

高レバレッジ金融機関（HLIs）と短期資本移動に関する国際的な制度上の枠組み

—G7 合意を中心に—

周 宇

要 約

1992年9月の欧州通貨危機以来、ヘッジファンドが再び国際社会の注目を浴びたのは1997年のタイの通貨危機においてである。そして、通貨危機がアジア地域へと広がっていく過程で、通貨投機に対する規制が必要かどうかを巡って、マレーシアのマハティール首相とジョージ・ソロスとの論争がひとつの話題となった。この論争に関して、当時のマス・メディアは圧倒的にソロスを支持していた。しかし、1998年9月のLTCMの経営破綻をきっかけに、人々はようやくヘッジファンドによる問題を重視するようになった。こうしたなかで、ヘッジファンドに対する監視と規制を要求する国際社会の声が国際金融システムの改革を加速させるひとつの要因となってきた。

メキシコ通貨危機から始まり、アジア通貨危機によって、ペースを速めてきた国際金融システム改革の内容を見ると、その焦点はいかに巨大化しつつある投機マネーに対応するかという問題に当てられている。肥大化したマネー経済が実体経済の安定を脅かしている現状を踏まえて、G7主要先進国やIMFなどの国際機関は真剣に国際金融システムの改革の必要性を検討してきた。その成果として、1999年6月のG7サミットで主要先進国はヘッジファンドに対する間接規制、ヘッジファンド自身の情報開示の義務付け、短期資本移動に対する国際的な監視の強化、および通貨危機に対応するための一時的な資本流出入規制の容認などについて合意した。不安定な短期資本移動に対応するために、ある程度の適切な規制も有り得るというG7の合意は、通貨危機に対応するための発展途上国の選択余地を広げただけではなく、今後の国際金融システムの改革についても、ひとつの重要な方向性を示したと考えられる。

目次

はじめに

I. ヘッジファンドと国際金融不安

1. ヘッジファンドとアジア通貨危機

2. LTCMの経営破綻による教訓

II. HLIsと資本移動規制に関する

国際的な制度上の枠組み

III. G7合意の背景

1. 国際世論の変化

2. 日本政府の役割

IV. G7合意の意義

1. 市場と政府の補完関係の重視

2. 広がる発展途上国の選択肢

おわりに

はじめに

アジア通貨危機以後、国際経済におけるひとつの大きな変化は、主要先進7カ国の政府をメンバーとするG7で、ヘッジファンドや短期資本移動に対する監視と規制の問題が重要な議題とされるようになったことである。さまざまな検討を慎重に行なった結果、G7蔵相はヘッジファンドに対する間接的規制、ヘッジファンド自身の情報開示の義務付け、および通貨危機に対応するための一時的な資本流出規制の容認などを内容とする国際金融システムの改革案をまとめた。1999年6月のケルン・サミットでこの改革案がG7の首脳に提出され、了承された。不安定な短期資本移動に対応するために、ある程度の規制も有り得るというG7の合意により、これまでのような完全な資本自由化をひとつの目標とするワシントン・コンセンサスに修正が加えられた。

今回のグローバルな金融危機の教訓を背景に、巨大化しつつあるマネー経済に対応するための国際金融システムの改革がひとつの緊急課題とされてきた。こうした改革がなぜ必要とされるのか、これまでの国際金融システム改革に関する論議の経緯を見ると、その背景には現存の国

際金融システムの枠組みが巨大化しつつあるマネー経済に伴うリスクに対応できなくなったという事実がある。

国際金融システムの改革について、はじめてG7首脳会議の議題となったのは1995年のカナダでのハリファックス・サミットにおいてであり、そしてこの改革の一環として、ヘッジファンドや短期資本移動に対する監視と一部の規制の合意に至ったのは、その四年後の99年6月のケルンG7サミットにおいてであった。

1995年のハリファックス・サミットは、メキシコ通貨危機の教訓を背景に、金融危機の予防や国際金融システムの強化について検討を行い、金融危機の発生に関するIMFの早期警戒システムの強化、緊急融資制度の創設、経済と金融情報の開示、金融機関に対する各国の監視と規制の強化、および開発分野における国際機関の役割の明確化と相互調整の強化などについて合意した¹⁾。

以上の合意があったにもかかわらず、1997年7月にタイ通貨危機が勃発し、それはさらにアジア通貨危機に発展した。こうした状況を踏まえて、1998年5月のバーミンガムG7首脳会議では、透明性の向上や国際金融システムの強化に加えて、モラル・ハザードの回避と短期資本移動に対する監視の強化および資本自由化に関

する手順（sequencing）の検討など新しい問題が議題となった。これらの問題について、主要先進国の首脳はG7蔵相やIMFなどの国際機関に対して更なる検討と提言を要請した²⁾。

本稿は、それ以後、ヘッジファンドに対する規制問題がなぜ国際社会で重視されるようになったのか、国際金融システム改革の一環として、ヘッジファンドや短期資本移動に対する監視と規制の問題がどのようにG7で論議されてきたのか、これに関する合意はどこまで進んでいるのか、合意に達した背景は何なのか、そしてこうした合意が何を意味するのか、などについて検証する。

I. ヘッジファンドと 国際金融不安

今回の国際金融システム改革の議論に関して、ヘッジファンドに対する監視と規制の問題がひとつの重要なテーマとされてきた。ヘッジファンドによる問題は、主としてふたつであると指摘される。ひとつは、新興市場経済におけるヘッジファンドの独占的攪乱力であり、もうひとつはヘッジファンドの経営に纏わる市場リスクがシステミック・リスクに発展したことである。この第一の問題は、アジア通貨危機におけるヘッジファンドの役割と深く関わっている。

1. ヘッジファンドとアジア通貨危機

（1）市場の規模からみる資本自由化のリスク

アジア通貨危機が発生して以来、一部の経済学者たちは、世界を駆け巡る巨大な資本移動に対する小国の無防備が通貨危機の原因だと主張してきた³⁾。こうした経済学者の一人は世界銀行副総裁兼チーフ・エコノミストのスティグリッツ（Stiglitz, Joseph）である。ファンダメン

タルズの比較的良い国も通貨危機に襲われている現実に関して、スティグリッツはこれらの国の経済規模を広大な海に浮かぶ小船と喩える。これはすなわち、海が荒れれば、船長がいかに有能で、船体が幾ら丈夫であっても、船の転覆が有り得るという結論である。この意味では、自国の市場規模の限界を無視して過度の資本自由化を推進したこともアジア通貨危機の原因のひとつだったと考えられる。

スティグリッツと同様、前FRB議長のヴォルカーも資本自由化と経済規模との相互関連という視点から、アジア通貨危機の原因を突き止めている⁴⁾。彼は「小さな開放経済は国際金融市場の変動に無防備なものだ」と指摘する。アジア通貨危機の原因について、多くの人々が金融機関の脆弱性の問題や政府主導の経済体制を取上げてきた。ヴォルカーはこれらの問題点が「危機の拡大につれて関心を持たれるようになった問題」に過ぎないと述べたうえで、問題の本質は、開放経済下の小国の弱さにあると主張する。これはすなわち、国の経済規模が米国のひとつの大手銀行にしかすぎない小国が「資本の巨大な海」に浮かぶ「カヌー」のようにいつも転覆し得るということである。

さらに、発展途上国の市場規模と為替市場における市場操作（market manipulation）との関連から通貨危機の原因を求めているのが、リチャード・クーパー（Cooper, Richard）である⁵⁾。彼によれば、規模の大きい国では市場価格を操作できるものは中央銀行しかない。それゆえ、市場が競争的であるといえる。しかし、開放的で、しかも市場規模の小さい国では状況はまったく別である。為替市場の厚みが不足している小国では為替レートが固定されていない場合、あるいは固定されても固定為替相場の維持に必

要とする外貨準備が不足している場合、大手の投機筋は簡単に為替相場を動かすことができる。この場合、影響力のある投機筋が大量の資金を市場に投入しなくても、たんに口先による操作や投資家たちの「家畜の群れの行動」を利用して投機を成功させることは可能である。アメリカでは財市場や証券市場における市場の操作は法律によって禁止されている。場合によっては、市場を操作して罪を犯した投機家は投獄されることになる。しかし、国際的なレベルでは為替相場の操作を禁じる法律が存在しないから、発展途上国がとくに為替相場の操作による通貨投機に襲われる可能性が高いということである。

(2) 市場操作問題に関するIMFの見解

それでは、今回のアジア通貨危機のなかで、クーパーが指摘したような市場操作の問題が現実に起こったのだろうか。アジア通貨危機以後、ヘッジファンドによる市場操作の問題を巡って、さまざまな議論がなされてきた。しかし、ヘッジファンドの資金規模やヘッジファンドのポジションおよびヘッジファンドの投機手段に関する情報が少なく、ほとんどの議論が推測によって行われてきた。

