

何故 HLI 危機の再発は防げなかったのか？(下)

—金融安定フォーラム(FSF)レポートの意義と限界—

野 下 保 利

要 旨

ヘッジファンドや SIV などの高レバレッジ資産運用機関(HLI)は、市場流動性の供給者としてだけでなく、CDO などの新たな証券化スキームを支え従来基準では難しかった低格付け向け融資を可能とした。反面、信用逼迫の局面では、LTCM 危機が示したように国際金融システムに深刻な影響を与える。HLI 危機の再発を阻止するため金融安定化フォーラム (FSF) を中心として各国当局や国際機関は、市場規律の徹底を図る措置を行い一定の成果をみた。国際金融システムはいっそう頑強になったかに思われた。だが、2007年半ばには HLI が大きく関与するサブプライムローン問題が勃発し、再び国際金融市場は動揺する。

HLI 危機の再発はこの間の金融構造の変化と関係していた。特に、FSF の勧告により一定の成果をみた HLI 対策が逆に、オンバランス上のリスク回避のために HLI を組み込んだストラクチャード・ファイナンスへと民間金融機関を向かわせたのである。株価をはじめとする資産価格の形成が大きく変化している下では、市場規律強化策がかえって、銀行や証券会社、特に機関投資家に HLI の組成を促すことになるという構造的関係がある。問題が構造的であるとき、HLI 危機を市場規律の徹底だけで押さえ込むことは難しい。政策思想の転換を含む抜本的対策を講じる時期に来ている。

目 次

はじめに

- I. LTCM 危機の再現としてのサブプライム・ローン問題
- II. FSF2000の概要—HLI 認識と基本対策
 1. FSF の課題と HLI 概念
 2. レバレッジとシステムミック・リスク
 3. FSF 勧告の基本的枠組み—市場規律 対 直接規制 (以上, 61号)

III. HLI 危機の構造論的アプローチ

1. LTCM 危機以降の国際金融市場
2. 市場規律強化とリスク拡散の悪循環

IV. 資産価格形成の変容と HLI の多様化

1. 株式リスク・プレミアム・パズルと株価形成の変容
2. 機関投資家のジレンマと代替投資の拡大
むすび—新たな安定化枠組みを求めて

Ⅲ. HLI 危機の構造論的アプローチ

1. LTCM 危機以降の国際金融市場

(1) LTCM 以降の推移—ヘッジファンドの成長とコア金融機関との補完関係

HLI 作業グループは FSF 2000 の発表以来、毎年、勧告の進展状態に関する政策評価のアップデートを発表してきた。こうしたアップデートで確認されたヘッジファンド及びコア金融機関の変化は、次の 6 点に整理できる¹⁾。

(i) ヘッジファンドの成長

1999 年以来、運用下にあるヘッジファンド資産は、5 倍以上に増加し、およそ総計で 1.6 兆ドルに達した。ファンド数も一貫して伸び、2006 年時点では、9000 ファンド以上に達した。新規設立と清算も 2005 年度を上回った。新規に 1,518 のファンドが設立され、717 ファンドが清算されたと推計される。

(ii) 機関投資家のヘッジファンド投資増大

こうしたヘッジファンドの成長には、年金基金などの機関投資家からの資金流入が決定的な役割を果たした。ヘッジファンドの運用資産に占める機関投資家のシェアも引き続き上昇した。機関投資家のヘッジファンド運用資産に占める割合が上昇するにつれて、富裕者のヘッジファンド投資の割合は、1997 年の 61% から 2006 年には 40% に低下した。

(iii) 大手ヘッジファンドへの集中

大手ヘッジファンドへの集中が顕著になった。最大 100 ヘッジファンド運用会社の資産がヘッジファンド業界全体に占める割合は、2003 年には 54% であったのが、2006 年には約 65% を占めるようになった。

(iv) ヘッジファンドのアジア、ヨーロッパにおける台頭

アジアとヨーロッパにおけるヘッジファンドの資産運用額の伸び率は、アメリカよりも急上昇した。アジアにおいて運用されているヘッジファンド資産の全世界のヘッジファンド資産総計に対する割合は、2002 年の 5% から 2006 年には 8% に、ヨーロッパで運用されているヘッジファンド資産の割合は、同期間に 2 倍に伸び、24% に達した。他方、アメリカで運用されているヘッジファンド資産は絶対額では増大したものの、全世界のヘッジファンド資産総計に対しては 2002 年の 80% から 2006 年には約 65% に低下した。

(v) ヘッジファンド関連業務拡大

ヘッジファンド関連業務が、金融機関の収益及び取引額の両面で大きなシェアを占めるようになった。特に、収益に占める割合を上昇させ、収入面の成長分野となった。2006 年にヘッジファンド関連業務は、投資銀行業務の収入のおよそ 15% から 20% を占めていると推計される。もっとも、プライム・ブローカー業務に関連した収益は、ヘッジファンド関連業務全体の収益の 5 分の 1 にすぎなくなっている。他方、信用供与面については、ほとんどがヘッジファンド向けと思われるケイマン諸島所在のノンバンクに対する銀行債権は、2000 年 3 月の 1560 億ドルから 2006 年 9 月には 6630 億ドルに増加した。

(vi) ヘッジファンドの「機関化」(institutionalisation)

全世界の資本市場におけるヘッジファンド関連取引のシェアが上昇した。ヘッジファンド運用下の資産総額は、伝統的な機関投資家が運用する資産総額や株式・債券市場の時価総額に比

何故 HLI 危機の再発は防げなかったのか？(下)

べては少ない。だが、多くの市場、特に複雑な仕組み金融商品市場において、レバレッジを用いることでヘッジファンド関連の取引シェアは運用資産規模よりもはるかに大きな割合を占めている²⁾。ヘッジファンドの取引シェアは2005年に、アメリカの確定利付債取引額の15%を占めたが、新興市場債取引では45%、ディストレス債取引では47%、クレジット・デリバティブでは58%に達しているといわれる。

