

米国資産運用業界がもたらす システミック・リスクに関する議論の展開

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 2014年7月31日、金融安定監督カOUNシル（FSOC）は非公開の会合を持ち、米国の資産運用業界がもたらすシステミック・リスクに関する議論を行った。その結果、これまで規制当局は、資産運用会社をシステム上重要なノンバンク金融機関（SIFI）に認定することを検討してきたが、その当否よりも、各資産運用会社の商品及び業務がもたらすリスクを重視する可能性を示唆した。
2. 資産運用業界最大手のブラックロックは、当該規制の方向性の転換の可能性を支持し、さらに同社のローレンス・フィンク CEO は、レバレッジド ETF は商品構造上の問題があり、資産運用業界全体に大きな打撃を及ぼす可能性があると言及した。その根拠は明らかにされていないが、レバレッジド ETF に対する懸念点として、長期投資に適さない商品特性に関する顧客の理解不足と市場変動を増幅させる可能性が挙げられる。
3. 一方で、金融安定理事会（FSB）及び証券監督者国際機構（IOSCO）によるノンバンク SIFI 認定評価プロセスにおいては、セクターごとに規模に関する重要性基準が設けられている。資産運用会社がもたらすシステミック・リスク評価に関して、米国当局がファンドの規模に重点を置くのか、商品及び業務内容に重点を置くのか、今後の動向が注目される。

I. はじめに

2014年7月31日、金融安定監督カOUNシル（FSOC）は非公開の会合を持ち、資産運用会社が業界全体として、米国の金融安定に及ぼす可能性があるリスクについて議論を行い、その結果に基づいてスタッフに対して、商品及び業務活動によりフォーカスした分析を行うよう指示したとするリリースを発表した¹。これまで規制当局は、資産運用会社をシステム上重要なノンバンク金融機関（SIFI）に認定することを検討してきた²。しかし、今般公

¹ Financial Stability Oversight Council meeting July 31, 2014

² 詳しくは、小立敬「システム上重要なノンバンク金融機関の特定に関する FSB および IOSCO の提案」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号及び、岩井浩一「運用会社のノンバンク SIFI 認定を巡る米国での議論」同号を参照。

表された FSOC の声明は、SIFI 認定の当否よりも、各資産運用会社の商品及び業務がもたらすリスクを重視する可能性を示唆している。

FSOC は、資産運用会社がもたらすシステミック・リスク抑制策を検討するため、金融調査局 (OFR) に対して分析を要請し、2013 年 9 月に検証結果 (以下、OFR 報告書とする) を公表した³。その後、規制対応コストの増大を警戒した資産運用会社は、自らの資本によるリスクを取っていないとして OFR 報告書の内容に反発してきたが、今般、FSOC が規制の方向性の転換を示唆したことを受け、資産運用会社は歓迎している⁴。次の焦点は、具体的にどの様な商品や業務内容に FSOC がフォーカスするかであるが、OFR 報告書はその点にも言及している。以下は、その詳細である。

II. OFR 報告書の概要

1. 米国の資産運用業界の概観

米国の資産運用業界の運用資産総額 (AUM) は約 53 兆ドル (2012 年末時点) に達し、米国には 1 兆ドル超の AUM を有する資産運用会社が 10 社存在する (図表 1)。そして、上位 10 社の AUM の合計は約 18 兆ドルと、米国の資産運用業界の約 35% を占める。つまり、資産運用業界においてはオペレーションを行う上で規模の経済が働くため、構造的に AUM 上位の運用会社に資産が集中する傾向がある。したがって、大手資産運用会社が提供している商品のリスク特性や、業務活動が内包するリスクを把握する必要があり、それが金融システムにどの様な影響を及ぼすのか考察することが重要である。

2. 資産運用業界が有する脆弱性

1) 高利回りの追求とハーディング (群衆行動)