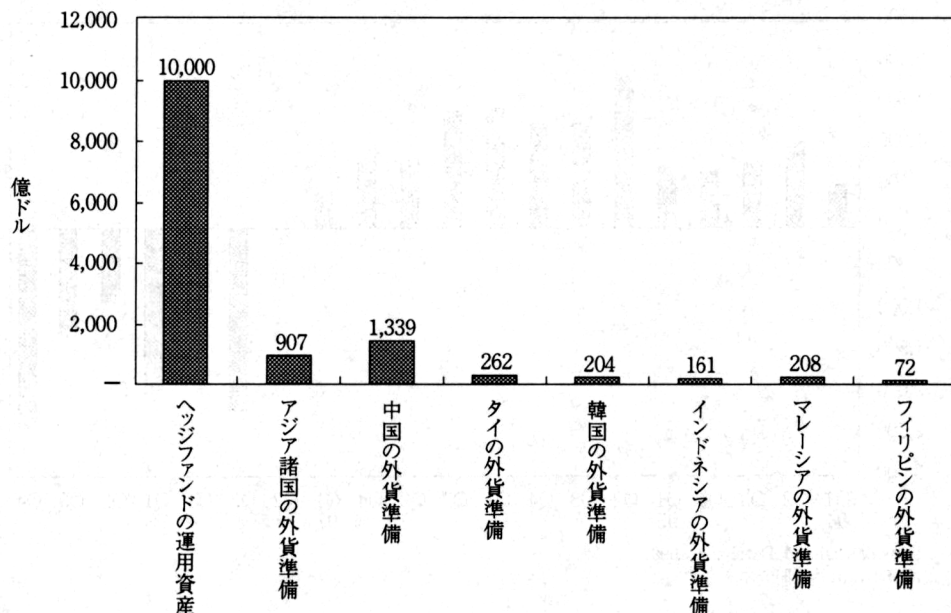
こうした推測に関しては、論者により驚くほどの大きな差が見られる。たとえば、ヘッジファンドの数に関する推定は、1,000社から5,000社までに分かれる一方、運用資産の規模に関しても1,000億ドルと3兆ドルのようなケタ違いの推定が見られる。1998年9月26日の『読売新聞』の資料によれば、ヘッジファンドの運用資産規模は3兆ドルに達している。これはタイ、マレーシア、インドネシア、フィリピンおよび韓国の五カ国における外貨準備の合計の30倍に相当する大きさである。一方、1999年4月に発

表されたヘッジファンドに関する米国大統領金融市場作業部会の報告書は、1998年半ば頃には、ヘッジファンドの数が2,500-3,500社、資本金が2,000-3,000億ドル、運用資産が8,000億-1兆ドルであったと推定する⁶⁾。それにしても、ヘッジファンドの運用資産が上記五カ国における外貨準備の合計の10倍以上の規模に達する(図表1)。

ヘッジファンドの規模に関する推定のなかでもっとも保守的なものは、1998年に発表されたヘッジファンドに関する国際通貨基金(IMF)の報告書である。この報告書は、ヘッジファンドの数がファンド・オブ・ファンドを含めて1,115社、その運用資産の合計が1,096億ドルだと推定する⁷⁾。以上のデータに基づくIMF報告書の分析によれば、アジア通貨危機に関して、ヘッジファンドの役割はさほど大きくなかった。タイについてはヘッジファンドの攻撃的な投機を認めているが、それはあくまで機関投資家に追随する行為にすぎなかったと断定する⁸⁾。さらにヘッジファンドが市場操作をできる能力があるかどうかについて、否定的な見方を持っている⁹⁾。しかし、後に発表された米国大統領金融市場作業部会の報告書の内容と比べてみると、IMFの報告書が、ヘッジファンドの影響力を過小評価した事実は否めない。そして、新興市場経済における市場操作の問題に関して、この報告書の見解には、次のような問題があったことが指摘できる。

第一に、市場操作の可能性について、この報告書は投機の対象国が先進国であるか、あるいは市場規模の小さい発展途上国であるかを区別していない。発展途上国における一日の為替取引量はそれほど大きくはない。場合によっては、その金額は先進国のひとつの金融商品にも及ば

図表1 ヘッジファンドの運用資産とアジア諸国の外貨準備との比較



資料：US Treasury Department, FRB, SEC and CFTC. (1999), 経済企画庁調査局編 (1999)『アジア経済1999』などの資料により作成。

注：アジア諸国の外貨準備については1997年末のデータ、ヘッジ・ファンドの運用資産の規模については98年半ばの推定値である。ここでアジア諸国とはタイ、韓国、インドネシア、マレーシアとフィリピンの5カ国をさす。

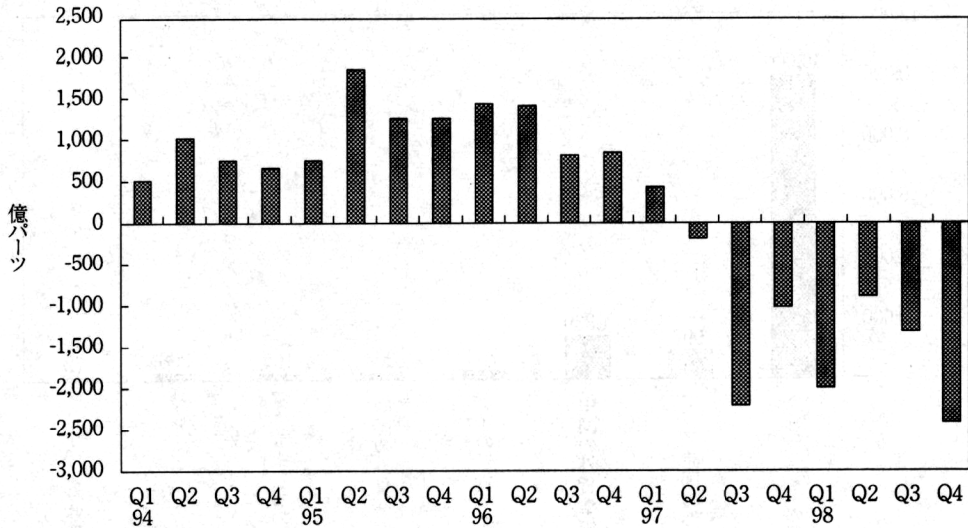
ないことがある。先進国の財市場と証券市場では市場の操作が有り得るという視点からみると、発展途上国の為替市場も市場操作に晒される可能性は否定できない。これに関して、中尾茂夫(1998)が指摘したように、国際金融市場の巨大な資本が少しでもパーツ取引に動くだけでパーツの乱高下を余儀無くされるということである¹⁰⁾。

第二に、IMFの報告書はヘッジファンドの資産規模からその影響力を判断しているが、実際には市場におけるヘッジファンドの影響力がその資産規模より遥かに大きいと推定できる。タイに対するヘッジファンドの通貨投機に関して、ヘッジファンド同士やヘッジファンドと機関投資家およびヘッジファンドと銀行との連携プレーがよく指摘される¹¹⁾。また市場におけるヘッジファンドの影響力に着目すれば、ヘッジファ

ンドが情報の操作によって、人為的に群集行動を引き起こすことも可能である。こうした情報に対する操作は、市場参加者のポジションをひとつの方向に傾かせることにより、投機の成功の確率を高めることができる。

第三に、アジア通貨危機に関して、ヘッジファンドの関与の度合いが低いというIMF報告書の根拠のひとつは、機関投資家たちの引き揚げが通貨投機より早かったという点にある。しかし、図表2に示したように、タイでは1996年の第3四半期と第4四半期の資本流入はそれまでより減少したものの、純資本流入はプラスであった。すなわち、これは資本流出より資本流入の方が大きいということを意味する。タイでは過去にわたって、内外経済環境の変化に応じて純資本流入が増減することはめずらしくない。今回の場合、タイの通貨危機のタイミングをみ

図表2 タイの純民間資本流入



資料：Bank of Thailand, Databank, 1999.

注：民間資本は海外民間資本をさす。

ると、パーツに対するヘッジファンドの攻撃が始まったのは97年に入ってからであり、そのピークは同年の5月であった。この攻撃にタイ中央銀行は必死の買い支えで対抗した。5月13日、63億ドル、14日、100億ドル、世界でも例をみない史上最大の介入である。5月のたった一週間に行った為替市場への介入だけで事実上外貨をすべて使い果たしていたのである¹²⁾。タイ経済が致命的な打撃をうけたのはまさにこの時であった。そして、民間純資本流入がマイナスに転じたのもそれ以後だったということである。

(3) 新興市場におけるヘッジファンドの影響力

アジア通貨危機が発生して以来、金融秩序の維持に努めてきたオーストラリア、香港、南アフリカおよびマレーシアなどの政策当局は、IMFの見解と一線を画して、ヘッジファンドによる通貨投機の問題点を指摘してきた。彼らは、一部のヘッジファンドを中心とする高レバレッジ

金融機関が市場操作を行い、市場の健全性を損なったと主張する¹³⁾。

そして、最近、新興市場経済におけるヘッジファンドの影響に関して、ヘッジファンドによる攻撃的な通貨投機と市場における「群集行動」(herd-type behavior) との関連性が多くの注目を集めている。この関連性を解明することは、特定の市場におけるヘッジファンドの独占的な攪乱力、および市場予想の変化に起因する「自己実現型の通貨危機」(self-fulfilling currency crisis) のメカニズムを把握する上で、ひとつの重要な鍵となる¹⁴⁾。

群集行動発生メカニズムについて、さまざまな解釈があるが、そのなかに、金融市場における「規模の経済」(economies of scale) がひとつの有力な見解とされている。そのひとつは情報における規模の経済である。すなわち、情報の収集や処理などに関して、規模の大きい投資機関はより有利の立場にあるから、情報の少ない投資家たちは、情報を持つ大手投資機関の

投資に追随しがちである。また、金融工学や投資技術の開発において、大手投資機関が優位に立つことも他の投資家たちの模倣投資を招きやすいと指摘される。さらに、規模の小さい市場では、市場参加者の資金力が大きければ大きいほど、市場価格に及ぼす影響が大きくなると推定できる。この場合、市場価格に対する大手投資機関の影響力は、群集行動を誘発するもうひとつの要因となる。こうした大手投資機関の影響力に着目すれば、大手投資機関が情報の操作によって、群集行動を引き起こすことはさほど難しくないと考えられる。

一方、「収益外部性モデル」によれば、ある投資家が特定のポジションをとった後、同じポジションを取る他の投資家たちが増えれば、その投資家の収益率が上昇する¹⁵⁾。この収益外部性モデルと市場におけるヘッジファンドの影響力を考えれば、資金規模の大きいヘッジファンドは、特定のポジションをとった後、情報の操作によって、市場における同じポジションの形成を促す可能性が高い。たとえば、彼らは特定の市場で通貨の空売りを行なった場合、その国の経済ファンダメンタルズの悪さを喧伝したり、自らのショート・ポジションを市場に暗示したりすることによって、市場に通貨売りの圧力をかけるだろう。そして、彼らに追随する群集行動が増えれば増えるほど、通貨投機を成功させる確率が高くなることはいうまでもない。

