

2012/11/24 (明治大学)

(報告要旨) 現代金融の構造変化とヘッジファンドの役割

高田太久吉 (金融労働研究ネットワーク)

I. 1990年代における大手銀行とヘッジファンドの関係

ヘッジファンドについては、現在なお公式の(法律上の)定義は存在しない。また、ヘッジファンドの活動を包括的に把握できる単一の信頼できる統計データは作られていない。しかし、一般には、ヘッジファンドは以下のような特徴を備えた、一種の集団投資スキームあるいは投資ビークルと考えられている。

- 1) 複数の投資家の出資資金を私的にプールして運用する投資ビークル
- 2) 投資ビークルは強い権限を委ねられた投資専門家によって運用される
- 3) 一定の条件を備えた少数の投資家を対象とするパートナーシップで、公募は行わない
- 4) 上記 3) を満たすことで、投資信託法や金融会社法その他による規制を回避する
- 5) 上記 4) の結果、空売りなど投資手法やデリバティブ利用他について規制を受けない
- 6) 株価指数などに準拠しない「絶対リターン」を追求し、報酬は2-20原則とする。

このような要件を備えたヘッジファンドの嚆矢は1949年にA.W.Jonesによって創設されたと言われている。金融市場におけるヘッジファンドの活動が国際的な注目を集めるようになったのは、金融グローバル化が進展するようになった1980年代以降である。ロシア危機を契機として巨大ヘッジファンドLTCMが事実上破綻した1998年には、米国で活動するヘッジファンドの総数は3000本を超え、それらが管理する資産総額は3000億ドルに達した。しかし、これらのヘッジファンドの多くは資産規模が1億ドル未満の小規模なファンドで、資産規模が10億ドルを超えるファンドはLTCM, Quantum, Tigerなど数えるほどしか存在しなかった。

1990年代後半期以降、金融グローバル化、金融証券化が進展し、ヘッジファンドの数と資産が増加するのに伴って、大手銀行(投資銀行を含む)とヘッジファンドとの関係が次第に深まっていった。

ヘッジファンドは、国際金融市場で多様な通貨と証券の大規模な現物売買、空売りをを行い、レバレッジを積み上げるためのレポ取引、さまざまなオフショアセンターを利用した資金決済や証券登記、スワップ、オプション、仕組み金融を始めとする複雑な金融技術を利用した投機取引や裁定取引を行う。こうした取引のためには、大手マネーセンター銀行の資金力やトレーディング能力、グローバルな決済能力、豊富な情報その他が不可欠であった。

他方、大手銀行の立場からは、ヘッジファンドが行う巨額のレポ取引、デリバティブ取引、外国為替取引と決済、カストディー(資産保管)業務、証券貸借などは魅力的な収益機会であり、さらに、ヘッジファンドは大手銀行が引き受けるハイイールド証券(ジャン

クボンド)などハイリスク証券の大口購入者であり、トレーディング業務が必要とする「流動性」の提供者であり、さらに、国際金融市場の動向に関する最新の情報と取引手法を大手銀行にもたらした。文字通り世界のどの国の金融市場でも取引を行うヘッジファンドに金融サービスを提供すれば、大手銀行自体の国際的プレゼンスも高まった。

ヘッジファンドを顧客とする金融サービスは、世界の少数の大規模、多様化、グローバル化した金融機関（欧米を中心とする20行程度）に集中され、これらの金融機関の多くは通貨・証券の広域的で大規模な取引に応じることができるトレーディング部門をもち、社内にヘッジファンド部門を設立し（コピーファンド）、有力なヘッジファンドに資金の運用を委託するなどした。

大手銀行の中でも、ヘッジファンドとの間にもっとも密接な関係を構築したのは、プライマリー・ブローカー業務を提供する少数の投資銀行であった。プライマリー・ブローカーは以下のようなサービスを総合的に提供することで、いわばヘッジファンドにとっての「主幹事銀行」の役割を果たしている。

- 1)ヘッジファンドの立ち上げ資金を提供し、投資家の募集を担当し、必要な場合にはバックオフィスサービスを提供する。
- 2)ヘッジファンドのトレーディングの相手方となり、グローバルなカस्टディー業務を提供する。預託された証券を自己取引に利用する。
- 3)ヘッジファンドの取引に関連する資金決済や清算、証券の受け渡し事務を担当する。ヘッジファンドの主要決済勘定を管理する。
- 4)ヘッジファンドの必要に応じて資金の融資、証券貸し付けを行う。

