3) なお今回のサブプライム問題では、直接サブプライムローンに投資をしていなかった金融機関が、短期金融市場で資金繰りに窮して取り付け騒ぎを起こしたことが特徴的であった。これは資金流動性リスクに晒された典型例と考えられる。
- 4) テイルリスクとは、昨年 8 月に起こったように流動性枯渇等によって大きな損失が発生する場合に注目したリスクを指す。
- 5) 提言は 15 の内容にまとめられている。
- 6) サブプライムローンをベースに証券化を行った CDO (Collateralized Debt Obligation) がその代表例である。
- 7) 「Financial Markets Highlights November 2007」、2007 年 11 月
- 8) 英国金融サービス機構、英語で Financial Services Authority と言い、日本の金融庁に相当する規制当局である。

このような低流動性資産を正確に評価するには、評価モデルの改善を含む地道な努力が必要となるが、提言で示されているように、低流動性資産の占める割合や評価方法などを投資家にディスクロージャーすることで、投資家のパニック的な売却などを防ぐ効果があると思われる。

またパフォーマンス報酬制を採用することが多い HF では、資産の時価評価を HF マネージャー自らが行うことは、利益相反を生みやすい。提言では、運用会社の中で運用とは独立した部門が評価機能を持つべきこと、また内部でその機能を持たない場合は、外部の第三者の評価機関を活用すべきことが謳われている。

HF は、レバレッジを活用した自由度の高い運用を行い、ガバナンス体制が脆弱という HF 特有のリスクを抱

えている。この提言に盛り込まれているように、「ガバナンス体制」を整えた HF が、独立した機関で「適切な評価」を行い、妥当なレベルで「透明性を高めたディスクロージャー」を実行すれば、HF が抱える本質的なリスクに起因する問題の多くを防げる可能性がある。FSF も提言が持つこのような HF 独特のリスクを捉えた内容を評価したものと考えられる。

しかし、提言が HF 業界で現実的に実行されるか否かについては疑問を呈する意見も聞かれる。HF 業界は規模の小さな運用会社が多数を占めており、提言内容を実現するにはスタッフの充実、システム整備などのコストがかかるため、この提言を受け入れる運用会社は一部に留まるのではないかと、HF 側からではなく投資家側からこのような要求を行う方が強制力を持ちうるのではないかと、マネージャー側からの自主ルール作製に懐疑的な意見が根強いのである。

英国 FSA^{B)} は、コストとベネフィットがバランスしなければ、どのような提言も実効性が薄いと指摘している。次回の G7 財務相・中央銀行総裁会議でも、HF 規制のテーマが取り上げられる予定であり、HF 業界が小規模のマネージャーも受け入れられる実効性の高い提言内容をまとめることができるのか、注目されるところである。



図表 ヘッジファンド・ワーキンググループ (HFWG) の中間報告の骨子

1. 投資政策、リスク、販売条件に関するディスクロージャー
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 適切なレベルのディスクロージャー、投資方針 / 投資戦略 / リスクの説明、投資家のレベルを考慮した説明をすべき ✓ 低流動性銘柄の場合、全体のポートフォリオに占める割合、評価方法等のパフォーマンス計算方法の頑健性に影響を及ぼす事項について言及すること
2. 評価 (Valuation)
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 運用会社内での資産運用部門と評価機能の分離および独立性の担保を行うこと ✓ 評価が困難な資産の評価基準を確立すること
3. リスク
<ul style="list-style-type: none"> ✓ リスクフレームワーク、ポートフォリオリスク、オペレーショナルリスク、アウトソースリスクの対応を明記すること
4. ファンドガバナンス
<ul style="list-style-type: none"> ✓ ガバナンスとディスクロージャーのベストプラクティスを実行すること
5. アクティビズム
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 市場での不正、持株の委任投票、派生証券のポジション、借り株時の委任投票に対する指針を明確化すること

(出所) HFWG の「ヘッジファンド標準：コンサルティングペーパー PART 2：ベストプラクティス基準」(2007年10月)の要点を野村総合研究所が翻訳

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