さらに、「複数均衡モデル」(multiple equilibria)によると、市場の均衡水準が経済ファンダメンタルズの変化と関係なく、市場の予想(expectation)の変化によって変えることは可能である。市場規模の小さい新興市場経済において、ヘッジファンドの行動が市場予想の形成に影響力を持つとすれば、こうした行動に起因す

る市場予想の変化そのものは、市場の均衡水準を変えることができる。換言すれば、市場にはヘッジファンドの通貨投機が成功するという予想が形成されれば、通貨危機はこの予想に起因する群集行動によって実現される。これはいわゆる自己実現型の通貨危機である。これによって、健全な経済も通貨危機に襲われる可能性があるから、良い経済を報い、悪い経済を罰するという市場経済のルールが機能しなくなることは明らかである。

最近、ヘッジファンドの通貨投機による問題が重視されてきたなかで、IMFの見解にも一定の変化が表れている。1999年9月に発表した国際金融市場に関する報告書のなかで、IMFは、ある程度の流動性を備えたうえで、規模がさほど大きくない市場においては、ヘッジファンドを含める高レバレッジ金融機関による不正な市場操作があり得るという見解を示すことになった¹⁶⁾。こうしたIMFの認識の変化が、過度の通貨投機に対する今後の発展途上国の対応に有利な影響を与えることが期待される。

2. LTCMの経営破綻による教訓

アジア通貨危機以降、ヘッジファンドが国際社会の注目を集めたもうひとつの出来事は、1998年9月のLTCM (Long-term Capital Management, 本部：米国コネティカット州)の経営破綻である。アメリカ経済の安定を脅かしたこの出来事は、世界に衝撃を与えただけではなく、ヘッジファンドの経営活動に纏わるリスクと、このリスクに対応するためには、ヘッジファンドに対する監視と規制が必要であることを世間に知らしめる結果となった。

(1) LTCMの経営破綻の経緯

LTCMはロング・ポジション（買い持ち）とショート・ポジション（売り持ち）の組み合わせによって、リスクをヘッジするという伝統的手段を利用するボンド・アービトラージ型のヘッジファンドである¹⁷⁾。LTCMの状況について、米国大統領金融市場作業部会の報告書によれば、1998年1月に自己資本は48億ドル、98年8月に管理資産は1,250億ドル、レバレッジは25倍ということである¹⁸⁾。また、98年8月に先物取引は5,000億ドル、スワップ取引は7,500億ドル、オプション取引とその他の店頭（OTC）デリバティブ取引は1,500億ドルで、三者の合計（想定元本）が1兆4千億ドルに達している¹⁹⁾。こうした巨大なマネーを動かすことによって、LTCMは高い収益率を維持していた。1995年と96年の収益率が40%に達したが、97年にはアジア通貨危機の影響で20%弱に低下した²⁰⁾。

以上から分かるように、LTCMは非常に高いレバレッジを利用していた。これに関して、米国大統領金融市場作業部会の報告書は、ヘッジファンドのなかで、LTCMほどの高レバレッジの利用が稀であり、ヘッジファンド全体のレバレッジが他の金融機関とほとんど変わらないと推定する。

LTCMが経営破綻に追い込まれた後、ロシアでの損失がしばしば報じられた。しかし、最近、LTCMが先進国でもかなりの損失を被っていたことが指摘されている。米国大統領金融市場作業部会の報告書によれば、LTCMのバランス・シート上のポジションの80%はG7先進国の国債と関わっている²¹⁾。また、中尾武彦（1999）が指摘したように、欧州諸国の国債に対する投機の失敗により、LTCMが大きな損失を被ったということである²²⁾。1999年の欧州通貨の統合

を目前に、LTCMは欧州諸国の金利の収斂を予想して、98年前半に一部の国々の国債に大量の資金を賭けた。イタリアとスペインなどの国債価格がその金利の低下により上昇するという判断を前提に、それらの国債のロング・ポジションを形成させた一方、ドイツの金利の上昇と債券価格の低下を予想して先物の空売りでドイツ国債についてショート・ポジションを増やした。

しかし、ロシア通貨危機の発生により資金が安全性の高いところ、すなわちドイツへ流れ、欧州諸国の金利スプレッドがむしろ拡大する方向に動いた。こうした期待外れの結果はLTCMの経営に致命的な打撃を与えることになった。1998年7月31日にLTCMの自己資本は41億ドルと、年初より15%減少し、8月になるとさらに18億ドルの損失を被り、自己資本が年初の半分にまで激減した。この時、LTCMは出資者に対して増資を求めたが、出資者はこの要求に応じなかった。一方、ポジションがあまりにも大きすぎたので、損失を出してそれを減らすこともできなかった。LTCMの経営状況が急速に悪化するなかで、流動性危機が避けられなくなった。以上の状況を踏まえて、98年9月にニューヨーク連銀の仲介で、LTCMの経営と深く関わってきた14の大手金融機関から36億ドルの資金注入が行われた。

(2) LTCMの経営破綻による影響

アメリカ政府がひとつのヘッジファンドに対する救済を決定したのは、LTCMが清算された場合、LTCMと深く関わっている大手金融機関と取引相手の流動性危機も有り得るからである。救済がなぜ必要であったかについて、クルーグマン（Krugman, Paul）が指摘したように、もしもLTCMが倒産し、その資本の清算に追い込

まれるような事態になれば、市場の全面的なパニックを引き起こしかねなかったからである²³⁾。また、LTCMが国内外金融市場で1兆4千億ドルのデリバティブ取引などを行っていた事実に着目すれば、LTCMの清算による影響の大きさが明らかになる。それに、アジア通貨危機とロシア通貨危機を背景に、資本の「質への逃避」(flight to quality)により、発展途上国の流動性不足はすでに深刻な状態にあった。LTCMの清算が発展途上国の金融不安と世界経済の低迷に拍車をかけることも予想された。

LTCMの経営破綻をきっかけに、ヘッジファンドによる問題がにわかに議論の対象とされるようになった。LTCMの投機によるリスクが社会全体のリスクに転化した事実を背景に、1998年9月以後、ヘッジファンドなどの高レバレッジ金融機関（HLIs= Highly Leveraged Institutions）に対する監視と規制の問題が国際金融システム改革のひとつの緊急課題となった。

高レバレッジ金融機関のなかで、とくにヘッジファンドが問題とされているのは、他の金融機関に比べて、ヘッジファンドに対する政府当局の規制が比較的少ないからである。ヘッジファンドがほとんど規制の対象から外された理由として、次の2点が挙げられる。ひとつは、ヘッジファンドの出資が富裕層に対する私募の形で行なわれ、投資家保護の必要性が低かったこと、もうひとつは、さまざまな金融機関のなかで、ヘッジファンドの資金規模が小さく、その経営活動に纏わるリスクが、システム・リスク (systemic risk) に発展する可能性が低いということである。しかし、LTCMの経営破綻により、この第二の理由が成立しなくなったことは明らかである。

LTCMの経営活動に纏わる市場リスク (mar-

ket risk) をシステム・リスクに転化させた要因のひとつは、レバレッジを利用した大量のデリバティブ取引であった。国際金融市場の変化を見ると、73年の変動相場制への移行、80年代半ば以後の債務証券化の流れは、資産価格の変動幅を拡大させた。そこで、リスク回避の需要に応じて、さまざまなデリバティブ金融商品が開発され、普及してきた。しかし、リスク回避と投機など多様の機能を持つデリバティブ取引は、リスクを回避するための有効な手段を提供してきた一方、大規模な投機を行なう新たな機会も作り出した。デリバティブ取引のメリットのひとつは、投資家たちが自己資本をはるかに上回る規模の金融取引ができるという点にある。しかし、市場価格の変動が予想に反した場合、自己資本をはるかに上回る損失を被る可能性も増大したといえる。それゆえ、90年代に入ってから、デリバティブ取引による損失で経営破綻に追い込まれる企業と金融機関が増えつつある。

デリバティブ取引が過度に投機に利用されてきたことにより市場リスクが高まり、こうした市場リスクが、さらに高レバレッジ機関に融資を行なった金融機関の信用リスク (credit risk) を上昇させたことによって、システム・リスクとの繋がりを強める結果となった。1998年9月の時点で、LTCMが清算に追い込まれる場合、こうした清算に伴う損失は、LTCMの自己資本を大きく上回ることになる。これによって、LTCMの経営破綻による一部の損失がLTCMに融資を行なった金融機関や取引相手の損失に転化し、それはさらに金融システム全体の安定を脅かす要因となりかねない。それゆえ、LTCMの経営破綻をきっかけに、市場リスクと信用リスクとの関連性、および市場リスクとシ

ステミック・リスクとのつながりが問題とされてきた。LTCMの経営破綻による教訓のひとつは、市場リスクを抑制するためには、内部リスク管理の強化、情報の開示、融資の抑制および担保と証拠金の増強によって過度のレバレッジを制限することが必要だということである。

LTCMの経営破綻が発生するまでは、ヘッジファンドによる投機の役割が市場価格の均等化、流動性の補給、および市場の取引量の増強に資するなどの視点から強調されていた。こうした議論のなかで、過度の投機による問題が見落とされた。LTCMの経営破綻をきっかけに、メリットとデメリットというふたつの側面から、より客観的にヘッジファンドの影響を評価する傾向が見られる。こうした認識の変化も国際金融システムの改革を促してきたひとつの要因であると考えられる。