以上のように、ヘッジファンドは大手銀行の資金と金融サービスを利用することで国際金融市場での大規模で活発な取引を展開することができたが、大手銀行は、ヘッジファンドとの取引を介して、ハイイールド証券の引き受けやトレーディング、複雑なデリバティブ取引や投機的為替取引に従来よりも一層深く参入するようになった。このようなヘッジファンドとの取引で大きな収益を得ることができたのは世界でも20行前後の大手銀行であった。またこの時期のヘッジファンドの活動は主として各国の外国為替市場、ハイイールド証券を中心とする証券市場、複雑なヘッジや裁定取引を行うためのデリバティブ市場、短期的な資金調達のためのレポ市場などであり、M&A関連の取引を別とすれば、企業活動やリアル市場に関わることは少なかった。言い換えれば、銀行とヘッジファンドとの関係は少数大手銀行を中心とする高度に専門的な投機、裁定取引に限定されており、顧客層としては富裕層に限定されていた（以上詳しくは高田(2001)を参照されたい）。

II. 2000年代における金融市場の構造変化

1990年代末から2000年代を通じて、国際金融市場は大きな構造的変化を遂げた。その最大の要因は、世界的な「過剰流動性」と金利低下を背景とする信用膨張および金融市場

の投機市場化、金利スワップを中心とする OTC デリバティブの急増、さらに新しいデリバティブ市場、とりわけ仕組み証券市場と信用デリバティブ (CDS) 市場の急膨張であった。

デリバティブ取引の膨張

2000 年代初頭には総額 100 兆ドル程度 (取引所取引+OTC 取引、想定元本ベース) であった世界のデリバティブ取引契約高は、2006 年には 480 兆ドルを超え、今回 (2008 年) の金融恐慌発生後の 2008 年末段階では 730 兆ドルに達した。その後恐慌の震源地となった CDS 市場と仕組み証券市場が収縮したことから 2009~2010 年には 670 兆ドル規模に減少したが、2011 年には再び 700 兆ドルを超える水準に回復した。

デリバティブ市場の 90%を占めるのは取引所取引ではなく監督機関が事実上存在しない OTC (店頭) 取引である。OTC 取引は一般に大手銀行のディーラーを介して (自己勘定取引を含め) 行われる。さらに、OTC 取引では国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) が契約条項の雛形を作成しているが、取引内容の仔細は当事者間の契約に委ねられている。そのため、OTC 市場はきわめて不透明で、OTC 取引を集中的に取り扱う大手銀行のディーラーは大きな市場支配力を持っており、この市場の巨大な規模と相俟って大手銀行の大きな収益源となっている。そして OTC 市場で莫大な取引を頻繁に行うヘッジファンドは投資銀行にとって最良の顧客であると同時に、市場支配力を維持するための同盟軍でもある。

(註) 「サブプライムローンを含む複雑な金融資産の世界である OTC 市場では、ディーラー以外のすべての市場参加者は負け組みである」 (Whalen, 2008)

「米国と欧州の主要銀行は、そう言ってよければ、収益の相当部分を OTC デリバティブ取引から上げており、その一部は自己勘定取引、他の一部は顧客、とりわけ今では世界で何千本も活動しているヘッジファンドのための取引である」 (Whalen, 2006)

2000 年代における OTC 市場の膨張に関して注目すべきは、それ以前には殆ど知られていなかった信用デリバティブ (CDS) の増大である。CDS の着想はすでに 1990 年代半ばには考案され、大手銀行のリスク管理に利用されていたが、それが大手銀行に大きな収益をもたらすビジネスとして急膨張するようになったのは 2000 年代前半期である。この間、CDS の契約高 (想定元本ベース) は、2002 年の 2 兆ドル程度から 2007 年末には 55 兆ドルに増加した。

英国銀行協会の調査によれば、CDS の売り手と買い手の構成は表 1 (%) となっている。

	買い手	売り手
銀行自己勘定取引関連	39	35
ヘッジファンド	28	32
銀行の融資関連	20	9
保険会社	6	17
年金基金	2	4
投資信託	2	3

表 1 は CDS を最も活発に利用している大手銀行とヘッジファンドが、CDS の売りと買いを両建てで行っていることがわかる。これは、一つにはこれらのディーラーが、CDS を売って取り入れたリスクを、別の CDS を購入することで相殺あるいは調整している事情を反映している。ただし、表 1 では銀行はローンのリスクヘッジに CDS を利用しているように見えるが、別の実証研究によれば、大手銀行のローン残高のうち CDS でヘッジされているのは 2%程度となっており、銀行による CDS 取引の多くはディーリングとマーケットメーカーキングの補助手段とされている。大手銀行が購入する CDS の売り手はヘッジファンドと保険会社である。

(註)「高レバレッジで活動するヘッジファンドは銀行が購入する CDS の主要な売り手であるから、米国銀行システムの全体的リスクのますます大きな部分が規制を受けない、過少資本で活動する、リスクを制限する誘因をほとんど持たないプレーヤーによって保有されていることになる」(Whalen,2006)