今日では、ヘッジファンドは、市場間の裁定活動を活発化するとともに市場流動性を供給することによって取引拡大と価格形成の円滑化に貢献し、金融システムの不可欠な構成要素となっている³⁾。すなわち、ヘッジファンドが、金融市場の主要参加者となったという意味で、ヘッジファンドの「制度化」が進んだ。

(2) 規制・監督体制とリスク管理の強化

2000年以降、FSF2000の勧告に沿った各種の対策が、公的及び民間の双方で広範に行われた⁴⁾。こうした努力の結果、主に、①コア金融機関のカウンターパーティー・リスク管理⁵⁾、②ヘッジファンドのリスク管理と経営慣行の改善⁶⁾、③HLI向け信用供給者の規制・監視体制の強化⁷⁾、④強固な市場インフラの構築⁸⁾、⑤HLIの情報開示⁹⁾、⑥情報開示全般¹⁰⁾、の各面で大きな改善がみられるようになった。加えて、各国規制・監督当局の政策協調も大きく進展し、コア金融機関に対するブルデンシャル規制も大幅に強化された¹¹⁾。

ヘッジファンドのリスク管理もブルデンシャル規制を含め、規制・監督当局と業界団体のイニシアティブの下で改善した¹²⁾。ヘッジファンドの規制については、運用資産額トップ20ヶ国のうち18ヶ国がヘッジファンドに対して

1つかそれ以上の規制の枠組みをもつようになった¹³⁾。ヘッジファンド業界も、LTCM事件以降、機関投資家の意向を受けてリスク管理と開示の両面で改善に努め、ヘッジファンド自体のリスク管理の体制と実務能力が高まった。特に、流動性リスク管理を著しく向上させた。ヘッジファンド業界の「制度化」の進展につれて、大手ヘッジファンドは、大手金融機関などが行ってきたリスク管理や運営手法を採るようになった¹⁴⁾。一部ヘッジファンド・グループは、開示義務がある公開市場での発行さえ行うようになった¹⁴⁾。

システミック・リスク面の対策も改善をみた¹⁵⁾。システミック・リスクは、ヘッジファンドの信用エクスポージャーがコア金融機関に影響する直接効果と、持ち高の強制解消が惹き起こす市場流動性悪化と資産価格急落という間接効果の両方を含む。

直接効果については、各国規制・監督当局によって収集されたデータによれば、担保約定協定の広範な利用により、ヘッジファンドに対する現行のエクスポージャーは全体としてコア資本(Tier 1 capital)に対して無視できる水準となっている。また、証券会社とヘッジファンドの取引は、プライム・ブローカレッジ・サービスによって直接リスクが発生するが、サービス提供によるエクスポージャーは慎重に管理されている。プライム・ブローカレッジ・サービスのエクスポージャーは、OTCデリバティブや、プライム・ブローカレッジ・サービスを除く担保付金融取引のエクスポージャーよりも小さいことが確認されている¹⁶⁾。

直接効果が、FSF2000発表時に比べて相対的に低くなる一方、間接効果については金融取引の複雑性の高まりによって正確な把握がますます

す困難となってきた。そのためFSF2007は、市場流動性に急激な歪みが生じた場合には金融市場が大きな影響を受ける可能性が高まった点に懸念を表明している¹⁷⁾。

以上みたようにFSF2000の発表以来、FSFの勧告に沿った形でコア金融機関のリスク管理体制や規制・監督体制が強化された。ヘッジファンド業界においてもリスク管理の導入や取引慣行ガイドラインの整備が進んだ。FSF2000が勧告した市場規律に基づく各種対策が順調に成果をあげているかにみえた。確かに、FSF2007は、間接リスクについての懸念を指摘しているが、そうした懸念に対しても市場規律をさらに強化することによって対処しようとした¹⁸⁾。事実、FSFメンバーの多くは、SPL問題が顕在化した2007年7月においてもなお、ヘッジファンドへの信用供給者のリスク管理の徹底を含め市場規律重視の対策が最善の方策であるという主張を繰り返していた¹⁹⁾。

2. 市場規律強化とリスク拡散の悪循環

(1) 相互補完的関係の発展と懸念すべき問題

FSF2000レポート発表以来、コア金融機関とヘッジファンドのビジネスモデルは相互補完的に発展し、両者の関係も変化した。1998年以来の変化を整理すれば次のようになる²⁰⁾。

第1に、コア金融機関のビジネス・モデルはクレジット・リスクと市場リスクをオンバランスで保持するものから、オリジネート（貸出）した債権及びそれにともなうリスクを証券化（パッケージ化）し、他主体に売却移転するものに変化してきた。

第2に、金融機関は従来、カウンターパーティーやプライム・ブローカーとして、ヘッジ

ファンドに各種サービスを提供してきた。しかしながら、近年、ヘッジファンドの投資ニーズに合うように信用デリバティブなど商品をパッケージ化して供給するようになった。

第3に、ヘッジファンドは、金融機関がオリジネートないし引き受けた証券プールの劣後債やエクイティーなどリスク証券に投資することによって高リスク部分を引き受けた。ヘッジファンドが、高リスクをとることによって、広範な機関投資家が投資可能な適格投資証券が発行可能となった。

第4に、大手の銀行及び証券会社とヘッジファンドは、こうした相互補完的な関係で生まれる新しい業務によって利益を生み出すようになった。

コア金融機関とヘッジファンドの相互補完関係の進展によって、コア金融機関のビジネス・モデルはオリジネート（貸出）した債権及びそれにともなうリスクを証券化（パッケージ化）し、他主体に売却移転するものに変化してきた。この結果、証券化された債権（それにともなうリスク）を取引し転売することにともなうカウンターパーティー・リスク、オペレーショナル・リスク、流動性リスクなどが金融機関にとって重要なものとなった。