ファンドの運用者は、常に良好なパフォーマンスを投資家に提供しなければならないというプレッシャーを受けている。高いリターンを追求するためには、高リスクな投資対象を選定する必要がある⁵。そして、高いリターンを獲得することができれば、ファンドの運用者は高い報酬を得ることができる。運用者はパフォーマンスが良好な時には成功報酬を得ることができるが、そうではない時には成功報酬は得られない。つまり、運用者には成功報酬を得るために、より高いパフォーマンスを追求し、より高いリスクを取るインセンティブがある。

資産運用業界においては、資産運用会社が投資家から資金を集めるために、流行している資産や運用戦略を採用するケースが散見される。投資家からの人気があることを理由に、投資対象の市場規模や流動性を鑑みずに、各運用会社が類似した商品を同時期に提供する

³ Office of Financial Research, “Asset Management and Financial Stability” September 2013

⁴ “Asset Managers notch an Important Win”, The Wall Street Journal, July 31st 2014

⁵ ただし、ファンドの運用者は規制が許容する範囲内でリスクをとる。

図表 1 米国で活動する資産運用会社の世界の AUM (2012 年末時点、10 億ドル)

	資産運用会社	AUM	SEC 登録ファンドの AUM	非登録ファンドの AUM
1	ブラックロック	3,791.6	2,114.8	1,676.6
2	バンガード	2,215.2	2,124.3	90.9
3	ステートストリート	2,086.2	608.8	1,477.4
4	フィデリティ	1,888.3	1,436.3	452.0
5	PIMCO	1,624.3	1,054.1	570.2
6	JP モルガン・アセット・マネジメント	1,426.4	742.1	684.3
7	BNY メロン・アセット・マネジメント	1,385.9	490.7	895.2
8	ドイチェ・アセット・マネジメント	1,244.4	298.1	946.4
9	プルデンシャル・フィナンシャル	1,060.3	273.1	787.2
10	キャピタル・リサーチ	1,045.6	1,045.6	0
11	アムンディ	959.8	363.0	596.8
12	ゴールマンサックス・アセット・マネジメント	854.0	338.0	516.0
13	フランクリン・テンプルトン	781.8	617.2	164.6
14	ノーザントラスト	758.9	152.9	606.0
15	ウエリントン	757.7	395.0	362.7
16	AXA	729.8	203.3	526.6
17	メットライフ	721.3	0	721.3
18	インベスコ	687.7	443.8	243.9
19	レグメイソン	648.9	353.6	295.3
20	UBS グローバル・アセット・マネジメント	634.2	12.1	622.2

(出所) OFR 報告書より野村資本市場研究所作成

というようなハーディング（群衆行動）を起こす場合がある。実際、近年の金融危機はハーディングとの関係が深い。ハーディングによって資産価格は急上昇し、その後、何らかの外部要因によって、突如、資産価格が下落する。急激な資産価格の下落が発生すると、運用者は投資家の解約請求に応えられない場合がある。ハーディングの発生は、競争が激化していることを意味し、競合他社対比で良好なパフォーマンスを提供するべく、レバレッジをかけている場合が多いからである。運用者は、投資家による解約請求に応えるために投資対象の有価証券を売却し現金化するが、その売却が更なる売り呼び、レバレッジをかけていればその分だけ増幅される。つまり、資産運用会社の高リターン追求とハーディングはシステミック・リスクを誘発する可能性を内包している。

2) 解約リスク

金融危機時においては、投資家はなるべく早期にファンドを解約し、現金化する方が経済合理的である。各投資家が先を争うように解約請求をすることで、解約制限（ゲート条項）が付与されていないファンドは大量の解約請求に直面する⁶。そして、そのような市況

⁶ ゲート条項とは、投資家の解約を一時的に停止するファンドの規約上の条項のことを指す。

下では、概して市場の流動性が低下している場合が多いため、解約請求に応えるためにポートフォリオを現金化すればする程、基準価額（NAV）は下落する。そして、その下落が更なる投資家からの解約を助長させ、資産運用業界全体が同じ動きをすることで、システムック・リスクは顕在化する。

