

危機回避・危機管理のためのヘッジ ファンド規制¹

東北大学 鴨池研究会 金融分科会

桑名真裕 跡辺将士 岡田祐輔 鈴木宏和

2008年12月

¹本稿は、2008年12月20日、21日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2008」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、鴨池教授（東北大学）をはじめ、多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

要約

ヘッジファンドとは国際的に合意された定義は存在しないが、一例として日本銀行のものを示すと「私的に組成され、プロの投資マネージャーによって運営される、一般投資家に広く購入されることのない、共同投資のための法的『器』と定義されている²。ヘッジファンドには金融市場における流動性供給、価格発見機能を通じた金融市場の効率性向上、金融市場機能向上の促進という 3 つの有益な作用があるといわれてきた。しかし、その反面でシステミックリスク、ポジション解消に伴う市場価格変動増幅や市場間でのショックの伝播、売り浴びせといった問題点も指摘されている。このようなヘッジファンドの問題行動が近年話題となり、市場の健全化を図るためにヘッジファンドの活動を規制すべきであるという議論が活発になってきた。本稿の目的は、第 1 に、経済状況に応じたヘッジファンドの行動を体系的に整理分析すること、第 2 に、その行動に対する規制を、現在の危機に対応できる検討すること、第 3 に、ヘッジファンドを規制において採るべき政策を具体的に提言することである。

本稿の分析ではまず、取引対象となる金融商品に関する市場の状況の変化に合わせてヘッジファンドの行動も変化すると考え、平常時と緊急時と回復局面を分けて論じ、理論を実証した。こうした体系的なヘッジファンド行動の説明はほかに例がなく、大部分がオリジナルの議論となった。結果として、ヘッジファンドの有益性が純粋に発揮されるのは当該金融商品に関する市場の状況がある限られた条件を満たす場合のみであり、市場の思惑の強さに比例してヘッジファンドの生み出す非効率が増加するというモデルを立てた。また、緊急時においてはヘッジファンドは市場から撤退するか、違法行為である相場操縦に走るかのいずれかしかなく、回復局面においてはヘッジファンドの行動は制約される、という結論に至った。

この分析をもとに、本稿は空売り規制の是非と、情報開示制度の導入について論じた。空売り規制については SEC の実証実験³を参考としつつも、SEC の議論はあくまで平常時の議論にすぎず、緊急時の空売り規制については独自の理論を立て、合理性を論証し、理論を可能な限り実証した。情報開示制度については、ECB の情報開示センターのモデル⁴を参考とし、その合理性を独自の理論で論証する一方、今日の危機に応じた議論を加え、また国際的なコンセンサスを得られるよう修正を加えた。

私達は政策提言として、上記の理由から危機における空売り規制と、あらゆる市場状況において有効な情報開示制度の施行を提言する。あわせて、情報開示制度を実効化すべく、銀行だけでなく他業種においても BIS 規制と類似の監査基準を用いてリスク管理を促すことを提言する。空売り規制については、空売り規制の発動につきルールも合わせて提言した。情報開示制度については、とくに、世界同時実施の必要があり、政治的なコンセンサスを形成する必要があることを念頭に制度を設計し、各国に対する説得の方法をも考えた。

以上のような理論および制度の構築とその提言により、各国の金融規制当局の理解を得ながら金融市場の安定化に貢献できると考えている。

² 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」、2005年7月 P1

³ Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission (February 06, 2007) "Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions"

⁴ EUROPEAN CENTRAL BANK(DECEMBER 2006)"FINANCIAL STABILITY REVIEW"

目次

はじめに

第 1 章 現状整理

- 第 1 節 (1. 1) HF 規制に対する議論の変遷
- 第 2 節 (1. 2) HF の機能論
- 第 3 節 (1. 3) 先行研究のまとめ
- 第 4 節 (1. 4) 本稿の位置づけ

第 2 章 場合分けによる分析と規制

- 第 1 節 (1. 1) 場合分けによる分析
- 第 2 節 (1. 2) 各場合の規制とその検討
- 第 3 節 (1. 3) レバレッジの限界について
- 第 4 節 (1. 4) まとめ

第 3 章 政策提言

- 第 1 節 (1. 1) 情報開示制度
- 第 2 節 (1. 2) 空売り規制
- 第 3 節 (1. 3) レバレッジ制限

参考文献・データ出典

はじめに

2007年夏に顕在化したサブプライムローン問題により、全世界の金融市場が危機局面へと移行し始めた。2008年夏まで続いた原油高は私達が素肌で感じられる金融市場派生の危機であった。私達の議論の出発点は、このような状況をもたらした原因は何なのかという疑問であり、投機的取引の代名詞ともいえるヘッジファンド（以下 HF）の規制論につき、関心を持つにいたった。

HF 規制に関して、以前は、比較的穏健な規制論が有力であった。ところが、2008年7月より状況は一変した。自由主義を標榜するアメリカは、2007年7月にアップティック・ルールを廃止していたが、2008年7月21日に大手金融19銘柄に対し時限つきで裏づけないから売り（naked short selling）規制を導入、8月12日にこの期限が切れた後、9月15日にリーマンブラザーズが破綻、同16日にAIGが国有化され、SECは同18日より同様の規制を全銘柄に適用し、同19日には金融799銘柄の空売りを時限つきで禁止したが、金融安定化法案の成立を受け、10月8日に解禁した。これに前後してG7各国も空売り規制を実施している。

本稿の目的は十分な議論がなされないまま始まった一連の空売り規制を理論的に検討し、また、場当たりの対応ではなく、平常時から緊急時まで妥当する連続的な規制として情報開示制度の導入を提案するものである。

詳しくは本論の中で述べるが、本稿での本題である、HFとは国際的に合意された定義は存在しないが、一例として日本銀行のものを示すと「私的に組成され、プロの投資マネージャーによって運営される、一般投資家に広く購入されることのない、共同投資のための法的『器』」と定義されている⁵。HF市場は2007年までは年々拡大し、近年は約1万ファンドが市場に参加し、金額は全体で約1.9兆ドルに及んだが、その後減少に転じ1.7兆ドルとなっている。この論文では以下の5つの特徴を持つHFに注目していく。

- ① 投資戦略の自由度が高いこと
- ② 市場環境に影響されない収益を狙っていること
- ③ 投資マネージャーの報酬体系が業績連動型であること
- ④ 私募形式で秘匿性が高いこと
- ⑤ レバレッジを用いること

第1章では、現在のHFの状況・特徴とHFに対する規制の議論について示す。

第2章では、市場の状況を4パターンに大別し、それぞれの状況において、HFがどのような行動をとるかを実証分析し、実証する。

第3章では、第2章の結果から、すべての場合に有効な規制である情報開示システムの導入を主張し、実施への障害及びそれへの対応策について述べ、緊急時の空売り規制を支持する。

なお、本稿には一部参考文献の註が極端に少ない部分があるが、これは本稿が行っている市場状況ごとのHF行動の分析や、それに対応した規制論や、本稿の中核である緊急時の空

⁵ 日本銀行「ヘッジファンドを巡る最近の動向」、2005年7月 P1

売り規制の理論化を扱った先行研究がなく、大部分がオリジナルの議論となっているためである。剽窃や引用のし忘れではないことを留意していただきたい。

第1章 現状整理

第1節 HF 規制に対する議論の変遷

HF に対する規制が議論されるようになった切欠は、HF 史上最高の資金を運用していた LTCM (Long-Term Capital Management) の破綻である。これを受け SEC をはじめとする G8 など各国の規制当局は市場における HF の行動を問題視し、規制を論じ始めた。この時点では、HF がとっていた過大なリスクが顕在化場合の市場のリスク（システミックリスク）にどう対応するかが、議論の焦点であった。

現在の規制議論の中心は、HF の投機的行動による市場の不安定化である。議論を大きく二分すると、元 FRB 議長 A. グリーンスパンらによる「HF 規制は時間と労力の無駄であり、規制は基本的にすべきでない。」という規制反対論と、先行研究による「HF の行動に起因する市場リスクは看過できないものがあり、一定の規制をすべきである」という規制賛成論がある。

しかし、2008 年 9 月のリーマンブラザーズの破綻を受けて、規制によってコントロールできる可能性が極めて乏しいことや、規制の前提となる問題発生 of 適切な察知がほとんどできないといった規制の難しさを理由に規制を行わないという考えは現実的ではなくなってきた。2008 年 10 月 23 日の委員会質疑において、グリーンスパンも自らの反規制態度の一部が誤りであったことを認めた。世界は、規制の可能性や有効性に対する考え方はともかく、目の前の危機に対応するために、とにかく規制をかけて市場をコントロールしようと動き始めた。

第2節 HF の機能論

1-2-1 HF の効用論

HF には金融市場における流動性供給⁶、価格発見機能を通じた金融市場の効率性向上⁷、金融市場機能向上の促進という 3 つの有益な作用があるといわれてきた。しかし、先に挙

⁶ 流動性供給は HF がほかのプレイヤーが入っていかないような市場に入っていくことで、マイナーな市場が活性化し、他のプレイヤーが参加する余地が生まれる、あるいは、他のプレイヤーのみの市場であれば資金を調達できないところ、資金調達が可能になるということである。このような機能は確かに重要であるが、活躍の場はあくまでマイナーな市場であり、HF がこの度のような危機を誘発する可能性を持ったプレイヤーであるなら、政策者としてはよりメジャーな市場の安定の方を選択するだろう。(ex. 裏付けのない空売りを制限すれば、確かにマイナー市場での調整能力は落ちるが、政府としては、メジャーな市場を安定させるために規制を行うことを選択するのである。また、たとえば新興企業の市場では、危機においては空売りなしでも、株価はファンダメンタルへの調整の域を超えて急激に下落すると考えられるので、裏付けなき空売りを規制することの不利益は少ない。)

⁷ 金融市場の効率性向上に関して、確かに HF はトレンドが全くなく、市場が企業の真価を市場価値に反映させることにつきこれを怠っているに過ぎないときには、ファンダメンタルに向かって調整を行うだろう。しかし、少しでもトレンドがあれば、HF はトレンドに乗じて利益を得ようとし、トレンドを増幅されるように働く。HF が価格発見機能を果たすのは、市場が十分に安定し、トレンドがほぼ存在しない場合に限られるのである。

げたりーマンブラザーズ破綻による市場の混乱を受け、HF の効用論とは反対に、HF は市場の非効率を増幅させる可能性がある、という理解が広まってきている。

1-2-2 HF 投資の効用論

HF がオルタナティブ投資の対象として普及してきた背景には、HF に分散投資効果、絶対的収益の獲得及び市場リスクの抑制効果がある、という理解がある。HF は伝統的な投資対象との相関が低く、伝統的資産に投資する既存のポートフォリオに対する分散投資効果によって、市場リスクを抑制することが期待でき、また、HF 特有の性質である絶対利益の追求により、伝統的資産の収益が低迷する環境が続く中で、投資家は収益機会の拡大を図ることができるかと期待された。

しかし、こうした HF 投資の効用論にも近時疑義が呈されている。特に、近時 HF の株式市場に対するネットロングポジションの拡大に伴って、HF と株式の月次収益率の相関が向上してきている点が挙げられている⁸。データで検証すると、両者の相関は 2003 年以降上昇基調にあり、05 年 2 月以降は 0.9 を超える水準に達している。