この点についてFSF2007は、「リスクを分散化し配分する最近の金融革新は、市場のインセンティブを変化させ、より大きなリスクをとるような傾向を助長した²¹⁾」と指摘する。負債のオリジネーション（貸出）と証券化（パッケージ化）という手法が、貸手の信用評価に対するインセンティブを低下させているのである。こうしたコア金融機関とヘッジファンドの新たな相互補完関係がシステムック・リスクの懸念を生み出すことになる。

何故 HLI 危機の再発は防げなかったのか？(下)

FSF2007は、2000年以降システミック・リスクを削減しようとする多くの試みがとられFSF2000勧告の実施についておおむね満足な結果を得ているにもかかわらず、現状に一抹の懸念があることを認めた。新たな懸念すべき問題として次の7点が指摘されている²²⁾。

(i) 証券化とリスク

リスクを分散化し配分する証券化のような金融革新は、負債のオリジネーション（貸出）と証券化（パッケージ化）を分離し、金融機関が信用評価を通じて慎重に貸出を行うインセンティブを減じ、多くのリスクを受け入れる可能性を高める。

(ii) リスクの複雑性の増大

ストラクチャード・ファイナンスに固有な金融リスクの複雑性は、リスク管理やリスク監視を従来よりも困難とすることになった。

(iii) リスク関連の不明確

新たに生みだされた多くの金融商品は、ストレス条件下で検証されていないために、相関関係、ボラティリティー、流動性が極めて不明確であり、ストレス・テストで検出されるエクスポージャー（discovered exposures）に晒されることが以前に比べ多くなった。

(iv) ヘッジファンド関連業務のシェア上昇

ヘッジファンド向け取引は、コア金融機関にとって重要な収益源となっているばかりか、HLIとコア金融機関の関係はより緊密になった。大手の商業銀行や証券会社の貸借対照表や収入フローがヘッジファンド・サービス部門の動きに大きく影響されるようになった。

(v) ヘッジファンドの影響力増大

主要金融市場における取引額の大きな部分、したがって市場流動性のより大きな割合がヘッジファンドやその他のHLIによって供給され

るようになった。このことは、重大なショックの発生によってヘッジファンドなどのHLIの活動が縮小を余儀なくされた場合、以前よりも深刻な影響を市場流動性に及ぼすことを意味する。

(vi) リスク・プロファイルの複雑性

最近の金融取引におけるリスク・プロファイルの複雑性の上昇は、金融市場のストレス時に情報の不確実性を高めることになる。そのため、危機におけるエクスポージャーについての関連情報に素早くアクセスできることが規制・監督当局にとって一層重要となった。

(vii) コア金融機関の統合

2000年以来、M&Aなどによるコア金融機関の統合の進展は、国際金融システムの中核に位置する少数の巨大かつ総合化された金融機関の重要性を高めた。同時に、OTCデリバティブや証券金融、決済などの分野における集中度も上昇させた。こうした事態はコア金融機関の経営悪化が一国だけでなくグローバルな影響を及ぼし、国際金融システムを危機に陥らせる可能性を高めることになった。

現在では、リスク管理体制が改善され、コア金融機関におけるヘッジファンドに対する直接的及び潜在的リスクは小さくなっている。しかし、金融革新や金融商品の複雑さは、洗練されたリスク管理体制をもつ金融機関にとってもリスク管理やモニタリングを困難としてもいる。さらに、各金融機関の事業ライン全体にわたるカウンターパーティー・リスクを集計化することは、金融機関が用いるリスク測定方法が様々であるため難しく、各国規制・監督当局が金融機関の連結リスクを監視したり比較したりすることを困難とした。そのことが、金融システム全体のリスクの所在を把握することの障害と

なっている。

カウンターパーティーとしての金融機関の行動にも、ヘッジファンド向け業務の競争激化を反映して、市場リスクに対する安易な判断、融資条件の緩和、信用リスクや流動性リスクの過小評価や不適切な価格付けなど歪みがみられるようになった²³⁾。

(2) SPL 問題への構造的アプローチ

新たな懸念に対処するため、FSF2007では次の5つの勧告を行った²⁴⁾。①規制・監督当局は、大手金融機関が引き続きカウンターパーティー・リスクの管理を強化する方向に行動するように促すべきである。②規制・監督当局は、コア金融機関と協調し、市場流動性の歪みの可能性に対する金融機関の頑強性の改善を図るように行動すべきである。③規制・監督当局は、コア金融機関の連結カウンターパーティー・エクスポージャーの情報が重要であることを認識し、体系的かつ一貫したデータ収集に努力すべきである。④カウンターパーティーと投資家は、正確かつタイムリーなポートフォリオ評価とリスク情報を得ることで市場規律を強化するように行動すべきである。⑤ヘッジファンド業界は、公的及び民間の各機関で進められてきた取引慣行の改善へ向けた努力に沿って、ヘッジファンド・マネージャー向けの健全慣行ベンチマークを再検討し強化すべきである。しかし、すでにみられたように、こうした勧告にもかかわらず SPL 問題の発生を防げなかった。むしろ、FSF2007が指摘したコア金融機関とヘッジファンドの補完関係の進展が、SPL 問題を発生させた一因とさえなった。

SPL 問題について、そもそも低信用格付けの個人向け住宅ローンを行ったことに金融機関

のリスク管理上の問題があったという見解や、CDOなどの格付けの不透明さやストラクチャード・ファイナンスのスキーム自体に問題があったとする見方がある²⁵⁾。しかし、SPL問題を、金融機関のリスク管理の失敗や格付け機関の問題、さらに証券化スキームの不透明さに起因するとするだけでは問題の本質に迫ったとはいえない。数年間にわたって SPL が持続してきたメカニズムを捉えることができないし、また、短期金融市場、特に ABCP 市場の混乱とシステミック・リスクとの関連も分析できないからである。SPL から HLI へ至る証券化とストラクチャード・ファイナンスの仕組みにおけるキャッシュフローの流れ、すなわち債権債務の構造を検討する必要がある。