私募投信等の非登録ファンドは、ある状況下においてゲート条項を発動し、流動性手数料を投資家に課することができる⁷。しかし、資産運用業界全体の約 52%を占める公募投資信託等の SEC 登録ファンドはゲート条項の発動を許容されていないため、そのような手段によって取り付けリスクを回避することは難しい（図表 1）。ただし、本来、取り付けリスクを回避するための流動性手数料及びゲート条項が、むしろ当該リスクを助長する可能性も指摘されている⁸。市場のボラティリティが上昇し、流動性が低下するような傾向が見られると、投資家は流動性手数料及びゲート条項発動の前に、一斉に解約する可能性が高いからである。

運用者は流動性リスクに対応する形で、ポートフォリオを運用している。しかし、それでも 2007 年 8 月、当時最も洗練された運用手法を誇っていると謳われていた BNP パリバ傘下のファンドが資産を凍結し、投資家からの解約請求に応えることができなかった。これを受けて、市場参加者の間で流動性リスクが認識され、欧州中央銀行（ECB）は市場に対して大量の資金供給を行う事態に発展した。この「パリバショック」が発端となり、その後のサブプライム危機及びリーマンブラザーズの破綻につながった経緯がある。

流動性の高い有価証券に投資し、十分に分散されているポートフォリオを有する ETF においても投資家の解約に関するリスクは顕在化する。例えば、2010 年 5 月、フラッシュクラッシュが発生した際には、ETF に関する 21,000 取引の、約 3 分の 2 の取引が執行されなかった⁹。市場の流動性の低下により、ETF の価格と裏付け資産の価格の大きな乖離が指摘され、投資家が ETF を解約する際の価格が大幅にディスカウントされたことが指摘されている¹⁰。

3) レバレッジ

近年の金融危機はレバレッジとの関係が深い。レバレッジをかけている資金の借り手に対する追加証拠金（マージンコール）が資産の投売りを加速させ、金融危機を招くという関係である¹¹。資産運用業界においては、1940 年投資会社法が SEC 登録ファンドに対してレバレッジの水準を制限している。しかし、資産運用業界全体の約 48%を占める非登録フ

⁷ 流動性手数料とは、ある一定の条件の下、投資家の解約を抑止するために解約額に対して追加的に課す手数料のことを指す。詳細は、岡田功太「米国の MMF 最終規則の公表とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号ウェブサイト版を参照。

⁸ “New money market fund rules risk backfire”, Financial Times, July 28th 2014

⁹ フラッシュクラッシュとは、米国株式市場で 2010 年 5 月 6 日に起きた株価の急落。わずか 10 分間で NY ダウ平均株価指数が約 9%の下げ幅を記録した。

¹⁰ SEC and CFTC, “Findings Regarding The Market Events Of May 6, 2010” September 2010

¹¹ 追加証拠金とは、差し入れている証拠金の総額が相場の変動等によって必要額より不足してしまった場合に追加しなければならない証拠金のことを指す。

ファンドは当該制限を課されていない¹²。また、登録ファンドは規定の範囲内でデリバティブに投資することが許容されており、それによってレバレッジをかけることができる。2004年から2008年において、米国の社債ファンドの上位100本のクレジット・デリバティブの平均エクスポージャーは12%増加した。その結果、2008年以降の金融危機時において、デリバティブによるレバレッジの増加は投資家に多大な損失をもたらした。例えば、オープンハイマーのチャンピオン・インカム・ファンドは、トータル・リターン・スワップによるレバレッジが要因で、約80%の損失を被った¹³。

