

論文

シャドー・バンキング・システムの現状

湯 浅 由 一

1. 分析の目的

金融危機の回避および金融システムの安定・維持を目的として商業銀行に対しては様々な規制が実施されている。BIS（国際決済銀行）による自己資本比率規制、いわゆるバーゼルⅢなどである。これらの規制を回避することを目的として組織された金融仲介機関が、「シャドー・バンキング・システム」であると理解できる。これらは相対的に自由な活動を行い、様々な裁定行動を実行している存在である。より高い収益率の獲得を追求する投資家の要求に応えるものでもある。ヘッジファンドおよび政府系ファンド（SWF）がその代表的な具体例である。その特徴の1つとして、通貨監督当局による規制の回避が可能であり、詳細な情報開示の義務がない。通貨当局によるモニター（監視・監督）が十分にできておらず、その活動内容も詳細に把握されていない。すなわち、秘密主義が黙認される存在なのである。実践している投資戦略は非公開であるので高い収益率の追求が可能である。開示した場合には、他の金融機関に採用している戦略を模倣されてしまい、収益獲得の機会を減少させてしまうのである。

シャドー・バンキング・システムが出現した理由はこの秘密主義によって得られるメリットが小さくはなかった点にある。つまり秘密主義を維持することが重要なのである。シャドー・バンキングは金融危機の回避および金融システムの安定・維持のためには極めて厄介な存在である。シャドー・バンキング・システムをも含んだ金融システム全体を想定した安定の枠組みを構築すべきであるということを指摘できるのである。

2. シャドー・バンキング・システムの出現

通常の商業銀行 (commercial bank) ではなくて、ヘッジファンドや信託、証券会社、ノンバンク、証券化の特別目的会社 (SPC) などの金融業態の総称が「シャドー・バンキング・システム (影の銀行システム, shadow banking system)」である。免許制度を通じて金融当局が厳しく監督する銀行に比べて法的な規制を受けないので、その実態が把握されていないという問題がある。しかしながら、その資産規模が拡大しており金融システムの安定に少なからず影響を与えていると考えられる。むしろその影響が拡大していると懸念されるのである。主要国・地域の通貨当局で構成する金融安定理事会 (FSB, Financial Stability Board) は2012年11月に、シャドー・バンキング・システムの監視および規制強化に対する包括的な提言を公表している。

アメリカの1956年銀行持株会社法の規定を根拠として、「銀行とは要求払い預金または同等の預金を受け入れ、かつ企業貸出を行う機関」とされている。したがってどちらか一方の業務しか手掛けない金融機関は定義上、銀行ではないことになる。そして商業銀行に課せられる様々な通貨当局からの監視・規制を免れることが可能となる。1970年代後半頃より、金融業務を手掛ける非銀行金融機関 (ノンバンク・バンク) が出現してきたとされる。

ちなみに、日本の銀行法では、第二条第二項において、銀行業を「預金又は定期積金の受入れと資金の貸付け又は手形の割引とを併せて行うこと」あるいは「為替取引を行うこと」と規定している。

「シャドー・バンキング・システム」という用語は2007年頃から使用されている。短期の負債によって調達した資金で非流動的な長期資産を保有して、満期変換 (maturity transformation) 機能を果たしながら、既存の銀行規制を逃れて、規制の枠外に置かれている組織を意味する用語として使用されている。この定義に従えば、規制を逃れて生まれたノンバンク・バンクのみならず、投資銀行 (investment bank, merchant bank), MMF (マネー・マーケット・ファンド), ヘッジファンド, 金融機関が証券化商品に投資を行うために別働隊として設立した事業体・投資子会社であるSIV (Structured Investment Vehicle, ストラクチャード・インベストメント・ビークル) 等の間接金融機関あるいは間接投資機関 (indirect financial institution) もシャドー・バンキン

グに含まれることになる。このSIVは銀行が自身の資産・負債のオフバランス、すなわち取引内容が貸借対照表に表示されないことを目的に設立したもので、BIS規制の自己資本比率規制を回避することができる。SIVはBIS規制のある銀行業務の外で、実質的に銀行と同じ業務を行っていた。1988年にシティグループによって開始されたとされる

「シャドー・バンキング・システム」が意味する内容は、現状では定義が明確かつ確定したものではない。FSBによる広義の定義では「通常の銀行システムの範疇に含まれない組織・活動に係る信用仲介システム」である。銀行ではないので預金の取扱いが認められていないため、シャドー・バンキングはその主要な資金調達手段として、投資銀行やヘッジファンドはレボ市場を利用しているとされる。