II. HLIsと資本移動規制に関する 国際的な制度上の枠組み

冒頭に述べたように、バーミンガムG7サミットにおいて、主要先進国の首脳は、国際金融システムの改革について、G7蔵相やIMFなどの国際機関に対して更なる検討と提言を要請した。こうした要請に加え、1998年後半以後、アジア通貨危機がさらにグローバルな金融危機に発展したことやLTCMが経営破綻に追い込まれたことなどを背景に、G7蔵相・中央銀行総裁会議やIMF暫定委員会などの場で、ヘッジファンドと短期資本移動に対する監視と規制の必要性が頻繁に検討されるようになった。これまでのヘッジファンドや短期資本移動の監視と規制に関する合意の経緯を振り返って見ると、次の三つの段階に分けることができる(図表3を参照)。

第一の段階は、短期資本移動の監視とヘッジファンドの情報開示の必要性について検討する段階である。1998年10月3日にワシントンで開かれたG7蔵相・中央銀行総裁会議では情報開示の問題が検討の対象となった。そのときの会議の声明は、次のように情報開示の必要性を示唆している。すなわち、「すべてのタイプの金融機関について、より高い透明性及び情報の開示、及び先進国におけるリスク管理システムとブルーデンシャル基準に焦点を当てた規制の向上を図りながら、健全な資本移動を促進する」ということである²⁴⁾。こうしたG7蔵相・中央銀行総裁会議の声明を背景に、10月4日のIMF暫定委員会はより具体的に短期資本流出入の監視とヘッジファンドの情報開示および通貨投機に対応するための資本規制の必要性などについて検討することで合意した²⁵⁾。

1998年10月30日のG7蔵相・中央銀行総裁会議の緊急声明は、ヘッジファンドの情報開示問題について、前回のG7蔵相・中央銀行総裁会議の合意を再確認したうえで、それを実行するための具体的な方法を示した²⁶⁾。同年10月3日の声明に比べて、今回の声明では、調査対象のひとつがヘッジファンドだと明言し、調査を行なう主体は、主としてBISに本部を置く適切な委員会だと具体的に述べている。

第二の段階は、ヘッジファンドに対する間接的な規制に合意する段階である。1999年1月にバーゼル銀行監督委員会がHLIsに関する報告書を発表したことにより、ヘッジファンドに対する間接的な規制が大きな進展を見せるようになった²⁷⁾。この報告書はヘッジファンドに対する間接的な規制について、金融機関とHLIsとの取引に関するルールの制定と情報の開示および監視手段の強化、HLIsに対する一般の金融機関から

図表 3 HLIsおよび短期資本移動の監視と規制に関するG7等における検討・合意事項

機 関	時期と開催地など	内 容
G7 サミット	1998年 5 月 バーミンガム	国際金融システムの改革について、G7 蔵相およびIMFなどの国際機関に更なる検討と提言を要請。
G7 蔵相・中央銀行 総裁会議	1998年10月 3 日 ワシントン	情報開示の重要性を強調。これに関連する問題について検討することで合意。
IMF暫定委員会	1998年10月 4 日 開催地：ワシントン	短期資本移動の監視・規制とヘッジファンドの情報開示の強化などを検討することで合意。
G7 蔵相・中央銀行 総裁会議	1998年10月30日	ヘッジファンドやオフショア機関など国際的な金融機関の活動から生じる影響を検討する。ブルーデンス規制を強化することで合意。
G7 蔵相・中央銀行 総裁会議	1999年 2 月20日 開催地：ボン	ヘッジファンドに対する間接的な規制に合意：HLIs（高いレバレッジ機関）の取引に内包されたりリスクを軽減するためのバーゼル銀行監視委員会による提案を支持。銀行、証券および保険などの金融機関によるヘッジファンドへの資金の流れの監視と金融機関のリスク管理の重要性を強調し、HLIs自身の情報開示の必要性を検討することで合意。
日米欧主要国、IMF、 BIS、及び世銀等 「金融安定協議会」	1999年 4 月14日 ワシントン	ヘッジファンドへの対応、短期資本の監視、オフショア市場の監督・監視について検討することで合意。
G7 蔵相・中央銀行 総裁会議	1999年 4 月26日 開催地：ワシントン	HLIsに関する報告およびHLIsに関連する問題の研究に対する期待を表明。
IMF暫定委員会声明	1999年 4 月28日 開催地：ワシントン	短期資本監視、ヘッジファンド規制の作業を検討。
G7 蔵相会議	1999年 6 月12日 フランクフルト	合意内容：ヘッジファンドに対する間接的な規制、ヘッジファンド自身の情報開示の義務付け、国際的短期資本移動に対する監視の強化、発展途上国における一時的資本流入規制を条件付きで容認することなど。
G7 サミット	1999年 6 月18日 ケルン	G7 首脳サミットはG7 蔵相が提出した国際金融システムの改革案を検討し了承した。

資料：『日本経済新聞』、および大蔵省ホームページなどの資料を参考に作成。

の融資の制限、および担保などの手段によるHLIsの信用力の増強などの措置を提案した。こうしたヘッジファンドに対する金融機関の融資の情報開示やこの融資額を制限するための規制などはヘッジファンドに対する間接的な規制と呼ばれる。

1999年 2 月20日にボンで開かれたG7 蔵相・中央銀行総裁会議は、このバーゼル銀行監督委員会による提言を議論し支持する声明を発表した²⁸⁾。

そして、第三の段階は、ヘッジファンド自身の情報開示の義務付けや金融危機に対応するた

めの一時的な資本流入規制の容認を内容とする合意に至る段階である。1999年 6 月にG7 蔵相がこれまでの検討結果をまとめた『国際金融システムの強化に関する報告書』をケルンG7 首脳会議に提出し、この報告書の内容はG7 経済サミットで了承された²⁹⁾。

これまでの国際金融システムの改革に関する合意と異なって、今回の改革案は資本自由化を強化するべきというこれまでの方針を放棄し、一部の短期資本規制を認めるという政策に転換した。グローバルな金融危機やアメリカのヘッジファンドの経営破綻などの教訓を踏まえて、

G7蔵相の報告書は金融システムの不安を回避するための対策として先進国側にヘッジファンドに対する間接的な規制やヘッジファンド自身の情報開示の義務付けを提唱した一方、発展途上国の通貨危機の対応策については、過度の短期資本流入を抑制するための短期資本流入規制、通貨危機に対応するための緊急措置としての一時的な資本流出規制を例外的に許容することを提案した。

この第三段階の合意を可能にしたひとつの重要な背景は、規制に対するアメリカ政府の態度の変化である。1999年に入ってから、それまでに短期資本移動に関する規制に消極的だったアメリカ政府の態度に若干の変化が見られるようになった。99年2月にアメリカのクリントン大統領はその演説のなかで金融安定を維持するための政府の役割を強調し、4月にルービン財務長官は通貨危機の予防策にあたって、チリ型の短期資本規制をひとつの選択肢として挙げている³⁰⁾。99年4月29日、ヘッジファンド規制に強く反対してきたアメリカ政府（大統領金融市場作業部会）が「ヘッジファンド、レバレッジおよびLTCMの教訓」というタイトルの報告書を発表し、これまでのヘッジファンド規制に対する慎重の態度を急変させた³¹⁾。この報告書はヘッジファンドに対する間接的規制の必要性を強調するだけでなく、ヘッジファンド自身の情報開示やヘッジファンドに対する自己資本比率規制の適用など一部の直接規制をも提唱している。

Ⅲ. G7 合意の背景

1998年のバーミンガム・サミットから1999年のケルン・サミットまでのこの一年間に渡って、国際金融システムを強化するための政策の一環

として、ヘッジファンドや国際短期資本移動に対する規制が必要かどうかを巡って、さまざまな議論が先進国政府レベルの国際会議で行われてきた。そして、こうした規制に関する国際的な合意を達成するには、アメリカ政府の同意を得ることが必要であった。しかし、アメリカ政府が規制に強く反対したため、規制に関する合意が難航していた。1999年になると、規制に消極的だったアメリカ政府の態度がしだいに規制賛成に傾くようになったことをきっかけに、規制に関する国際的合意が大きな進展を見せるようになった。こうした変化がなぜ起ったのか、ここでその経緯について考えてみよう。

1. 国際世論の変化

時流の変化を語るものは通貨危機の原因を巡る国際世論の変化である。タイの通貨危機が発生した直後、IMF主導の国際世論のなかではタイのファンダメンタルズが非難の対象とされた。そして、タイの通貨危機が韓国、インドネシアとマレーシアなどに伝染して行く過程で、「タイ通貨危機」というテーマが「アジア通貨危機」に変わり、欧米の一部のマスコミとアナリストたちは官民の癒着を特徴とする縁故主義という口実でアジア型の経済システムに対する非難を展開した。しかし、その後、ロシア通貨危機や米国ヘッジファンドの経営破綻およびブラジル通貨危機などの発生により、地域的な「アジア通貨危機」がやがて、グローバル金融危機に発展した。こうした変化はそれまでのアジア叩きの流れを根本から変えるようになった。

以上から分かるように、1998年後半以後、国際世論を変化させたひとつの重要なきっかけは、グローバルな金融危機の発生であった。こうした世界的な金融不安はグローバル経済に対する

疑問を呈示することになった。また、発展途上国における通貨危機の背景には通貨投機や不安定な短期資本の移動という共通点があったことから、巨大な投機資金を動かしてきたヘッジファンドが問題視されるようになった。それゆえ、ヘッジファンドに対する規制や短期資本移動に対する監視を要求する国際社会の声が高まりつつある（図表4を参照）。

こうした時代の要求を反映して、一部の経済学者たちや国際金融市場で活躍する実務者たちおよび国際機関などは、短期資本移動によるリスクと過度の資本自由化の問題に対する注意を

促してきた。こうしたなかで、90年代における世界経済の繁栄と危機の構図が今世紀初期の大恐慌と類似し、その何れの背景にも自由な資本移動と世界経済のグローバル化があったとの指摘が多い。そこで、金融システムを守るために、主義と理念にこだわらず、何らかの大胆な政策を採らなければならないという危機意識が強まってきた。通貨危機の原因の本質が不安定な短期資本移動にあるとすれば、問題の解決は、やはりある程度の資本移動規制に頼らなければならないという結論である。