CDS 取引は高い格付けをもつ大手銀行にとって裁定取引の機会を提供するが、それだけではなく、2000 年代に入って急増するようになった仕組み証券の組成・販売において不可欠の販売促進手段になっている。複雑なモデルと不透明なプロセスで組成される CDO を始めとする仕組み証券は、その最大の顧客である年金、財団、保険会社、地方銀行、海外投資家などにとって資産としての評価が難しい商品である。そのために、仕組み証券を組成する投資銀行は、仕組み証券のもっとも高リスクトランシュ（しばしばエクイティと呼ばれる）を自ら保有し、このリスクを転嫁するために、CDS を購入する。同様に、高リスクトランシュを購入するヘッジファンドも CDS を利用する。この結果、仕組み証券市場の膨張と CDS 取引の増大が同時に進行する。

さらに、大手銀行は CDS の販売から期待する保険料収入（CDS は通常 5 年契約で、売り手は 4 半期ごとに契約された保険料を受け取る）を引き当てに、現物証券や資産の裏付けのない「シンセティック（合成）CDO」と呼ばれる仕組み証券を発行する。2000 年代の中ごろには、世界で発行される CDO の半分近くが合成 CDO であったと言われており、その多くが自国内に CDO 市場を持たない欧州とアジアの金融機関・投資家に売りさばかれた。

CDS は、なんらかの資産を想定して契約されるが、通常の損害保険とは異なり、その保険対象資産を保険購入者が実際に保有している必要はない。したがって、その取引は、さまざまな経済主体が現実に保有している資産の総額によって制限されない。このために、CDO を組成するのに必要な証券やローン等現物資産が次第に不足してくると、あるいは現存する証券を担保にして投資家が望む CDO を組成するのが難しい時には、大手銀行は CDS を利用した合成 CDO の組成・販売に依存して利益を上げるようになった。

(註)「CDO 発行総額の相当部分はまったく担保によって裏付けられていないこと、それら

は“本当の”CDOのパフォーマンスをシミュレートするように設計された、OTCデリヴァティブ契約(CDSのこと、引用者)によって構成されているということには注意が必要である。」(Whalen,2008)

機関投資家の資産増加と代替投資

1990年代以降の金融構造のもう一つの重大な変化は年金基金、財団、投資信託など機関投資家の運用資産の著しい増加である。これらの機関投資家は、ヘッジファンドやプライベート・エキュイティファンドなど借入資金に依存するハイレバレッジ型機関投資家と異なり、大量の資金を抱える資金運用型(買い持ち型)機関投資家である。

米国の家計部門の保有する金融資産総額は1995年～2005年の10年間で18兆ドルから32兆ドルに増加したが、この内、家計が直接保有する株式・債券の割合は総資産の35%から26%に低下し、代わって年金、保険、投資信託など機関投資家を通じる保有分が42%から50%に上昇している。同様の傾向は、英国をふくむ欧州諸国でも顕著に見られる。この間、米国の機関投資家が管理する資産額は、保険会社が2.8→5.6、年金基金が4.2→7.3、投資信託が3.5→8.9(いずれも単位は兆ドル)に増加している(BIS,2007)。

2000年代に入ってこれらの機関投資家の運用行動に生じた重要な変化の一つは、従来の株式・債券を中心とする証券投資家から、不動産ファンド、プライベート・エキュイティ、ヘッジファンドなど代替投資とよばれるハイリスクの資産や機関投資家に運用する傾向が高まっていることである。

最近の民間調査によれば、2011年現在、米国では公的年金では資産の20%、企業年金では14%が代替投資に運用されている。州公務員年金のいくつかでは、その割合が40%～60%に達しているものが見られる。こうした傾向は大規模な年金に顕著で、これらでは年率1～2%で代替投資の割合が増加している。大学基金などでは代替投資の割合は50%を上回っている。代替投資の中でもっとも急速に資産を増加させているのはヘッジファンドである(CliffWater)。

Ⅲ. 古典的な投資銀行業務から「組成販売モデル」へ

機関投資家を相手とする組成・販売モデル

以上に述べた金融市場における二つの構造変化は、2000年代初頭におけるITバブル崩壊、世界的な「過剰流動性」を背景とする金利低下、国際不均衡を背景とする国際通貨市場の不安定化、さらには米国・グラススティーガル法撤廃を契機とする金融再編の加速など、さまざまな歴史的要因と相俟って、大手銀行のビジネスモデルとヘッジファンドの行動様式の双方に大きな変化を引き起こした。

国際金融市場の動向を主導する投資銀行は、伝統的な投資銀行部門の収益低下と競争激化に対応するため、経営戦略の転換(伝統的な投資銀行モデルから、シャドーパーキングを利用した組成・販売モデルへの転換)を促された。年金基金や各種財団・基金、保険会

社、投資信託などさまざまな機関投資家の成長と、それらが管理する金融資産の急激な増大によって、大手銀行の収益構造は従来の企業金融および国債関連業務依存から、これら機関投資家を主要な顧客とするさまざまな証券、とりわけデリバティブがらみの仕組み証券の組成・販売と自己勘定取引に依存する構造に変化した(Nersisyan & Wray, 2010; Pozsa et al, 2010)。