近年、世界の金融市場において顧客の資金をまとめて運用するファンドの存在感が高まっている。投機的な資金取引を活発に行うヘッジファンドと企業買収ファンドを合計した資金の規模は2012年9月末時点において総額5兆5,000億ドル（約540兆円）とされる。日本経済のGDPに匹敵する残高は、前年比で約10%の増加であり、統計値としては確認できる過去最高水準となっているのである。運用資産規模は2008年末の水準から約50%の増加である。

このファンドは富裕層や年金基金などの大口投資家から資金を預かり、世界の市場で資産運用する経済主体ということである。短期の売買を活発に行うヘッジファンドと企業買収によって中長期の経営改善を目指す買収ファンドとに大別される。1980年代からその台頭が認められていた。

なお、以上の記述においては、植林茂（2012年）、勝悦子（2011年）、金融財政事情研究会（2012年）、証券経営研究会（2011年）、ヴィラル・V・アチャリア、マシュー・リチャードアソン（2011年）の文献を参照している。

3. ヘッジファンドの歴史と現状

市場関係者の多くが認める史上初のヘッジファンドはアメリカのアルフレッド・ウインズロー・ジョーンズ氏¹⁾によって1949年に創設されたとされている。例えばそれ以前には、バリュウ投資戦略を利用したベンジャミン・グレアム（Benjamin Graham, 1894～1976）は投資パートナーシップによって、1926年に投資ブームを作ったとされる。彼はパートナーシップ制私募投資信託とい

う形態を採用した「ジョーンズ・ファンド」を設立した。

ヘッジファンドとは1940年投資会社法 (Investment Company Act of 1940) 第3号C項1号および同項7号に規定される、SEC (Securities and Exchange Commission, 米国証券取引委員会) への登録を免除された有限責任投資組合のことである。証券取引委員会、SEC (Securities and Exchange Commission) は、1934年証券取引法に基づいて設立された政府機関である。1933年証券法および1940年投資会社法等の一連の証券関係法の管理にあたる独立の超党派的準司法機関である。大統領から任命された5人の委員をもって構成されている。その下部組織には9つの地方局と6つの支局が置かれている。

私募投資信託であるために証券法およびアメリカのSECの規制を受けず、公募投資信託型にはない自由な資産運用と報酬制度を採用することが可能であった。すなわち、典型的なヘッジファンドは私募によって資金を調達しているが、この資金募集は1933年証券法 (Securities Act of 1933) に規定されているSECへの登録が為されない。さらに1934年証券取引法 (Securities Exchange Act of 1934) が規定する定期的な報告義務を免れている。

その結果として以下のような結果を得たのである。個別の株価の状況局面において利益を高める手法 (ロングポジション) とこれとは逆に株価の下落局面にいても高い収益を実現することになる「信用取引による空売り戦略 (ショートポジション)」をとともに採用していた。これによって株式の売買のタイミングに依存しない絶対利益 (absolute return) を追求することに成功したということである。成果を比較する目標 (ベンチマーク) が、NY株ダウ平均・S & P 500・MSCI指数等のマーケットインデックスではないということである。株価の下落を事前に予測して、その株式を空売りすることを「ヘッジする (保険つなぎ)」ということから、「ヘッジファンド (hedge fund)」という名前が付けられたとされる。

信用取引が可能となりレバレッジ (借入) を利用することによって、その収益が倍増させることが可能となった。したがってよりリスクを受け入れた投資手法が可能となったのである。

このファンドの運用者であるヘッジファンド・マネジャーは、自分の自己資金をも投入することができたので、投資家と運用者の利害が一致していた。これによって顧客との運命共同体という性質を有することとなり、参加する顧客

に対して安心感を与えることにもなるのである。また成功報酬の体系を採用することによって投資の方法と対象に関して厳選されたという側面があった。固定の手数料は0.5～2.0%という比較的少ない金額を徴収するが、値上がりに応じて15～25%の成功報酬（パフォーマンス・フィー）を得るというものである。投資信託に適用される規制が無いことを目的にしてオフショアファンドである点も指摘しておきたい。

以上の絶対利益の追求・レバレッジ・運用者と投資家による共同投資と成功報酬制度の3つの特徴がヘッジファンドを定義付けることになったのである。

このジョーンズの成功を真似したファンドが次々と出現した。キダ・ピボディー社の株式ブローカーであったジュリアン・ロバートソン（Julian Robertson, 1932～）は、1950年代の後半、タイガーやジャガーといった名前を付けたヘッジファンドを作っている。1970年代には約150のヘッジファンドが存在しており、合計で約10億ドルの資産を保有していたとされる。有名なウォーレン・バフェット（Warren Buffett, 1931～）の投資パートナーシップは1950年代半ばに始まり、1960年代を通じて好成績を残している。1969年に解散しているが、それまでの13年間に年率24%の収益率を生み出している。しかもマイナスの年はなかったということである。次に繊維会社であるパークシャー・ハサウェイ社を買収した。

