

資産運用業の構造的脆弱性に係る政策提言

—金融安定理事会（FSB）及び米国における議論—

岡田 功太、小立 敬

■ 要 約 ■

1. 金融安定理事会（FSB）は2016年6月、「資産運用業の活動に伴う構造的脆弱性に関する政策提言案」という市中協議文書を公表した。これは資産運用業の活動が金融システムの安定性に影響する潜在的なリスクの抑止を図ることを目的とした政策提言であり、2016年末までに最終化することが予定されている。
2. 市中協議文書の背景として、第一に、金融危機後に急拡大する資産運用業のトレンドがある。特に債券市場においてはオープンエンド・ファンドの存在感が増している。第二に、ファンドと資産運用会社を潜在的な特定対象とするノンバンク G-SIFIs の検討作業との関係がある。一方で、第三に、米国ではドッド=フランク法の下で資産運用会社をノンバンク SIFIs に特定して厳格なプルデンシャル規制を課すという当初の方針から、資産運用業における特定の商品や業務活動に起因するシステムック・リスクの抑制という観点に軸足が移っていることが挙げられる。
3. 市中協議文書が対象とする分野としては、①オープンエンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチ、②ファンドによるレバレッジ、③金融ストレス下における投資マニデート移転に伴うオペレーショナル・リスク、④資産運用会社及びファンドによるセキュリティ・レンディングであり、特に①及び②に焦点を当ててFSBは検討を行っている。例えば、①に関しては、流動性ミスマッチの抑制の観点から、非流動性資産への投資の制限、ゲート（解約制限）条項の設定、解約可能頻度の調整、ノーティス（解約通知期間）の付与といった措置や流動性ストレス・テストの実施が提言されている。
4. 市中協議文書は、資産運用業の活動がもたらす潜在的なシステムック・リスクへの対処という観点から政策提言を行うものであるが、その潜在性がどの程度なのかを客観的に評価することがまずは規制強化の要否の判断に必要であろう。ただし、流動性ミスマッチに関しては規制の導入に向けた検討が進展する可能性がある。米国証券取引委員会（SEC）は、オープンエンド・ファンドに流動性リスク管理プログラムの導入を義務付けるとともにスウィング・プライシングの導入を任意で求める検討を行っている。FSBの市中協議文書に関する今後の議論に関しては、パブリック・コメントを踏まえたFSBにおける検討とともに、米国等において規制の検討がどのように進展していくかについても注意を払う必要がある。

I. FSB による政策提言の公表

金融安定理事会（FSB）は2016年6月22日、「資産運用業の活動に伴う構造的脆弱性に関する政策提言案」という市中協議文書を公表した¹。これは資産運用業の活動が、金融システムの安定性に影響する潜在的なリスクの抑止を図ることを目的とした政策提言である。具体的には、構造的脆弱性として以下の4つの分野が挙げられており、全部で14の政策提言が示されている（図表1）。

- ① オープンエンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチ
- ② ファンドによるレバレッジ
- ③ 金融ストレス下における投資マナデート移転に伴うオペレーショナル・リスク
- ④ 資産運用会社及びファンドによるセキュリティ・レンディング

FSBは、上記のうち①及び②について主たる構造的脆弱性を有する資産運用業の活動として焦点を当てている。①の対象は、基準価額（NAV）に基づいて解約することが可能な公募及び私募のオープンエンド・ファンドであり、ETFも含まれる（ただし、既に規制対応が図られているMMFを除く）。また、②の対象は、借入あるいはデリバティブを活用してレバレッジをかけているあらゆるファンドである。公募及び私募、オープンエンド及びクローズドエンド、そしてETFも含まれる。

本稿では、上記の4つの分野の政策提言の内容とその背景について、米国の資産運用業に関する新たな規制の検討との関係性を整理した上で、FSBの市中協議文書の政策提言を概観する。なお、FSBは市中協議文書のコメント期限を9月21日に設定しており、市中協議プロセスを経て2016年末までに最終化することを予定している。