1-2-3 従来から指摘されてきた問題点

HF には従来から指摘されていた大きな問題が 2 点ある。1 つはシステミックリスクと呼ばれるもので、大型の HF が破綻した場合の取引先金融機関などの経営への直接的な損失リスクが大きいことである (LTCM 型はこの典型)。もう 1 つは HF のポジション解消に伴う市場価格変動増幅や市場間でのショックの伝播がある⁹。これに加えて、特にドイツにおいて国民レベルで問題視された HF の行動として、売り浴びせがある¹⁰。この 2 つの大きなリスク・マイナス面と売り浴びせなどの問題行動が近年話題となり、市場の健全化を図るために、HF の活動を規制すべきであるという議論が活発になってきた。

第3節 先行研究のまとめ

1-3-1 規制議論の動向

先行研究における各国の従来の規制議論の中では、規制強化の目的とし金融・資本市場の安定化¹¹と投資家保護¹²が挙げられていた。ただし、規制を議論するにあたり、HF によ

⁸ 東尾直人・寺田泰・清水季子「ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響」日銀レビュー2006年11月

⁹ HF が収益機会を求め投資対象を多様化させる中、一部の新興国市場などの流動性の低い、比較的小規模な市場への投資を拡大させており、しかも多くの HF が横並びでポジションを形成する事が多い。そのため、何らかのきっかけで、短期間に連鎖的にポジションを解消し、価格変動を増幅させる可能性がある。また、一つの HF が複数の市場に対してポジションを構築するケースも多く、それらの HF がある市場での損失をカバーするため、他の市場での資産を売却する事により、関係のない市場で価格変動が起こる可能性がある。

¹⁰ ドイツの根強い反 HF 感情はこれによるところが大きいといわれる。売り浴びせは、大きな不安材料を抱え、緊張状態にある企業の株に対し大量に空売りをを行い（借入のない空売りを禁止する国においては自己保有株の売りと借入株の売りを併用して売り崩す。日本においては併用の売り崩しも禁止されていたが、実際には外資系 IB と証券会社を中心として大量の違法行為が行われた）、狼狽した一般株主の追従売りをも巻き込んで、ファンダメンタルズを大きく下回る額まで値を下げさせたのち、買い戻し、ファンダメンタルズからみた適正価格への回復の過程で、回復後の価格と底値とのかい離分を得る手法であるが、これは、一般株主が、当該株式がファンダメンタルズからみた適正価格を割ってもなお、混乱にあおられて手放した株式の価値と適正価格とのかい離分を、売り浴びせを仕掛けたプレイヤーが吸収する行為であり、反社会性が極めて高い。

¹¹ 金融・資本市場の安定化については、マクロ的観点による中央銀行を含む金融当局や各取引所による市場の変動をモニタリングと、ミクロ的観点による投資家や取引相手先金融機関による直接的なモニタリングという、2 つの観点からのモニタリングを通じて金融・資本市場の安定を図っていくことが重要である、と考えられてきた。

り増幅されるリスクを抑制するための仕組みを検討することは意味があると考えられるものの、HF の投資活動を不必要に阻害する事により HF の持つ有益な作用を損なうような規制の導入は望ましくないと考えられてきた。また、金融市場がめまぐるしく変化する中、市場全体の安定性を確保するためには規制という静態的な枠組みのみで対応していくことは難しく、取引相手先や投資家などによる市場規律をできる限り活用し、動的に機能する枠組みをデザインする必要があるという点も先行研究の中で指摘されてきた¹³。2008年9月以降もこれらの議論は通用すると思われる。

ただし、リーマンショック以降の市場の劇的な変化を前提とした議論は行われていないようである。このように各国の規制論も先行研究も、全体の流れとしては比較的 HF に対して穏健なスタンスをとってきたように見える。

1-3-2 実際の規制議論

先行研究の中では規制方法として、規制方法は直接規制¹⁴、間接規制¹⁵、自主行動規範¹⁶の3つが考えられている。HF 規制の世界的な動向は2007年にドイツで開催されたハイリゲンダムサミット以前は間接規制が優勢であったが、サミット以降は自主行動規範へと移っているとうかがえる。

間接規制の中心的な方法としては、情報開示制度がある。HF の特徴である秘匿性の高さから情報開示制度の導入は金融安定化フォーラム (FSF) や証券監督者国際機構 (IOSCO) 等、様々な機関で主張されている。情報開示をすることによって、HF の投資家とカウンターパーティーに対して、適切にリスク管理が行われているかどうかを、規制当局が監視するものである。

自主行動規範の有名なものとしては、ロンドンに拠点を置く14社の大手 HF が中心となった Hedge Fund Working Group (HFWG) により、2008年1月に公表された『Hedge Fund Standards: Final Report』がある。そこでは情報開示と事業体としてのガバナンスの強化により HF を律し、さらに透明性を高めるというものが示されている。

また、HF 規制に関するレポートはたくさんあるが、本稿では HF の規制方法として、空売りと情報開示について取り上げており、本稿の参考になるものとして、我々は以下の2つの論文を先行研究として参照した。この2つの研究に関しては、後に詳しく説明・議論しているので、ここでは簡単な紹介にとどめておく。

¹² 投資家保護については、HF 投資に伴う個々のリスクの管理については一律の規制を課すよりも投資家がそれぞれのニーズにあった情報を HF から取得する方が有効、かつ効率的であるが、リスク管理能力に限界がある一般投資家に対してはこの考え方を当てはめることは注意が必要であり、投資家のリスク管理能力を高めていくとともに、リスク管理能力に限界がある一般投資家に対しては何かの販売規制を行うことについて検討する必要もある、と考えられてきた。

¹³ 以上に関して代表的なものに、東尾直人、寺田泰、清水季子 (2006年11月) 「ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響」日銀レビュー、がある。

¹⁴ 直接規制とは、HF 自体に情報開示を求め、その設立や運用などについて行う規制である。ただし、この規制については、HF はポジションを頻繁に変えるため、前夜のバランスシートは翌日の昼前には無意味になると言われており (アラン・グリーンズパン同上)、規制当局が1分ごとに HF を精査しなければいけない。また、行政に規制能力がない。という2つの理由により、効果がないと考えられている。

¹⁵ 間接規制とは、HF と取引のある金融機関などのリスク管理や規制を行う事である。HF は実際に捕捉・特定する事が困難であり、各国の HF への規制の考え方の違いなどから、直接規制は難しく、また市場での HF の役割を考慮して考えられた。

¹⁶ 自主行動規範とは、HF 業界における自主的な行動規範を作成し、既存の HF の実務慣行を見直し、強化しようとする動きである。間接的、直接的といったことに関わらず、規制は各国の法律に依存する部分があるため、世界的に同質な規制を課すことは難しい。そのため、HF が自ら行動規範を作ることは有意義なことであり、自主的行動規範は一定の意味をなす可能性もある、と考えられている。

○SEC が行った空売りの価格規制撤廃に関するパイロット・プログラム¹⁷

HF に特殊な運用方法の代表として、空売りがある。空売りを規制することにより、HF を自由に行動できないようにしようという声があがっている。この空売りの実施効果に関しては、直接的にHF 議論に対するものではないが、2005年5月2日から行われたアメリカの SEC による空売りの規制緩和の実験（パイロット・プログラム）がある。これは、一定基準で選ばれた特定の銘柄について、空売りの価格規制を時限的に撤廃する実験を行うものである。この実証実験の結果、アメリカでは価格規制を撤廃することを決めている。

○ECB による情報開示制度¹⁸

本稿で注目したのは ECB によって 2007 年に発表された”FINANCIAL STABILITY REVIEW”による情報開示制度である。この論文の情報開示モデルでは、HF からタイムリーな情報を独立したシステムに集積し、投資家その他のカウンターパーティーに公開される情報と、一般の市場参加者に対して公開される情報とを区別してアクセス段階を設定し、情報提供を行うことを提案している。

第4節 本稿の位置づけ

先にまとめたように先行研究では、HF に対する規制の目的とありかたについて議論されてきたが、前掲 SEC 論文と ECB 論文を除いた具体的な政策に関する提言はこれまでほとんどなく、施策もされてこなかった。特にこれまでの議論は LTCM 型のシステミックリスクに対応した規制議論が中心であり、2008年9月からの極端な危機に対応した先行研究は皆無である。そこで我々はこれまでの先行研究における議論（特に前掲二論文）を踏まえた上で、今回のような金融危機にも対応した規制のありかたを議論する。最終的にはその時々々の経済状況に応じた HF に対する規制の是非を論証した上で、包括的な規制の在り方として具体的な政策を提言する。

¹⁷ Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission (February 06, 2007) ”Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions”

¹⁸ EUROPEAN CENTRAL BANK(DECEMBER 2006)”FINANCIAL STABILITY REVIEW” P46-50

第2章 場合分けによる分析と規制

第1章では、現在の HF の状況・特徴と HF に対する規制議論につき記した。本章では、第1章の最後に述べたように、2008年9月のリーマンショック以降、HF を巡る状況も大きく変化しており、それに伴い、HF への規制の議論、各国の対応も変化している。この状況下で、どのような規制が最も良いのかを考えるにあたり、本章第1節では、市場の状況を4つに分類し、各場合において HF の取る行動を分析する。そして第2節で、それぞれに対応した規制の方法を検討していく。

第1節 場合分けによる分析

2-1-1 場合分けによる分析の意味と定義

本稿では金融商品の状態を大きく4つにわけ、それぞれの状態における HF の行動を理論分析する。本稿の最終目標はあらゆる場合に有効な政策を発見することであり、各場合に対して厳密に対応する政策を立案することではない。そのため、本章において重要なのは、観念上の分類に対し、HF がどう行動するかを理論化することであり、各場合の区別が厳密に区別できることは必要ではない。なお、本稿は結論として、緊急時には空売り規制をかけるべきであると考えており、このときに限って、他の場合との区別が必要となるように思えるが、空売り規制をかけるか否かは「緊急時」に陥ったかどうかではなく、規制当局の政策的な判断によると考えるため、ここにおいても各場合の区別が厳密に可能かどうかは全く問題とならない。

表 1 場合分け

場合分け		定義
平常時	無トレンド	ある金融商品の価格の上昇/下降について市場の思惑 ¹⁹ が存在せず、価格が一定の水準を保っている状態。
	有トレンド	ある金融商品の価格の上昇/下降について市場の思惑が存在しており、それにより当該金融商品が一定の上昇/下降の方向性を持って推移している状態。
緊急時（危機/暴落局面）		ファンダメンタルが価格をはるかに下回っていることが明らかとなり、金融商品の価格が暴落し、最終的にはファンダメンタルを下回る

¹⁹ 「市場の思惑」とは、のちの議論の中で明らかになるように、HF が思惑と反対の取引を行いはじめたとしても、HF の反対取引程度では覆らない程度の思惑をいう。そのため、HF の反対取引の資金量が膨大である場合には「市場の思惑」は存在しないということになる。「市場の思惑」は無トレンドと有トレンドを区別する重要な要素であるが、このように相対的な概念である。結論として、ある金融商品の価格が無トレンドであるか有トレンドであるかの区別は市場の思惑の強さと、HF がなす反対取引の規模と比較により決定する相対的な概念であり、連続性を持っている。

