

## ヘッジファンド規制を巡る論議について

### ～ケルン・サミットまでの成果

ヘッジファンドに対する規制を巡る論議は、1999年6月18-20日のG7及びケルン・サミットの中で、ヘッジファンドの活動や運営の状況に関する透明性の向上やヘッジファンドへ貸出を行う金融機関への監視強化といった間接規制強化の方向で合意し、ボン－G7合意を強化することとなった。本レポートでは、ボン以降のこれまでの論議を紹介する。

#### 1. 金融安定化フォーラムの開催

1999年4月14日、ボン－G7合意で設置が決定された金融安定化フォーラム<sup>1</sup>(Crockett議長)の初会合がワシントンで開かれた。

IMF、OECD、IOSCO等国際金融・監督機関とG7諸国からの参加者は、資本移動規制問題、ヘッジファンド等に対する規制問題についての意見調整を目的として、①ヘッジファンドに対する規制のあり方、②各国の規制が及ばないタックス・ヘイブン等オフショア市場の監督のあり方、③短期資本移動への対応等を議題に据え検討を進めた。

しかし、資本市場の自由化を強く推進したい米国と監督・規制の必要性を説く欧州・日本との意見の対立は根強く、危機再発防止の決め手を見つけることはできなかった。

金融安定化フォーラムの提唱者である Tietmeyer ドイツ連銀総裁は、「規制を強化するのではなく、市場機能の円滑化を目指す」と語り、米国の反対に配慮しながら意見調整を進める考えであることを強調した。今後の運営については、6ヶ月毎に金融安定化フォーラムを定期開催すること、上記①、②、③の議題毎に3つの作業部会を設置して継続検討すること、次回から新興市場国にも参加を要請することを決定した。

#### 2. ワシントン－G7

1999年4月21日、Clinton米大統領はホワイト・ハウスで演説し、国際金融システム安定のため、ヘッジファンドによる短期資金移動規制の強化等6項目に亘る提案を発表した。

<sup>1</sup> 飯村慎一「ヘッジファンド規制とOTCデリバティブ規制を巡る論議について」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

その中で、①G7 等先進各国の金融当局が金融機関の貸出リスクを性格に把握するための規制強化を行うこと、②金融危機に関して債権者の側に立った民間金融機関にも責任負担を求めること、等を提案した。これら提案は、自由な国際資本取引の原則からしていかなる規制も受け容れがたいという米国のこれまでのスタンスを転換し、ボンネーG7 以降の国際的な論議に配慮したかたちで最大限の譲歩を示したものとして迎えられることとなった。

同月 26 日、ワシントン—G7 は国際金融・通貨システムの強化について、以下の項目について合意声明を採択し、閉幕した。

- ①ケルン・サミットにおける G7 首脳に提出する具体的な提案について合意に向けた作業を継続していること
- ②バーゼル銀行監督委員会が BIS 自己資本比率規制を速やかに公表すること
- ③バーゼル銀行監督委員会が「銀行と、レバレッジの高い業務を行う機関との取引」（以下、「バーゼル報告書」という。）で提案した高レバレッジ機関（HLIs: Highly Leveraged Institutions）との取引におけるリスク軽減方法を支持すること<sup>2</sup>
- ④HLIs との取引におけるリスク管理強化が重要であること
- ⑤金融安定化フォーラムにおける 3 作業部会の成果への期待が大きいこと

また、同年同月 27 日、引続いて開催された第 52 回 IMF 暫定委員会も同趣旨での声明を採択した。

### 3. 大統領金融市場作業部会のヘッジファンド報告書

こうした米国の方針転換は、財務省、FRB、SEC、CFTC の主要規制機関の代表者で構成される大統領金融市場作業部会の報告書”Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management”のスタンスに求めることができよう。

#### 1) 報告書の概略

この報告書は、1998 年秋の LTCM 問題を受けて、米国議会が大統領金融市場作業部会に対して、ヘッジファンド規制について検討を依頼していたものであるが、ワシントン—G7、IMF 暫定委員会閉幕直後の 1999 年 4 月 29 日に公表された。

同報告書は、第 1 部でヘッジファンドと LTCM 問題をまとめ、第 2 部でレバレッジとリスクの関係及び問題点を指摘し、第 3 部で結論と 8 つの提言をしている。

LTCM 問題からの重要な教訓は、過度なレバレッジをいかに効果的に制限し、システムミック・リスクの顕現を防止するかにあった。LTCM のレバレッジ比率が 1997 年末時点で自己資本の 28 倍であったのに対し、1998 年末の 5 大商業銀行のレバレッジ比率は平均 14 倍、5