ジョージ・ソロス（George Soros, 1930～）は1969年にヘッジファンドの仕事を開始し、ウォール・ストリートの証券会社であるプライシュローダー内でファンドを立ち上げた。1974年にここを去ったソロスは独立して、ジム・ロジャース（Jim Rogers, 1943～）とともにクオンタムファンドを立ち上げた。1992年にバンク・オブ・イングランド（BOE）を相手にしてイギリス・ポンドの減価に賭けるポジションを取り、ポンドの価値を下落させたとされる。ポンドへの通貨アタックによって、ポンドは大暴落し、これによって2,000億円とも言われる巨額の利益を得たとされる。「イングランド銀行を潰した男」と呼ばれることになったのである。また、タイ・バーツの下落を引き起こしたと言われる。これが1997年のアジア通貨危機の発端になったとされる。

マイケル・スタインハート（Michael Steinhart, 1941～）は1967年にファイン&バーコウィッツというヘッジファンドを設立した。

1970年代後半および1980年代初期には先物運用を採用する戦略が先物ヘッジ

ファンドのビジネスへと発展していった。商品先物ファンドは株式や債券の代わりに先物に投資する投資信託である。先物市場は発展して外国為替・株価指数といった金融先物も取引の対象に含まれていったのである。

1980年代には投資適格の資格を得るには財務内容が十分ではない企業の公募債券であるジャンク債の市場が出現した。ドレクセル・バーナム・ランバートのマイケル・ミルケンはこの市場の創設に貢献したとされる。このジャンク債は次第にレバレッジド・バイアウト (LBO, Leveraged Buy-Out) に利用されるM&Aブームの主要な資金調達手段となっていったのである。

1992年以降においてヘッジファンド業界は急激に成長している。ヘネシー・グループ (Hennessee Group) の調査によれば、運用資産残高は1992年1月に350億ドルであったが、2007年1月には1兆5,350億ドルに達していた。

アメリカのヘッジファンドに関する調査会社であるヘッジリサーチ (HFR) 社によれば、世界のヘッジファンドの運用資産残高は2012年9月末時点において2兆1,900億ドル (約220兆円) ということである。1年前に比べて9%の増加であり、過去最高値である。ヘッジファンドのマネジャーは、投資家から運用資産額に対して年率2%の運用手数料と運用益額の20%に相当する成功報酬額を受け取るとされる。このように成功報酬に大きく依存する報酬体系を採用している。

ヘッジファンドが金融システムにシステミック・リスク (systemic risk) をもたらし得ることが懸念される²⁾。これは1つの金融機関が支払い不能となることにより、他の金融機関の支払いが連鎖的に停止して、金融システム全体に混乱が波及してしまうリスクである。具体的な事例としては、1990年代後半に発生したLTCMの破綻を挙げることができる。LTCM³⁾は1994年に設立された。類似した証券の価格が最終的には同じような水準の価格に収束するということを前提にして、割高な証券を売って、割安な証券を購入するというコナバージョン取引を行っていた。LTCMは証券価格が収束するのに十分な時間を確保するために3年間のロックアップ期間 (投資家に償還・解約の実施をしない期間) を設定していた。当初の4年間はこの戦略が成功したとされる。しかしながら1998年頃から裁定取引への新規参入が増加し、裁定の機会を減少させてしまうことになった。1998年6月、LTCMは運用資産額の16%という損失を出してしまったのである。その後、レバレッジ (借入) に依存した運営を採用して

しまったために損失が拡大してしまい、1998年9月23日、米連邦準備制度理事会（FRB）はLTCMを救済するための投資銀行のコンソーシアムを組織したのであった。

ヘッジファンドは自分達の投資戦略が他社に模倣されることを回避するために、それを外部に開示することには消極的である。いわゆる秘密主義である。この点がヘッジファンドに代表されるシャドー・バンキングの大きなメリットなのである。なお、以上の記述においては、志賀勝則・志賀祥子（2012年）を参照している。

4. 政府系ファンドの歴史と現状

各国政府や中央銀行などの国営機関が外貨準備などの活用先として設立した運用機関が政府系ファンド（SWFs, Sovereign Wealth Funds, ソブリン・ウェルス・ファンド）である。原油価格の上昇が原油産出国の余剰資産を生み出し、またアジアの輸出国が巨額の外貨準備を累積させたことがこのファンド形成の契機とされる。1970年代以降に中東産油国が相次いで設立したものである。政府系ファンドは約60に達したとみられている。世界の政府系ファンドの資産残高は2012年9月末時点において5兆1,350億ドル（約420兆円）となっている。