(注) 大手投資銀行の業務(収益)は大きく分けると株式・債券の引き受け業務、シンジケートローンの組成、M&A と付随する金融・アドバイス業務、資産管理および投資顧問、自己勘定取引などに分類される。近年では企業の増資が不活発なため、株式引き受けからの収入が相対的に減少し、資産管理、自己勘定取引などによる収益が増加している。ただし、投資銀行の業務は錯綜しており、開示資料などから収益源を明確に区分することは困難である。

投資銀行とヘッジファンドは、莫大な取引や投資に必要な資金の調達面でもそれら機関投資家の豊富な資金に依存している。投資銀行とヘッジファンドの最大の資金調達先はレポ市場および金融 CP 市場であるが、これらの市場に資金を提供しているのは MMF を始めとする機関投資家と地方銀行、余裕資金を抱える企業、地方自体など広義の機関投資家である。

組成・販売モデルは、したがって、投資銀行を中心として、一方に資金を提供する機関投資家と、他方に組成・販売される大量の証券を購入する機関投資家の複雑なネットワークによって支えられている(拙著『金融恐慌を読み解く』89頁)。合成 CDO に代表される複雑で不透明な仕組み証券を大量に販売するためには、それらの証券をできるだけ低リスク、高利回りに見せかける装飾が必要になる。そのための仕組みが、リスクを証券の一部に集中するトランシング(切り分け)と呼ばれる証券種別化、発行銀行やヘッジファンドによる高リスクトランシュの保有、証券を安全に見せかける自作自演の甘い格付け、CDS やモノライン保険を利用した(不完全な)リスク転嫁などである(拙稿 2008)。

これらの仕組みを利用して、大手銀行は通常格付け 3B レベルの中リスク資産をベースに 2A 以上の高格付け証券を組成する。格付けが 3B と 2A とでは 1%前後の利回りの違いがあるために、この利ザヤが大手銀行の収益になる。要するに一種のサヤ取りである。このサヤ取りは、販売される仕組み証券が実際に 2A 以上の格付けをもつ先進国の国債と同程度の安全性を備えていけば問題はない。しかし、同じ格付け会社による格付けでも、仕組み証券の格付けと国債のそれではまったく異なっており、事実上発行銀行と格付け会社がお手盛りで行う仕組み証券の格付けの信頼性は格段に劣っている。したがって、仕組み証券の組成・販売は不適切な格付けを利用した詐欺的な取引と言っても過言ではない。

このようなサヤ取りが成り立つためには、一方で高利を負担させられる借り手(低所得者、小零細企業など)が必要であり、他方で、一定の格付けさえ備えていけばいくらかでも証券を購入する用意のある機関投資家が必要である。大手銀行は自ら住宅ローン専門業者を買収し、さまざまな工夫を凝らしてサブプライムローンを増加させた。したがって、サ

ブプライムローンは、低所得者の住宅需要に応えるためというより、仕組み証券の組成・販売に依存する大手銀行のビジネスモデルの必要に応じて経営政策的に膨張させたのである。それは、このビジネスモデルから派生した略奪的な信用形態であった。

組成販売モデルにおける投資銀行とヘッジファンドの関係

組成・販売モデルは一方で仕組み投資ビークル(SIV)に典型的な大手銀行のサヤ取りのための簿外ビークルを生み出し、他方で、高リスクトランシュの購入者としてヘッジファンドを必要とした。SIVは、大手銀行が自社の高格付けを利用して金融CP市場などから調達した低利資金で自社が発行したCDOを購入する簿外ビークルで、やはりサヤ取りを目的としたが、同時に手持ちCDOの簿外「ウェアハウス（在庫倉庫）」として機能した。他方、ヘッジファンドは高リスクトランシュを購入してCDOの販売を容易にただけではなく、発行体である投資銀行との密接な関係を利用して仕組み証券の不透明な組成過程と担保管理に直接的に関与し、一般の機関投資家が知り得ない情報を取得し、それを利用して大きな利益の上がる「インサイダー」取引を行うことができた。

きわめて多様な証券や金融資産を束ねて担保として発行される仕組み証券では、担保の管理や差し替え、これらにともなう担保証券の売買などが重要な付随業務になる。これらの業務を請け負う業者は担保管理人(Collateral Manager)と呼ばれるが、仕組み証券の発行に際して大手銀行はしばしば自社の関連ヘッジファンドやかねてから密接な取引関係をもつ顧客ヘッジファンドにその業務を委託している(US Senate 2011)。一般に仕組み証券に組み込まれる担保の組成や組み替えの詳細は投資家にも公表されないから、担保管理の過程は不透明で、投資銀行やヘッジファンドがこの過程で投資家の利益を損なう担保管理を行うことが可能である(典型的には、値下がりか予想される証券の意図的な組み入れなど)。