---

<sup>2</sup> 脚注 1 参照

大投資銀行のそれは平均 27 倍と、こうした HLIIs がなんら規律付けされないまま、取引相手に対して信用供与の拡大を続けてしまったことが指摘されてきたのである。

そこで報告書は、LTCM 問題で明らかになったのが HLIIs の市場規律を欠いた行動であり、リスク管理能力の弱さであると指摘し、こうした教訓に立って、以下の提言を行っている。

- ①ヘッジファンドに関する財務情報開示の強化
- ②規制当局の監督強化
- ③金融機関のカウンターパーティーに対するリスク管理実務の高度化
- ④自己資本の充実
- ⑤規制当局は被規制主体のリスク管理システムの改善を促すこと
- ⑥破産法の修正
- ⑦オフショア金融センターを国際的基準で監視すべきこと
- ⑧その他

## 2) 提言の内容

### (1) 財務情報開示の強化

ヘッジファンドへの間接規制という点から重要なのは、財務情報開示の強化であろう。この提言では、市場のインテグリティを高めるには財務報告に関する情報開示が不可欠な要素であるとして、ヘッジファンドに追加的、タイムリーな情報開示が必要であると指摘した。これは、LTCM への貸付銀行が、同ファンドのポートフォリオについて十分な情報を得ていなかったことの反省に立つものである。

そこで、たとえ CFTC 管轄下の CPO (Commodity Pool Operator) として登録されている場合であっても、現状の年 1 回の報告だけではなく、四半期毎のディスクロージャーを必要だとし、また、CPO に登録されていないヘッジファンドをも含めて、タイムリー・ディスクロージャーに関するなんらかの立法措置が必要であると議会に提言している。

さらに、非金融機関に対しても、HLIIs へのエクスポージャーに関するディスクロージャーを求めている。というのも、そうした情報が他の投資家にとって重要な情報であることから、HLIIs に対するエクスポージャーの質と多様性を分析することが必要であると考えているからである。そして、これらの規制のあり方について、SEC が主導的な立場で検討すべきことを提言している。

### (2) 規制当局による監督強化

報告書は、銀行、証券会社、先物取引業者の規制当局に対して、リスク管理の強化を促すよう提言した。

特に OCC が 1999 年 1 月に適用した新たなリスク管理ガイドラインを参考に、SEC もそうしたガイドラインの導入を急ぐべきだとした。信用リスク管理プロセスの強みと弱みを把握すること、信用管理手続の制定、クレジット・ポリシー等各種の行動規範の導入を強調した。

### (3) カウンターパーティーに対するリスク管理実務の高度化

ここでは、金融機関が継続的に自社のリスク管理手続のメンテナンスを行うこと、業界としてリスク管理基準を草案すべきことを提言した。

その際、以下の分野を網羅すべきことを付言している。

- ・信用供与の承認プロセスとモニタリング
- ・潜在的な信用リスク・エクスポージャーの推定の手続、ストレス・テストやバックテストを含んだ内部モデルの有効性
- ・カウンターパーティーに対する信用エクスポージャーへの上限設定の方策
- ・レバレッジとリスクの適正な測定
- ・信用エクスポージャーの集中を制限する方策
- ・特定のマーケットにエクスポージャーが集中することを制限する方策
- ・信用リスクとマーケット・リスクの統合管理
- ・内部モデルの限界に対する実務的な対応手続
- ・カウンターパーティー・リスクを極小化させるための担保利用に関する方針
- ・デリバティブと担保の評価実務
- ・契約解消と担保処分の手続
- ・信用供与決定に際してのリーガル・リスクを勘案した手続

なお、これら分野を網羅するリスク管理基準については、1999 年 1 月に結成された業界グループ CRMPG (Counterparty Risk Management Policy Group) が自主規制案<sup>3</sup>をとりまとめ 1999 年 6 月 21 日、SEC の Levitt 委員長に報告している。

### (4) 自己資本の充実

これは、現在の自己資本比率規制をよりリスク感応的なものとすべきことを提言したものである。

通常の商業貸付から生じる信用リスク・エクスポージャーに対して適用される自己資本比率規制は、デリバティブ取引から生じるそれにも同様に適用されるべきとし、金融機関自身の取組みとオフショア金融センターの規制当局も含めた監督当局による規制の見直しによりリスク感応的なアプローチの開発に向けられるべきことを指摘している。

---

<sup>3</sup> <http://www.crmgroup.org>/参照

なお、自己資本の充実に関しては、バーゼル銀行監督委員会は1999年6月3日、よりリスク感応的な自己資本比率規制の構築を目指して市中協議案<sup>4</sup>を公表している。