政府系ファンドという用語については、IMF・モルガンスタンレー・マッキンゼーなどの機関によって定義付けが行われているが、共通の認識といった確立した定義は存在しない状況にある。政府系ファンドは、基本的にはその原資が原油などの「商品（コモディティ）タイプ」からの収益であるのか、外貨準備や余剰金などの「非商品タイプ」からの収益かに従って2つのタイプに分類される。商品タイプ系ファンドは石油・ガスなどの資源国による資源関連収益を運用する投資主体である。これに属する政府系ファンドとしては、1954年設立のクウェートのファンドが始まりとされる。

政府系ファンドは短期売買を活発に行うヘッジファンドと異なり、中長期の視点での投資戦略を採用しているとされ、市場の相場安定や上昇トレンドに参与するとされる。情報開示に関しては、ノルウェー・アメリカ・カナダのファンドは比較的高いとされる。しかしながら多くの政府系ファンドは情報開示には消極的であるとされており、シャドー・バンキングと同様の問題点を内包している存在である。

世界最古の政府系ファンドはクウェート投資庁 (KIA, Kuwait Investment Authority) である。ドイツのダイムラー社の大株主である。

産油国の石油輸出収入のうち、対外投資に回される資金は「中東オイルマネー」と呼ばれる。北欧のノルウェーなどの石油収入を投資する国は他にも存在するが、主に中東の石油輸出国機構 (OPEC) 加盟国を指すことが多い。資金を運用する主体が政府系ファンドである。これらのファンドは情報開示が不十分であり、このために全体マネーの流れを把握することが難しいとされている。

世界のエネルギー地図を塗り替えるとされる北米の非在来型ガスであるシェールガスについては、産油国に影響が予想される。米国債や先進国株式で資産を運用する戦略は金融危機やシェール革命の進展によって変革を迫られることが推測される。サウジアラビア基礎産業公社 (SABIC) はアメリカでシェールガスを使った石油化学事業への参入を検討している。米国アラスカ州のAPFC (Alaska Permanent Fund Corporation) がある。

世界最大の政府系ファンドであるノルウェー政府年金基金 (GPF-Global, Government Pension Fund-Global) は2012年12月末時点において日本株を約2兆円以上保有していることが判明した。その1年前に比べて約40%増加させていることになる。ノルウェーは石油の輸出代金を基金の原資として拡大する運用資産の一部を日本株に投資しているのである。この基金の規模は2012年12月末時点で3兆8,160億クローネである。当時の為替レートで換算すると約60兆円とうことになる。その全体の60%を世界各国の株式市場で運用しており、1,244億クローネ (約1兆9,400億円) で日本株1,243銘柄に投資しているとのことである。

中東の政府系ファンドは欧米向けの投資を中心に実施しており、長期的な戦略を重視しているとされる。ファンド名としては、アラブ首長国連邦 (UAE) のアブダビ投資庁 (ADIA)・中国の中国国家外貨管理局・サウジアラビア通貨庁 (SAMA)・クウェート投資庁 (KIA)・カタール投資庁 (QIA)・ドバイ投資公社 (ICD)・香港通貨庁・シンガポール政府公社 (GIC)・ロシアの国富ファンド (Reserve Fund, National Wealth Fund)・ナイジェリア投資庁が存在する。

2007年、26の主要政府系ファンド⁴⁾によって構成される国際作業グループ

(IWG, International Working Group of Sovereign Wealth Funds) が組織された。その後、2008年11月にIMFは投資目的や投資実態の情報開示を行うための原則を公表している。これは投資動向、ガバナンス、アカウンタビリティのための24から成る規制原則であり、「行動規範および慣行に関する一般原則、サンチャゴ行動規範（GAPP, Generally Accepted Principals and Practices）」と呼ばれている。これは政府系ファンド⁵⁾自身が策定した自主的ルールである。以上の記述においては、中村みゆき（2013年）を参照している。

5. 通貨監督当局による規制

複数国の金融市場に混乱を引き起こす金融危機⁶⁾は何度となく繰り返されている。同じような機能を果たしている機関・組織には同一の規制を課すことが必要であると判断できる。この考え方を機能的規制（functional regulation）と呼ばれる。銀行と非銀行金融機関であるシャドー・バンキング・システムに対して同一の規制を課すことが必要ということになるのである。