II. 資産運用業における構造的脆弱性の議論の背景

1. 債券市場において急拡大するオープンエンド・ファンド

FSBが資産運用業の活動に伴う構造的脆弱性に注目する背景として、第一に、金融危機後に急速に拡大する資産運用業のトレンドが挙げられる（図表2）。FSBによると、世界の資産運用業の運用資産総額（AUM）は、2004年の50兆ドルに対して2014年には76兆ドルにまで増加しており、資産運用業のAUMが世界の金融システムの総資産に占める割合は約40%に達している。オープンエンドの投資信託のAUMは、2009年の18兆ドルから2015年には31兆ドルに増え、中でも債券ファンドのAUMは、2015年に8兆ドルに達し、近年急拡大している。

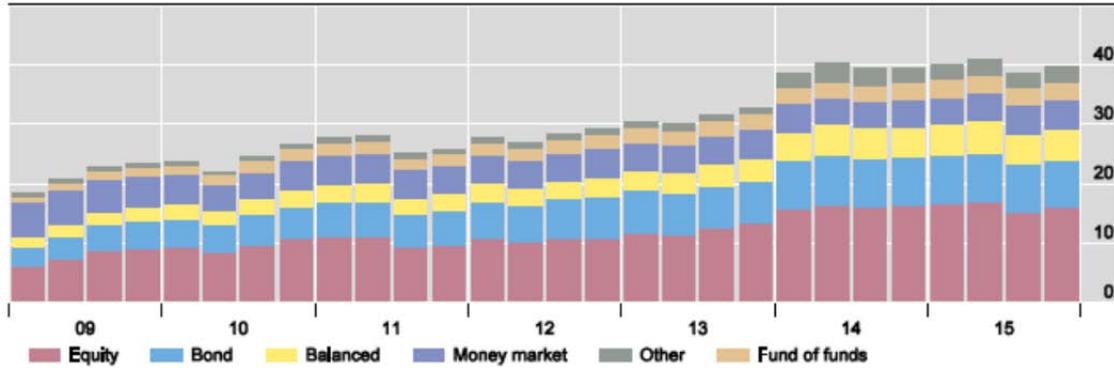
¹ FSB, “Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities,” June 2016.