#### (5) 被規制主体のリスク管理システムの改善

SEC、CFTC、財務省は、ブローカー・ディーラーや先物取引業者のカウンター・パーティーとなりうる被規制主体（子会社）に対しても、そのモニタリングを強化すべきことを提言している。

ブローカー・ディーラーや先物取引業者による被規制主体あるいはMAPs（SECが規定するMaterial Associated Persons）に関する情報は有効ではあるものの、彼等が金融システムに与える影響やその潜在的なリスクを把握できれば、より包括的なアプローチを検討できるとして規制の強化を示唆した。そして、SEC、CFTCそして財務省に対して法律の修正検討を要請している。

#### (6) 破産法保護申請の問題

カウンター・パーティーの破綻がシステムック・リスクへと波及するのを回避するために、クローズ・アウト・ネットィング（一括清算ネットィング）<sup>5</sup>のような契約解消の枠組みの整備が必要であると提言した。

そこで、1998年3月に議会審理に移り、上程中の「金融契約ネットィング改善法」（“Financial Contract Netting Improvement Act”）の早期法制化を提言している。スワップ契約、証券契約、レポ取引、先物取引等といった異なる契約間・商品間のクローズ・アウト・ネットィングが可能となれば、破産法下での契約処理をスムーズにできることとなろうと指摘している。

#### (7) オフショア金融センターとタックス・ヘイブン

多くのヘッジファンドがタックス・ヘイブンを享受できるオフショア金融センターに設立されている現状を勘案し、違法な徴税忌避や不当な目的による設立が横行しているかどうかを確認することが重要であると提言している。さらに、HLIsが国内での規制を逃れるために海外に拠点を移すことを防ぐためにも、バーゼル・コア・プリンシプルを遵守しないオフショア・センターのHLIsと取引を行う銀行に高いリスクウェイトを課す等、国際的な基準を遵守させるためのより強いインセンティブを検討すべきと指摘している。

<sup>4</sup> 飯村慎一「BIS 自己資本比率規制見直しの動きについて」『資本市場動向クォーターリー』99年夏号参照

<sup>5</sup> 一括清算ネットィングについては我が国においても、「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」（1998年6月15日）で法的な整備が整ったが、当事者間ネットィングが中心となっている。

### (8) 間接規制と直接規制

報告書は、これまでに提言した間接規制が機能しないということが確認できれば、次なるステップとして直接規制のあり方を検討することも示唆した。

しかし、ヘッジファンドに直接規制を施しても、ヘッジファンドがオフショアに逃げてしまえば規制の有効性は削がれてしまうこと、コストと効果の観点からもその実現性が薄いことを指摘した。何よりも、直接規制のコストを払うことなく、システミック・リスクの減殺に向けてその方策を検討することが最良であるとした。

また、ブローカー・ディーラーの包括的な監視強化について触れた。作業部会は、ブローカー・ディーラーの子会社等被規制主体を含めた監視を強化すべく、追加的な報告やレコード・キープの義務づけを検討していくことが考えられると指摘した。

さらに、デリバティブ・ディーラーへの直接規制である。これは作業部会のもう一つの重要なミッションである OTC デリバティブ取引への規制のあり方に関するものであり、ヘッジファンドへの規制と共に今後の重要な問題となるであろうと指摘している。

### 3) 報告書の評価

大統領金融市場作業部会の報告書は以下の点で従来の米国のスタンスに変化をもたらしたものと言える。

①HLIs と取引を行う金融機関のリスク管理を促進させるため、監督当局の関与を強めるべきこと。②HLIs への間接規制を強化すると同時に、自己資本比率規制等直接規制の可能性も示唆していること。③新興市場国自身が、市場のインテグリティを維持するため、必要な措置の検討をしていることを作業部会として認識していること。

こうした報告書のスタンスは、最近の国際的な論議の流れを踏まえ、日本や新興市場国へ配慮したものと考えられる。

## 4. ケルン・サミット

1999年6月18-20日に、G7(ロシアを加えてG8)とケルン・サミット(主要国首脳会議)が開かれた。コソボ復興問題・重債務貧困国支援問題・世界貿易体制の再構築と共に、国際金融システム改革が重要議題として議論された。