すでに指摘したように、低格付け借り手向け個人住宅ローンが可能になったのは、住宅ローンを含む抵当証券が他の債券と一体となって CDO などに証券化できるからであった。そして各種 CDO のメザニン部分から再組成された CDO を、SIV などの HLI が購入することになる。HLI による CDO 投資の資金調達には、ヘッジファンドが高リスク部分を負担し、格付けの高い債券部分は機関投資家が購入する一方、資金調達額の過半は短期金融市場で低金利資金を調達することによって賄われた。しかも、SIV などのレバレッジは、LTCM 事件の際のレポ市場と異なり、もっぱら ABCP 市場による借入でなされた。

ここで注目すべきなのは、SIV などの HLI の設立、さらに CDO や CLO の発行に際して、ABCP 市場で低利の資金調達が可能なように格付け会社と事前に相談して計画されていたことである。こうした証券化と融資の結合、あるいはストラクチャード・ファイナンスは、80年

代以来低収益に悩むコア金融機関が、収益性上昇とリスク削減の対立を緩和し、競争上の優位を占めるために開発してきた手法である²⁶⁾。コア金融機関、特に商業銀行は、SIV を設立してオフバランス化を進める一方、ストラクチャード・ファイナンスの証券化スキームの下で ABCP を引き受け ABCP 市場の拡大を支えた。投資家にとっても各種資産プールのメザニン部分から組成された CDO は、相対的とはいえ、低リスク・高利回りの金融商品であり、投資対象として魅力があった。

こうした新たな構造が、信用格付けが劣り従来基準では貸出対象とされなかった住宅投資や LBO などにも融資を行うことを可能とした。こうした貸出・証券化の仕組みは、住宅価格をはじめ資産価格上昇によってキャッシュフローが回収されることを条件にしていたが、SPL 問題の勃発は、こうした仕組みを崩すことになる。不動産市場の下落にとどまらず他の多くの証券化商品の価格下落をもたらした。その結果、証券化を前提とした貸出が抑制されるだけでなく、損失額増大に直面した商業銀行の貸出基準引き上げによる融資削減が生じ、マクロ経済全般に影響を与えることになった。

1998年の LTCM 事件に際しては金融市場混乱と救済策の焦点がレポ市場であったのに対して、2007年の SPL 問題における金融市場混乱は、ABCP 市場を中心に生じたことは、この10年間の金融構造の発展を考える場合興味深い。SPL 問題では、レバレッジの軸点となる短期金融市場がレポ市場から ABCP 市場にまで拡大し、以前よりも多様かつ広範な主体が低コストで借り入れることが可能となった。ABCP 市場の逼迫によって借り換えができなくなると、新規証券化が困難になるばかりか、

既存証券化商品の資産価値も急落、あるいは評価モデルによって減価させられる。そのことが、HLI の親会社やカウンターパーティーである商業銀行や証券会社の収益を直撃し、資産の投げ売りや保有資産価値の下げを引き起こすことになった。レバレッジの軸点がよりインターバンク市場から離れた、したがってよりオープンな短期金融市場であり参加主体も多様化しているだけに、インターバンク市場をターゲットとする中央銀行の伝統的政策手段では金融市場安定化は極めて困難とならざるを得ない。

注目すべき点は、LTCM 事件以降、FSF の勧告を受けて各国規制・監督当局によって市場規律を重視した対策強化が、ヘッジファンドを制度的に組み込む一方で、ヘッジファンドに代わって多様な HLI の設立と国際的波及をもたらす一因になったことである。確かに、FSF 勧告は努力目標を提示しているにすぎないとみる見解もある²⁷⁾。しかしむしろ、市場規律を徹底するという方針の下でコア金融機関にリスク管理の強化を要求し、それが一定の成果をみたことが、皮肉にも、LTCM 事件よりもはるかに国際的広がりをもつ金融不安をもたらすことになったとみることができよう。

HLI を急成長させた資金源は、従来のような富裕層ではなく、公的及び民間の年金基金をはじめとする機関投資家による投資増大であった。投資家層の変化は、HLI を、「小さな池へ落ちた象のような効果—ファンダメンタル価値からの資産価格のオーバーシュートिंगをもたらす」²⁸⁾ 投機主体として捉えるだけでは問題を含むことを示している。しかし、HLI 危機の対策について市場規律の徹底という方針、あるいは市場規律か直接規制かという政策選択の枠組みは、HLI を経済活動にとって例外的な

投機主体とみなしていることにはかならない。さらに、FSFは、ヘッジファンドをはじめとするHLIの成長を可能としたコア金融機関の新規分野への業務展開を金融構造の展開との関連で位置づける視点も欠いていた。HLIへの資金流入のインセンティブとコア金融機関にHLI向けサービスや資本提供を推し進める諸力が分析課題として提起されないとき、HLI危機の原因もHLI及びコア金融機関の一時的なリスク管理の失敗として捉えられ、対策として市場規律の徹底が強調されざるをえない。

IV. 資産価格形成の変容とHLIの多様化

1. 株式リスク・プレミアム・パズルと株価形成の変容

FSF2000では、ヘッジファンドは、伝統的に富裕者や財団・寄付基金の投資対象であったのに対して、近年、広範な機関投資家層からの投資が増大しており、またそうした傾向が持続すると認識していた。そして、こうした傾向が生まれた理由として挙げられるのが、投資の分散化利益であった。しかし、資産分散化の方法は、市場環境の変化に応じて異なってくる。

市場が安定的に推移している場合には、不動産ファンドや未公開株ファンドでさえ投資対象から除外されていた。ましてヘッジファンドや商品ファンドは、リスクが高いことに加えて情報開示が不十分なために機関投資家の分散化手段とはみなされなかった。伝統的資産クラスへの投資で所用キャッシュフローが確保できていた段階では、代替投資、特にヘッジファンド投資は最適な分散化の対象とはされていなかったのである。投資家、特に年金基金などの機関投

資家にとって最適な投資配分は、市場環境に応じて、分散化方法は異なっていく。そのため、単純な資産分散化論で説明する限り、機関投資家によるHLI投資増大という事態を正確に認識できない。