図表 1 資産運用業の構造的脆弱性に係る政策提言

I. オープンエンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチ 情報及び透明性の欠如	
提言1	当局は、金融の安定の観点から生じるリスクに応じて、自らの法域のオープンエンド・ファンドの流動性リスク・プロファイルに関する情報を収集すること。当局は、既存の報告規制をレビューし、それらが十分であり、要求される報告が十分に詳細かつ高い頻度であることを確保するという点で適切なものとなるよう改善を図ること
提言2	当局は、投資家に対する既存の開示規制をレビューし、金融の安定の観点からオープンエンド・ファンドがもたらす流動性リスクに応じて、ファンドの流動性プロファイルに関してファンドが投資家に提供する追加的な開示が必要かどうかを決定すること。当局は、要求される開示が十分な質を有し、高い頻度であることを確保するよう投資家に対する既存の開示規制の改善を図ること。この点に関して、IOSCOは既存のガイダンスをレビューし、必要に応じて改善を図ること
ファンド設計時及び継続ベースの流動性リスク管理ツールにおけるギャップ	
提言3	オープンエンド・ファンドの構造から生じる重大な流動性ミスマッチの可能性を引下げるために、当局は、平常時及びストレス時の市場環境の下での資産の流動性及び投資家行動を考慮に入れながら、(新規及び既存の)ファンドの開始時及び継続的にファンドの資産及び投資戦略がファンド・ユニットの解約を規定する契約条件と一致していることを求める規制又はガイダンスを設けること。この点に関して、IOSCOは既存のガイダンスをレビューし、必要に応じて改善を図ること
提言4	当局は、必要に応じて、オープンエンド・ファンドの流動性リスク管理ツールの有効性を拡げ、ストレス時の市場環境の下でさえ解約できる可能性を向上させるための当該ツールを利用する際の障害を取り除くこと。この点に関して、IOSCOは既存のガイダンスをレビューし、必要に応じて改善を図ること
提言5	当局は、ファースト・ムーバー・アドバンテージが存在する場合、それを抑制するために流動性リスク管理ツールをオープンエンド・ファンドに利用できるようにすること。当該ツールには、スウィング・プライシング、解約手数料及びその他の反希釈化措置が含まれる。この点に関して、IOSCOは既存のガイダンスをレビューし、必要に応じて改善を図ること
提言6	当局は、金融の安定に対するリスクを緩和する流動性リスク管理を支援するために個々のオープンエンド・ファンドのレベルでのストレス・テストのガイダンスを要求及び／又は提供すること。規制及び／又はガイダンスは、ストレス・テストの必要性及びどのように実施するかに対応するものであること。この点に関して、IOSCOは既存のガイダンスをレビューし、必要に応じて改善を図ること
例外的状況に対処する流動性リスク管理ツールの十分性	
提言7	当局は、(規制上の要求又はガイダンスを通じて)オープンエンド・ファンドが異常時の流動性リスク管理ツールを利用する明確な意思決定プロセスを促し、当該プロセスが投資家及び関係当局に明らかであること。この点に関して、IOSCOは既存のガイダンスをレビューし、必要に応じて改善を図ること
提言8	当局は、オープンエンド・ファンドの異常時の流動性リスク管理ツールの利用に関するガイダンスを提供し、適切かつ必要な場合には指導すること。この点に関して、IOSCOは既存のガイダンスをレビューし、必要に応じて改善を図ること
提言9	当局は、必要に応じて、ファンドその他の機関投資家の集団的な売却が金融市場及びより一般的には金融システムの強靭性に与える潜在的な影響を捕捉できる金融システム全体のストレス・テストを検討すること
II. ファンドによるレバレッジ	
提言10	IOSCOは、適切なネットティング及びヘッジの前提を十分に考慮した簡素かつ一環したファンドのレバレッジの計測手法を開発すること。それによって当局はファンドのレバレッジがもたらすリスクの理解を深め、より意味のあるレバレッジのモニタリングを可能とし、グローバル・レベルでファンド間の直接的な比較が可能になる。IOSCOは、当初の計測方法を補完するよりリスク・ベースの計測方法の策定についても検討し、グローバル・レベルでファンド間のレバレッジのモニタリングの改善を図ること
提言11	当局は、ファンドのレバレッジのデータを収集し、レバレッジ制限のないファンド又は金融システムに重大なレバレッジ関連リスクをもたらすファンドのレバレッジの利用をモニタリングし、必要に応じて措置を講じること
提言12	IOSCOは、自らが開発した簡素かつ一貫した計測手法に基づいてメンバー国にまたがるレバレッジの国別・地域別の集計データを収集すること
III. 金融ストレス下の投資マンドートの移転に伴うオペレーショナル・リスク	
提言13	当局は、大規模かつ複雑及び／又は重大なサービスを提供している資産運用会社に対して、特に業務継続計画及び移転計画について、ストレス環境の下、顧客口座及び投資マンドートが秩序だてて移転できるための包括的かつ強靭なリスク管理の枠組み及びリスク管理実務に関する規制又はガイダンスを有すること
IV. 資産運用会社及びファンドによるセキュリティ・レンディング	
提言14	当局は、セキュリティ・レンディング業務に関して、エージェント・レンダー又は資産運用会社から顧客に提供される損失補償(indemnification)をモニタリングすること。当該モニタリングによって金融の安定に負の影響をもたらす重大なリスク又は規制アービトラージの進展を認識した場合、当局は資産運用会社が顧客に提供する損失補償から生じる潜在的な信用損失を適切にカバーしていることを確認・追認すること