グローバル資本主義の問題点と恐ろしさにつ

図表4 短期資本移動の監視と規制を巡る国際社会の動向

機 関	時期と開催地など	内 容
IIF（国際金融協会）	1998年4月8日	IIFのチャールズ・ダラーラ専務理事はIMF暫定委員会のフィリップ・メイスタット委員長（当時）に送った書簡のなかで、資本自由化をIMF協定の改正に盛り込むことに反対する考えを示した。
非同盟諸国会議	1998年9月 ダーバン	通貨投機は発展途上国の経済成長を妨害すると主張。
APEC非公式首脳会議	1998年11月18日 開催地：クアラルンプール	投機資金監視への協力。投資銀行、ヘッジファンドなど国際的な資金フローに関与する民間金融機関のための情報開示の基準を検討。短期資本を含む資金フローのモニタリングのための適切なガイドラインを作成。
BIS総裁会議	1998年12月7日 開催地：バーゼル	ヘッジファンド規制案を検討、99年2月8日の次回総裁会議での規制案の合意を目指す。2月20日のボンで開く7カ国蔵相・中央銀行総裁会議で規制案を提出する予定。
バーゼル銀行監督委員会	1999年1月28日 HLIs（高レバレッジ金融機関）に関する報告書	金融機関とHLIsとの取引に関するルールの制定と情報の開示および監視手段の強化、HLIsに対する金融機関融資の制限、担保などの手段を利用してHLIsの信用を強化など。
国連、経済社会執行委員会（ECES）	1999年1月21日 国際金融システムに関する報告書	通貨危機と資本自由化との関連を指摘、適切な資本自由化の手順と速度を守ることの必要性を強調、特定の条件下での短期資本規制の必要性を示唆。
ASEM首脳会合（アジア欧州会議）	1999年4月3日 ロンドン	短期資本移動に対する監視をIMFに提案。
アジア開発銀行	1999年4月19日 「99年版アジア開発展望」	金融危機を軽減・防止する対策として資本規制の撤廃を慎重に行うことを提案。
米政府	1999年4月29日 ヘッジファンドに関する米大統領金融市場作業部会の報告書	ヘッジファンド規制案を盛り込んだ報告書を発表。ヘッジファンド自身の情報開示の義務付け、ヘッジファンドに対する間接的な規制、ヘッジファンドに関連する金融機関のリスク管理の強化などを主張。

資料：『日本経済新聞』および大蔵省ホームページなどの資料を参考にして作成。

いて、ジョージ・ソロス (Soros, George) は、国際金融市場での経験に基づいて、次のように語っている。「金融市場というものはよく度を過すものであり、ブーム・バスト (暴騰・暴落) の繰り返しがある一点を超えてしまえば、もとの起点に復帰することは決してないのである。金融市場は振り子のようにゆれ動くのではなく、最近では建物解体用の大鉄球のようにガンと一発大揺れし、国民経済をつぎつぎに突き倒すようになっている」³²⁾。

「市場原理に任せたらどうかという議論がかまびすしいが、市場原理に任せるとするのが不安定に任せるという意味だとすれば、社会はどの程度の不安定まで受け入れることができるだろうか。市場原理はもうひとつの原理によって補完されねばならない。それは、金融市場の安定を公共政策の目的とすべきだ、ということだ。これこそが私が提案したい一般原理である」³³⁾。

本来ソロスとは反対の立場、すなわち市場安定の維持を責務としてきた前大蔵省財務官の榊原英資はソロスと同じ結論に至っている。「一連の経済危機の詳細をさらに客観的にみると、この『不安定さ』こそが、自由化されたグローバル資本市場の真の姿であり、被害や期間こそ異なれ、金融市場で不安定要因が意識されるのはあるとき突然のことであり、それにより周期的にパニックが引き起こされるのがむしろ通常のことだ、という結論に達します。しかも興味深いことに、メキシコと韓国の両国では、OECD (経済協力開発機構) に加盟し、資本の自由化を原則的に実施した直後に経済危機が発生しています」³⁴⁾。アジア通貨危機以後、以上の事実に着目する榊原英資は、国際政治の舞台で、投機資本に対する規制の必要性を強調してきた。

また、アジア通貨危機が発生して以来、多く

の発展途上国の政府もヘッジファンドと短期資本移動に対する監視と規制の必要性を主張している。1998年11月にクアラルンプールのAPEC非公式首脳会議で、一部の発展途上国政府は短期的投機資本に対する監視と規制を要求した。マレーシアのマハティール首相は、1998年9月から実施した自国の資本取引管理の正当性を主張し、強い規制論を展開していた。中国の江沢民主席も「(先進国は) 国際金融資本への監視を強化し、短期資金の過度の投機を防止する責任がある」と指摘した。この会議では規制に関する合意は実現されなかったものの、各国は投機資本監視への協力について合意した³⁵⁾。一方、98年9月に南アフリカのダーバンでの非同盟諸国会議では、一部の発展途上国は投機的な通貨取引が発展途上国の安定成長を阻害すると主張した³⁶⁾。アジア通貨危機以降、「市場原理主義 (マーケット・ファンダメンタリズム)」という言葉が流行するようになってきている。この言葉を最初に使ったのは、ウズベキスタンのアジモフ財務相と言われる。彼によれば、世界には三つの主義がある。それは、共産主義、イスラム主義、そして市場を万能視する市場原理主義である³⁷⁾。

発展途上国では、通貨投機と短期資本移動に対する監視と規制の問題はたんに論議だけに止まらず、東アジア地域の一部の発展途上国は通貨危機以後、通貨投機や短期資本移動に対する監視と規制を実際に強化してきた。しかしながら、こうした資本規制の実施は選択的資本自由化の一環として実行されることが多い。すなわち、これらの国は直接投資を中心とする長期資本移動の自由化を加速させつつも、通貨投機や不安定な短期資本移動に対する監視と規制を強化してきたということである (図表5)。

図表5 資本自由化と規制に関する最近のアジア諸国の動向（1997-99年）

国	資本取引に対する規制	資本自由化と外資優遇政策
タイ	1997年に直接投資と証券投資を除いて、その他の資本取引に対する管理を強化。為替取引に関する実需原則を導入。	原則49%以下の外資出資比率を50%以上に緩和、1998年12月に立地場所を問わず外資の100%出資を認可。
マレーシア	1998年9月に非居住者による株式売却代金の対外送金を一年間停止、資本流出入や為替取引に対する規制の強化を実施。 1998年10月1日より国外のリング預金を無効とする。シンガポール市場でのマレーシア株式の取引を禁止。 1999年2月に資産売却代金の対外送金規制が廃止され、代わりに証券投資に関する資本流出課税制度が導入された。すなわち、1998年9月の禁止措置を部分的に緩和したものである。	1998年2月に原則30%とする出資比率を緩和、通信分野の出資比率規制を30%から49%へと引き上げるなどの方針を打出した。 1998年7月に製造業を対象とする現行の外資規制を中断し、99年までに実施するプロジェクトには100%の出資を許可するなどの自由化措置を発表。また外資に対する国内企業の株式の売却もケース・バイ・ケースで認める。
韓国	金融機関に対し資金移動に関する報告を厳格に求めるなど、資金流出入の監視を強化。	外国人による株式・証券への投資を自由化。
中国	1998年半ば以後の為替管理制度の強化：人民元の闇取引と違法送金に対する管理の強化、外貨借り入れの期限前返済の禁止など。	1997年10月に中国政府は外資優遇政策の回復を表明、1998年8月に外国銀行による人民元取扱業務の認可範囲を拡大。
ベトナム	1998年9月、企業に保有外貨80%の強制交換制度を実施。	1999年9月、外貨の強制交換比率を50%に切り下げ。
台湾	1998年5月に外為規制を強化、金融機関に対する監督の強化により資本流出入に対する監視を強化、一部のヘッジファンドの取引を禁止。	1998年5月に対中直接投資を緩和。
香港	投機に対抗して、株式市場に対する政府の直接介入を実施（1998年8月）。証券市場における空売りなど投機的取引に関する規制を導入（1998年9月以降）。	
シンガポール	従来より投機的な取引については厳しく規制してきた。また、シンガポール・ドルの国際化についても極めて消極的であった。	1999年5月に外国銀行に支店や現金自動預け払い機（ATM）の増加を認可、外銀のシンガポール・ドル貸出枠を拡大。

資料：『日本経済新聞』および『1999版 ジェトロ投資白書』等より作成。

さらに、アジア通貨危機以後、金融危機の教訓を踏まえて、資本自由化のあり方に関する提言が多く国際機関によってなされてきた。1998年4月8日、国際的な商業銀行のシンク・タンクであるIIF（Institute of International Finance、国際金融協会、本部＝ワシントン）のチャールズ・ダラーラ専務理事はIMF暫定委員会の当時のフィリップ・メイスタット委員長に送った書簡のなかで、資本自由化をIMF協定の改正に盛り込むことについて、反対する考えを表明した^{38）}。

1999年1月に国連の経済社会執行委員会は国際金融システムの改革に関する報告書のなかで、通貨危機と過度の資本自由化との関連を指摘し、適切な資本自由化の手順と速度を守ることの重要性を強調した^{39）}。また、不安定な短期資本移動への対応策として、特定の条件下での短期資本規制の必要性を示唆した。そして、アジア開発銀行（ADB）も「99版アジア開発展望」のなかで金融危機を軽減・防止するための対策として資本規制の撤廃を慎重に行うべきことを

提案している⁴⁰⁾。

ヘッジファンド関連の規制に関して、こうした国際機関による研究と提案のなかで、もっとも影響力があったのは、1999年1月28日に発表されたバーゼル監督委員会（議長はニューヨーク連銀のマクドナー総裁である）の報告書である。HLIsに関するこの報告書がヘッジファンドを対象とする間接的規制に関する先進諸国の合意の時期を早めたことは明らかである。