Ⅲ. 規制の方向性転換から生じる新たな論点

1. ブラックロックによるレバレッジドETFに関する言及

資産運用業界最大手であるブラックロックは、OFR報告書の公表以来、SIFI認定を回避するため、資産運用会社がもたらすリスクは銀行とは異なるとし、規制当局は金融システムのリスク低減を目指す際に、AUMではなく商品自体に基準を定めるべきだと主張してきた¹⁴。今般、FSOCがSIFI認定による規制強化ではなく、資産運用会社の商品特性及び業務内容を重視することを示したことを受け、その方向性を支持している¹⁵。

さらに、同社のローレンス・フィンクCEOは、レバレッジドETFは商品構造上の問題があり、資産運用業界全体に大きな打撃を及ぼす可能性があると言及した¹⁶。レバレッジドETFとは、デリバティブを活用することでETFがトラックする原資産（例えば日経平均株価指数）の日次収益率の2倍、あるいはマイナス1倍といった収益を提供しようとするETFである¹⁷。同様の仕組みは古くから投資信託として存在したが、レバレッジドETFは日中に取引可能という特徴もあって、2006年以降、短期投資家を取り込む形でAUMを伸ばし、約550億ドルに達していた（2013年末時点）¹⁸。ローレンス・フィンクCEOは、ブラックロックはレバレッジドETFを決して手がけられないだろうとした上で、SECが同ETFの運用を容認している理由が分からないと述べた¹⁹。

フィンク氏はレバレッジドETFに関して、具体的にどのような商品構造上の問題があるのか述べていない。しかし、以下で紹介するように、レバレッジドETFは2009年頃から、長期投資に適さない商品特性に関する顧客の理解不足と市場変動を増幅させる可能性が懸

¹² ただし、通常、投資家からの受託規定において制限を受けている。

¹³ その後、SECはオープンハイマーに対して、ファンドにおけるレバレッジに関する開示が不十分であるとして、35億ドルの罰金を課した。

¹⁴ 脚注2の岩井論文を参照。

¹⁵ “Risk Panel to Focus on U.S. Asset Managers’ Activities”, Bloomberg, September 31st 2014

¹⁶ “Fink Says Leveraged ETFs May ‘Blow Up’ Industry,” Bloomberg, May 28th 2014

¹⁷ レバレッジドETFの中でも、原資産の日次リターンの2倍もしくは3倍のリターンを提供するETFをレバレッジ型、マイナス1倍のリターンを提供するETFをインバース型と呼ぶ。

¹⁸ “Inverse, Leveraged ETFs See Surge in Assets”, ETF TRENDS, January 21st 2014

¹⁹ 脚注16を参照。

念材料として挙げられていた²⁰。

2. レバレッジETFに対する懸念

1) 長期投資に適さない商品特性に関する顧客の理解不足

2009年、米国金融取引業規制機構（FINRA）は、レバレッジETFの販売にあたっての投資家の適合性や理解についての通知を公表した²¹。具体的には、日次の収益率が指数の倍数に連動しても、長期的な収益率は指数の倍数に連動しないというレバレッジETFの特性を、投資家に正しく理解させているかという指摘である。レバレッジETFは、商品構造上、指数は緩やかに上昇する一方で、ETFについては当初の投資金額よりも減少し、損失が出る性質を有し、長期投資には適さない²²。

仮に、原資産である指数が100で取引されており、日次で指数の2倍の収益率をもたらすレバレッジETFがあるとすると、1日目に指数が15%上昇して115となると、ETFの価格は30%上昇する。2日目に指数が15%下落して97.75となると、ETFの価格は30%下落し91となる。3日目に指数が3%上昇して100.68になると、ETFの価格は6%上昇して96.46となる（図表2）。

初日と比べて3日目の指数は100から100.68に上昇しているが、ETFの価格は96.46に下落している。これはレバレッジETFの収益率が日次の指数の収益率に比例して変動するように設計されているためであり、1日以上保有した場合、複利効果が発生するからである。つまり、レバレッジETFは短期投資には向くが、長期保有には向かない。実際、長期投資を推奨する金融機関がレバレッジETFの取り扱いを停止したケースがあった²³。