市場が安定的に推移していたときには機関投資家は、ヘッジファンドなどの高リスク運用機関を分散化手段とはみなさなかった。したがって、ヘッジファンドや機関投資家の活動を資産分散化の観点からみるだけでは、機関投資家の高レバレッジ運用機関への投資増大や高レバレッジ運用機関の台頭を説明できない。従来の分散化議論は、資産価格の価格形成メカニズムが変化すれば、リスク・リターン関係も変化することを看過していたといえよう。1990年代になって、機関投資家がリスク増大を承知のうえで収益率を高める必要が生じた理由を問う必要がある。この点で注目すべきなのは、機関投資家の収益源をなしていた株価形成が70年代、特に80年代を境に大きく変化したことである²⁹⁾。

第2次大戦後の株価形成の変容について株式リスク・プレミアム・パズルと呼ばれる興味深い論争が行われている。メーラ＝プレスコットは、1889年から1978年までの90年間のアメリカ株式価格(S&P500指数)を基に計測した株価収益率と債券収益率の差(実質株式リスク・プレミアム)が株式の投資リスクの理論値よりも大幅に高いことを検出した³⁰⁾。そのような大きな株式リスク・プレミアムは理論的に説明不能なため、株式リスク・プレミアム・パズルと呼ばれ議論されてきた。論争はまず、リスク・プレミアムの計測面のデータや方法、そして「理論」的に異常なリスク・プレミアムの原因を巡って行われた。

この論争を通じて³¹⁾、株価配当比率、すなわ

何故 HLI 危機の再発は防げなかったのか？(下)

ち配当イールドが第2次大戦後長期にわたり低下傾向にある点が明らかになってきた。標準的ポートフォリオ理論では、株価は将来の配当収入の現在価値にはかならないが、配当イールドの低下傾向は、株価形成が標準理論では説明できないことを意味していた。この点についてファーマ=フレンチは、1950年から1999年にかけて株価の上昇は配当の伸びよりも遙かに高いこと、すなわち配当イールドと株価の乖離を検出した³²⁾。そして彼らは、配当イールドと平均株式収益率(配当イールド+株価成長率)の乖離を強調し、平均株式収益率と配当イールドの乖離は、株価の上昇率が配当の伸び率をはるかに上回ったために生じたと結論した。

キャピタルゲイン狙いの需給が株式市場で大勢になるにつれて、ファンダメンタルズから離れて株価が決まるようになる。その結果株価収益率や株価資産倍率が上昇する一方で、配当イールドが低下していくことになった。このようにみれば、株式リスク・プレミアムの低下の主因は、株式市場においてキャピタルゲイン狙いの需給が株式需給の中心を占めるようになり、企業収益や配当といったファンダメンタルズに基づく株式需給の株価形成における役割が低下したことにあることがわかる。すなわち、高水準の株式リスク・プレミアムは、株価が配当イールドから乖離して大幅に上昇したことを原因としている。

株価は、他の金融資産利回りと企業収益や配当などファンダメンタルズに規定される株の裁定価格を大幅に上回って形成されるようになってきた。ファンダメンタルズから乖離して株価が上昇すると、収益期待が失われた場合、債券利回りとの裁定価格、すなわち債券利回りと配当イールドが等しい点にまで株価が大幅に下落

する可能性が高まる。このため、1980年代以降、株式市場の変動性が強まり、株価の大幅な下落がしばしばみられるようになった。加えて、資本市場及び金融市場安定化のため低金利政策が採用され、債券利回りも低下することになる。

2. 機関投資家のジレンマと代替投資の拡大

(1) 機関投資家のジレンマ

配当イールドの低下、さらに債券利回りの低下は、年金基金や、文化施設や大学運営のための財団・寄付基金といった機関投資家にとって経常経費の支出を賄うのに必要な所要キャッシュフローを確保することを困難とした。長期にわたり安定した収益を確保する必要がある投資家にとって、市場の中核を占める大型株の株価が企業収益や配当などのファンダメンタルズに規定されている限り、市場平均と類似のポートフォリオを長期保有するという投資戦略は、キャッシュフローの確保と純資産価額の増加をともに実現できる投資戦略であった。しかし、株価は上昇していても、配当イールドは低下傾向を示し、さらに株価が一時的とはいえ大幅に下落するような市場環境になると、所要キャッシュフローを確保できなくなるだけでなく、相場下落による純資産毀損の可能性も高まる。株価が一株当たりの企業収益や配当の現在価値から大幅に乖離する局面、すなわち株価がファンダメンタルズだけによって規定されなくなった段階では、多くの機関投資家は投資戦略の転換を余儀なくされた。

1974年の従業員退職所得保障法(エリサ)が成立しインデックス投資やパッシブ投資などの相対収益戦略が公式に認知されたとき、すでに

資産運用にとまなう問題が顕在化しはじめていた。多くの実証研究によれば、エリサの成立以来、民間年金基金のポートフォリオは、エリサ規制に従わない、すなわち投資対象や投資手法に制約がないため保有資産をよりアクティブ投資に配分することができる投資ファンドよりも収益率で下回っていた。エリサは各種基金の運用者の法的地位をスポンサーの代理人から受託者に変化させた。代理人から受託者への地位の変化は、基金運用者をして、資本市場の変化への対応を遅らせ、不適切なほど保守的な、そしてスポンサーや受益者の利益にとって必要とされない投資戦略を採用させるようになった。

多くの企業年金基金は、株式価格形成が変化するにしたがって深刻な財務上の困難に直面する³³⁾。インデックス投資やパッシブ投資の限界に直面すると、収益率を上げるためにはキャピタルゲインを狙うしかない機関投資家は、ベンチマークを上回る収益率をあげることを目標とする投資、すなわち伝統的アクティブ投資に運用資産の一部を向けざるをえなくなった。機関投資家はインデックス投資やパッシブ投資に加えて、国内債券・株式のアクティブ運用や国外債券・株投資へ運用資産配分を増大させていくことになる。しかし、相対収益アプローチの枠組み内でのアクティブ投資は限界があった。