	額まで過剰な調整が進みかねないほどである場合。
回復局面	暴落局面が過ぎ、市場価格がファンダメンタルを目指して上昇しつつある局面。

鴨池研究会作成

※本稿では、主に、東証一部上場などのある程度知名度のある銘柄について念頭に置いている。ある金融商品が無トレンドであることは、定義からしてまれな事態である。

前もって結論を述べるに、規制をめぐる議論の中では、HFの効用がいくつかあげられるが、それらの効用が純粋に発揮されるのはトレンドがない株式や金融商品、市場などに対してのみであり、有トレンドの場合には、HFは一定程度市場の効率性を害する方向で働き、有トレンドでかつ市場に緊張がある場合には、HFの有害性が発揮され、HFは市場の非効率性を大きく高める、と本稿は考えている。

2-1-2 無トレンドの場合のHFの行動

ある金融商品の価格の推移にトレンドが存在しない状況においては、HFは当該金融商品のファンダメンタルと市場価格の間のかい離に着目した取引を行うことにより利益を得る²⁰。HFは市場の非効率性を解消させることで利益を得ており、これは規制反対論者が論じるHFの市場の効率化機能そのものである。

HFはまた、積極的にファンダメンタルと市場価格とのかい離を発見して取引を行おうとしない投資家（以下「手の遅い投資家」）から金融商品を借り、手の遅い投資家の代わりに売りを行って調整を早める空売りや、手元資金を担保に手の遅い投資家からお金を調達してきて、積極的に投資するレバレッジを利用し、他のプレイヤーになり変って、停滞している資本の配分調整をより活発化させる。

しかし、こうした効率化機能が完全に発揮させるのは、トレンドがない場合に限られる。少しでもトレンドがあれば、HFは市場を非効率化させる方向で行動し始める。

2-1-3 有トレンドの場合のHFの行動

有トレンドの場合においては、無トレンドの場合と異なり、HFがファンダメンタルに向かって取引を行っても、市場の思惑に裏付けされたトレンドがあるために価格がファンダメンタルに収斂せず、HFは損害を被る。HFは市場の思惑に従ってトレンドに乗り、価格の更なる上昇/下降から利益を得たほうが合理的である。HFは市場のトレンドを増幅させる方向で行動し始めるが、HF行動が市場に効率性をもたらすか、非効率性をもたらすかは、更に、市場の思惑の強弱により、場合を分けて考えなければならない。

市場の思惑が弱い場合のHF行動

この場合には、HFがトレンドに乗り、大規模な買い/売りをかけたとしても、市場は当該金融商品のファンダメンタルからみて合理的な価格までは追随買い/売りを行うが、合理的な価格を超えた以降は追随しない。この場合、もしHFがさらに買い/売りを続ければ、HFは損失を被る。結果、HFの買い/売りは市場の理性により合理的な水準に抑えられ、HFの行動はファンダメンタルへの調整を早める方向で働き、市場の効率性を高める。

市場の思惑が強い場合のHFの行動

この場合には、HFがトレンドに乗り、大規模な買い/売りをかけたとすれば、市場は強い思惑に突き動かされ、ファンダメンタルからみて合理的な価格を超えまなほ、追随買い/売りを行う。この場合、もしHFが買い/売りを続ければ、HFは更なる価格の上昇/下降により利益を得ることができるので、HFは買い/売りを続けることが合理的である。結果、

²⁰ たとえば、株価の上昇局面ではファンダメンタルズから上方向にかい離の生じた商品が、下降局面ではファンダメンタルズより下方向にかい離の生じた商品が、かい離の解消に従った利益を狙うHFによる調整の対象となる。

HF の行動はファンダメンタルとのかい離を拡大させる方向で働き、市場の効率性は低下する。

2-1-4 平常時の HF 行動の効果のまとめ²¹

ここまで論じた HF 行動のもたらす市場の非効率性を一般化すると、以下のようになる。

HFMie : HF がもたらす市場の非効率性(inefficiency)

Ms : 市場の思惑(speculation)とおくと、

$$HFMie = f(Ms)$$

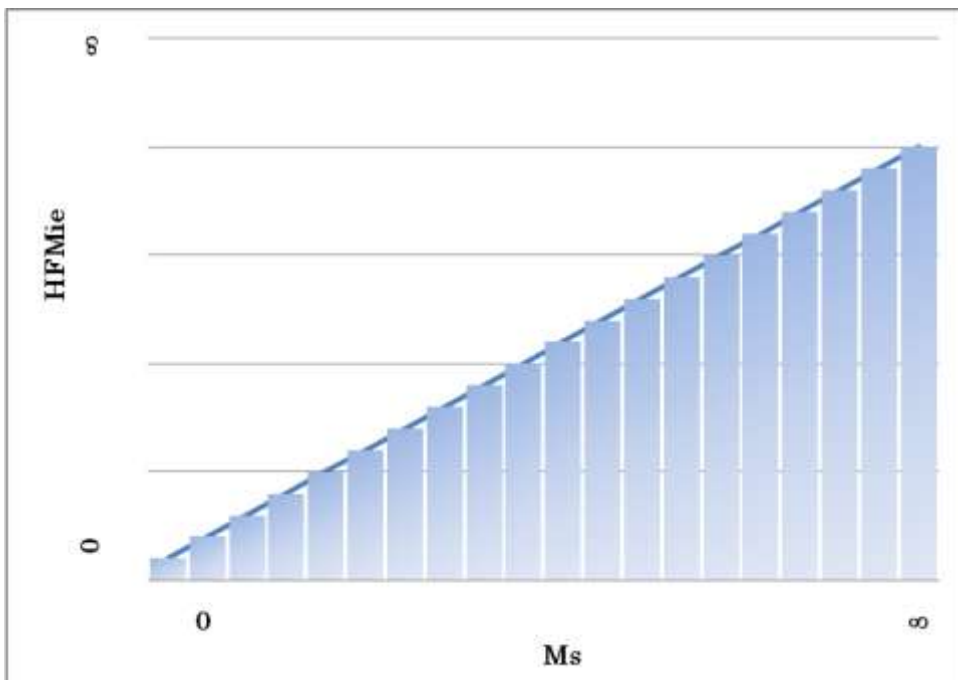
ただし、

$$Ms2 > Ms1 \text{ のとき、 } f(Ms2) > f(Ms1)$$

ということとなる。 (*)

グラフにプロットすると以下のようになる。

図 1 HFMie と Ms の関係



鴨池研究会作成

青い塗りつぶし部分が HF によりもたらされたマーケットの非効率性の量を表している。

2-1-5 緊急時の HF の行動

緊急時の市場価格決定理論

緊急時においては、市場価格がファンダメンタルと比べて高すぎるものが判明し、市場は急激にファンダメンタルに向かって調整を始める²²。ただし、ファンダメンタルは一義的に明らかでないため、市場は様々な情報をもとに推定されるファンダメンタル(以下推定 F)に向かって敏感に価格を調整し続ける。推定 F のボラティリティーはファンダメンタルにつき情報が出尽くすにつれ小さくなり、ファンダメンタルに収束するが、重大な情報が現れればジャンプも起こりうる²³。

²¹ モデルは鴨池研究会が制作したオリジナルである。

²² もちろん、バブルと判っていて(つまり実態とかい離した価格をファンダメンタルであるとあえて評価して)行動するプレイヤーもいるだろうが、この点は、政策提言に特に影響を与えない。

²³ リーマンショックはこの典型である。

(*) 式のあてはめ

(*) をあてはめるに、緊急時において統一的な M_s は存在せず、継続的なトレンドは存在し難い。HF はトレンドに乗じて利益を生み出すことができず、HFMie を生み出すこともできない。

緊急時の手の遅い投資家の変化

緊急時において HF は推定 F へ向かって取引を行い、推定 F への価格調整の過程で利益を得るはずである。しかし、ここにおいては、平常時は HF に資金や金融商品を貸すだけであった「手の遅い投資家」たちは、ほとんど「手の早い投資家」に変わり、HF 同様に推定 F へ向かって急激に調整を進めている。換言すれば、市場のすべてのプレイヤーが HF となっており、推定 F と価格のかい離から得られる利益を争い、分散させている。

時系列的な分析

t 時点で存在する情報によって決まる推定 F を推定 F_t とおく。 t 時点で現れていなかった情報が現れた時点をも $t+1$ 時点とし、 $t+1$ 時点の推定 F を推定 F_{t+1} とおく。HF もほかの投資家も、市場にあらわれたすべての情報を即時に得るものとする。

緊急時には市場にあらわれていないファンダメンタルズに関する情報が大量に存在している。この情報が現れるたびに推定 F は変化する。 t 時点での HF は、推定 F_{t+1} と t 時点での価格（ \equiv 推定 F_t ）とのかい離から生じるニッチの利益を得ようとするが、市場が敏感になっている中で、市場より早く新情報を得て推定 F_{t+1} を知ることは難しい。また、新情報に対する市場の反応が速いため（投資家の HF 化のため）、推定 F_{t+1} と t 時点での市場価格（ \equiv 推定 F_t ）とのニッチの利益はすぐさま分散される。

売り浴びせの危険

上述の通り、緊急時に HF はニッチの利益を得ることはできない。そこで、HF は市場の過剰な敏感さを利用し、相場操縦を行い利益を得る強いインセンティブを持つ。具体的には、既存トレンドを上回る極端な量の売りをかけて市場の調整を狂わせ、市場の過剰反応である大量の追随売りを巻き込みながら価格を下げ、底値で買う。その後、市場は理性的に調整に入り、値をファンダメンタル付近まで戻す。HF はこの過程で HFMie を生み出し、値上がり益を得る。かかる行為は違法であり、規制当局はこれを取り締まらなくてはならない。しかし、危機においては、多くの HF が相場操縦行為に及ぶインセンティブを持っているし、市場に過度の敏感さが生じているので、相場操縦の契機が多く存在する。加えて HF は情報の秘匿性が高く、取引手法も高度なため、規制当局の取り締まりは困難である。

緊急時の HF 行動のまとめ

まとめとして、HF は適法に行動している限りは、HFMie を生み出すことができないし、利益を生み出すことも難しいし、効率性を生み出すことも難しい。HF は市場から撤退するか、違法行動に出るか、緊急時が終了するまで耐えることを選択する。

2-1-6 平常時と緊急時における HF 行動理論の実証

上述の HF 行動はある程度実証可能である。

下表は S&P500 月次リターンと HF 月次リターン (Barclay Hedge Fund Index より。以下同。) の相関を Excel により求めたものである。

表 2 S&P500 月次リターンと HF 月次リターンの相関係数

期間	相関係数
期間① 2001.1~2007.6	0.760
期間② 2003.3~2007.5	0.725
期間③ 2007.7~2008.10	0.826
期間④ 2008.4~2008.10	0.889

鴨池研究会作成

危機が深まるにつれ、両者の相関が強くなっている²⁴。

期間②における比較的低い相関係数は、不動産バブルなどにより S&P500 が上昇していた時期であり、HF は市場価格よりも真価が高いと思われる金融商品を積極的に買うことにより、真価と市場価格とのニッチの利益を獲得していたことを表している。