ヘッジファンドに運用ポジションを開示させる手段の1つは、「フォーム13 F」の規定である。これは1億ドル以上の運用資産を有するヘッジファンドは、各四半期末時点でそのロング・ポジション（買い残高）を45日以内にSECおよび世間一般に開示することが義務付けられている。ショート・ポジション（売り残高）については開示義務はない。その理由・根拠は不明とされている。

ヘッジファンドに情報の開示を強制するとすれば、投資戦略が他社に模倣されてしまうことが推測される。その結果、ヘッジファンドの運用パフォーマンスは低下してしまう懸念が生じる。これは投資家にとっては運用からの収益を失うという犠牲を意味することになる。

2013年5月、イギリスの金融監督の体制は大きく変化した。1997年から存在していた監督当局の金融サービス機構（FSA, Financial Services Authority）を解体して、大口金融を扱う金融機関を監督する健全性規制機構（PRA, Prudential Regulation Authority）と、個人預金などの小口金融を監督する金融行為監督機構（FCA, Financial Conduct Authority）に分かれたのである。具体的な運用は金融業界と政府との交渉を通じて決定されることになったのである。

金融サービス機構（FSA）は1997年にその前身が発足した機関であり、預

金・貸出・保険・証券などのイギリスのすべての金融サービス業務を一括監督してきた。2001年には金融サービス市場法に基づいて組織の変更が為されていた。中央銀行が担当していた銀行監督に関して全体的な規制を担当していた。この機構の幹部は財務相が任命していた。

EUの金融機関に対する規制強化策の導入が予定されている。2014年3月には、ECB（欧州中央銀行）がユーロ圏の大手銀行を集中的に監視し、銀行経営の悪化を防止することになった。これまでEU各国の通貨当局が実施してきた個別の銀行監督の一元化制度である。大銀行はECBが直接監督する。中小銀行は各国通貨当局が監督するが、問題がある場合にはECBが介入できる。ECB内に銀行監督委員会を設置する。域内の約6,000のすべての銀行に対してECBが経営に介入できる権限を持つことになったのである。増資やリスク資産の圧縮を命じることができる。

国際的な自己資本比率規制であるバーゼルⅢが導入される。この国際的な規制は、銀行財務の健全性を高め、維持するために、普通株式と内部留保によって構成される「狭義の中核的自己資本（コアTier 1）」の資産に対する比率を7%以上にするという規制である。資本比率を計算する際の分子の定義を従来に比べてより厳しく規定している。各国は2013年から2019年にかけて順次実施していくという合意である。

EU（欧州連合）はこの銀行自己資本比率規制を予定通り、2013年から導入することで合意している。EU経済圏内の各銀行は、高い自己資本の確保が2013年から順次求められことになる。

これに対して、アメリカは銀行に高い自己資本比率を義務付ける規制について、国内の準備不足を理由に当初導入予定の2013年1月からの延期を決定している。

主要国の通貨当局で構成する銀行監督委員会（バーゼル委員会）は2013年1月、銀行の資金繰りに対する規制策である「流動性カバレッジ比率（LCR, Liquidity Coverage Ratio）」を緩和することで合意している。この規制の内容は、信用不安に陥った場合に30日間で引き上げられると想定される資金と同額以上の流動資産を確保することを義務付けている。資金繰り規制は完全実施する時期が2015年から2019年に延期された。さらに国債だけではなくて株式も一定範囲で新たな流動資産として認められている。

投資銀行と商業銀行の分離。これは、預金を扱う小口金融（リテール）と証券業を切り離すことを義務付けることである。

ストレステストは、Committee on the Global Financial Systemが、「ある任意の事象の発生または複数の金融変数の変動がもたらす潜在的な影響を評価するためのリスク管理手段」であると定義している。金融機関が市場リスクを把握するために一般的に利用されているVaR（Value-at-Risk）は、リスクファクターの収益率の分布に、正規分布などの一定の前提を置いた上で、過去のデータをベースにして、一定期間内に発生しうる最大損失額を統計的手法に基づいて算出するものである。これに対して、ストレステストは「特定の問題意識に基づいて、リスクファクターに任意の大きな変動を想定して、潜在的な損失額を評価するもの」である。