第1に、キャピタルゲイン狙いの運用は、所要キャッシュフローを得るために、保有株式を売却し含み益を実現しなければならない。だが、頻繁なキャピタルゲインの追求は、保有ポートフォリオの簿価を上昇させる一方、一定のキャッシュフローを每期確保するためには投資額を増大していく必要があった。第2に株価は上昇をみる一方で株価の変動幅が拡大したため、株価下落により保有資産価値の毀損を招く

可能性を高めた。こうした理由から活発なアクティブ投資は、株式相場の上昇局面で高い収益率を得ることができるが、長期にわたって安定した収益率を得ることは困難であった。

(2) 代替投資の増大と HLI

アクティブ投資によっても収益面の改善がみられない機関投資家は、投資企業の配当やコーポレート・ガバナンスへの関心を強めたり、売買手数料の引き下げを要求した。80年代以降、株価上昇がしばしば株価急落をとまなうようになるにつれ、金融システムの安定化のため低金利政策が持続する。政策金利の低下は債券利回り全般の低下を招き、機関投資家の所要キャッシュフロー（予想利回り）獲得を一層困難にした。機関投資家はキャッシュフローの確保を目指し代替投資への資産配分を増大する。特に、大学や慈善団体などは、エリサ規制下になく投資対象や手法の規制が緩いこともあり代替投資を急拡大した³⁴⁾。高齢化の進展でキャッシュインに比べてキャッシュアウトが増大する傾向にある年金基金においても、しだいに代替投資のニーズが増大してくることも当然だった。

機関投資家の資産配分は、パッシブ投資が主流であった1960年代から70年代初頭から大きく変化し、以前にはみられなかった代替投資へ資産が配分されるようになった。1980年代初頭、ベンチャーキャピタルを主とした非公開株関連の取引が急増した。これらのベンチャーキャピタルは1970年代末までに、20%を超える年間収益率を示した。この高収益率が契機となり、公開株投資で低収益率を被ってきた機関投資家、特に年金基金は非公開株ファンドや不動産ファンド、ベンチャーキャピタルなど代替投資への投資を増大した³⁵⁾。

何故 HLI 危機の再発は防げなかったのか？(下)

ヘッジファンドとその他の代替投資、例えば非公開株ファンドは、多くの場合、ジェネラル・パートナーによって運用される。非公開株ファンドは、ジェネラル・パートナーの要請に応じて出資されファンドの存続期間全体にわたって投資資金が固定される。対して、ヘッジファンドの場合、投資家は、いつ、どのくらいの額を投資するのかを決定できるという利点がある³⁶⁾。こうした利点があるにもかかわらず、機関投資家の投資は主に非公開株ファンドや不動産ファンドに限られ、ヘッジファンド投資は躊躇されてきた。機関投資家にとって、ヘッジファンド投資は情報開示や透明性の不足、資産分散化の不十分さ、そして高額の業績連動の運用手数料などの点に障害があったからである。しかし、90年代に入って機関投資家のヘッジファンド投資が増大してくる。特に、90年代末から2000年代初頭における IT ブームとその崩壊によって機関投資家の運用収益はさらに悪化し、ヘッジファンドへの資産配分を高めざるをえなくなったからである。

機関投資家のヘッジファンド投資へのニーズに応えるために、大手証券会社はヘッジファンド向けにプライム・ブローカー・サービスを提供し、ヘッジファンドの成長を促した。さらに、機関投資家のヘッジファンド投資への関心の高まりを受けて、大手金融機関は、自身の資産運用グループ内あるいは非連結小会社としてヘッジファンドを含む多様な HLI を設立するようになった³⁷⁾。新たな HLI は、当初は裁定活動が不十分な資産価格の乖離を狙って収益を得ることができた。しかし、裁定活動が活発化し資産価格の大幅な乖離が縮小するにつれて、しばしばレバレッジを高めて収益率を上昇させるという手法を用いるようになった。コア金融

機関相互の競争激化による低収益性に加えて、高株価を求める株式市場からの圧力によって、コア金融機関はリスクを承知の上で HLI に対するサービスを拡大し信用供与を増大せざるをえなかったのである³⁸⁾。

HLI の形成と破綻は、2つの意味で、構造的であった。第1に、HLI への資金流入は、戦後経済における資産価格形成メカニズムの変容とそれによる機関投資家の運用困難に基づいている。第2に、新しい証券化スキームやストラクチャード・ファイナンスは、伝統的サービスの収益悪化を受けたコア金融機関が積極的に乗り出した分野にほかならなかった。特に、HLI のレバレッジ形成の舞台となった短期金融市場、特に ABCP 市場にしても、商業銀行がスポンサーとなって積極的に ABCP を引き受けることによって拡大したものであった³⁹⁾。こうした資産価格形成の変化と HLI の台頭との関連を考慮しない場合、HLI への資金流入を急拡大させたインセンティブと、コア金融機関が HLI 向けサービスや HLI 設立を推し進めた諸力を看過することになる。

SPL 問題の背後には、資産価格形成の変化に対応して収益率を確保しようとする商業銀行や証券会社、さらに機関投資家の構造的な相互補完関係があった。こうした面についての分析の弱さが、FSF の HLI 分析と政策勧告の両面で限界をもたらしたといえよう⁴⁰⁾。

むすび—新たな安定化枠組みを求めて

FSF 2000 の発表以降、FSF の勧告に沿う形で各国規制・監督当局や国際機関は、コア金融機関や HLI に対して市場規律を強化する方向

で各種対策を行った。こうした措置は一定の成果を挙げ、LTCM 事件発生時に比べて、金融機関のヘッジファンドに対するリスク管理は著しく強化された。またヘッジファンド自体のリスク管理も大手に関する限り改善した。しかし、SPL 問題の発生は、各国規制・監督当局及び各国国際機関の努力が未だ十分でないことを明らかにした。資本市場、特に株式市場の価格形成が変化している下では、市場規律の徹底を目指す HLI 対策は、機関投資家や金融機関にリスク規制を回避させる別の HLI の組成させることにつながるようになる。HLI への投資ニーズが高いという状況において、市場規律を徹底する方針は、リスク管理の強化と新たな HLI の設立という悪循環をもたらす可能性が高いのである。