ゴールドマンサックス＝ポールソンのスキャンダル

大手銀行とヘッジファンドの不透明な関係は重大な利益相反の危険性をはらんでいるが、この危険性が劇的な形で表面化したケースが、2010年に発覚したゴールドマンサックスとポールソン&Co.のスキャンダルである。

同年4月18日付けの新聞各紙は、米国の証券取引委員会(SEC)が、投資銀行ゴールドマンサックス(GS)およびその仕組み証券担当副社長を証券法および証券取引法違反の容疑で連邦地裁に告訴したことを報じた。この事件は、ウォール街にリーマンブラザーズ破綻以来の激震を走らせ、GS株は13%下落し、他の金融株も5%下落した。

SECが提出した訴状(SEC vs Goldman Sachs & Fabrice Tourre, US District Court, Southern District of New York, なおこの事件については金融危機に関する米上院の調査報告書 *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, 2011 に詳しく説明されている)によれば、2007年4月、GSはABACUS2007-AC1と名付けた合成CDOを売り出した(Goldman Sachs & ACA Capital, ABACUS 2007-AC1)。このCDOは、GSの重要顧客である大手ヘッジファンド・ポールソン&Coが持ち込んだ案件で、成功すればG

Sはポールソンからの「謝礼」と引受手数料を合わせて30億円以上の収入が見込まれた。

ポールソンは、グリーンSPAN前FRB議長も顧問に名前を連ねると言われる世界最大のヘッジファンドで、今回の金融危機では、GSと並んで早期から仕組み証券の暴落を予想し、これに逆張り（値下がりをおねらった投機、カラ売りともいう）を掛けて巨利を上げ、マネージャーのジョン・ポールソンは2007年に3000億円の報酬を稼いで世界を驚かせた。ファンドマネージャーの報酬は2008年に金融危機の影響で前年の半分に落ち込んだが、2009年には再び膨れ上がり、彼は2300億円を稼いでいる（これでも世界のファンドマネージャーの中で5番目にすぎない！）

ポールソン& Co. がGSに持ちかけた案件は、ポールソンが価格の下落を予想して選定した仕組み証券を組み込んだ合成CDOを発行して世界中の投資家に販売し、同時にポールソンは信用デリバティブ(CDS)を使ってこれに逆張りをし、予想通り価格が暴落すれば、そっくり掛け金と同額の利益が転がり込むというものであった。

2004年4月に売り出されたこの合成CDOには、もっぱら金利調整型モーゲッジ、低FICO（借り手の信用度）スコアのサブプライム、それも、アリゾナ、カリフォルニア、フロリダなどその後住宅価格が暴落した地域のローンが集中的に組み込まれていた。

2007年春といえば、すでにアメリカで一部の住宅ローン専門金融機関が苦境に陥り、住宅バブルに対する投資家の懸念がすでに高まり始め、とりわけ合成CDOのような複雑な仕組み証券に対しては投資家が警戒的になっていた。このため、GSとポールソンは、この証券の投資適格性を粉飾するために、仕組み証券組成の担保選定と管理で実績のあるACAマネジメント社を担保証券の選定・管理機関として引き込み、投資家に配布するあらゆる関係書類で、ACAが唯一かつ公正な選定・管理機関であると説明し、ポールソンの関与を一切説明しなかった。

ACAはGSおよびポールソンの関係者と継続的な打ち合わせを行い、ポールソンが担保証券の選定に深く関わっていることを知っていたが、売り出す証券に同社が逆張りしていることは知らされなかった。それどころか、GSは、ACAに、この案件のスポンサーとしてポールソンがリスクを最初に引き受けるエキュイティ・トランシュに100億円投資すると説明し、ポールソンが一般投資家と利害を共有しているかのように信じ込ませた。GSが投資家に対して行った説明や配布資料でもポールソンの名前は一言も登場しなかった。

ACAは、ポールソンが推奨した123銘柄のRMBSを点検し、そのうちの55銘柄に同意したが、何度かのやり取りを経て、最終的には90銘柄を組み入れることに同意した。2007年2月26日にこの案件についての関係3社の合意が成立し、同3月12日、GSは正式にこの案件を機関承認し、同時に、ポールソンが逆張りするためのCDS購入の注文を処理した（この一部は例のAIGが引き受けたのではないかと推察されるが、詳細は不明）。

こうして売り出された証券は、ポールソンの思惑通り、何カ月もたたないうちに紙くずになり、世界中の投資家に1000億円以上の損失をもたらした。顧客名簿は明らかにされて

いないが、訴状によれば、この証券を買った投資家の中に、ドイツの中小企業向け金融機関 I K B があった。I K B は、格付け会社 2 社 (S&P と Moody' s) がトリプル A を認定したクラス A と呼ばれる証券を合計 150 億円分購入したが、すべて無価値となった。I K B が失った金額の大半は、ポールソンの利益に代わった。周知のように、I K B は今回の金融危機でまずドイツでまさきに経営危機に陥り、政府に救済された金融機関である。