「金融取引税」は、ドイツやフランスなどのEU加盟国の11カ国が2014年からの導入を目指している。金融機関同士の、株式や債券などの金融取引に0.1%の税率を課税するというものである。ドイツ、フランス、オーストリア、ベルギー、ポルトガル、ギリシャ、スロベニア、イタリア、スペイン、スロバキア、エストニアの11カ国である。対象の金融機関は投資会社、保険会社、ヘッジファンドが含まれる。税率は取引額の0.1%で、デリバティブは0.01%が下限である。消費税に類似した課税と解釈される。EUの11カ国以外の金融機関の取引もその対象され課税されることになる。参加予定の11カ国での試算では300億～350億ユーロ（約3兆6,000億円～4兆2,000億円）の年間税収額とされる。これに関してはアメリカ商工会議所が国際税法や条約の規定に前例がなくて矛盾していると批判している。同制度を導入しないイギリスも影響に懸念を表明している。

「銀行員の年間報酬に上限」が課される。2014年に導入されるボーナス規制。原則として年間給与と同額を賞与（ボーナス）の上限とすることで合意している。株主の承認を得た時のみ2倍のボーナス支給が認められる。銀行員が業績連動の賞与目当てに高いリスクの金融取引を実施する誘因を軽減させる効果を狙った措置である。この規制の対象には米銀や日本の銀行のEU内の拠点の銀行員だけではなくてイギリスやドイツの銀行のニューヨークや東京の支店職員も含まれる。

FRBの外国金融機関の監督強化策（2015年7月1日に適用）が予定されて

いる。2014年7月1日時点で一定の資産規模（米国資産500億ドル以上）を持つ金融グループに対して、中間持ち株会社（IHC）の設立を義務付け、自己資本を積みように求めることになった。これはアメリカ金融規制改革法（ドッド・フランク法）に基づく措置である。実施の1年前の2014年時点で海外と米国内の総資産がともに500億ドル（約4兆2,000億円）を超える外国銀行に対してIHCの新規申請・設立を義務付けている。このIHCに対しては財務基盤を安定させるために自己資本の充実が求められる。また米銀と同等のストレステスト（資産査定、特別検査）を受けることも義務付けられる。日本の三菱UFJ、みずほ、三井住友の3メガバンクが適用される見込みである。

6. 結 語

通貨当局による金融機関に対する様々な規制を回避することを目的として組織された金融仲介機関が、シャドー・バンキング・システムであると理解できる。相対的に自由な活動を行い、様々な裁定行動を実行している存在である。これらは、より高い収益率の獲得を追求する投資家の要求に応えるものでもある。ヘッジファンドおよび政府系ファンドがその代表的な具体例である。

その特徴の1つとして、通貨監督当局による規制の回避が可能であり、詳細な情報開示の義務がない。通貨当局によるモニターが十分にできておらず、その活動内容も詳細に把握されていない。すなわち、秘密主義が黙認される存在である。実践している投資戦略は非公開であるので高い収益率の追求が可能である。開示した場合には、他の金融機関に採用している戦略を模倣されてしまい、収益獲得の機会を減少させてしまうのである。シャドー・バンキング・システムが出現した理由はこの秘密主義によって得られるメリットが小さくはなかった点にある。秘密主義を維持することが重要なのである。シャドー・バンキングは金融危機の回避および金融システムの安定・維持のためには極めて厄介な存在である。シャドー・バンキング・システムをも含んだ金融システム全体を想定した安定の枠組みを構築すべきであるということを指摘できるのである。

注

1) アルフレッド・ウインズロー・ジョーンズ。彼は、コロンビア大学において社会学のPh. D (博士号) を取得し、1940年代にはフォーチュン誌の記者として働いた。そこで金融市場の機能について知識を学んだ。1949年には最初のヘッジファンドであるとされることになるパートナーシップであるA. W. ジョーンズ&カンパニー社を設立した。このファンドは1970年代初期まで続き、好成績を記録している。

2) ヘッジファンドの分類

a) ヘッジファンドの動向をリサーチするアメリカの会社であるHFRX (Hedge Fund Research) 社は世界のヘッジファンドの投資収益率を意味する指数としてHFRX指数を作成している。この指数で使用されているのが以下で説明する8つの戦略(分類)である。

① 株式ロング・ショート戦略

これは個別の株式を定量的および定性的に分析して、割安銘柄を購入(ロング)し、割高銘柄を売却(ショート)させることで収益を得ようとする戦略である。

② 株式マーケット・ニュートラル戦略

さらに株式のロングとショートをバランスさせることで株式市場全体の価格変動リスクを排除させてことを狙って収益を得ようとするのが株式マーケット・ニュートラル戦略である。

③ イベント・ドリブン(分析)戦略

企業の合併・買収・子会社の売却・増配等の企業の決定に関するイベントから生じる価格変動を捕らえて収益を狙う戦略である。

キャピタル・ストラクチャー(資本構成)・アービトラージは破綻に陥っている会社の発行する優先担保付債券・ジュニア劣後債・優先株・普通株の間での裁定取引を行うことである。