期間③における相関の高まりは、サブプライム問題が顕在化し、市場が金融商品の真価につきセンシティブになり、調整を積極的に行いはじめた時期から今日まで、HF と市場の行動が同一化していることを示している。

期間④における非常に高い相関は、ベアースターズが破綻して以降今日まで、市場が非常に積極的に調整を行い、行動が HF 化していたことを表している。

回帰分析を用いた分析によっても同様の結論を導くことが可能である。

下表は S&P500 月次成長率を被説明変数、HF 月次リターンを説明変数として Excel によって回帰分析した結果である。期間区分は従前と同じである。

表 3 S&P500 月次成長率と HF 月次リターンの関係

期間	重決定 R2	切片	説明変数の係数
期間① 2001.1~2007.6	0.57	0.98	2.25
期間② 2003.3~2007.5	0.52	0.99	1.42
期間③ 2007.7~2008.10	0.68	0.99	1.46
期間④ 2008.4~2008.10	0.79	0.99	1.75

鴨池研究会作成

危機が深まるにつれ、HF 月次リターンの S&P500 月次成長率に関する説明力が上昇している。市場と HF の行動は明らかに同質化している。

なお、日次の HF リターンに関するデータ（ないしはそれ以上に詳細なデータ）が手に入ればさらに詳細な実証が可能であったが、残念ながらそのようなデータを手に入れることができなかった。

2-1-8 回復局面の HF の行動

回復局面においては、情報が出尽くし、推定 F の推移は安定しはじめている（ボラティリティー極小）。推定 F が安定する過程において、悲観的に推定されていた推定 F は好転し、上昇に転ずるか、または十分な情報により明らかとなったファンダメンタルが混乱の鎮静化若しくは景気の安定により上昇に転じる。ここにおいて HF は市場に復帰し、価格の上昇を見込んで買いをかける。ただし、回復局面において他の投資家は平常時より相対的に慎重になっており追従買いは少ない。HF はニッチの利益を十分に得ることができるが、価格が上昇し利益が実現するまで比較的長い時間がかかるはずである。新たな情報の出現による価格のジャンプ発生の確率は時間量のルートに比例して大きくなるから、大きな買いは行いにくいはずである。

まとめると、回復局面において、HF は比較的抑制的に行動するはずである。

²⁴ 2006 年時点で、市場成長率と HF リターンの相関が強まっていることを示した研究として、清水季子・東尾直人・寺田泰（2006 年 11 月）『ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響』日銀レビューがあるが、危機と相関係数の関係には着目していない。

第2節 各場合の規制とその検討

前節では各場合分けに沿って HF の行動を推論実証し、規制反対論者が言う HF の効用論は無トレンド状況でしか純粋に妥当せず、トレンドや思惑により HF_{Mie} が発生していくことを (*) 式でまとめた。また、緊急時には HF が適法に行動している限りは HF_{Mie} は発生せず、市場を効率化させることもないことを論証した。回復局面においては HF は回復を助けるが、行動は抑制させることを述べた。本節では以上の場合分け分析にのっとり、各場合の規制を検討する。具体的には、近時実際に用いられている空売り規制と、情報開示規制について論じる。

なお、緊急時の空売り規制の是非を論じた論文は発見できなかったため、オリジナルの議論となっている。

2-2-1 平常時の空売り規制の先行研究

空売り規制には、借り株の裏付けのない空売りを禁止する naked short selling 規制、直近の最低価格以下での空売りを禁止するアップティック・ルール、及び空売りを一切禁止する空売り規制の禁止がある。平常時のアップティック・ルールの是非については SEC の実証実験がある。

SEC の実証実験²⁵

平常時におけるアップティック・ルール適用の是非に関しては、2005年5月2日から行われたアメリカの SEC による空売りの規制緩和の実験（パイロット・プログラム）がある。結果は以下の表である。

表 4 SEC 経済分析局調査による価格規制撤廃の影響：要点

空売りへの影響	パイロット銘柄では空売りの取引高が増加。空売り残高には影響なし。 オプションの取引高・建玉には影響なし。パイロット銘柄に対してはよりバランスの取れたトレーディングが行われる。
流動性	取引所上場パイロット銘柄の買い気配の深さは減少。回帰分析では買い気配、売り気配とも深さが減少。
ボラティリティ	いくつかの分析結果は日中のボラティリティ増大を示唆した。小型株で増大効果が大きい。日次ボラティリティには変化なし。
効率性	短時間（5分間）でみるとパイロット銘柄の価格形成の逆転頻度が大きくなるが、長時間（30分間）では違いは見られない。
リターン	取引所上場パイロット銘柄においては、パイロット初日に若干リターンが認められたが、ナスダック銘柄については有意なリターンの差は認められなかった。6ヶ月の長期においては、リターンへの影響は認められなかった。
結論	大方の分析結果が、価格規制撤廃はマイナーな効果しか持っていないことを示した。

関雄太（2007）『空売り価格規制撤廃を決めた SEC』P69

²⁵ ただし、SEC は平常時のみ妥当する議論であるということを明記していない。

2007年7月に、SECはこの結論に基づき、全銘柄についてアップティック・ルールを廃止すると同時に、廃止によって可能となる空売りをを用いた相場操縦に対して監視を強めることを宣言した。これはSECが2007年7月の段階では、市場に存在する相場操縦の契機やインセンティブに対し、自己の監視能力が釣り合うものであると考えていたことを示している。しかし、緊急時において前二者が大きく増大する（前節参照）。

本稿は基本的にSECの判断を支持するが、SECの議論はあくまで平常時にのみ妥当するものであると考える。緊急時には別段の議論が必要である。

2-2-2 緊急時の空売り規制論

緊急時の空売り規制の是非を論じた論文は発見できなかった。

2008年7月から、各国（特にアメリカ）は空売り規制を発動し、HFなど投機筋の空売りを封じ込めた。理論的根拠が詰められる前に、世界は空売り規制に動きだしたといえる。本項において我々は、場合分け分析の結論をもとに緊急時の空売り規制を以下のように理論づける。

空売りによる市場の利益の極小化・売り浴びせの危険増大

緊急時にはほぼすべての投資家がHF化しており、空売りを認めて調整を早める必要は相対的に低下している。逆に市場の緊張が高まる中で売り浴びせの契機が増大しており、手段となる空売りを規制し、相場操縦者を市場から締め出す必要が出てくる。

空売り規制のサーキットブレーカーの効果

危機において、調整速度は異常に速まっている。危機において、空売り規制はサーキットブレーカーの役割をはたす。

空売り規制のアナウンスメント効果

空売り規制の検討を宣言することで、規制当局は大量の空売りにより相場操縦行動に及んでいるプレイヤーに監視が強まっていることを宣言することができる。これと同時に、風説の流布について調査をはじめるとすれば、相場操縦の抑止効果またはサーキットブレーキ効果は一層高まる²⁶。

投資家のHFからの逃避と、HFのいったん退却

空売りを規制することによってHFはヘッジの手段を制限され、市場から撤退してしまう。しかし、緊急時においてHFは特に市場に有益な効果を与えていないため、HFの要保護性は相対的に低い。また、投資家はリスクの増大した“HF”という金融商品から逃避しているため、HFが市場から撤退することは自然な需給調整である。また、一般的にいつて金融市場への参入脱退コストは他の産業に比して小さいので、HFに過大な負担をかけるともいえない。こうして、緊急時においてはHFの要保護性は相対的に低下している。

金融機関の要保護性

金融機関は経済全体を支える重要なインフラであり、国民生活にも直結している。こうした意味で、金融機関は絶対的な価値を持つ。空売りの規制と金融機関の保護がトレードオフの関係に立つ場合には、規制当局は経済効果の細かな算定をするまでもなく、金融機関の保護を優先するが、この選択には合理性がある。

まとめ

結論として、規制当局は要保護性が低下し規制の必要が強まったHFと空売りを捨て、金融機関の保護を合理的に選択し、空売り規制の効果を利用して市場を鎮静化させていたと考える。

²⁶ 実際に、SECは7月15日に大手金融19銘柄のnaked short selling規制の導入を宣言したが、ほぼ同時にSECが風説の流布の調査を開始した旨の報道があり、また、SECは同日に50超のHFに対し取引データの開示を求めた。その後16日17日に市場価格は大幅に上昇している。データがないため裏付けは不可能であるが、空売りポジションが大幅に解消された可能性がある。

2-2-3 緊急時の空売り規制の効果の実証分析²⁷

ここではアメリカの空売り規制実施前後の株価指数のデータを用いて、前項の緊急時の空売り規制論の一部を実証する。

2008年7月15日に、SECは金融株19銘柄について裏付けのないから売りをすることを禁じる規制を宣言し、21日から実施した。この規制は8月12日まで続き、その後8月13日から9月17日まで規制を設けず、18日から再度裏付けのないから売りを禁止する規制を設け、翌19日から10月8日まで空売りを全面的に禁止する規制を設けた。

そこで我々は、同業種であり比較的似ている企業の中で、19銘柄に指定された株式とそうでない株式を比較し、緊急時において空売りの効果があるのかどうかを分析する。今回選んだ株式は、SECが空売り規制による保護が必要であると判断した銘柄は、Citigroup Inc. (以下C)とBank of America (以下BAC)の2銘柄、そうでない銘柄では、The Bank of New York (以下BK)とWells Fargo & Co. (以下WFC)を選択した。

以下の表は空売り規制の実施期間ごとに、それぞれの重決定R2と相関係数を求めた結果である。

表5 空売り実施期間ごとの重決定と相関係数

		重決定 R2			
		CとBK	CとWFC	BACとBK	BACとWFC
期間	07/15~08/12	0.228	0.614	0.534	0.877
	08/13~09/17	0.040	0.007	0.007	0.227
	09/18~10/08	0.203	0.419	0.123	0.599
		相関係数			
		CとBK	CとWFC	BACとBK	BACとWFC
期間	07/15~08/12	-0.478	0.784	-0.731	0.937
	08/13~09/17	0.199	-0.084	-0.085	0.477
	09/18~10/08	0.450	0.647	0.351	0.774

鴨池研究会作成

※①07/15~08/12…指定19銘柄に対して裏付けのない空売りを規制していた期間。ただし、15日~20日はアナウンスメント効果が大きかったことを考慮して期間に加えている。

②08/13~09/17…特別空売り規制をしていない期間

③09/18~10/08…997銘柄以上の空売り規制していた期間

相関係数、重決定ともに、空売り規制のある①と③では値が大きく、規制のない②では低いことが分かる。規制がある場合には、要保護銘柄はそうでない銘柄と同質化するのである。

しかし、SECが要保護性の観点からではなく、市場へのパフォーマンスとして、より代表的な銘柄に対して保護を打ち出した可能性もある。この点の検証に関しては、詳細なデータが必要であるが、そのようなデータは手に入れることができなかった。代わりに、同期間の各銘柄の年間ヒストリカル・ボラティリティを示す。年間ヒストリカル・ボラティリティが高ければ、より不安定な銘柄である、ということが一応いえるためである。