しかし、ヨーロッパの金融機関で最大の被害を受けたのはオランダの大手金融コングロマリット・A B N アムロであった。A B N アムロは、この証券の購入者ではなく、この証券のスーパーシニア (実際の格付けではなく、合成 C D O の発行者が勝手に使う呼称で、超トリプル A ! を意味する) クラスを購入した投資家に、信用リスクを保証する 9 0 0 億円以上の信用デリバティブ (C D S) を G S を通じて販売していたのであった。このため同社は、証券が紙くずになったために莫大な損失を被って経営危機に陥り、イギリスの大手銀行 R B S グループに買収された。R B S は、A B N がらみの C D S を清算するために 8 4 0 億円の損失を負担しなければならなかった。A B N の損失をまるごと抱え込む羽目になった R B S は、かねてから指摘されていた経営上の問題も合わさって窮地に陥り、組織のドラスティックなリストラと引き換えにイギリス政府の救済を受けることになった。

G S は、これまでウォール街の投資銀行の中でも最大・最強というだけではなく、最良の毛並みを誇ってきた。同社は、民主党の政治資金の最大のパトロンで、ルービン、ポールソンを始め歴代の政権に財政・金融の最高責任者を送り込んできた。同社は、フォーチュン 5 0 0 社に代表されるアメリカ産業の超優良企業を選別的に顧客にし、短期的な「浮利」を追わず、顧客の信用を重んじる「Long-Term Greedy (長期的な視野で利益を求める)」組織として絶大な評価を受けてきた。事実同社は、1 9 9 0 年代に、ドレクセル社が崩壊したあと他の投資銀行がジャンクボンド市場に殺到しても追随せず、2 0 0 0 年代初頭のエンロン事件でも、他の銀行とは一線を画して深く関わらなかった。今回の金融危機では、他の金融機関よりも早くから住宅バブル崩壊を予想し、仕組み証券市場のリスクを先手を打って処理することで損失を最小限に抑えてきたと報じられてきた。

ゴールドマンサックスの名声は、アメリカ最大の保険会社 A I G の事実上の破綻と救済に関連して、同社が A I G 破綻の原因となった信用デリバティブ (C D S) 取引の最大の相手であり、いわば A I G を食い物にしていたのではないかという疑惑がもちあがったことで大きく揺らいだ。周知のように、A I G はロンドン子会社を通じる C D S 取引で莫大な損失を出し、アメリカの史上で前例のない大規模な政府救済 (総額 1820 億ドル) を引き起こした。リーマンブラザーズを見殺しにしてリーマンショックを引き起こした米政府は、A I G が大規模な年金事業を行っていること、A I G の C D S 取引の全貌と A I G 破綻の影響が予測できないことを口実に数次にわたり巨額の財政資金を投入して A I G に投入したが、この救済資金の多くを受け取ったのは同社から C D S を購入していた欧米の大手銀行であり、なかでも最大の分け前を受け取ったのが G S であった。

今回の訴訟事件は、ウォール街の象徴として長く君臨してきた G S の存続に関わる問題

である。これは、かつて1990年代初めに、当時のウォール街の最強の証券会社であったソロモン・ブラザーズが新発国債の買い占め事件を起こし、莫大な罰金と合わせて国債引き受け業務を制限され、その後、営業力を失ってトラベラーズグループに買収された事件を思い出させる重大事件である。(この事件については、拙著『金融グローバル化を読み解く』108-111を参照)もし、GSがソロモン・ブラザーズと同じ運命をたどることになれば、その時こそ、言葉の文字通りの意味で、「投資銀行モデルの終焉」ということになるであろう。

(註1) GS = ポールソン・スキャンダルについては、SECの提訴によって裁判を通じる徹底的な真相解明が期待された。提訴を受けたGSは、当初この取引では9000万ドルの損失を被ったと反論し、裁判では「徹底的に争う」と主張していた。しかし、その後事実関係を争わないまま、当該CDOの投資家向け説明に不備があったことを認め、巨額の罰金(5億5000万ドル)を支払い、仕組み証券業務の改善を約束することでSECと和解した。この時期、金融危機後の金融制度改革で大手銀行とヘッジファンドとの取引規制の制度化(いわゆるヴォルカー・ルール)が議論されていたこともあり、この事件の長期化が、ヴォルカー・ルールを骨抜きにしようとするウォール街のロビー活動を困難にし、厳しいヘッジファンド規制や仕組み証券に対する監督強化に繋がることを恐れた結果ではないかと思われる。またこの事件では、IKBやABNなど今回の事件で深刻な被害を受けた欧州諸国で、改めてGSの責任を問い、その業務を検証する動きが広がっていたことも一つの背景であろう。その意味では、今回の事件は、今後の国際金融市場の規制監督体制をめぐる国際的議論にも影響を及ぼすことになるであろう。なお、2010年7月に成立したドッド=フランク法は銀行組織が自己勘定取引を行うことを禁止し、また、ヘッジファンド等に投資することを制限するヴォルカー・ルールを盛り込んだ条文(619条)を含んでいる。しかし、その施行は同法成立後2年間猶予され、さらに最長5年間の移行期間中(2017年7月まで)はその順守が猶予されることになっている。現状(2012年11月)では、2014年までの猶予が決まっている。

