

2016年12月12日 全7頁

資産運用業に対する規制、国際合意が近い？

【FSB 市中協議文書】ファンドの流動性ミスマッチとレバレッジに焦点

金融調査部 主任研究員
鈴木利光

[要約]

- 2016年6月22日、金融安定理事会（FSB）は、市中協議文書「資産運用業の活動からの構造的な脆弱性に対する政策提言案」（市中協議文書）を公表している（コメント提出期限は2016年9月21日）。
- 市中協議文書の意図は、「金融市場における将来のストレス時における資産運用業者とファンドの回復力を強化」することにある。市中協議文書が検討対象としているのは、あらゆるタイプの「ファンド」である。もっとも、マネー・マーケット・ファンド（MMF）、年金基金および政府系ファンド（SWFs）は検討対象から除外されている。
- 市中協議文書は、潜在的に金融安定リスクをもたらしうる資産運用業の活動からの構造的な脆弱性に対応する14の政策提言案を提示している。FSBは、その中で、（i）流動性ミスマッチ、（ii）レバレッジ、が重要であるとしている。
- 流動性ミスマッチに係る政策提言案としては、オープンエンド型ファンドを対象として、ストレス・テストの実施、スイング・プライシングや償還手数料の導入、流動性の状況に係る開示の強化が提案されている。
- レバレッジに係る政策提言案としては、簡素で一貫性のあるレバレッジの計測方法の策定、規制監督当局によるモニタリング（必要に応じて介入）が提案されている。
- 当面はNBNI G-SIFIs（銀行・保険会社以外のグローバルなシステム上重要な金融機関）に認定されるリスクがなくなった今、資産運用業界は市中協議文書の提案にそれほど恐れを抱いていないと報じられている。というのも、その提案の多くは（銀行規制に類似しているというよりは）業界特有のもので、かつ、すでに各々の規制監督当局で検討されているものを反映しているにすぎないからである。
- FSBは、2016年末までに政策提言を最終化する予定である。最終化された政策提言の多くは、証券監督者国際機構（IOSCO）によって具体化される。

[目次]

| | |
|--------------------------|---|
| ■ 1. はじめに | 2 |
| ■ 2. 適用範囲 | 3 |
| ■ 3. 政策提言案の概要 | 3 |
| ■ 4. 流動性ミスマッチに係る政策提言案 | 4 |
| ■ 5. レバレッジに係る政策提言案 | 5 |
| ■ 6. オペレーショナルリスクに係る政策提言案 | 6 |
| ■ 7. 証券貸借取引業務に係る政策提言案 | 6 |
| ■ 8. おわりに | 7 |

1. はじめに

2016年6月22日、金融安定理事会（FSB）は、市中協議文書「資産運用業の活動からの構造的な脆弱性に対する政策提言案」（以下、「市中協議文書」）を公表している（コメント提出期限は2016年9月21日）¹。

「資産運用業の活動は、投資家に日次の解約を提供するオープンエンド型ファンド等を通して、過去10年間で著しく増加した。このような成長は、取引があまり活発ではない市場を含む特定の資産クラスに対する投資の増加も伴っている」²。FSBは、このような「近年の資産運用業の活動の拡大等を背景とした当該活動に関する構造的な脆弱性からの潜在的な金融安定性リスクを把握し、対処するため」³の作業を2015年3月に開始している⁴。市中協議文書は、当該作業の中間成果物にあたり、2016年9月に開催されたG20杭州サミットで歓迎されている⁵。

マーク・カーニーFSB議長によれば、市中協議文書の意図は、「回復力がある資産運用業が、強く、持続可能で、バランスがとれた成長をファイナンスする」⁶という「役割を満たし続けることができることを確保」⁷することにある。また、FSB規制監督上の協調に係る常設委員会のダニエル・タルーロ議長によれば、市中協議文書の意図は、「金融市場における将来のストレス時における資産運用業者とファンドの回復力を強化」⁸することにある。

¹ FSB ウェブサイト参照

(<http://www.fsb.org/2016/06/fsb-publishes-proposed-policy-recommendations-to-address-structural-vulnerabilities-from-asset-management-activities/>)

² 金融庁「プレス・リリース」（仮訳）(<http://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20160623-1/01.pdf>)

³ 脚注2参照

⁴ 政策立案者の間では、2007年から2008年の金融危機後の規制改革は、銀行および保険の分野については、概ね完了若しくは順調に進行しており、資産運用業の分野に本格的に着手すべきタイミングが到来しているという共通認識がある。いまや、銀行が撤退しつつある、債券その他の証券市場の仲介業においては、資産運用業者がその存在感を増しつつある。市中協議文書によると、その運用資産は、2004年時点では50兆ドルであったが、2014年には76兆ドルに増加している。これは、全世界の金融資産の40%にあたるという。このような状況にあっては、ファンド投資家の多くが一斉に資金を引き出した場合、流動性危機が起こるのではないかと懸念されている。