図表2 レバレッジETFの収益率推移の例

	指数値	指数の変化率	レバレッジETFの価格	レバレッジETFの価格変化率
0日目	100.00		100.00	
1日目	115.00	+15%	130.00	+30%
2日目	97.75	-15%	91.00	-30%
3日目	100.68	+3%	96.46	-6%

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

2) 市場変動を増幅させる可能性

レバレッジETFに対する2点目の懸念事項は、市場変動を増幅させる可能性を内包し

²⁰ ETFのシステミックリスクに関しては、門前太作「複雑なETF商品に忍び寄る規制強化の兆し」『野村資本市場クォーターリー』2012年冬号を参照。

²¹ FINRA Regulatory Notices 09-31

²² レバレッジETFは保有期間が長く、日々のボラティリティが高いほど、ETFと原資産である指数の収益率は乖離する。

²³ 2009年7月27日、UBS ウェルス・マネジメント・アメリカズは、同社の掲げる長期投資の方針と一致しないことを理由に、レバレッジETFの販売を一時停止した。

ている点である。前例と同様に、原資産である指数が 100 で取引されており、日次で指数の 2 倍の収益率をもたらすレバレッジド ETF を例に挙げる。指数が 1 日目に 10% 下落し、2 日目に 10% 上昇したとする。1 日目のエクスポージャーは当初 200 のエクスポージャーから 10% 下落しているため、180 である。しかし、必要なエクスポージャーは 160 であるから 20 削減する必要がある。2 日目は指数が 10% 上昇したため、エクスポージャーは 160 から 176 となる。しかし、必要なエクスポージャーは 192 であるから 16 増加させる必要がある（図表 3）。

レバレッジド ETF のリバランス（エクスポージャー調整）は毎日行う必要があるが、その追加ポジションは、指数が上昇した日には買いポジションを追加し、指数が下落した日には売りポジションを追加する必要があることがわかる。そして、日々のリバランスは市場が引けに近づいた際に集中して執行されることが多いため、市場変動に影響を及ぼす可能性がある²⁴。その影響の度合いは、レバレッジド ETF の AUM、レバレッジの倍数、原資産である指数のリターンと関連する。

図表 3 リバランスによる必要エクスポージャーの例

	指数値	レバレッジド ETF の価格	必要なエク スポージャー	リバランス前エ クスポージャー	エクスポー ジャーの調整値
0 日目	100	100	200		
1 日目	90	80	160 (=80*2)	180 (=200*0.9)	-20
2 日目	99	96	192 (=96*2)	176 (=160*1.1)	+16

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

IV. 今後の展望

FSOC は、声明において具体的にどのような商品や業務についてリスク評価を行うか明らかにしていない。運用会社を SIFI に認定し規制監督下に置くアプローチから、商品特性及び業務内容がもたらすリスク評価に重点が移行したのであれば、単に AUM の規模等に基づき規制強化が図られるわけではないと考えられる。米国の資産運用業界は大手に資産が集中しているが、例えばレバレッジド ETF に関しては業界最大手のブラックロックは取り扱っていない。その一方で、金融安定理事会（FSB）及び証券監督者国際機構（IOSCO）によるノンバンク SIFI 認定評価プロセスにおいては、セクターごとに規模に関する重要性基準が設けられており、投資ファンドに関しては AUM が 1,000 億ドルとしている²⁵。資産運用会社がもたらすシステムック・リスク評価に関して、米国当局がファンドの規模に重点を置くのか、商品及び業務内容に重点を置くのか、今後の動向が注目される。

²⁴ Cheng and Madhavan, “The Dynamics of Leveraged and Inverse Exchange-Traded Funds”, September 2009 は、S&P500 の終値近くの収益率と推計されるレバレッジド ETF によるリバランス額が、統計上有意な関係にあることを示している。

²⁵ 詳細は、脚注 2 の小立論文を参照。