(註2) この件でGSに話をもちかけ、15億円の「手数料」を払って(!)担保証券の選定に関与し、莫大な利益を上げたポールソンの責任はなぜ問われなかったのであろうか。SECの訴追が報道された直後の別の会議の席で、SECの担当者は、「投資家に虚偽の説明を行った全責任はポールソンではなく、GSにある」と説明している。しかし、Long-Term Greedyと称えられたGSともあろう投資銀行が、わずか数十億円の利益に目がくらんで命取りになりかねない不正を働いたのであろうか。まだまだ表にでていない謎が潜んでいると考えておいた方がよさそうである。また、GSとポールソンに欺かれたACAは、その後どうなったのだろうか。ACAは、この事件だけではなく、その前に自社が選定して売り出した仕組み証券の下落でも評判を落とし、担保選定機関としての信用を完全に失墜した。現在同社は、かねてから別部門で行っていたモノライン保険業で、ほそぼそと営業を続けている。以上の経緯は、ウォール街最大・最強の投資銀行として君臨してきたGSが、手数料のためなら顧客投資家やビジネスパートナーの破滅さえ意に介さない組織であることを証明している。

(註3) SECによる提訴が明らかになった直後、米下院では一部議員の申し立てにより、GSを提訴したSECの行動が議会における金融制度改革をめぐる審議に不当な影響を与えた嫌疑で調査するための調査委員会が立ちあげられた。2010年9月付けで提出された調査報告は、SECが提訴に先立ってGSに何らの通告も行わなかったことは不適切であったと指摘したが、議会での議論に影響を及ぼしたという一部議員が持ち出した嫌疑については却下する結論を下した(SEC & Office of Inspector General, 2010)。

ゴールドマンサックス=ポールソン事件が象徴する投資銀行とヘッジファンドの新しい関係—まとめにかえて—

近年における大手銀行のビジネスモデルの転換（伝統的投資銀行業務から組成・販売モデルへの移行）によって、大手銀行とヘッジファンドとの関係は一層密接なものになった。ヘッジファンドは、単にその活発な投機取引を通じて大手銀行に金利・手数料収入をもたらす重要な顧客であるにとどまらず、大手銀行の新しい収益源となったデリバティブ取引と仕組み証券業務において、事実上のビジネスパートナーとして取引の組成とマーケティングに深く関与し、仕組み証券のリスクランシュを引受け、投機取引を通じて市場を「活発化」させ、不透明で危険な金融商品の販売促進に貢献することで、大手銀行と利益を共有し、その収益確保と市場支配の重要な仕組みを提供している。

年金基金や財団など巨額の資金を運用する機関投資家の間では、近年の長期的な低金利と金融危機による運用利回りの低下を回復するためにヘッジファンドに代表される代替投資部門への資金運用が広がっている。こうした傾向は、本来長期安定的な運用が必要な機関投資家の資金が、監督機関の監視を受けず、責任体制も不明確な投機取引の専門家集団の手に委ねられることで大きな危険性を含んでいる。しかし、専門家の最近の研究は、年金基金などが資金の一部をヘッジファンドに委ねることで、企業のガバナンスの改善と、長期的な運用利回りの改善が期待できるという「実証研究」を公表している(Partnoy & Randall,2006; Brav et al, 2008; Ehrlich,2011)。これらの研究は、短期的なデータにもとづいて長期的な利回り予測を行っている点で問題があるが、「機関投資家としてのヘッジファンドの役割」が現代の金融市場でますます制度化されつつある実情を反映している。

本報告で割愛した最近の新しい変化としては、ヘッジファンドが大手銀行の組成するシンジケートローンに参加することを通じて、経営危機に陥った企業を支配し、その財務と業務のリストラなどを通じて、あるいは、ローン提供後の財務危機を見越した株式の空売りなどを通じて利益をあげる動きが広がっている。米国の専門家グループによる研究(Massoud et al, 2009)では、不完全なデータではあるが、シンジケートローン案件全体のうちヘッジファンドが参加する案件の割合は、2003年以降急増し、14%~17%に達している。全体としてみると、ヘッジファンドは通常銀行が引き受けない高レバレッジ、高リスクの企業にあえてローンを提供する傾向があり、こうした企業ではローン実効後経営がさらに悪化する傾向があり、その場合ヘッジファンドは当該企業の株式を空売りすることで利益