米国の市場動向が世界の金融市場へ与える影響が益々大きくなっていることから、国際金融システムの攪乱要因を早期解決すべく方針転換を図っていたのは先述した通りである。

ヘッジファンドに対する規制論議を巡ってG7が合意したのは、以下の点である。

- ①何よりも全ての市場参加者が十分な透明性を有することが重要であること。そして、その方策として、HLIs への直接的かつ具体的なエクスポージャー及び高レバレッジ金融機関自身による関連情報についての、ディスクロージャーの質及び適時性を改善するための措置が必要であること。これらの検討が金融安定化フォーラムの場で十分に論議されるべきこと。
- ②透明性及び監督の分野において、オフショア金融センターに国際的に合意された基準やコードを遵守させるための方策を検討すること。オフショア金融センターと密接な関係を持つ国々は、これら地域に対し、国際的な基準を遵守するよう圧力をかけていくべきであること。
- ③リスク評価及びリスク管理について、バーゼル銀行監督委員会が行っている作業をさらに押し進めるべきこと。例えば、自己資本比率規制のリスク感応的な体系への見直しを歓迎し、今後の活発な市中協議に期待するとした。また、民間企業が自らのリスク管理の慣行を強化するよう促すことや、各国当局が「バーゼル報告書」の提言に沿って、適切なリスク管理の実務の実施することの確保を図るべきであるとした。さらに、HLIs との関係において証券会社のリスク管理の慣行を強化するとともに、高レバレッジ機関と取引する場合の取引先リスクを制限するためのその他の方策を検討するという IOSCO の努力を歓迎するとした。

このように、規制・市場参加者・規制当局の透明性の強化と先進国における金融規制の強化に合意をし、従来より相当踏み込んだ内容となった。なお、監視体制強化についてのさらなる詳細の詰めについては、金融安定化フォーラムの3つの作業部会で継続討議され、1999年9月に報告書としてまとめられる予定であるとした。

## 5. 今後の課題

ヘッジファンドに対する規制を巡る論議は、間接規制を中心として財務情報等の情報開示を強化する方向で規律付けていくこととなった。今後は、金融安定化フォーラムの作業部会で、それぞれのミッションを具体化させることとなる。

具体化にあたっては、大統領金融市場作業部会報告や CRMPG における議論項目がたたき台として検討されることとなろう。特に、CRMPG の検討内容は米国金融機関のリスク管理の方向性を示すものとなるだけに、規制当局あるいは我が国金融機関にとっても示唆に富むものであろう。

CRMPG は、リスク管理・(内部あるいは規制当局向け) 報告体系・リスク削減の3つの分野について検討を加えてきた。リスク管理の分野においては、レバレッジ、流動性リスク、リスク集中といった問題をどのように体系だてて理解すべきかということ、リスクやエクスポージャーの評価手法、ストレステスト、内部管理態勢をいかに高度化するかという

こと等が議論されている。また、報告体系の構築については、主要なカウンターパーティーと債権者間との効率的な情報交換の検討、報告情報の質と適時性を含め規制当局へ（から）の情報開示（交換）の改善を検討し、今後、リスク情報開示の実務手法を公表していく方針であるという。

さらに、国際的に集中化されたクレジット・データベースの構築を提案しているのは興味深い。国際的な信用データベースを構築し、潜在的なカウンターパーティーのリアルタイムでのポジション情報を提供できるようになれば、信用判断上極めて有益なものとなるであろう。その運営主体、担保保全情報、刻々と変化するヘッジファンドのポジション把握等実現に向けての障害は多いが、システミック・リスク減殺に向けたグローバルな協力体制を築かねば、この国際金融システムの安定化を達成できないという米国の危機感が伝わってくる。クリアリング・ハウスについての提言も含めて今後の具体化が期待される。

我が国も、今後の金融安定化フォーラムの場を通じて意見表明をしていくこととなるが、今後の論議のポイントには、前述した内容以外にも、大蔵省に設置されたヘッジファンド等研究会（1999年3月～6月）での成果に認めることができるだろう。大口融資規制（読売新聞1999年7月11日）など金融機関に対する規制強化はヘッジファンド等のリスクから金融システムを遮断する効果があるという立場から、店頭取引、相対取引等に対するレバレッジのルールなどを強化する、大口取引を市場の公正取引の維持という見地から監視するといったかたちで、市場ルールを強化する方法も検討の余地があるといった観点が示されることになろう。また、オフショア金融センターにおける監督当局の規制のあり方に関連して、属地主義、属人主義、保護主義、普遍主義といった国際法上の基本原則をどのようなかたちで立法管轄権として適用していくべきかも論点となる<sup>6</sup>。

BISによるOTCデリバティブ取引残高は、1998年12月末現在で80兆ドル（1998年6月末比11%増）と急拡大を続けている。国際金融システムの不安定要因が増大するなか、BIS自己資本比率規制をはじめ様々な分野で透明性向上とリスク管理の高度化が叫ばれている。リスクを十分にマネージでき、透明度の高い金融機関だけが、国際的な信用力を勝ち得る時代に入っているのである。我が国の金融システムや金融機関もまたその流れの中にいる。

（飯村 慎一）

<sup>6</sup> 中尾武彦「ヘッジファンドと国際金融市場」『ファイナンス』7月号参照