⁵ 外務省ウェブサイト参照 (http://www.mofa.go.jp/mofaj/ecm/ec/page1_000238.html)

⁶ 脚注2参照

⁷ 脚注2参照

⁸ 脚注2参照

本稿では、市中協議文書の概要を簡潔に紹介する。

2. 適用範囲

市中協議文書が検討対象としているのは、あらゆるタイプの「ファンド」（公募／私募、クローズドエンド型／オープンエンド型を問わない。上場投資信託（ETF）を含む）⁹である。もっとも、いくつかのファンドが検討対象から除外されている。

一つは、マネー・マーケット・ファンド（MMF）である。MMF については、証券監督者国際機構（IOSCO）が、2012 年 10 月に「マネー・マーケット・ファンドに関する政策提言」と題する最終報告書を公表している¹⁰。

いま一つは、年金基金および政府系ファンド（SWFs: Sovereign Wealth Funds）である。FSB は、その金融システムにもたらしうるリスクが個々の事業体の規模、性質や設定によって異なること（年金基金および SWFs）、政府サポートの度合いが管轄によって異なること（SWFs）を理由に、これらを検討対象から除外している。また、報道によれば、これらのデータ収集の困難さもまた、除外の理由となったとされている¹¹。

3. 政策提言案の概要

市中協議文書は、「潜在的に金融安定リスクをもたらしうる資産運用業の活動からの下記の構造的な脆弱性に対応する 14 の政策提言案を提示している」¹²。

【政策提言案の概要】

- (i) ファンドの投資とファンドユニットの解約に係る契約条件の間の流動性ミスマッチ
- (ii) 投資ファンドにおけるレバレッジ
- (iii) オペレーショナルリスクおよびストレス時の投資契約の移管に係る課題
- (iv) 資産運用会社とファンドによる証券貸借取引業務

(出所) 金融庁「プレス・リリース」(仮訳)

⁹ 市中協議文書では特に除外していないことから、組合理型ファンドをはじめとする集団投資スキームも含まれるものと思われる。

¹⁰ IOSCO ウェブサイト参照 (<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS255.pdf>)。なお、米国証券取引委員会 (SEC) は、IOSCO の最終報告を受けて、2014 年 7 月に MMF 規制改革に合意している (2016 年 10 月から実施)。いわゆる「プライム MMF」(ポートフォリオのメインが社債の MMF) を対象に、価格算定方法について安定的基準価額 (SNAV) から変動的基準価額 (FNAV) への移行を義務付け、償還手数料 (“redemption fees”) や解約の一時停止 (“gate”) の導入等を規定している。米投資信託業界団体の ICI (Investment Company Institute) によると、2015 年 1 月から 2016 年 9 月にかけて、プライム MMF からの資金流出は 1 兆ドルを超えており、その大半は規制対象外のソブリン MMF に流入しているという (FT.com “Funds sniff openings in US money market industry upheaval” [2016 年 10 月 4 日] 参照)。

¹¹ FT.com “FSB proposes stress testing for asset managers” [2016 年 6 月 22 日] 参照

¹² 脚注 2 参照

FSBは、上記4つの構造的な脆弱性の中で、(i)流動性ミスマッチ、(ii)レバレッジ、が重要であるとしている。

4. 流動性ミスマッチに係る政策提言案

流動性ミスマッチに係る政策提言案は、オープンエンド型ファンド（公募および私募を問わない。ETFを含むがMMFを含まない）に焦点を当てている。

米国資産運用業者のサード・アベニュー・マネジメントが2015年12月にハイイールド債ファンドの解約に応じなかった事例は、資産運用業の流動性懸念の火に油を注いだ。また、市中協議文書の公表よりも後の出来事ではあるが、2016年6月のBREXIT（英国によるEU離脱）に呼応して複数の不動産ファンドが解約を停止した事例もまた、規制監督当局にプレッシャーを与えている。

流動性ミスマッチに係る政策提言案の概要は、次の(1)から(3)のとおりである。

(1) ストレス・テストの義務付け

① 個社ごとのストレス・テスト

市中協議文書は、個々のオープンエンド型ファンドに対し、流動性リスク管理を促進すべく、ストレス・テストの実施を義務付ける旨提案している¹³。

ストレス・テストの実施方法については、IOSCOが2017年中に公表する見込みである。

② 金融システム全体にわたるストレス・テスト

また、市中協議文書は、規制監督当局に対し、ファンドの一斉売却が金融市場全体にもたらしうる効果を捕捉すべく、金融システム全体にわたるストレス・テスト（“system-wide stress testing”）の導入を検討するよう要請している¹⁴。