④ 合併買収裁定(アービトラージ)戦略

企業の買収・合併案件が成立することを前提にして、割高な企業の株式を売却すると同時に、割安な企業の株式を購入する裁定取引である。

⑤ 相対価格(レラティブ・バリュエーション・アービトラージ)戦略

連動性・類似性のある、異なる証券間の価格差に注目して、割高な証券をショートとし、割安な証券をロングにして、適正価格への回復過程を利用して収益を狙う戦略である。

⑥ 転換社債 (CB) アービトラージ戦略

ある転換社債と同一発行体の他の証券との価格差から収益を狙う戦略である。転換社債をロングとし、株式をショートするポジションを取ることが一般的である。

⑦ 破綻 (デストレスト) 証券戦略, Distressed Securities

経営破綻の状態にあり投売りされた企業の株式・債券に投資して、その企業が破綻した状態から回復することを予想して、再建後に株価が上昇した後に保有株を売却することによって、そこから収益を獲得しようとする戦略である。

⑧ グローバル・マクロ戦略

政治・経済情勢等の予想に関する分析から金融市場の変動を予測して、グローバルな価格変動を利用して各地域のマーケットの変動や歪み、不整合に注目して収益を狙う戦略である。

b) ファンズ・オブ・ファンド (fund of funds)

複数の個別ヘッジファンドに分散投資したヘッジファンドのことである。ファンズ・オブ・ヘッジファンドの運用者が多くの個別ヘッジファンドの中から適切なファンドを選定して、投資割合を決めた後で、投資家に購入してもらうことになる。ファンズ・オブ・ヘッジファンドの運用者はゲートキーパーと呼ばれる。個別ファンドと比較するとゲートキーパーへの支払いコストが二重にかかる点がデメリットとされる。

c) 複製ヘッジファンド

存在するヘッジファンドが上げる収益をいくつかのリスクファクターから説明できることが分かってきた。これを踏まえて、いくつかのリスクファクターで複製したファンドが考えられている。ただし個別ヘッジファンドの収益率を完全に複製することは出来ないとされる。

d) コモディティ投資, マネージド・フューチャー

CTA戦略, 商品投資顧問, Commodity Trading Advisor

石油等のエネルギー・金銀等の貴金属・小麦やトウモロコシあるいは畜産物

に投資することである。投資手法としては現物・先物・ETF（上場投資信託）がある。先物を積極的に活用する戦略である。

e) 不動産投資

資産流動化型商品（不動産から生じるキャッシュフローを担保に発行された有価証券）と資産運用型商品（多くの投資家から集められた資金をプールして多数の不動産に分散投資する投資信託）に投資するものである。

f) オルタナティブ投資（Alternative Investments）

伝統的な投資対象資産との相関関係が低い、新たな資産に投資することを意味し、新たなリスクを取ることになる。

プライベート・エクイティ（private equity）ファンドとして分類されるものには、ベンチャー・キャピタル（venture capital）、レバレッジド・バイアウト（LBO）、メザニン・ファイナンス（株式と債券の間に位置付けられるハイブリッドな金融商品）、デストレスト証券がある。ベンチャー・キャピタルは設立間もない事業に資金を提供して、経営も支援する。将来の株式公開や戦略的な買い手に売却することによって利益を得る戦略である。

3) LTCM, Long Term Capital Management

「投資の神様」と呼ばれていた、ソロモン・ブラザーズ元副会長で債券チームを率いていたジョン・メリーウエザーによって1994年2月に設立された。ロバート・マートン（Robert C. Merton, 1944～）、マイロン・ショールズ（Myron S. Scholes, 1941～）というノーベル賞学者が設立に参加していたので「夢のヘッジファンド（Dream Team）」と呼ばれていた。しかしながら、アジア通貨危機が波及したことによってロシア政府のモラトリアム（moratorium, 支払猶予）が起こった。この金融市場の混乱の中で、理論の例外事態が発生したことによって経営危機に陥り、1998年に破綻してしまったのである。NY連銀が主導して関係金融機関による数千億円にのぼる緊急資金援助が実施された。