を上げている。

大手銀行とヘッジファンドの関係はきわめて不透明で、さまざまな利益相反問題を引き起こしているが、ゴールドマンサックス＝ポールソン・スキャンダルに表れた不明朗で反社会的な関係は、おそらく例外的な事件ではなく、現代の大手銀行がその市場支配力を生かして独占的な利益を上げるために、透明かつ公正な市場取引ではなく、市場の公正を損なう反社会的な仕組みに依存する傾向が高まっていることの表れと見るべきであろう。今年になって表面化したロンドンの LIBOR 操作をめぐる問題も、このような歴史的背景の中で理解することが必要であろう。

今回の金融危機を経て、金融制度改革が国際的に議論され、欧米諸国ではさまざまな制度改革が導入された。この中で、ヘッジファンドの活動を規制する動きは、欧州では金融取引税の導入など一定の前進が見られたが、米国では金融制度改革の目玉とされたヴォルカー・ルールがその施行の引き延ばしによって効力を発揮できないままな晒し状態が続いており、最終的にどのような効力を発揮することになるのか予断を許さない状況である。さらに、オバマ大統領の肝いりで開設された金融市場における消費者保護のための新しい監督機関(CFPB)も、財政難を理由に規模や権限が縮小され、この組織の提唱者で当初初代長官に就任が予定されていた E.ウォレン(米国金融危機救済プランの議会監査責任者)は、米国財界と共和党の反対で任命されないことになった。

(註) その後、彼女は 2012 年 11 月の上院選挙 (マサチューセッツ州) に民主党から立候補し、上院議員に選出された。米国有権者の良識が試されたこの選挙で、米国商工会議所は、「2012 年選挙の全候補者の中でウォレン教授以上に自由企業に脅威をもたらす候補者はいない」と彼女の消費者保護の姿勢と業績を激しく攻撃した。詳細は [Elizabeth Warren from Wikipedia](#) を見られたい。

以上のような現代金融の構造と政治状況は、ヘッジファンドに対する効果的な監督と規制、OTC デリバティブの取引所への集中とディーラー報告義務の強化、仕組み証券市場やデリバティブ市場の不透明性を高めているタックスヘイブンに対する規制と情報開示義務の強化などの措置が、ウォール街とヘッジファンド、したがってこれらの資本から継続的に政治資金を受け取っている政治家さらには富裕な個人投資家などの利益、権益の根幹に抵触する問題であることを示している。したがって、金融市場の透明性、公正、効率性、健全性を回復するのに必要な監督体制の抜本的強化、世界的な金融取引税の導入、金融利得に対する課税強化、富裕層に対する累進課税の強化他の制度改革は、金融市場の安定化のために必須の課題であるにも拘わらず、近い将来にそれらの実現を展望することは困難である。

(註) 「ゴールドマンサックスのような大手の OTC ディーラーには、最も利益に貢献している顧客 (ヘッジファンド、引用者) に彼らの危険な行動を改めさせる動機はない。OTC 市場とりわけ CDS はウォール街にとって最後のフロンティアであり、値付けデータが秘匿され、利ザヤが莫大で、顧客がディーラーの思い通りになる最後の市場なのである」(Whalen,2006)

参考文献(順不同)

- 高田太久吉(2001) 「アメリカの大手銀行とヘッジファンドの関係」『信用理論研究』
第19号
- (2008) 「サブプライム問題に現れたローン証券化の虚構性」『前衛』No.827.
- (2008) 「資産証券化の膨張と金融市場——サブプライム問題の本質」『経済』
No.151.
- (2009) 『金融恐慌を読み解く』(新日本出版社)
- BIS(2007) *Institutional Investors, Global Savings and Asset Allocation*(February)
- US SEC(2010) *SEC Charges Goldman Sachs with Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages*(April 16)
- US SEC & Office of Inspector General(2010) *Report of Investigation*(September)
- US Senate, Permanent Subcommittee on Investigations(2011) *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*(April)
- CliffWater LLC(2011) *Allocations to Alternative Investments: 2011 Suvey*.
- Pozsar,Z. et al(2010) Shadow Banking, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report(July)
- Nersisyan, Y. & R.Wray(2010) The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking, Levy Economics Institute, working paper No.587.
- Ehrlich,E.M(2011) *The Changing Role of Hedge Funds in the Global Economy* (September)
- Partnoy,F. & R.Thomas(2006) Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation, Working Paper.
- Massoud,N. et al(2009) Hedge Funds, Syndicated Lending, and Short Selling: Their Impact on Corporate Performance(January)
- Brav,A. et al(2008) The Returns to Hedge Fund Activism, ECGI Law Working Paper (March)
- Whalen,C.(2006) A New Form of Risk: Are these derivatives over-the-counter, or under it?, *Barron's*, June 5.
- (2008)Yield to Commission: Is an OTC Market Model to Blame for Growing Systemic Risk?, *The Journal of Structured Finance*(Summer).
- The CityUK & NYSE Euronext(2012) *Fund Management*(November)
- (2012) *Private Equity*(July)
- (2012) *Derivatives*(November)
- (2012) *Banking*(May)