2. 日本政府の役割

先進諸国がヘッジファンドと短期資本移動に

対する一部の規制に合意したことの経緯をみると、こうした合意の実現には日本政府が極めて重要な役割を果たしている。図表6に示したように、1998年10月以降、日本政府は積極的にヘッジファンドや短期資本に対する規制を提案してきた。ヘッジファンドの情報開示に関する検討、ヘッジファンド関連の間接的規制と直接的規制、および通貨危機に対応するための一時的な資本流出規制に関する提案などがこれまでのG7蔵相・中央銀行総裁会議で検討され、その内容の多くはケルンG7首脳会議に提出された国際金融システムの改革案に盛り込まれている。

図表6 ヘッジファンドと短期資本移動の監視と規制に関する日本政府の働き掛け

時期と資料出所	提案者	内 容
1998年10月3日	宮沢蔵相のG7蔵相・中央銀行総裁会議での提案。	ヘッジ・ファンドや短期資本移動に対する監視と規制の検討を提案。通貨危機に対応するための発展途上国の短期資本流入規制の容認などを提唱。
1998年10月31日	日本政府は国際金融システムの改革に関する提案を公布。G7蔵相・中央銀行総裁会議で提出する予定。	「国際金融監督機構」の設立、IMFの流動性供給体制の強化、地域ごとの通貨基金の設立などを提案。 「国際金融監督機構」の機能：①各国の金融監督体制の監視、②各国当局への技術指導、情報交換、③ヘッジファンドを含む国際的機関投資家の監視、④国際的資本移動の統計整備。
1998年11月18日	APEC首脳会議での小渕総理の提案。	ヘッジファンドなど国際的な機関投資家の情報開示とアジア諸国の民間部門による債務処理に関するふたつの作業部会の設立を提案。
1998年12月15日	宮沢蔵相は国際金融システムの改革に関する日本案を表明。 於外国特派員記者協会。	ヘッジファンドに対する間接的な規制とヘッジファンド自身の情報開示の重要性を主張。発展途上国における資本自由化の順序付けの重視、短期資本移動に対する監視の強化、および通貨危機に対応するための一時的な資本流出規制の必要性を力説。
1999年2月20日	宮沢蔵相のG7蔵相・中央銀行総裁会議での提案。	ヘッジ・ファンドに対する間接的な規制を提案。
1999年3月	日本の大蔵省と金融監督庁は各国当局にヘッジファンド規制を提案、4月のG7蔵相・中央銀行総裁会議で提出。	ヘッジファンドの情報開示の義務付け、情報開示を促すための罰則規定の設定、レバレッジを制限する運用規制の実施、オフショア市場に対する監視の強化など。
1999年3月	日本政府は資本流出規制を提案、4月のG7蔵相・中央銀行総裁会議で提出。	急速な資本流出による通貨危機を回避するために、発展途上国における一時的な短期資本流出規制を条件付きで容認することを提案。その内容：一定の融資残高を維持する仕組みの設定、国債元利支払の一時的凍結、居住者による資本流出規制の認可など。

資料：「日本経済新聞」および大蔵省ホームページなどの資料を参考に作成。

1998年10月3日のG7蔵相・中央銀行総裁会議（於ワシントン）で宮沢蔵相はヘッジファンドによる短期資本移動に対する監視と規制の検討を提案した。この提案には通貨危機に対応するための発展途上国の短期資本流入規制を容認すること、投機資本に対する国際的な監視を強化することなどの内容も含まれている⁴¹⁾。短期資本移動の規制に積極的である日本とフランス政府は規制に慎重な態度を取っていたアメリカ政府などとの間に意見の違いがあったが、ヘッジファンドなどによる短期資本移動の監視を検討することについては合意にいたることになった。

国際短期資本移動に対する監視体制を強化するために、1998年10月末に日本政府はさらに国際金融システムの制度改革の一環として、「国際金融監督機構」の設立、IMFの流動性供給体制の強化、地域ごとの通貨基金の創設などを内容とする新たな提案をまとめた⁴²⁾。この提案の内容のひとつである「国際金融監督機構」の機能に関して、次のいくつかの役割が想定されている。第一に、各国の金融監視体制を監視すること、第二に、各国当局への技術指導と情報交換を行うこと、第三に、ヘッジファンドを含む国際的機関投資家を監視すること、第四に、国際的資本移動の統計を整備すること、という内容である。アジア通貨危機と短期資本移動との関連およびアジア通貨危機の背景にある外貨流動性不足問題の深刻さという視点からみると、この提案の重要性は明らかである。しかし、アメリカ政府は「国際金融監督機構」や地域ごとの通貨基金の創設がIMF機能の弱体化につながるという理由でこの提案の一部の内容に難色を示した。

1998年12月15日、宮沢蔵相は外国特派員協会

（於東京）で講演し、国際金融システム改革に関する日本案を明らかにした。そのなかで、不安定な短期資本移動に対応するための対策として、先進国側に、ヘッジファンドに対する間接的な規制、およびヘッジファンド自身の情報開示の義務付けを提案した一方、発展途上国側については、資本自由化の順序の重視、短期資本移動に対する監視の強化、および通貨危機に対応するための一時的な資本流出規制などの必要性を指摘した⁴³⁾。

以上の考えを踏まえて、1999年2月20日にボンのG7蔵相・中央銀行総裁会議で宮沢蔵相がヘッジ・ファンドに対する間接的規制を提案した⁴⁴⁾。ヘッジファンドに対する間接的規制の合意を背景に、99年3月に、日本政府はさらにヘッジファンドに対する直接的規制と通貨危機に対応するための資本流出規制を内容とするふたつの提案をまとめた⁴⁵⁾。ヘッジファンドに対する直接的規制について、ヘッジファンド情報開示の義務付け、情報開示を促すための罰則規制の設定、レバレッジを制限するための運用規制の実施、およびオフショア市場に対する監視の強化という内容のものである。一方、資本流出規制に関する提案は一定の融資残高を維持する仕組みの設定、国債元利払いの一時的凍結、居住者による資本流出規制などという内容である。これらの提案の一部はフランクフルトのG7蔵相会議で検討され、国際金融システムの改革案に採択されている。

アジア通貨危機以後、発展途上国の多くは国際短期資本移動に対する規制を要求してきた。不安定な国際資本移動によって大きな影響を受ける発展途上国の立場を考慮して、積極的に通貨投機や短期資本移動に対する規制を提唱してきた日本政府の役割は大いに評価されるべきで

ある。

IV. G7 合意の意義

1. 市場と政府の補完関係の重視

アジア通貨危機の背景には、ワシントン・コンセンサスの影響があったことはよく指摘されてきた⁴⁶⁾。ケルンにおけるG7先進国首脳会議では、金融の安定を維持するための政府の役割が重視され、市場の失敗に対応するための一部の資本移動に対する監視と規制が認められた。これによって、発展途上国の経済開発に多大な影響を与えてきたワシントン・コンセンサスの修正が余儀無くされた。市場と政府の役割のバランスを重視するG7の政策転換は、今後、世界経済によい影響を与えることが期待される。

今回のグローバル金融危機のなかで、一部の先進国政府はアメリカ政府のワシントン・コンセンサスと一線を画して短期資本規制の必要性を強調してきた。日本とフランスは短期資本移動に対する監視と規制の必要性を強調し、その他の一部の欧州諸国もこれに同調している。日欧の政策協調がアメリカ政府の市場原理主義を牽制するように働いた。日欧が短期資本規制の問題において同じ立場にあった原因のひとつは、経済システムのあり方に関する共通の認識にあったといえよう。これに関して、山下英次 (1998) が指摘したように、「経済については、英米は基本的に市場万能論であるが、ヨーロッパの考え方はそれと一線を画している」⁴⁷⁾。すなわち、日本と同様、欧州諸国も伝統的に政府の役割を重視する傾向があるということである。以上の要素に加え、アジア経済の安定を維持しようとする日本政府の決意とユーロの安定を守ろうとする欧州諸国の熱意は、ヘッジファンドと短期

資本移動の監視と規制に関する合意をもたらしたもうひとつの原動力であると考えられる。

短期資本移動の対応策に関する日米両国政府間の対立は、過去にわたる市場と国家の役割を巡る論争の延長であると言える。本山美彦 (1999) によれば、今まで日本政府がアメリカ政府を後楯とするIMFと世銀の政策に異義を申し立てたことが三回あった⁴⁸⁾。

第一回目は発展途上国の経済開発のあり方に関してである。1980年代末から1990年代初めにかけて、ワシントン・コンセンサスが流行していたが、日本政府は成功した東アジア諸国の経済開発における政府の役割を重視し、世銀にこうした役割をもっと研究すべきであると勧告した。また、日本政府はこの研究に関する費用をも負担した。研究の結果が1993年に発表された『東アジアの奇跡』という報告書にまとめられた。しかし、その結論は日本政府が期待したことと異なった。この報告書は一部の東アジア諸国における産業政策の役割を部分的に肯定した上で、発展途上国が産業政策を成功させるための条件を満たすことは難しいという理由で、その一般性を否定した。

二回目は1997年に日本政府がアジア通貨危機に対応するために、アジア版のIMFすなわちAMF (Asian Monetary Fund) の創設を提案したことである。米国政府はアジア地域に対する影響力を維持するために、この提案に難色を示した。

三回目は不安定な短期資本移動を巡る論争である。1998年10月3日に開催されたG7蔵相・中央銀行総裁会議で、日本政府はワシントン・コンセンサスと対抗して、ヘッジファンドの監視強化と条件付きの一時的な資本流入規制を提案した。しかし、その会議では、アメリカ政府