表6 ヒストリカル・ボラティリティ

	ヒストリカル・ボラティリティ			
	C	BAC	BK	WFC
07/01~07/14	10.446	37.274	5.037	9.412

鴨池研究会作成

²⁷ 類似の実証分析は発見できなかった。

SEC が 19 銘柄を選定していた際に考慮していたと思われる 19 銘柄指定の直前期のボラティリティーを見ると、C は比較的低い値を示しており、代表的な銘柄に対して保護を打ち出すパフォーマンスであった可能性がある。

2-2-4 緊急時の空売り規制の基準論

ここまでの議論を一般化してまとめるに、HF 及び空売りの要保護性とその対立利益の衡量により規制当局の判断が正当化されるということであり、空売り規制はその手段として合理的（有効）であるということであった。換言すれば、常に空売り規制が正当化されるわけではない。空売り規制を正当化するために必要な条件を一般化すると、以下のようになる。

①空売りの効用がない銘柄であること

（空売りの効用が残っているうちは規制に慎重になるべきである）

②緊張が高まっている銘柄であること（空売り規制は売り崩しや売り浴びせの危険を取り除くために正当化されるから）

③空売りの対象となる企業（金融商品、株）に救済の必要があること（淘汰されるべき銘柄に関しては、ある程度、ファンダメンタルへの調整が加速しても仕方がない）

①②に関しては、如上の議論のように、空売り規制を合理化する根拠が主に、空売りの効用の減少と、市場の緊張を利用した売り崩し・売り浴びせの防止に求められるからである。③に関しては、具体的には、金融機関などの国民の生活や経済の安定にとって重要な機関が危機にさらされていることが条件になる²⁸。

これらの指針を、規制当局は密に論じて公開すべきである。

2-2-5 情報開示制度の先行研究

ECB の情報開示センター設置提言

ECB は HF が規制を回避する点を指摘し、カウンターパーティーを利用した間接規制について論じている。レポートの中で ECB は現在の HF 契約における高い秘匿性の慣行を改善し、カウンターパーティーを利用した過大なリスクテイクなどの抑制を利かせることを目指す。そこで ECB は HF からタイムリーな情報を独立したシステムに集積し、投資家その他のカウンターパーティーに公開される情報と、一般の市場参加者に対して公開される情報とを区別してアクセス段階を設定し、情報提供を行うことを提案している²⁹。具体的な情報としては、VaR などのパフォーマンス情報や、ストレステストの結果（詳論されていないが、おそらく一定のシュミレーションを行うものと思われる）など、かなり具体化された提言となっている（図表参照）。

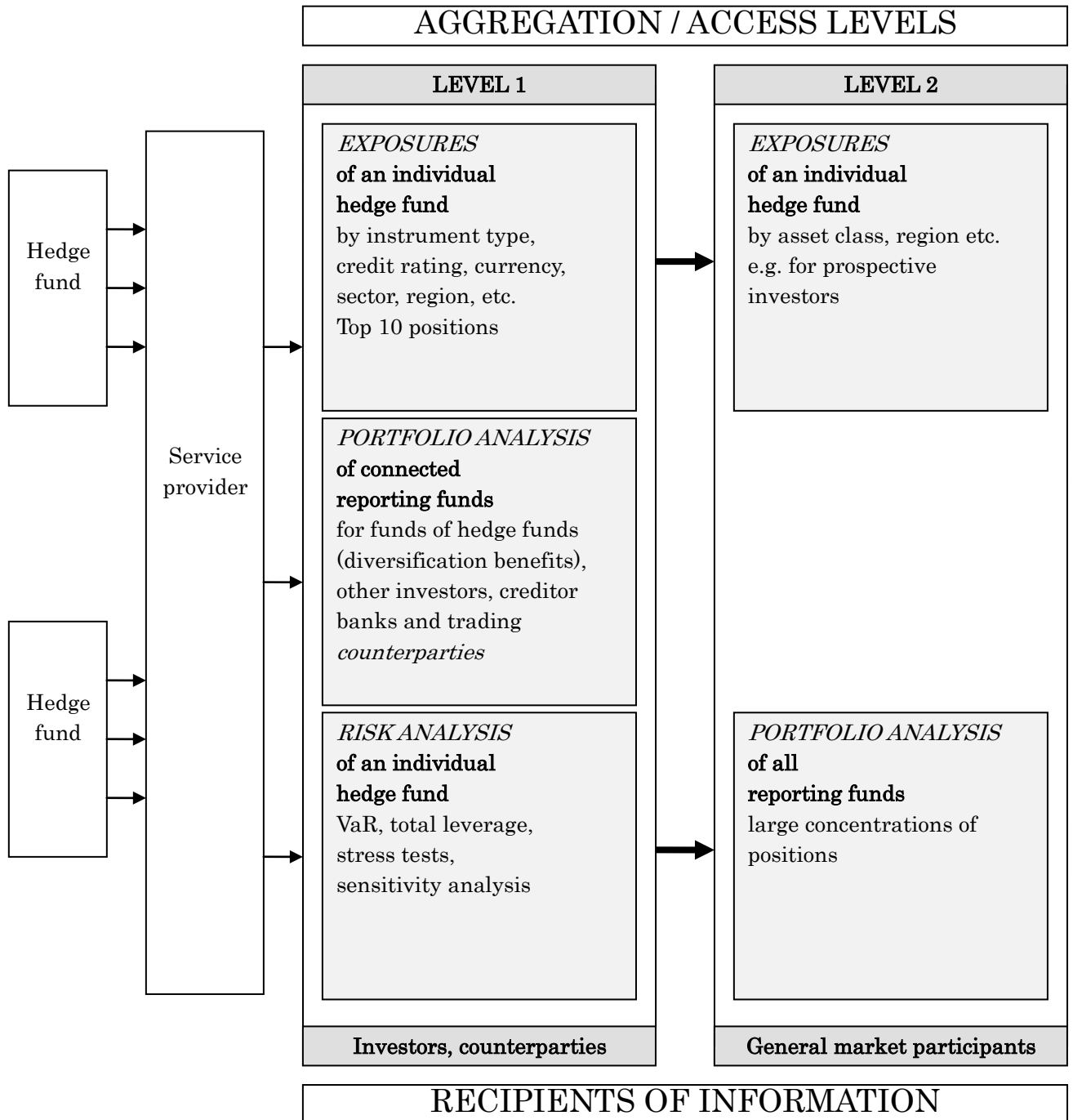
ただし、ECB の提案は LTCM 型の危機に対応することを目的とした金融安定化フォーラムを念頭に highly leveraged institutions に対する対応として、主に HF の過大なリスクテイクを抑制することを目的に練られている。

本稿は、情報開示システムの目的を近時の危機に対応するものに Update するとともに、ECB が検討しなかった契約自由の原則との調整問題についても検討する。また、ECB の提案する情報開示システムが最も有用なシステムであることも論証する。

²⁸ ありえないだろうが、コンビニエンスストア業界やドラッグストア業界が危機に瀕している場合には、市場にゆだねる、という判断をとるべきであろう、ということである。

²⁹ EUROPEAN CENTRAL BANK(DECEMBER 2006)“FINANCIAL STABILITY REVIEW”

図 2 Risk aggregation and monitoring services: Information flows and possible reporting options



ECB(2006) "FINANCIAL STABILITY REVIEW" P49 より鴨池研究会作成

2-2-6 情報開示制度の効用と課題

ECBはLTCM型の危機を前提に、HFの過大なリスクテイクの抑制を特に挙げていたが、近時の危機は、巨大なHFがとっていた過大なリスクが顕在化した、というものではない。今日においては、HFとはとりにあえず別の要因により発生した危機において、HFのような秘匿性が高く取り締まりが容易でないプレイヤーに対してどのように対処するか、ということの問題として設定すべきである。情報開示は、HFの高い秘匿性を解消させる手段としてとらえられる。

HFの高い秘匿性は、対投資家の問題としては、

- ・ エージェンシー問題（契約内容と異なる行動をとる可能性一般）
- ・ リスクの過大化（HFマネージャーが実績対応報酬を狙って過大なリスクを取りに行く）
- ・ 同質化行動（HFの行動やとっているリスクが戦略を超えて同質化しており、投資家は複数の異なる戦略をとるHFに投資してPFを組んでいるのに、リスク分散に失敗する）

対経済全体、規制当局との関係においては、

- ・ 市場原理の稀薄性（秘匿性が高いゆえに、市場原理が働かず、有象無象のHFが市場に闊歩し、危機になると一斉に淘汰が進み、市場からの撤退＝ポジション解消に従って市場の不安定性が増す。詳しくは“情報開示制度の効用2”）
- ・ 情報の偏在による規制困難（秘匿性が高いゆえに、規制当局としてはHFの存在の認識すら難しい。登録制度をとっていたとしても、取引内容を知ることが難しい。情報が開示されたとしても、真偽の判定すら難しい。）

が挙げられる。

ただし、情報開示制度の是非につき、次のような問題がある。

- ・ HFは頻繁にポジションを入れ替えるため、「インクが乾く頃には」情報が古くなっている³⁰。そして情報の最新性を高めるためには莫大なコストが必要である。
- ・ HF契約は多くは（本稿および大半の論考においては定義上当然に）私募契約であり、契約自由が強く妥当しているゆえ、政府が介入すべきものではない。
- ・ 政府が情報を得たとしても、政府にはHFの取引が規制を要するものなのか、そうではないのか判別できない³¹。

これらの効用を追求しつつ課題をクリアする制度を設計していくことが本稿の目的である³²。

2-2-6 情報開示制度の費用モデル選択

情報開示制度は、情報の最新性と費用の両立の点で問題があった。本項ではECB型の情報開示モデルが、費用的に最も優れたモデルであることを示す³³。

前述の通り、情報には最新性が求められる。しかし、瞬間的な最新性を満たそうとすればHFマネージャーに手間をかけ、リターンを減殺する。前者と後者はいわば正の相関の関係にある。情報の最新性を追求すれば、HFマネージャーの負担は大きくなり、リターンは減殺され、投資家の利益も減るが、最新性が失われると、情報の有効性が薄れる。

情報開示制度の費用モデルは、大きく2つ考えられる³⁴。

$$P = I \times e^{NP - IC} \quad (a)$$

$$P = I \times e^{(NP - IC)} \quad (b)$$

P = HFにより生み出される社会的利益

I = HFに投資される資金の総額

NR = HFの純リターン（ただし、情報開示コストは除いていない）

³⁰ 前掲アラン・グリーンズパン参照。

³¹ 前掲アラン・グリーンズパン p314

³² 前掲ECBにはこのような調整に配慮した記述はない。

³³ 前掲ECBにこの議論はない。

³⁴ モデルは鴨池研究会オリジナル。

IC=情報開示コスト

期間は基本的に1年とする

(ただし、ここでは議論の単純化のため、HFにより生み出されたNRはすべて社会にとって有益であると考えている³⁵。)

(a)のモデルでは、ICが固定費用化されている一方で、(b)のモデルではICはNPを相殺している。

(a)は例えば、期末の会計報告のように、取引が複雑・頻繁であっても、会計事務所に毎月50万円払って必要な書類をまとめてもらう場合のように、每期一定のコストをかければ、情報開示制度上必要とされる義務を完全に履行することができるような制度の場合のコストである。月次、週次、日次報告のような場合である。