(出所) FSB 市中協議文書より野村資本市場研究所作成

図表2 オープンエンド・ファンドのAUM推移



(注) 単位は1兆ドル。

(出所) International Investment Funds Association (IIFA)、FSB 市中協議文書

FSB は、資産運用業という市場ベースの金融仲介機能の拡大は、クレジット及び投資の面で新たなソースを提供するものであって、国際的な資本フローを支え、金融システムの競争を促すことで、金融システムの効率性を改善するものと評価している。FSB は一方で、資産運用業が金融システムにもたらすリスクを正確に把握し対処することの重要性を指摘する。この点に関して、米国では金融規制の適用によって大手金融機関を含むブローカー・ディーラーが自らのバランスシートを縮小せざるを得ない状況となっており、マーケット・メイキング機能が低下し、社債市場の流動性に影響を及ぼしていると指摘されている²。一方で、過去10年の間に投資信託が保有する社債のシェアは8%未満から24%に拡大しており、米国の社債市場ではオープンエンド・ファンドの存在感が増している。

そのような状況下、米国の資産運用会社サード・アベニュー・マネジメントが2015年12月9日に約7億8,900万ドルの運用資産総額を有するフォーカスト・クレジット・ファンドの清算を公表した。投資対象であるハイイールド債の流動性がエネルギー価格の下落やデフォルト率の上昇を受けて一時的に急低下し、投資家の大量の解約請求を前に資産を売却し十分な流動性を確保することができなかったことから、ファンドの清算が決定されたものである。同じ頃、12月10日に米国のヘッジファンドであるストーン・ライオン・キャピタル、同月14日には英国のヘッジファンドのルシダス・キャピタル・パートナーズのファンドの解約が相次いで停止された。いずれもハイイールド債に多くの投資を行っており、流動性低下に起因する大量解約への対応の困難化という清算理由が挙げられていた。このようなファンドの清算は、米国社債市場の流動性リスクの顕在化が投資対象資産の流動性低下を通じてファンドの解約リスクとして顕在化したものである。

FSB の市中協議文書が、特にオープンエンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチに焦点を当てている背景として、米国において投資対象の資産流動性の低下に伴って解約請求への対応できなくなった事例が実際に生じていることとの関連性も指摘できる。

² 詳細は、岡田功太「米国社債市場の構造変化と流動性を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号を参照。

2. システム上重要なノンバンクの特定との関係

第二に、FSB が資産運用業の構造的脆弱性を検討する背景には、FSB 及び証券監督者国際機構（IOSCO）によるグローバルなシステム上重要な非銀行・非保険金融機関（NBNI G-SIFIs）、いわゆるノンバンク G-SIFIs の特定に係る議論がある。これは、トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（大きくてつぶせない）の問題の終結に向けて FSB が進めるグローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）に対する政策措置の検討のうち、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）及び保険会社（G-SIIs）に続く議論である。FSB 及び IOSCO は 2015 年 3 月にノンバンク G-SIFIs の特定手法に係る第 2 次市中協議文書を公表し、ファンドと資産運用業者をノンバンク G-SIFIs として特定する「デュアル・アプローチ」を提案している³。

しかしながら、資産運用業界はデュアル・アプローチに基づくノンバンク G-SIFIs の特定手法に反対する姿勢である。例えば、伝統的アクティブ運用の雄であるフィデリティは、ノンバンク G-SIFIs の特定が投資家や市場に破壊的な打撃を与え、FSB 及び IOSCO がノンバンク G-SIFIs の特定を強行するのであれば、メンバーである米規制当局は断固として拒否すべきであるとの主張を展開している⁴。また、同社は、FSB 及び IOSCO には米国のファンドや運用業者をノンバンク G-SIFIs に特定する権限はなく、ノンバンク G-SIFIs の特定は米国法規に準じたものではないことを指摘している。

一方、FSB は、資産運用業界からの反対や社債市場の流動性の問題について踏まえつつ、2015 年 3 月には資産運用業におけるより長期的な構造的課題を特定することを目的として、①最近の市場流動性と資産運用業の活動に関連するリスクの特定、②資産運用業に関する脆弱性の構造的な原因の特定、③潜在的リスクを緩和し得る既存の政策措置の役割の評価、④必要に応じた政策提言を行うための調査を開始した。その後、FSB は 2015 年 9 月に構造的脆弱性に関する初期分析を公表している⁵。すなわち、FSB の市中協議文書は、金融危機後から継続しているノンバンク G-SIFIs の特定に関する検討作業の一環としても位置づけられている。したがって、ノンバンク G-SIFIs の特定手法の最終化については、FSB は 2016 年末までに最終化される資産運用業の構造的脆弱性に関する政策提言を待つて行う予定としている。