(2) “first-mover advantage” 対策

市中協議文書は、オープンエンド型ファンドの償還に際しての先行者利益（“first-mover advantage”）¹⁵を抑制することを可能とする流動性リスク管理ツールの導入を提案している¹⁶。

¹³ 政策提言案6参照

¹⁴ 政策提言案9参照

¹⁵ ここでいう先行者利益（“first-mover advantage”）とは、市場のストレス時に、ファンド価値が下落（償還コストが上昇）する前に真っ先に償還を請求して資金を引き上げるという投資家のインセンティブを指す。

このような流動性リスク管理ツールの例として、いわゆる「スイング・プライシング」(“swing pricing”)¹⁷や償還手数料 (“redemption fees”) が挙げられている。

これらの流動性リスク管理ツールのガイダンスについては、IOSCO が 2017 年中に公表する見込みである。

(3) 開示の強化

市中協議文書は、オープンエンド型ファンドの流動性の状況 (“liquidity profiles”) に係る開示の強化を提案している¹⁸。

こうした開示のガイダンスについては、IOSCO が 2017 年中に公表する見込みである。

5. レバレッジに係る政策提言案

レバレッジ (借入れ¹⁹やデリバティブによって生じうる) に係る政策提言案は、「レバレッジを使用するあらゆるタイプのファンドへの適用が意図されている」²⁰。

現時点でも、多くの規制監督当局がオープンエンド型ファンドのレバレッジを規制している。また、ヘッジファンドについても、レバレッジ自体にキャップ制限はないものの、レバレッジのレベルについて規制監督当局に報告することが求められているケースが一般的である。

しかし、これらの規制については、適用範囲やレバレッジの計測方法²¹、およびレバレッジのキャップ制限について管轄ごとにばらつきがあり、比較可能性に乏しい状態が続いている。

そこで、市中協議文書は、簡素で一貫性のあるレバレッジの計測方法を策定する旨提案している²²。また、規制監督当局に対し、資産運用業者におけるレバレッジの情報を収集し、レバレッジの使用をモニタリングし、必要に応じて介入等を義務付ける旨提案している²³。

こうしたレバレッジの計測方法については、IOSCO が 2018 年中に公表する見込みである。

¹⁶ 政策提言案 5 参照

¹⁷ 「スイング・プライシング」とは、ファンドの大量償還を喚起するような不安定な市場環境下において、償還した投資家に適切な償還コストを負担させるべく、当該投資家におけるファンドの純資産価値 (NAV) の調整を許容し、既存の投資家の持分希薄化を防止する仕組みをいう。スイング・プライシングの導入については、米 SEC が市中協議文書に先んじて 2015 年 9 月に提案していた (その後、2016 年 10 月に正式に導入決定)。

¹⁸ 政策提言案 2 参照

¹⁹ 市中協議文書では特に言及されていないが、「借入れ」にはレポ取引が含まれると考えるのが妥当であろう。

²⁰ 脚注 2 参照

²¹ レバレッジの計測方法については、例えば、レポ取引やオフバランス取引の各国の会計処理の違い等によって、ばらつきが生じうる。

²² 政策提言案 10 参照

²³ 政策提言案 11 参照

6. オペレーショナルリスクに係る政策提言案

オペレーショナルリスクに係る政策提言案は、「大きくて複雑かつ／あるいは重要なサービスを提供する資産運用業者に焦点を当て」²⁴ている。

前提として、FSB は、2015 年 7 月、資産運用業者を「銀行・保険会社以外のグローバルなシステム上重要な金融機関 (NBNI G-SIFIs)」に認定するというアイデアを見送っている²⁵。

その代わりと言うべきか否かは不確かだが、市中協議文書は、「大きくて複雑かつ／あるいは重要なサービスを提供する資産運用業者」²⁶ (“asset managers that are large, complex, and/or provide critical services”) に対し、包括的かつ強固なオペレーショナルリスクの管理枠組み（とりわけ、ストレス時に顧客の口座や投資契約の移管を円滑に実施することを可能とする事業継続計画）の設置を義務付ける旨提案している²⁷。このように、市中協議文書は、オペレーショナルリスクに備えて資本を積むことまでは提案していない²⁸。

「大きくて複雑かつ／あるいは重要なサービスを提供する資産運用業者」²⁹の定義については、各々の規制監督当局に委ねられている。FSB は、定義に際して参照する指標の例として、資産運用業者の規模（運用資産および自己資本）や、店頭デリバティブ取引の想定元本を挙げている³⁰。