が規制に反対したため、短期資本移動の対応に関する合意は情報開示の必要性を検討することに止まった。

しかしながら、悲惨なグローバル金融危機の現実を背景に、1999年に入ってから、日本政府の主張がようやく重視されるようになった。ケルンG7の合意に至るまでの先進国政府の間における論議に参加していた榊原英資は国際政治の変化について、次のように語っている。「アジア危機が中南米やロシアに波及し、有力ヘッジファンドの破綻を招いた時点で、米国ではグローバル資本主義の危機という認識が深まった。日米欧とも危機の核心は資本移動であるとの見方で一致した。特に短期の資本移動は監視を強化する必要がある。場合によっては、資本の流出入に規制を加えることが有り得る、というのは7カ国がすでに認めている」⁴⁹⁾。

1997年後半にマレーシアのマハティール首相が資本規制を提案したときの孤独さと最近のケルンG7合意に対する国際世論の期待を比較してみれば、発展途上国の経済開発を取り巻く国際環境の変化を実感するのはさほど難しくない。しかし、この変化をもたらした代価は、あまりにも大きすぎたと言わざるを得ない。

2. 広がる発展途上国の選択肢

多くの発展途上国は資本取引に対する規制を戦後から今日まで維持してきた。ブレトン・ウッズ体制が崩壊した直後、ほとんどの発展途上国はそれまでの固定相場制と資本取引における為替管理の体制を継続した。為替市場の未整備や高いインフレ率などを背景に、発展途上国にとって固定相場制が必要であること、そしてそれを維持するために資本規制がやむをえないということは国際社会に認められてきた。それゆ

え、IMFは1978年協定第6条第3項のなかで、発展途上国の資本取引について、「加盟国は国際資本移動の規制に必要な管理を実施することができる」と明記した。

ブレトン・ウッズ体制が崩壊した後、発展途上国の資本自由化は緩やかなペースで進んでいた。こうしたなかで、資本自由化の流れに大きな変化を与えたのは東アジア諸国の成功である。1980年代の東アジア地域における直接投資の自由化とこれに伴う海外からの投資の増加がこの地域の高度経済成長の原動力となった。こうしたアジア諸国の直接投資自由化の効果は、資本自由化が進むほど経済が発展するという、一種の錯覚を生み出した。

この錯覚をうまく利用して、発展途上国の資本自由化を加速させたのは市場万能主義に基づくワシントン・コンセンサスの形成である。1990年代に入ってから、ワシントン・コンセンサスを代表するIMFと米国政府は、アジア諸国の直接投資自由化の効果を理由に、発展途上国に短期資本移動も含める完全な資本自由化を求めるようになった。こうした時代の流れのなかで、資本自由化の先頭に立った東アジア諸国の短期資本移動規制の緩和がグローバル金融危機の幕を開くことになった。

今回の短期資本移動規制と資本自由化の順序に関するG7先進国の合意はこれまでのワシントン・コンセンサスを修正し、発展途上国の通貨危機防止対策の選択余地を広げたと考えられる。

理論的にいえば、今のIMF協定の枠組みのなかで、発展途上国が短期資本流入を規制すること、経済発展に応じて漸進的に資本自由化を進めることは自由である。しかも90年代前半に一部の国はすでに短期資本流入を規制していた。しかし、現実には発展途上国はこうした政策を

採る場合、つねにIMFと米国政府の態度に配慮しなければならないのである。アメリカ政府がしばしば資本自由化を貿易交渉の武器として使うこと、そしてIMFがしばしば資本自由化を融資条件とすることなどの過去の経験からみると、発展途上国にとって選択の余地がかなり制限されていたことは明らかである。今回のケルン・サミットの合意はそういったIMFと米国政府の行動を牽制する上で、極めて重要であると思われる。

また、ケルン・サミットの合意のなかで、急速な資本流出による経済破壊の防止および投資側のモラル・ハザードの抑制を目的に、緊急避難措置としての一時的な資本流出規制が認められることになった。これは危機が発生した際に、一部債務の繰り延べを円滑に推進するための措置だと考えられる。アジア通貨危機に関しては、IMFによる債務繰り延べ交渉の遅れが通貨危機を深刻化させたひとつの原因とされてきた。この意味では、一部債務の繰り延べを早期に実現するための資本流出規制が、急速な資本流出による経済の破壊をある程度軽減することが期待される。また、一時的な短期資本流出規制の実施によってIMFの特別融資を原資とした既存債務の返済ができなくなることは明らかである。この視点からみると、短期資本流出規制が投資家側のモラル・ハザードの発生を抑制するうえでも一定の効果を持つことが予想される。

おわりに

以上は、国際金融システム改革の一環として、ヘッジファンドや短期資本移動に対する監視と規制の問題がどのようにG7を中心とする国際的な枠組みのなかで論議されてきたのか、これに

関する合意はどこまで進んでいるのか、合意に達した背景は何なのか、そしてこうした合意は何を意味するのか、などについて考えてきた。

産業革命や生産分野における技術の革新および世界的財市場の一体化など実物経済の変化に対応してきた今までの資本主義経済の秩序が、巨大なマネー経済の誕生や情報の革命に適応しなくなったことは明らかである。投機資本の巨大化、情報革命の躍進、およびさまざまな金融商品の開発などにより、国際金融市場における不確実性とリスクが高まる結果となった。こうした世界経済の変化に対応するための新しいルールと秩序の欠如は、今回のグローバル金融危機を招いた原因のひとつだったといえる。情報の操作により瞬間に巨大な富を手に入れるマネー・ゲームは、資本主義経済の公正さを傷つけている。それだけではなく、本来実物経済に従属すべきマネー経済がここにきて実物経済を支配し、実物経済の機能を損なうようになった。

この視点からみると、国際金融システム改革の本質は、いかに実物経済とマネー経済のアンバランスを正常の状態に戻すか、しかもいかに両者の長期的な調和を図るかということであると言えよう。この目的が市場手段によって達成できない場合、各国政府は規制によって投機資本の移動やマネー経済の膨張を抑制することも、ひとつの選択肢として考えなければならないと思われる。この意味では最近、政府の役割を重視する方向へ国際世論が変化してきたこと、G7の政策転換などは、通貨危機の予防や国際金融システムの改革にとって好ましい影響を与えることが期待される。

注

- 1) 「ハリファックス・サミット・コミュニケ」、1995年6月16日、外務省ホームページ。
- 2) バーミンガムG7首脳サミット「G7議長声明」、1998年

- 5月15日, 外務省ホームページ。
- 3) Stiglitz, Joseph. (1998)。
- 4) 『日本経済新聞』, 1998年4月11日。
- 5) 発展途上国におけるヘッジファンドによる市場操作の可能性についてはCooper, Richard N. (1998), p.18を参考されたい。
- 6) US Treasury Department, FRB, SEC, CFTC. (1999), p.1.
- 7) IMFの報告書の使用データによれば, ファンド・オブ・ファンドを除くと, ヘッジファンドの数は853社, 運用資産は899億ドルである。国際通貨基金 (1999), 28-34ページ。
- 8) 同上, 59-78ページ。
- 9) 同上, 70-71ページ。
- 10) 中尾茂夫 (1998), 145-146ページを参照。
- 11) 連係プレーと情報操作の問題については, ウィリアム・エンゲル (1998), 浜田和幸 (1999) を参考されたい。
- 12) NHK総合テレビ『ビッグパワーの戦略: 第6集マネーの嵐が駆け抜ける』1999年6月27日放映。
- 13) IMF (1999), p.160. 香港におけるヘッジファンドの通貨投機については山下英次 (1999) を参考されたい。
- 14) 市場におけるヘッジファンドの独占的な攪乱力については勝悦子 (1999), 中尾武彦 (1999), レスリー・ヤン (1999) を参考されたい。
- 15) 収益外部性モデルについては中尾武彦 (1999), 11ページを参照。
- 16) IMF (1999), p.160-165.
- 17) ボンド・アービトラージ型のヘッジファンドは, 証券を中心に, アービトラージの手法を利用して投資を行なうヘッジファンドである。
- 18) US Treasury Department, FRB, SEC and CFTC. (1999), p.12.
- 19) 同上, p.11-12.
- 20) 同上, p.11.
- 21) 同上。
- 22) 中尾武彦 (1999), 6ページ。
- 23) クルーグマン (1999), 226ページ。
- 24) 「7カ国蔵相・中央銀行総裁会議声明」, 1998年10月3日, ワシントン, 大蔵省ホームページ。
- 25) 『日本経済新聞』, 1998年10月5日。
- 26) 「7カ国蔵相・中央銀行総裁宣言」, 1998年10月30日, 大蔵省ホームページ。
- 27) Basle Committee on Banking Supervision. (1999a) を参照。
- 28) 「7カ国蔵相・中央銀行総裁コミニケ」, 1999年2月20日, ボン, 大蔵省ホームページ。
- 29) G7蔵相からケルンサミットへの報告書「国際金融システムの強化」, 1999年6月18-20日, ケルン, 大蔵省ホームページ。
- 30) Rubin, Robert. (1999)。
- 31) US Treasury Department, FRB, SEC, CFTC. (1999) を参照。
- 32) ジョージ・ソロス (1999年), 18ページ。
- 33) 同上。
- 34) 棚原英資 (1999), 21-22ページ。
- 35) 『日本経済新聞』, 1998年11月19日。
- 36) 『日本経済新聞』, 1998年9月5日。
- 37) 『日本経済新聞』, 1998年11月10日。
- 38) Dallara, Charles (1998) を参照。
- 39) United Nations (1999) を参照。
- 40) Asian Development Bank (1999) を参照。
- 41) 『日本経済新聞』, 1998年9月29日。
- 42) 『日本経済新聞』, 1998年11月1日。
- 43) 宮沢喜一 (1998)。
- 44) 1998年12月10日に国会の質疑で宮沢蔵相はヘッジファンドに対する間接的な規制案を99年2月のボンG7蔵相・中央銀行総裁会議で提案すると表明した。『日本経済新聞』, 1998年12月10日。
- 45) 『日本経済新聞』, 1999年3月8日, 1999年3月18日。
- 46) これに関してはBhagwati, Jagdish (1998) を参考されたい。
- 47) 山下英次 (1998), 第2回「ユーロの誕生と国際通貨制度改革の方向性」, 91ページ。
- 48) 本山美彦 (1999), 36ページ。
- 49) 『日本経済新聞』, 1999年6月8日。