4) 表1 主要な政府系ファンド

1953 クウェート クウェート・インベストメント・オーソリティ 石油

Kuwait Investment Authority

1976 UAE—アブダビ アブダビ・インベストメント・オーソリティ 石油

ADIA, Abu Dhabi Investment Authority

1976 US—アラスカ アラスカ・パーマネント・ファンド 石油

Alaska Permanent Fund

1976 カナダ アルバータズ・ヘリテイジ・ファンド 石油

Alberta Heritage Savings Trust Fund

不明 サウジアラビア SAMA フォーリン・ホールディングズ 石油

Foreign Holdings

1981 シンガポール GSIC ガバメント・インベストメント・コーポ 非商品

Government of Singapore Investment Corporation

1990 ノルウェー ガバメント・ペンション・ファンド 石油

Government Pension Fund-Global

1997 中国 SAFE インベストメント・カンパニー 非商品

Investment Company

2000 中国 ナショナル・ソーシャル・セキュリティ・ファンド 非商品

National Social Securities Fund

2005 カタール カタール・インベストメント 石油

Qatar Investment Authority

2005 韓国 KIC コリア・インベストメント・コーポレーション 非商品

Korea Investment Corporation

2007 中国 チャイナ・インベストメント・コーポレーション 非商品

China Investment Corporation

2008 ロシア ナショナル・ウェルフェア・ファンド 石油

Reserve Fund, National Wealth Fund

5) 表2 政府系ファンドの運用残高 (2012年9月末, SWF研究所)

ノルウェー	ガバメント・ペンション・ファンド	6,562億ドル
UAE—アブダビ	アブダビ・インベストメント・オーソリティ	6,270億ドル
中国	ナショナル・ソーシャル・セキュリティ・ファンド	5,679億ドル
サウジアラビア	SAMA フォーリン・ホールディングズ	5,328億ドル
中国	チャイナ・インベストメント・コーポレーション	4,820億ドル
クウェート	クウェート・インベストメント	2,960億ドル
シンガポール	GIC ガバメント・インベストメント・コーポ	2,475億ドル
ロシア	ナショナル・ウェルフェア・ファンド	1,497億ドル

6) 表3 国際金融市場における混乱

シャドー・バンキング・システムの現状

- 1997年 7月 タイ・パーツから始まるアジア通貨危機。
- 1998年 7月 ロシア危機。727.09億ドルの債務不履行。LTCMの経営危機。
- 1999年 2月 金融安定化フォーラム（FSF, Financial Stability Forum）の設立。
- 2001年12月 アルゼンチン、822.68億ドルの債務不履行。
- 2007年 月 サブプライム・ローン問題の表面化。
- 2008年 9月 リーマン・ブラザーズ証券の経営破綻。
- 2008年10月 アメリカ、7,000億ドルの金融安定化法案（TARP, Troubled Asset Relief Program）の成立。
- 2009年 4月 金融安定理事会、FSB（Financial Stability Board）の設立。
- 2009年10月 ギリシャの財政悪化が表面化。財政赤字の統計改ざんが発覚。
財政赤字はGDP比13%、債務残高はGDP比113%。
欧州ソブリン危機の表面化。
- 2010年 5月 EUとIMF、総額1,100億ユーロのギリシャ向け（第1次）金融支援を決定。
- 2010年 6月 欧州金融安定基金（EFSF, European Financial Stability Facility）
2013年 6月までの暫定基金。1,920億ユーロ。
- 2010年 7月 アメリカ、ドット＝フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）の成立。
- 2010年12月 IMF、アイルランドに850億ユーロの支援を決定。
- 2010年12月 バーゼルⅢのテキストの公表。
- 2011年 5月 IMF、ポルトガルに780億ユーロの支援を決定。
EU、スペインに1,000億ユーロの支援を決定。
- 2011年 5月 ギリシャが大規模緊縮策を策定。
- 2011年12月 欧州各国が財政新条約に合意。
- 2012年 3月 EU、ギリシャ向け追加（第2次）金融支援を決定。
- 2012年 9月 ECB、南欧国債買い入れで合意。
- 2012年12月 欧州金融安定化メカニズム（ESM, European Stability Mechanism）
5,000億ユーロの基金。
- 2012年11月 ギリシャ議会、緊縮財政法案を可決。

参考文献

- (1) 植林茂『金融危機と政府・中央銀行』日本経済評論社 2012年11月
- (2) 勝悦子『新しい国際金融論—理論・歴史・現実』有斐閣 2011年11月
- (3) 金融財政事情研究会『グローバル金融制度のすべて—ブルーデンス監督体制の視点』きんざい 2012年4月
- (4) 志賀勝則・志賀祥子『ヘッジファンドの投資戦略 ブラックボックスを解き明かす』中央経済社 2012年6月
- (5) 証券経営研究会『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所 2011年5月
- (6) 中村みゆき『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向』税務経理協会 2013年5月
- (7) ヴィラル・V・アチャリア, マシュー・リチャードアソン (編著者), 大村敬一 (監訳者)『金融規制のグランドデザイン 次の「危機」の前に学ぶべきこと』中央経済社 2011年3月