(b)はたとえば、取引を行うたびに逐次報告を必要とするような制度であり、常にHFのマネージャーに負担をかけ、取引が複雑・頻繁になればなるほど情報開示コストが膨らみ、頻繁にポジションを変更し、活発に取引を行うHFにとっては、ほとんど資金調達コスト=利息のように、eの指数部分にあるNPから差し引かれるようにICがかかるような制度の場合である。

HFに対する規制論の中でよく指摘される³⁶ことであるが、HFは頻繁にポジションを組みかえるなどして絶えず動き回っているから、規制をかけたり、投資家が投資判断をするにあたって1日前のデータを見ることでさえ、HFとの関係においては無意味である、といわれる。この問題を解消するには、HFマネージャーに絶えず報告させ、莫大な手間暇のコストを生じさせるしかないだろうが、そのような制度はHFを市場から撤退させるだろう。モデルで言うと、(b)型のコストをとる開示制度であり、HFに対して(b)型をとる以上、必然的にICは大きくならざるを得ない。

この点はECB型の選択により解決可能である。HFの取引を集積する情報センターを構築し、HFマネージャーが取引に用いるコンピューター(実際には、アドミニストレーター³⁷やプライムブローカー³⁸、あるいは証券取引場との接続をも考える³⁹)。この点に関しては政策提言において明らかにすると接続すれば、センターには逐次自動的にHFの取引データが集積される。投資家は一定レベル抽象化された、その瞬間のHFの取引状態の情報を得ることができる⁴⁰。HFマネージャーは、制度が導入されれば、自分の手は一切煩わされることなく、職務に励むことができる。必要なのは、コンピューターのメンテナンス費用程度であり、これは(a)型の、しかもICが極端に低い場合であり、情報開示制度のコストとして理想的である。ECB型はコストパフォーマンスにおいて最も優れたモデルの一つである(ただし、ECB自身は、ICの最小化や(a)型(b)型の議論は行っていない)。

³⁵ この仮定はNPが(*)に表されるような、HFがHFMieを高める行動により稼いだ利益を一切含んでいないことを表すが、これは議論の単純化のためであることに加え、この情報開示制度が有効に機能するもとは、HFの行動はある程度強制され、HFの生み出す利益はマーケットの効率性の向上につながるためである。

³⁶ 前掲アラン・グリーンズパン参照

³⁷ ヘッジファンドの事務管理代行を請け負う。取引を記帳し、時価評価の難しい金融資産の多いヘッジファンドの基準価額を算出して投資家に通知を行う。算定はファンドの業績や投資マネージャーの報酬に直結するため重要である。プライムブローカーや投資マネージャーがその業務を兼ねることもある。(前掲経済産業省より)

³⁸ ヘッジファンドに対して取引の執行・決済、保有する有価証券等を担保とした融資、ショートのための証券貸付等を行う。主な担い手は、大手の投資銀行(日本の場合は外資系証券会社の在日支店)。ヘッジファンド立ち上げにおけるノウハウの提供や内外の投資家の紹介業務も行う。(前掲経済産業省より)

³⁹ この場合も、(b)型の制度がプライムブローカーやアドミニストレーターの情報処理コストを高め、結局はそのグロスのリターンから差し引かれ、HFや投資家にとるリターンを下げ、投資家の投資意欲やHFマネージャーの業務意欲を下げることに変わりはない。

⁴⁰ 例えば、HFと投資スタイルが比較的近く、競業が必須となるような投資銀行がHFの顧客の場合、投資銀行は、当該HFがどの業種の株を買っているとか、どの国の株を買っているか、程度の抽象度の情報を得ることができる。競業の可能性が比較的小さいと思われる生命保険や年金基金に対しては、比較的具体性の高い株式や債券の銘柄や数量のデータが送られる。このとき、投資家に与えられる情報の抽象度は、デフォルトとしては、競業や利益相反の可能性に従って国が業界団体と協議して決定し、契約により、個別に具体性の程度を高めることができるようにする。

2-2-7 強制加入か任意加入か

情報開示制度は、契約の自由との調整が必要である。政治的には、制度導入にあたり、アメリカなどの自由主義国への配慮となる。

契約の自由に配慮するとすれば、任意加入が最も非制約的であるが、情報開示制度の効用は抑えられる。しかし、本稿はたとえ強制加入であっても制度設計次第では、契約の自由への配慮は可能であると考ええる。以下は、考えられる情報開示制度のバージョンとその定義である。組み合わせで書かれており、A-a)が一番裁量性が高く、B-c)が一番自由度が低いことになる。

表 7 情報開示制度の加入形態

任意加入のバリエーション		強制参加のバリエーション	
A: 加入は HF 契約により任意で決定できる	a) どの程度の情報を開示するかも契約で任意に決定できる	B: 加入は法令により強制される	a1) どの程度の情報を開示するかは契約で任意に決定でき、非開示 ⁴¹ も選択できる
	b) どの程度の情報を開示するかは契約で任意に決定できるが、規制当局が作成した水準を下回る場合には、一定の手続きが必要である。		a2) どの程度の情報を開示するかは契約で任意に決定できるが、非開示は選択できない
	c) 開示すべき情報は一義的に決まっている。		b) どの程度の情報を開示するかは契約で任意に決定できるが、規制当局が作成した水準を下回る場合には、一定の手続きが必要である。
			c) 開示すべき情報は一義的に決まっている。

鴨池研究会作成

強制加入モデルであっても、HF は B-a1) の制度ならば、実質として A-a) 並みの情報不開示体制をとることも可能となる。入口を任意/強制と分けても、中身次第で同じ情報開示水準とすることが可能である。

本稿としては、基本的には、B-a1) 制度をとった上で、一定の競争促進的な全 HF の共通情報を投資家に提供することが最も妥当であると考えている(競争促進の必要については後述)。情報不開示を選択したとしても、実質として登録制がとられ、規制当局に“情報不開示”をとっていること、すなわち投資家の監視が及んでいない HF であることがわかるので、規制当局はかかる HF を重点的に取り締まり、労力を削減することができる。

2-2-8 情報開示制度による競争の促進

本項では先行研究では論じられて来なかった情報開示制度の競争促進効果について論ずる⁴²。

2008 年 11 月現在、HF の淘汰が進んでいる。今後も淘汰が続くという意見も多い⁴³。危機において HF の淘汰が起これば、HF の解散に従って起こるポジションの解消に従って混乱が増幅するはずである。現にポジション解消による市場の不安定化がしばしば報道されている。

⁴¹ 情報開示制度を通して開示される情報が非開示ということであって、今日 HF が投資家に自主的に開示している程度の情報の開示は存在している。

⁴² 同様の議論は見つけることができなかった。

⁴³ ロイター10月29日付のソロス氏のインタビュー記事参照
<http://jp.reuters.com/article/businessNews/idJPJAPAN-34586620081028>

これを分析するに、現在は HF の高い秘匿性のため、投資家は HF 同士を比較できないので、HF 業界において競争が抑制され、危機に耐えられない品質の低い HF が大量に市場に出回り、和として大きなポジションを有し、これが危機において一斉に淘汰にあい、解散に伴うポジションの解消のために市場の不安定さが増しているのではないかと推測される⁴⁴。情報開示制度を導入し、HF の情報をオープンソースのデータベースで提供できれば、HF 業界全体の市場原理を強化することができ、危機において一気に進む淘汰を平常時に分散し、ショックを和らげることができる⁴⁵。

2-2-9 情報開示制度による投資家のポートフォリオの改善と効用算定
投資家のポートフォリオの改善

情報開示制度の実効化のためには、投資家による間接的な HF 管理が重要である。この点につき、後述 BIS 規制の検討において、BIS 規制と BIS 規制類似の監査基準の導入により、投資家の HF 管理インセンティブを強めることを提案するが、これはあくまで力技の誘導であり、好ましくはない。ここでは開示された情報を有効活用することで投資家が得られる利益の存在を明らかにする。

情報開示制度の導入により解消が望める問題中には、エージェンシー問題・リスクの過大化・同質化行動があった。この三者の存在のため、投資家の HF のポートフォリオ (Pf) の精度は低くなっている。

表 8 情報開示制度の導入により解消が望める問題

エージェンシー問題	契約に定められた運用方針に従った運用がなされず、投資家の Pf が想定していたリスク分散効果が得られない
過大なリスクテイク	VaR などのリスク管理指標が実態と乖離する
同質化行動	戦略や投資方針を分けて複数の HF に投資したにもかかわらず、リスクが分散されていない

鴨池研究会作成

投資家が開示された情報を有効に用いれば、Pf の精度が上がる。具体的には、リスクとリターンの関係が適切に管理され、リスクーポイントあたりのリターンであるシャープレシオが改善する。

Pf 改善の効用の算定

本節では情報開示制度の導入により得られる効用のうち、投資家の Pf の精度の向上により得られる効用を算定する。情報開示制度の導入及び投資家の Pf の精度並びに Sr の向上の関係については情報開示制度の説明で述べた。具体的には、制度の導入により、以下のような変化を仮定する。変化の基準となる FOF の四分位ベース比較表は以下。

表 9 FOF の四分位ベース比較表

	ファンドオブファンズ		
	下位25%	中央値	上位25%
トータル・リターン(%)	6.32	10.28	15.09
超過リターン(%)	1.46	5.42	10.23
標準偏差(%)	3.84	6.13	8.86
シャープレシオ	0.33	1.08	2.06

ヘッジファンド・リサーチより鴨池研究会作成(データは 1991~2005)

44 ロイター10月9日付ポール・トゥラジ氏のインタビュー記事参照
<http://jp.reuters.com/article/fundsNews/idJPnTK828604120081010>

45 実証のためには、詳細なデータが必要であるが、手に入れることができなかった。

<仮定>

規制導入後、

①すべての年金基金は FOF 下位 25%と同様の Sr をとる

(年金基金は安定的なリターンを求め、リスクを嫌うため、標準偏差の低い下位 25%の FOF のパフォーマンスを目指す)

②FOF は下位 25%は中位 50%の、中位 50%は上位 25%の、上位 25%は現状維持の Sr をとる。

③すべての個人投資家、企業、財団は、上位 25%・中位 50%・下位 25%の平均 Sr をとる

計算式

$$S_1 = S_0 \times e^{(m + \frac{m^2}{2Sr^2})}$$

m:リターン Sr:シャープレシオ(リターン/標準偏差)

S₀:基準年の運用額 S₁:1年後の運用額

この仮定において情報開示後の Sr を算出すると、以下の表より 1.21 となる。

表 10 HF 投資の資金源 (2007) と情報開示後 Sr

内訳	出資率	Sr	出資率 × Sr
年金基金	11	0.33	0.036
FOF	23	1.81	0.417
個人・企業・財団	66	1.16	0.763
合計	100		1.217

ISFL, "Hedge Fund_City Business Series April 2007", Chart6 を参考に鴨池研究会作成

計算式において、2007 年度運用額 1868419 百万ドルを S₀ とし、2008 年度推定運用額 S₁ を推定すると S₁ は 2076778 百万ドルとなる。この結果を、制度導入がない場合の 2008 年度推定運用資産額 S₂ と比較する。S₂ は 2007 年の実績リターン率と標準偏差を用いて上掲計算式で算出した。結果は以下の表のようになる。