参考文献

- 青木昌彦, Hyung-Ki Kim, 奥野正寛編, 白鳥正喜
監訳 (1997年)『東アジアの経済発展と政府
の役割』, 日本経済新聞社。
- 伊藤隆敏 (1997)「資本移動と新興市場」『経済研
究』, 一橋大学経済研究所, Vol.48, No.4,
1997年10月。
- ウィリアム・エンゲル (1998), 「アジア売りの仕
掛け人は「欧州」」『Foresight』, 新潮社,
1998年1月。
- 大蔵省外為審議会アジア金融・資本市場専門部会
(1998)『アジア通貨危機に学ぶ』, 大蔵省。
- 勝悦子 (1999)「国際金融市場の変貌と規制のあり
方: 金融仲介の市場化・国際化の観点から」
『市場の変貌と今後の展望に関する研究会:
報告書』, 大蔵省財政金融研究所。
- ジョン・グレイ (1999)『グローバリズムという妄想』
石塚雅彦訳, 日本経済新聞社。
- 国際通貨基金 (IMF) (1999)『ヘッジファンドの素
顔』松崎延寿訳, シグマベイスキャピタル
出版, 日本経済新聞社。
- 国宗浩三編 (1998)『97/98アジア経済危機』, アジ
ア経済研究所。

- ポール・クルーグマン (1999)『世界大不況への警告』, 早川書房。
- 榊原英資 (1999)『市場原理主義の終焉』, PHP研究所。
- 篠原 興 (1998)「マレーシアの新しい試み」『国際金融』, 外国為替貿易研究会, 1015号, 1998年11月15日。
- 世界銀行 (1994)『東アジアの奇跡』白鳥正喜監訳, 東洋経済新報社。
- 周 宇 (1999)「資本自由化のあり方と金融危機: チリとタイの資本自由化の経験から」『経済学雑誌』, 大阪市立大学経済学会, 100巻 2号, 1999年 9月。
- ジョージ・ソロス (1999)『グローバル資本主義の危機』大原進訳, 日本経済新聞社。
- スーザン・ストレンジ (1999)『マッド・マネー: 世紀末のカジノ資本主義』桜井公人, 桜井純理, 高島正晴訳, 岩波書店。
- 中尾茂夫 (1998)『ドル支配は続くか』, ちくま新書。
- (1999)「市場信仰と国際陰謀説との間」『エコノミスト』, 3380号, 毎日新聞社, 臨時増刊, 2月8日。
- 中尾武彦 (1999)「ヘッジ・ファンドと国際金融市場」『ファイナンス』, 大蔵省広報, 第35巻 第4号 (通巻404), 7月号, 1999年。
- 浜田和幸 (1999)『ヘッジファンド—世紀末の妖怪』, 文藝春秋。
- 原洋之介 (1999)『グローバリズムの終宴』, NTT出版。
- S・フィシャー, R・N・クーバー等 (1999)『IMF資本自由化論争』岩本武和, 高橋信弘, 伊豆久, 佐藤隆広訳, 岩波書店。
- ロベール・ポワイエ『世界恐慌: 診断と処方箋—グローバリゼーションの神話』井上康夫訳, 藤原書店。
- マハティール (1998)「金融テロと断固戦おう」『This is 読売』, 読売新聞社, 108号1998年12月。
- 宮沢喜一 (1998)「新しい国際金融システムに向けて」, 宮沢大蔵大臣スピーチ, 於日本国特派員協会, 東京, 98年12月15日, 大蔵省ホームページ (仮訳)。
- 本山美彦 (1998)「資本自由化の落とし穴」『世界経済評論』, Vol. 42. No. 7, 世界経済研究会, 1998年 7月。
- (1999)「浮動的短期外資規制の模索」『世界経済評論』, Vol. 43. No. 1, 世界経済研究会, 1999年 1月。
- ダニエル・ヤーギン, ジョゼフ・スタニスロー (1998)『市場対国家』山岡洋一訳, 日本経済新聞社。
- 山下英次 (1998)「固定為替相場制復帰への道」『発言者』, 西部邁事務所, 第1回 (第51号, 7月), 第2回 (第52号, 8月), 第3回 (第53号, 9月), 最終回 (54号, 10月), 1998年。
- (1999a)「発展途上国におけるカレンシー・ボード制の復活の背景」『大銀協フォーラム助成論文集 平成10年度』第3集, 大阪銀行協会, 1999年 2月。
- (1999b)「論点: アジア経済危機の本質」『読売新聞』, 7月29日。
- (1999c)「カレンシー・ボード制の導入方法と通貨投機に対する抵抗力: 香港に対する〈三極通貨バスケットCBA〉の提案」『証券経済研究』, 第21号, 日本証券経済研究所, 9月。
- レスリー・ヤン (1999)「近年の金融資本市場変貌」『市場の変貌と今後の展望に関する研究会: 報告書』, 大蔵省財政金融研究所。
- リンダ・LC・リム (1998年)「だれのモデルが失敗したのか」『世界週報』, 時事通信社, 1998年 10月 6日。
- 渡辺慎一編 (1998)『金融危機と金融規制』, アジア経済研究所。
- Asian Development Bank (1999), *Asian Development Outlook 1999*, Oxford University Press.
- The Bank for International Settlements (BIS) (1995), *65th Annual Report*. Basle: BIS, June 1995.
- (1999) *69th Annual Report*. Basle: BIS, June 1999.

- Basle Committee on Banking Supervision, BIS (1999a), "Bank'Interaction with Highly Leveraged Institutions" and "Sound Practice for Bank'Interaction with Highly Leveraged Institutions", Basle Committee on Banking Supervision, 28th January 1999.
- (1999b), *A New Capital Adequacy Framework*, Basle, June 1999.
- Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Myth", *Foreign Affairs*, Volume 77, No. 3, Council on Foreign Relations, New York, May/June 1998. 邦訳: 「資本の神話」(沢崎冬日訳)『週刊ダイヤモンド』, 3730号, 1998年5月23日。
- Cooper, Richard (1998), "Should Capital-Account Convertibility Be a World Objective", *Essays in International Finance*, Princeton University, International Finance Section, No. 207, May 1998.
- Counterparty Risk Management Policy Group (1999), *Improving Counterparty Risk Management Practices*, June 1999.
- Dallara, Charles (1998), www.iif.com/PublicPDF/icdc0498.pdf, April 8 1998.
- Eichengreen, Barry And Michael Massa (1998), "Capital Account Liberalization", *IMF Occasional Paper*, No.172, IMF, Washington D.C.
- Fischer, Stanley (1998), "Reforming World Finance: Lessons from a Crisis", *The Economist*, London, October 3.
- Johnston, Barry R (1998), "Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform", *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment*, No. 98/8, IMF, Washington, D.C.
- IMF (1998), *World Economic Outlook and International Capital Markets-Interim Assessment*. Washington, D.C.
- (1999), *International Capital Markets: Developments Prospects and Key Policy Issues*, Washington, D.C.
- Krugman, Paul (1998), "Saving Asia:It's Time to Get Radical", *Fortune*, Vol. 138, No5, New York, September 7, 1998.
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1999), "What Have We Learned From the Asian Financial Crises?", Harvard Institute for International Development, mimeo.
- Rodrik, Dani (1998), "Who Need Capital Account Convertibility?", *Essays in International Finance*, No.207, Princeton University, International Finance Section, May 1998.
- Rubin, Rort E (1999), "Treasury Secretary Robert E. Rubin's Remarks on Reform of the International Financial Architecture to the School of Advanced International Studies (SAIS), Johns Hopkins University" Source:<http://www.ustreas.gov/press/releases/pr3093.htm>.
- Stiglitz, Joseph E (1998), "Boats,Planes and Capital Flows", *Financial Times*, London, March 25, 1998.
- United Nations (1998), "Global Financial Flows and Their Impact on Developing Countries:Addressing the Matter of Volatility", Report of the Secretary-General, A/53/398, New York, 16 September 1998.
- (1999), "Towards a New International Financial Architecture", Report of the Task Force of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations, New York, January 21, 1999.
- US, Treasury Department, FRB, SEC and CFTC, International Finance Section (1999), *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-term Capital Management*, Report of the International Finance Section of President's Working Group on Financial Markets, April 1999.

Wade, Robert and Frank Veneroso (1998), "The Asian Crisis: The High Debt Model vs. The Wall Street-Treasury-IMF Complex", *New Left Review* No. 228, March/April, Oxford Microform, London.

Yamashita, Eiji (1999a) "Crisies Show That Balance-of-Payments Discipline Really Matters: Traditional Method Still Best Strategy for Macroeconomics", *The Nikkei Weekly*, in Tokyo, 8th of Mar, 1999, p. 15.

—— (1999b), "Balance of Payments Discipline Really Matters: The Most Important Lesson for Emerging Market Economies from the Japanese Experience between the Beginning

of the 1950s and Early 1960s", *Osaka City University Economic Review*, Vol. 34, No. 2, March.

—— (1999c) "Tricurrency Basket-linked Fixed Exchange Rate Regime: A Possibly Immediate Solution to Emerging Market Economies' Currency Problems under the Highly Volatile Floating Exchange Rate Regime among the Major International Currencies", A Paper Presented at a International Conference Organized by the Monetary and Foreign Exchange Authority of Macau (AMCM), Macau, on the 15th of May 1999.

(大阪市立大学大学院)