7. 証券貸借取引業務に係る政策提言案

証券貸借取引業務に係る政策提言案は、「資産運用業者のエージェントレンディング業務（すなわち当該業者が実質的所有者ではない有価証券の貸付け）、特に顧客への補償の提供に焦点を当てる」³¹。

市中協議文書は、規制管轄当局に対し、エージェントレンディング業務を行う資産運用業者が、証券貸借取引業務に際して行う顧客（有価証券の実質的所有者）への補償の提供³²をモニタリングするよう義務付ける旨提案している³³。

²⁴ 脚注 2 参照

²⁵ FSB ウェブサイト参照

(<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/NBNI-G-SIFI-Next-Steps-Press-Release.pdf>)

²⁶ 脚注 2 参照

²⁷ 政策提言案 13 参照

²⁸ もっとも、規制動向のみならず、罰金や訴訟のリスクという観点からもまた、資産運用業者の資本に着目すべきといった見解がある (FT.com “Asset managers told to hold more capital” [2016 年 9 月 16 日]参照)。

²⁹ 脚注 2 参照

³⁰ 市中協議文書脚注 57 参照

³¹ 脚注 2 参照

³² 例えば、エージェントレンディング業務を行う資産運用業者が、実質的所有者に対して有価証券を返却できない場合に、それに伴い発生する損失を補償するケースをいう。

³³ 政策提言案 14 参照

8. おわりに

以上が、市中協議文書の概要である。

「FSB は 2016 年末までに政策提言を最終化する予定であり、その多くが IOSCO によって具体化される」³⁴。

当面は NBNI G-SIFIs に認定されるリスクがなくなった今、資産運用業界は市中協議文書の提案にそれほど恐れを抱いていないと報じられている。というのも、その提案の多くは（銀行規制に類似しているというよりは）業界特有のもので、かつ、すでに各々の規制監督当局で検討されているものを反映しているにすぎないからである³⁵。

しかし、すでに多くの資産運用業者が任意にストレス・テストを実施しているとはいえ、これを規制強化によって強いられることには不満を抱いていると報じられている。というのも、データを収集して当局に報告するというコストが発生するためである。また、資産運用業者の目的や手法等は千差万別で、多様なデリバティブを含む複雑なポートフォリオの流動性・レバレッジを画一的な方法で計測することは不適切であるという意見もある。さらに、年金基金および SWFs を適用対象から除外したままで金融システム全体にわたるストレス・テストを実施しても、データ不足でミスリーディングな結果となるのではないかという指摘もされている³⁶。

なお、市中協議文書の提案は、米 SEC が 2015 年 9 月に提案した資産運用業規制（その後、2016 年 10 月に正式合意。以下、「米 SEC 版資産運用業規制」）の内容を踏まえたものとなっている。

米 SEC 版資産運用業規制の公表は、「低金利環境下にあつて資産運用業者がイーロードを求めて非流動資産に投資しすぎではないか」という、米連邦準備制度理事会 (FRB) と国際通貨基金 (IMF) の注意喚起に応じたものである。オープンエンド型の投資信託 (mutual fund) と ETF を対象とし、運用資産の流動性に応じた 4 つのクラスへの分類、流動資産 (3 日以内に換金可能な資産) への投資残高のフロアの設定、非流動資産への投資残高をファンドの投資残高全体の 15% 以下にすること、スイング・プライシングの導入、流動性と償還慣行に関する開示の強化等が規定されている^{37, 38}。米 SEC 版資産運用業規制は、2018 年 12 月から適用される。

早ければ 2016 年 12 月または 2017 年 1 月に公表される FSB の最終規則文書には、こうした米 SEC 版資産運用業規制の内容が反映されている可能性もあろう。

以上

³⁴ 脚注 2 参照

³⁵ FT.com “FSB proposes stress testing for asset managers” [2016 年 6 月 22 日]参照

³⁶ FT.com “FSB proposes stress testing for asset managers” [2016 年 6 月 22 日]、FT.com “BlackRock and Vanguard divided over stress tests for mutual funds” [2016 年 10 月 2 日]参照

³⁷ 現物償還型の ETF (大半の ETF がこれに該当) は、運用資産の流動性に応じた 4 つのクラスへの分類や流動資産への投資ボリュームのフロアの設定の対象外であるが、ETF のストラクチャーに特有の流動性リスク管理が求められる。

³⁸ ファンドにおけるデリバティブを用いたレバレッジの制限 (SEC が 2015 年 12 月に提案) については、最終規則化が見送られている。