表 11 推定資産額

情報開示前2008年度推定資産	2072063
情報開示後2008年度推定資産	2076778
差	4715(百万ドル)

鴨池研究会作成

2-2-10 BIS 規制⁴⁶及び BIS 規制類似の規制による補完

⁴⁶ BIS II 規制の効果としては、以下のものがある。本稿は回復局面での BIS II 規制見直しについて議論し、BIS II 規制の現状維持を主張するが、以下の効用も理由としてあげられる。

- ・300%という引当金を積ませることによって、当該銀行が HF 投資の失敗により多額の損失を被ったとしても、3 倍の引当金が常に用意されていることを市場に前もって示しておくことによって、当該銀行の財務に余力が十分あることが推測され、当該銀行は銀行間市場などで、順調に金融を受け続けることができる

投資家に情報を与えても必ずしもリスク管理に積極的に行動するとは限らない。また、情報開示制度の開示水準の選択において、非開示を選択する可能性もある。

規制当局は投資家に対して何らかのインセンティブを設定する必要がある。この点につき、参考となる現行の制度としては BIS 規制のリスクウェイトの制度がある。HF 投資に関して、BIS 規制は大まかにいって、HF の資産がロックスルーできない場合は投資額の 300%、ロックスルー可能な場合には約 150%⁴⁷の自己資本を積むことを銀行に強制している。これにより、銀行は HF の資産の把握につきインセンティブを設定されている。

BIS 規制は銀行についての規制であるが、AIG の国有化や、大和生命の破たんにより、今後は生命保険などの機関投資家についても規制当局の監査が厳しくなることが予想される。監査時に、BIS 規制類似の監査基準を導入することにより、規制当局は HF に対して間接的に規制を及ぼすことができる。ただし、リスクウェイトの設定に関しては、投資額に応じて一定額を積立てる慣習がない業種に関しては、HF 投資を必要以上に控える可能性があるから、その業界のリスク管理慣習にあった基準を検討することが必要である。

2-2-11 回復局面の規制とその検討

BIS II 規制について

2008 年 9 月以降の金融危機のような状況が長くことは金融資産の減少や失業率の悪化が続くことであり、早急に経済の回復を促すことが必要である。よって回復局面においては、積極的なリスクテイクである HF の行動を必要以上に妨げるような規制は避けるべきである。ここで焦点となるのが BIS II 規制のような HF 投資を圧迫する間接規制である。

本稿としては、BIS II 規制は回復局面において確かに回復を妨げるが、中長期的に見れば経済全体の健全化につながると考えている。現在 HF 投資額は減少しており、今回の危機においてはかなりの HF が淘汰され、市場から撤退することが考えられる。回復局面において HF は再び投資を募り、市場に復帰する。このとき、リスクウェイトを 300%基準に保っておけば、HF はリスク回避的になっている投資家からの資金集めのために情報公開に応じる強烈なインセンティブをもつ。危機からの回復局面は、HF 契約の高い秘匿性の慣習を破る契機になるのである。

情報開示制度の効用について

回復局面においては、投資家はリスクテイクに慎重になっており、HF 投資の再開についても慎重である。ここにおいて、情報開示制度が確立していれば、投資家は HF のパフォーマンスにつき正確な情報を得ることができ、HF 投資の再開が促進される⁴⁸。

-
- ・最大 300%という引当金を積ませることで、それだけのリスクテイクの用意がない銀行が、HF から手を引き、リスクテイク能力のない銀行の財務内容の安全性が高まる（300%という数字は、リスク管理能力のない銀行にとって、HF のリスクを疑似的に思い知らせて撤退を促す効果を持つ）
 - ・300%という数値は、HF の投資対象をロックスルーできるようにすることにより半減でき、これにより、銀行をして HF の投資行動を適切に監視させ、銀行に不測の損失が出ることを抑止できる（本稿で理由として挙げた効果）
- ⁴⁷ たとえば、HF が株式に投資している場合、上場株であれば 100%、非上場株式であれば 200%という基準が設けられている。
- ⁴⁸ HF としては、過去のパフォーマンスについての積極的な開示を行うことにより、投資家を勧誘することが考えられるが、情報開示制度を経由した開示を認めれば、HF は客観的信頼性が極めて高い情報を投資家に提供することができ、優良な HF の市場への復帰が促進される。

2-3 レバレッジの限界について⁴⁹

HF規制については、高いレバレッジがHFの破たん時に市場を不安定化させる、ということがLTCM破たん時に論じられたが、今回の危機についても同様のことがいえる。

本稿ではレバレッジ自体は経済を活性化させる有効手段であり⁵⁰、禁ずべきではないと考えている。問題はリスクの管理であり、本稿はレバレッジの危険度につき、明快な基準を提示する。

Sx：運用資産額

Lv：レバレッジ率 とおく。

このとき、

総運用資産 × 資産残存率 ≥ レバレッジによる借入額 - 保証金

$$Lv \cdot Sx \times (1 - \text{VaR 率}) \geq Lv \cdot Sx - Sx$$

計算すると $1/\text{VaR 率} \geq Lv$

これ以上のレバレッジは、元本割れの確立が高い。

たとえば 100 万円の資産があり、VaR が 20 万円 (VaR 率 20%) とする。

このとき上の式で計算すると、 $1/0.2 \geq Lv$ つまり $5 \geq Lv$

これ以上のレバレッジをかけている HF は危険とみなせる。

とはいえ、これは一応の目安であり、リスク管理の質が高ければ、これ以上のレバレッジも歓迎されるべきである。

2-4 まとめ

これまでの場合分け分析をまとめると、以下ようになる。

12 場合分け分析のまとめ

場合分け		問題	政府が採るべき政策		効用
平常時	無トレンド	特になし	・情報開示システムの導入による HF と投資家の関係改善	・空売り規制は行わない ・緊急時に備えて HF の淘汰を進めるべく HF に市場原理を導入 ・投資家の Pf の精度を向上させ Sr を上げる	・投資資金増加 ・HF による社会的利益の増加 ・投資家の Sr ↑
	有トレンド	売り浴びせ トレンド増大	・情報開示システムの導入による 投資家による HF の問題行動監視の強化		
緊急時 (暴落局面)		売り浴びせ 問題行動 暴落トレンド ↑ ポジション解消	・銘柄指定とアップティックルールによる空売り規制 ・情報開示システムの導入による投資家による HF の問題行動監視の強化 ・情報開示システムの導入により前もって HF の淘汰を進め、緊急時に一気に淘汰される HF の ポジション解消を軽減し、市場の不安定化を抑える		・売り浴びせの 強烈的な抑止 ・健全な HF の 活動促進
回復局面		特になし (撤退済み)	・情報開示システム導入により投資家が HF の情報を得ることで、HF への投資が促進される ・情報開示システム導入により投資家に対して健全な HF への投資を促すことで経済の回復を早める		・投資資金増加 ・回復早期化

鴨池研究会作成

⁴⁹IFSL “Hedge Funds”, April 2005 (Chart 7 Hedge funds use of leverage)によれば2004年におけるHFの平均レバレッジは120%であり、Van Hedge Fund Advisorsの試算によると、2003年末現在、ヘッジファンドは、レバレッジを利用せず(29%)、200%以下のレバレッジ(41%)、200%超のレバレッジ(30%)という結果が出ている。

「…中略…，leverage averaged between 125% and 165% of assets between 1997 and 2007.

Since end-2007 hedge funds have reduced their leverage to around 140% due to greater market volatility;」 IFSL RESEARCH HEDGE FUNDS 2008 P4より引用

⁵⁰ たとえば、レバレッジを規制すると、大概の M&A が不可能になる。

このように、ここまでの議論の限りでは、情報開示システムはすべての場合で、空売り規制は緊急時に限り実行すべきである。

第3章 政策提言

第1節 情報開示制度

3-1-1 制度概要

HF マネージャーの取引データをオンラインで直接集積する情報センターを構築し、リアルタイムで情報を集める⁵¹。一定の規模の HF は全て強制的に本情報開示制度に加入しなければならない。

情報収集の仕組みとして、具体的には、制度に登録した HF (以下「登録 HF」⁵² という。HF の定義についての議論は共通の定義を設ける必要があるが、議論は混迷を極めるだろう。本稿の提言としては *supra note 48*) の取引については、登録 HF の取引であることを表示して証券取引場⁵³ に注文を行わなくてはならないとする。日本の場合は、金融商品取引法施行令 26 条⁵⁴ の 6 を新設し、この旨を規定する。情報開示システムは証券取引場のシステムとオンラインで結ばれ、登録 HF の取引情報をリアルタイムで集積する。

3-1-2 規制当局による利用

規制当局は情報開示制度を通じて HF のあらゆる取引データを得る。これにより規制当局は制度導入前には持ちえなかったデータを得ることができ、空売り規制の実施などの全市場的規制の最適化が実現される⁵⁵。規制当局は売り浴びせ等の違法な取引、過剰なリスクテイク及びリスクの偏在若しくは集中といったミクロ的な監視も行うべきであるが、労力的限界と能力的限界がある(規制当局は専門的能力において HF や機関投資家に劣っている可能性が常に存する)。このため、専門的能力に優れた投資家(特に機関投資家)を利用して

⁵¹ ECB 型すなわち固定費用型の制度であり、かつ、費用が少額で済む。これにより HF マネージャーの意欲やリターンをそがずに制度を運用できる。

⁵² 詳論するに、規定にあたり、HF の定義をいかに定めるかが問題となるが、定義に当たっては、データの質の統一のため、各国共通の定義が必要である。日本の場合は、金融商品取引法第 2 条第 2 項第 5 号及び第 6 号に定められる、いわゆる「集団投資スキーム」のうち、私募形式であり、投資信託や投資法人のように、一般投資家の参加を予定した厳格な規制が適用されないものを中心に定義を作っていくことになる。定義に当たっては、情報開示制度を利用した政府による監視が必要な「集団投資スキーム」とは何かを中心に議論するべきである。この点に関して、SEC の登録規則が違法であると判断した *ゴールドストーン v. SEC* 判決が指摘するように、規制の対象となる HF とは、レバレッジの程度や運用資産によって定義されるべきであり、情報開示制度の趣旨としては、空売りをを用いる者であることを定義に含まれるべきであると考えられる。

⁵³ なぜ証券取引場でなければならないのかにつき詳論する。HF マネージャーのコンピューターとシステムを接続する方法が最も直観的にわかりやすいシステムデザインであるが、この場合は、HF マネージャーはコンピューターをかえて取引することにより容易に制度を潜脱できる。次に HF の取引の執行をつかさどるプライムブローカー(多くは大手投資銀行)経由で情報を集積することも考えられるが、プライムブローカーは世界に多数存在し、すべてのプライムブローカーを制度に取りこむことおよび潜脱を防止することは困難である。そこで、法令により登録 HF の取引はすべてその旨を表示して証券取引場に注文する旨定め、潜脱に対しては罰則を設け、証券取引場を経由して情報を収集する枠組みが適当であると考えた。