SPL 問題の発生によって、HLI の拡大や証券化、そしてストラクチャード化の流れは一時的に停滞するように思われる。しかし、現在の資産価格形成の仕組みが続く限り、代替投資と HLI 形成のインセンティブは持続する。また、金融資本市場の変動性が高まるなかで、市場規律強化の要請は、リスク管理にとまなう高コストと資産運用の高収益性を両立させるために、証券化とストラクチャード化への動きをさらに強めることになろう。しかし、証券化による個別リスクの転嫁は、全体として、証券化やストラクチャード化による新たな債権債務を形成し債権債務契約を重層化かつ増大する。何らかの原因で短期金融市場での調達が難しくなると、増大した債権債務を支えることが困難であることが顕在化する。金融機関のリスク管理の高度化とその結果生まれた新たな HLI が証券化とストラクチャード化を促進するだけでなく、市場間の相関関係を複雑に絡ませあい、シ

ステミック・リスクをより広範かつ複雑なものにする可能性が高い。

市場を管理できたと主張する人々をあざ笑うかのように、第2次大戦後の管理通貨制度の下で金融資本市場は拡大・多様化し、管理することがますます難しくなっていく。HLI の台頭とそれを支える金融構造も、こうした発展の産物にほかならない。今や HLI は、現代の金融構造の不可欠な構成要素となっている。HLI を野放しにすれば金融不安を再発する可能性が高い一方、HLI の直接規制は、市場流動性を枯渇させ資産価格下落をもたらす可能性がある。金融不安の原因が構造的であるが故に、対策は困難とならざるをえない。ここに、現代資本主義の成長メカニズムが内包する深刻なジレンマがある。

問題が構造的であるだけに、HLI 危機を市場規律の徹底や直接規制だけで押さえ込むことは困難である。あるべき国際金融システムについての制度デザインを含め、新たな金融安定化対策の枠組みについて検討する必要がある。HLI へのニーズを生み出す現代の金融構造に内在する諸力自体を管理する抜本的対策を講じる時期に来ている⁴⁾。しかし、現状の国際金融ガバナンスの仕組みは、安定化策の策定にあたって一部主要国の利害を優先しており、有効な方策を提示できていないでいる。

注

- 1) FSF, *Update of the FSF Report on Highly Leveraged Institutions*, 19 May 2007 (FSF2007), p.8. HLI 作業グループは、2000年に最初のレポートを発表して以来、毎年政策評価を発表している。ここでは主に FSF 2007を用いた。
- 2) Greenwich Associates の推計によれば、ヘッジファンドは非投資適格債、クレジット・デリバティブ、CDO、新興国債、LBO の取引の20%から30%、ディストレス債取引の80%を占めている (*Hedge Funds: The End of the Beginning?*, December, 2004)。

- 3) ヘッジファンドの安定化機能については、Federal Reserve Board, *Concentration and Risk in the OTC Markets for U.S. Dollar Interest Rate Options*, 2005を参照。特に CDO や ABS 取引における流動性提供については、Fitch Ratings, *Hedge Funds: An Emerging Force in the Global Credit Markets*, 2005を参照。
- 4) FSF2007, p.5. FSF2007は主要な進展として次の5点を挙げている。(1)監督とリスク管理、特に、ストレス・テストの実施、(2)OTCデリバティブの決済インフラの改善、(3)米国PWGによる私募資本プールに関する原則とガイドライの発表(2007年)、(4)英国金融庁(FSA)によるプライム・ブローカレッジ・サービスのサーベイ調査の実施(2004年)、(5)証券監督者国際機構(IOSCO)のヘッジファンドの資産評価についての原則の発表(2007年)、(6)AIMA(2002年)及びCRMPG II(2005年)、MFA(2005年)によるディーラー及びヘッジファンドマネージャー向けの健全慣行ガイドラインの発表である。また、2000年以降の各国の規制・監督面の進展及び各国機関の勧告・評価については、FSF2007のAnnex Review of initiatives that address the recommendations of the 2000 HLI Reportに整理されている。
- 5) BCBS/IOSCOのレポート以来(*Review of Issues Relating to Highly Leveraged Institutions*, 22 March, 2001)、CRMPGやCRMPG IIレポートによってカウンターパーティー・リスク管理が急進したことが確認される。また各国規制・監督当局が独自に金融機関の対ヘッジファンド向けカウンターパーティー・リスクの調査や監視を行っているのに加え、バーゼルIIにおいても銀行のカウンターパーティー・リスク管理が強化された。
- 6) ヘッジファンドのリスク管理については、PWG, *Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital*, 2007において確認できるが、FSAをはじめとして各国規制・監督によって調査やガイドライン策定が行われている。
- 7) 近年、ヘッジファンドと取引関係が深い金融機関のリスク管理に対する各国規制・監督当局の協調監視体制が強化された(FSF2007, pp.25-30)。
- 8) OTCデリバティブの決済インフラの整備面の遅れが指摘されてきた(Joint Forum, *Credit Risk Transfer*, 2005; CRMPG II, *Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective*, 2005)。しかし、現在では決済インフラは強化されたと評価されている(CPSS, *New Developments in Clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*, 2007)。
- 9) IOSCO, *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*, 2007及びAIMA, *Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation*, 2007において保有資産の評価と情報開示について勧告を行った。
- 10) BCBS, CGFS, IAIS及びIOSCOによって設立されたMultidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure (MWGED)は、情報開示の改善について2001年にレポートを発表した。
- 11) バーゼルIIの準備作業と施行が、重要な役割を担った(BCBS, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*, 2004)。
- 12) AIMA, *Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers*, 2002。
- 13) *Survey on the Regulatory Environment for Hedge Funds*, 2006。
- 14) ミューチュアルファンドのような伝統的ファンドのマネージャーも、規制上許容されている場合にはヘッジファンドと同様な投資戦略をとりはじめた。また、ヘッジファンドと同様なパフォーマンスを低い手数料であげようとする競合商品も登場しはじめた(FSF2007, p.9)。
- 15) FSF2007, p.2, p.11-12。またヘッジファンドの情報開示については、MWGEDによる2001年の勧告が貢献した。
- 16) 2004年10月以来、FSAは、ヘッジファンドに対するトップ・ディーリング・バンクのエクスポージャーを定期調査している。調査の開始時点以来、プライム・ブローカレッジ・サービスにおける超過担保も50-100%の水準で維持されており、プライム・ブローカレッジ・サービスは十分な担保でカバーされていた(FSA, *Prime Brokerage Survey*, 2004)。
- 17) FSF2007, p.13。
- 18) FSF2007, p.3。
- 19) Testimony of Patrick M. Parkinson Deputy Director, Division of Research and Statistics Before the Subcommittee on Securities and Investment, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, May 16, 2006及びTestimony of Governor Kevin Warsh, Hedge funds Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives July 11, 2007。SPL問題発生後においてもFSFは、市場規律のさらなる強化を主張している(*FSF Working Group on Market and Institutional Resilience Preliminary Report to the G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 15 October 2007)。
- 20) FSF2007, pp.9-10。
- 21) FSF2007, p.10。
- 22) FSF2007, p.10。
- 23) FSF2007, p.2。バーゼルIIが、高度な内部リスク管理モデルをもった大手銀行を有利にする一方、オフバランス化によりリスクの複雑さを加速させた(J. Ward, *The New Basel Accord and Developing Countries: Problems and Alternatives*. Working Paper No.4. Cambridge Endowment for Research in Finance. 2002)。
- 24) FSF2007, pp.3-4。
- 25) SPL問題を巡る諸見解については、二上季代司「サブプライムローン問題と市場型金融システム」日本証券経済研究所『証研レポート』第1644号、2007年及び福光寛「証券化の功罪：サブプライム問題を振り返る」成城大学経済研究所『研究報告』No.47を参照。なお、FSFの中間報告では、SPL問題の原因として5つの要因を挙げている(*FSF Working Group on Market and Institutional Resilience*, February 2008)。