⁵⁴ 同令第六章「有価証券の取引等に関する規制」中の条文であり、26 条の 2~5 までは空売り規制の条文となっている。

⁵⁵ 現在は HF の情報がほとんどなく、規制当局は暗闇に鉄砲を撃っている状況である。規制効率は最適レベルから大きくかい離している可能性がある。

HF の監視に当たらせ、規制当局の労力及び能力の不足を補う必要がある。この観点から、以下を論ずる。

3-1-3 投資家に与える情報

投資家は HF との契約により定めた情報 a と、政府が選択した情報 b とを受け取る。

情報 a については、基本的に ECB の提言中の LEVEL1 (図 2 参照) が妥当であり、これらの情報の開示を主張する。情報 a は投資家をして HF を監視させることができるに十分な情報である必要があるが、かかる情報とは契約に沿った運用が確認できる情報、リスクが過度に集中していないか確認できる情報、および売り浴びせ等の問題行動をとっていないことを確認できる情報であり、ECB 提言中の LEVEL1 はこれを満たしているからである。具体的には、株または社債であれば、投資対象企業の業種、所属市場名、取引量の変化に関する情報などが開示され、ストレステストのシュミレーションなどの高度な情報処理の結果も提供されることとなる(あくまで銘柄の特定にまでは至らない情報である。これらの情報については、最新の金融技術に沿ったアップデートが必要である)。ただし、契約の自由との調整の観点から、契約当事者は情報非開示を選択することもできるものとする(この場合も、当事者の間で従来のような運用情報の開示を行うことも妨げない)。実際の運用開始前に、契約当事者は情報開示センターに登録する。非開示の場合でも登録を強制するのは、開示水準を規制当局が把握し、カウンターパーティーによる監視が弱い HF を重点的に監視するためである。これにより契約自由の原則との調整を図りつつ、規制当局の労力的限界をカバーすることができる。なお、規制当局は登録された HF の取引のすべてを情報開示システムにより監視することができ、適宜一定のプログラムによる機械的な処理や、スクリーニングをかけることにより、規制当局は労力的限界をかなりの面克服可能である。

情報 b においては、平常時に HF の淘汰を進めるために、類似のリスクまたは戦略をとっている HF のパフォーマンスの情報を与える。リスクまたは戦略の類似性は、契約で定められた建前ではなくその時点で HF がとっている実質的なリスクまたは戦略とする。これにより運用実績の実施的な比較が可能になる。

情報 ab に共通していえることであるが、投資家に与えられる情報は、投資家と HF の競争の防止のため抽象的にならざるを得ない。類似のリスクまたは戦略をとる HF の情報に関しても、公募にあたらないうために抽象化が必要である。結果として、投資家による HF の監視は限定的なものとなる。

情報を得るだけでは投資家はリスク管理を怠り、監視機能を果たさない可能性がある。このため、後述の BIS 規制類似の規制を用いて監視のインセンティブを設定する。

3-1-4 BIS 規制及び BIS 規制類似の規制による情報利用インセンティブ付加

情報開示制度の効果を高めるため、BIS 規制や BIS 規制類似の間接規制^{5 6}を用いて、投資家に HF を監視させるインセンティブを設定する。

具体的には、銀行については現行の BIS II 規制のリスクウェイト最大 300%、HF の資産が完全に把握できる場合は資産の性質により最低で 100%、とする基準を堅持する。銀行以外の金融機関に対しては、BIS 規制類似の監査基準を設けて HF の資産のリスクスルーを促す。金融機関のリスク管理又は HF 監視の促進が目的であるから、BIS 規制(又はこれを基準とした「金融検査マニュアル」)同様に監査基準を公開し、自主的な努力を促すべきである。ただし、ただし、リスクウェイトの設定に関しては、投資額に応じて一定額を積立てる慣習がない業種に関しては、HF 投資を必要以上に控える可能性があるから、その業界のリスク管理慣習にあった基準を検討することが必要である。たとえば、保険会社においては、ソルベンシーマージン比率を参考にした値に組み替える必要がある。

^{5 6} こうした規制は、明文の規制ばかりを言うのではない。金融当局が生命保険などの監査や指導の対象となっている機関にリスク管理の徹底を促す過程で、HF から開示されている情報を有効活用し、リスク管理を正確に行っているかチェックするという形をとることもあろう。

3-1-5 世界同時実施の必要

情報開示制度は世界同時に実施されなければならない。

第一の理由は、制度間競争が生じることである。情報開示が一般に高い秘匿性や法的義務からの解放を好む傾向にある HF から敬遠されるためである。もし一国のみで導入すれば、HF は当該市場から撤退し、他の市場へ移る。当該市場は制度間競争に敗れて質が悪化し、HF 行動の改善も失敗に終わる。制度を実効的なものにするためには G8 及び中国、シンガポールなどの主要国が、抜け駆けを許さず、一斉に制度を導入することが必要となる。

第二の理由は、本制度は証券取引場を経由して収集するため、任意の規制当局は、自己の規制の力の及ぶ範囲外の証券取引場の情報をも入手する必要があることである。HF は当該規制当局の規制が及ばない範囲の証券取引場を経由することにより、制度を潜脱でき、これを阻止する必要がある。このためには国境を超えた規制当局間の情報のシェアが不可欠となる。

世界同時実施については困難な交渉をクリアしなくてはならない。交渉に当たっては、以下の点が重要である。

- ・危機において HF の大量の淘汰がもたらす市場の不安定性を実証分析し、情報開示制度の必要性を訴える⁵⁷。
- ・HF の投資範囲は国境を超えており、他国の規制当局の持つ情報をシェアしなければ有効な市場管理はできない点を強調する。
- ・自由主義の観点からの反対が考えられる国々に対しては、①強制加入であるが、非開示水準の選択も可能であり、契約の自由の侵害の度合いが低いこと、②市場原理を HF 契約に妥当させ、HF をめぐる取引を正常化させるためには情報開示が必要不可欠であること、③投資家のリスク管理を徹底させる過程で、情報開示が不可欠となることを強調する。
- ・自国のマーケットの規制コストの低さをアピールして資本を呼び込もうという観点から反対が考えられる国々に対しては、①HF の市場に対する影響力が強くなるほど、HF に対する情報が必要であること、②自国の投資家に HF について情報を与えなければ、投資家の Pf の精度が下がり、非効率が発生すること、③投資家がリスク管理に失敗し、大型の破たんが起きる可能性があること、また、自国のみ制度を導入しない場合には、①緊急時に HF の行動を分析した適切な対応がとれず、規制の最適化が果たせないことになり、市場の信頼を失うこと、②HF の売り崩しの可能性が他の市場と比べて高くなり、市場の信頼を失うこと、③他の国から相場操縦を行う質の悪い HF が逃避してきて、市場の質が劣化すること、などを強調する。
- ・巨大なタックスヘイブンを抱える関係で規制に反対する国々には、①上述の説得に用いた論法のほかに、②違法行為を行う質の悪い HF に逃げ場を与えることの道義的な責任を追及すること、③所属経済ブロック内で統一的な基準を先に構築し、一国のみが制度から外れるという判断をとりにくくさせることが考えられる。
- ・EU 各国についても、以上に論じたことを強調して説得を行う。

第2節 空売り規制

平常時には、SEC が行った実証実験の結果が、一つの基準になる。価格規制を撤廃するかどうかということは、情報技術が今ほど発達していない時代に作られた規制であり時代遅れである、という声に代表されるように、金融市場を監視・コントロールする技術が整っているかどうか重要な判断材料になる。規制当局の監視体制技術が十分高く、売り浴びせや詐欺的行為を目的とした空売りを取り締まれるのであれば、価格規制を撤廃するべきである。

また、情報開示制度の導入は、規制当局の売り浴びせ等の行為の取り締まり能力を拡充により、市場環境の適正化に向けて十分なものとなる。

⁵⁷ 本稿は、最終的にはこの実証分析を行いたかったが、データが入手できずとん挫した。

緊急時には空売りの効用は極小化しており、売り浴びせ等の危険も高まっている。また、サーキットブレーカーとして空売り規制を用いる必要もあり、以下の点を基準として、空売りを規制し、危機をコントロールすべきである。

① 空売りの効用がない銘柄であること

(空売りの効用が残っているうちは規制に慎重になるべきである)

② 緊張が高まっている銘柄であること

(空売り規制は売り崩しや売り浴びせの危険を取り除くために正当化されるから)

③ 救済の必要があること

(淘汰されるべき銘柄に関しては、ある程度、ファンダメンタルへの調整が加速しても仕方がない)

また、危機に関係のない銘柄や業界に関しては空売りによるヘッジの可能性や調整を妨げるべきでないから、空売り規制をかけるのは、基本的に上記の条件を満たす銘柄のみに限るべきである。

第3節 レバレッジ制限

レバレッジに関しては、先に論じた通り、5倍を超えるレバレッジは注意を要すると考えるが、5倍という数値はあくまで一つの指標であり、規制当局が各金融機関に監査・指導を行う場合の一つの指針になるといふにとどまる。実際は、監査時に各金融機関のリスク管理体制を総体的に見て、当該レバレッジの値が過剰なものか判断することになる。

参考文献・データ出典

《先行論文》

- ・ 経済産業省（2008年4月）『国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査』
- ・ 清水季子・東尾直人・寺田泰（2007年）『金融市場におけるヘッジファンドの役割と課題』『証券アナリストジャーナル』2007年第45号第2号 P6-P16
- ・ 伊藤正晴・神尾篤史（2008年）『ヘッジファンドに関する定量的分析と規制議論の動向』『DIR Market Bulletin』vol.16 春季号 P4-P75

《参考文献》

- ・ 金融庁（2005年12月）『ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドを巡る論点』
- ・ アラン・グリーンズパン（2007年）『波乱の時代（下）』日本経済新聞社
- ・ 日本銀行（2005年7月）『ヘッジファンドを巡る最近の動向』
- ・ 日本銀行（2007年6月16日）『「ヘッジファンドと国際金融市場」日本ファイナンス学会第15回大会における岩田副総裁講演要旨』
- ・ 清水季子・東尾直人・寺田泰（2006年11月）『ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響』日銀レビュー
- ・ 清水葉子（2007年1月）『〔講演〕米国の空売り規制緩和実験（パイロット・プログラム）について』証研レビュー
- ・ 関雄太（2007）『空売り価格規制撤廃を決めた SEC』資本市場クォーターリー 2007 summer
- ・ Office of Economic Analysis U.S. Securities and Exchange Commission（February 06, 2007）,“Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot“,
- ・ EUROPEAN CENTRAL BANK(“DECEMBER 2006”)“FINANCIAL STABILITY REVIEW”

《データ出典》

- ・ MSN 『MSN マネー—株価、株価チャート、企業情報』
<http://money.jp.msn.com/investor/home.asp>、2008/11/18（最終アクセス）
本稿での株価等のデータ出展は基本的に断りがない場合は MSN による。
- ・ The Barclay Group 『Barclay Hedge Fund Index』
http://www.barclaygrp.com/indices/ghs/Hedge_Fund_Index.html、2008/11/18（最終アクセス）
- ・ IFSL International Financial Services London 『IFSL RESEARCH HEDGE FUNDS 2008』
http://www.ifsl.org.uk/upload/CBS_Hedge_Funds_2008.pdf#search=%27IFSL%20Hedge%20Funds%27、2008/11/18（最終アクセス）