- 26) 商業銀行は LTCM 事件後の早い段階から HLI への直接エクスポージャーを低下させる一方で、HLI との間で各種取引を増大させるという行動をとってきた (CBS, *Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions: Implementation of the Basel Committee's Sound Practices Paper*, 2000).
- 27) ケネンは、FSF 勧告は市場参加者の市場規律遵守を強調する一方、各国規制・監督当局の勧告施行について曖昧にしている点を批判し、FSF の市場規律重視は精々努力目標を提示しているにすぎないと批判している (P.E. Kenen, *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing*, Institute for International Economics, 2001).
- 28) FSF2000, p.143.
- 29) Robert J. Shiller, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Movements in Dividends?" *American Economic Review*, 71, 3, 1981.
- 30) Rajnish Mehra and Edward C. Prescott, "The Equity Premium: A Puzzle," *Journal of Monetary Economics*, 15, 1985.
- 31) 論争の詳細については、R. Mehra, *Handbook of the Equity Risk Premium*, Elsevier, 2008及び野下保利『ヘッジファンドと戦後ポートフォリオ理論(2)』国士館大学『政経論叢』通号141号, 2007年9月を参照。
- 32) Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "Dividend Yields and Expected Stock Returns." *Journal of Financial Economics*, 22, 1988).
- 33) 伝統的投資戦略の限界が顕著に現れたのが、確定給付型年金基金の財源不足問題である (Putnam Lovell NBF NewRiver, *Institutional or Institutionalized - Are Hedge Funds Crazy?*, Putnam Lovell NBF NewRiver, Inc, 2002, p.20).
- 34) Anthony Hanlon, Proposals for Reform of hedge Fund Regulation, Harvard Law School, 2002, Table 2.
- 35) 非公開株ファンド投資については、George W. Fenn and Nellie Liang, Stephen Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1995, p.12, また代替投資全般については、Putnam Lovell NBF NewRiver, *op.cit.* を参照。
- 36) U.S. Securities and Exchange Commission, *Implications of the Growth of Hedge Funds. Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission*, 2003, p.7を参照。
- 37) FSF2000, p.10. 90年代初頭の HLI の成長において証券会社による積極的サービス提供が重要な役割を果たした (BCBS/IOSC, *op.cit.*, p.3).
- 38) 競争圧力の下では、規制下にある金融機関が HLI に対して収益確保と適正リスク管理との間でジレンマに陥る可能性が高いということについては早くから指摘されていた (BCBS/IOSCO, *ibid.*, p.10).
- 39) Arnaud De Servigny *et al.*, *op.cit.*; OCC, FRS, FDIC, and OTC, *Risk-Based Capital Guidelines: Capital Adequacy Guideline; Capital Maintenance; Consolidation of Asset-Backed Commercial Paper Program and Other Related Issues*, 2004, pp.2-4.
- 40) こうした問題点とは別に、各国際機関における意志決定プロセスの非透明性に対する批判が提起されている (Kern Alexander *et al.*, *op.cit.*, Chapter 3). 特に、国際金融ガバナンスについては、政策決定が一部主要国に偏っている点について批判が提起されている。
- 41) John Eatwell and Lance Taylor, *Global Finance at Risk—The Case for International Regulations*, The New Press, 2000. イートウェル=テイラーは、市場規律重視の対策でもなく、またランダムかつ累進的な資本規制でもなく、G10以外の諸国も含めたコンセンサスの形成を前提条件とした上で体系的な資本規制を協議すべき World Financial Agency なる国際金融監視組織を BIS 内に設立することを主張した (*ibid.*, p.26). こうした考えは、Kern Alexander *et al.*, *op.cit.* においてより具体的に展開されている。

(国士館大学政経学部教授)