なお、FSB による 2015 年 9 月の初期分析においては、年金基金やソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）の潜在的な脆弱性についても検討対象とされていたが、今般の市中協議文書では、年金基金及び SWF は対象に含まれていない。FSB は、年金基金や SWF の扱いに関しては、各エンティティの規模や性格、法的形態によってリスクは多様であるとしてノンバンク G-SIFIs の特定プロセスの中で構造的脆弱性を評価する方針を示している。

³ 詳細は、小立敬、岡田功太「システム上重要なノンバンク金融機関（NBNI G-SIFIs）の特定に関する第 2 次市中協議」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

⁴ “Fidelity Berates Carney’s FSB on Too-Big-to-Fail Fund Fix,” *Bloomberg*, May 28 2015.

⁵ FSB, “Meeting of the Financial Stability Board in London on 25 September,” September 2015.

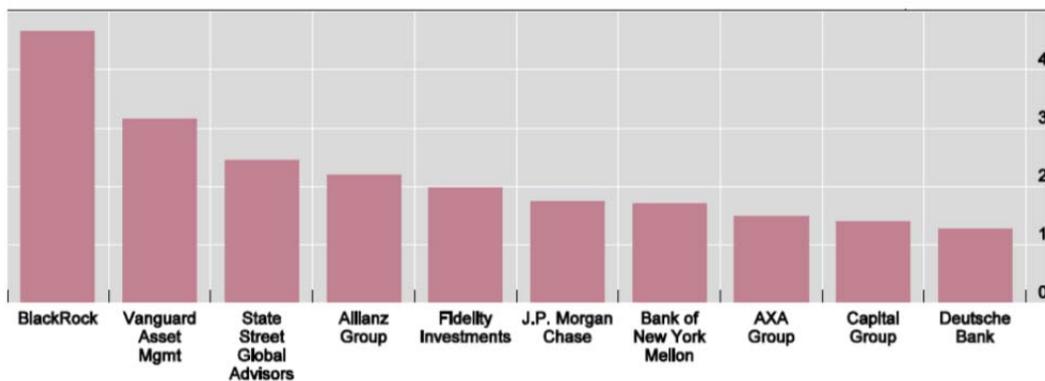
3. 米国の検討の影響を受けるグローバルな議論

資産運用業における構造的脆弱性に関する政策提言の背景として、第三に、米国等における巨大な資産運用会社の存在が挙げられる。FSB は市中協議文書において、世界の資産運用業における AUM の約 50% を米国の資産運用会社が占めていること、さらに AUM が 1 兆ドルを超える欧米の大手の資産運用会社に AUM が集中していることを指摘している（図表 3）。

そもそも、資産運用業の潜在的なシステミック・リスクの抑止を図るプルデンシャル規制に関する議論のきっかけは、2013 年 9 月に米国財務省の金融調査局（OFR）が策定した報告書であったように思われる⁶。米国のマクロプルデンシャル当局である金融安定監督カウンスル（FSOC）は、OFR の報告書を踏まえてブラックロックやフィデリティといった米国の資産運用会社をドッド=フランク法に基づく米国のノンバンク SIFIs に特定すべきか否かの検討を行ってきた⁷。

その結果、FSOC は 2014 年 7 月、米国の資産運用業に対するプルデンシャル規制の方向性として、資産運用会社をノンバンク SIFIs に特定するのではなく、システミック・リスクを誘発する可能性がある「特定の商品や業務活動」に焦点を当てることを示唆した⁸。その後、FSOC は 2014 年 12 月に資産運用業のプルデンシャル規制に係る市中協議を行い、①流動性及び解約、②レバレッジ、③オペレーショナル・リスク、④レゾリューション（資産運用会社及び集団投資スキームの破綻処理・清算）の 4 点について市場参加者から意見を募集している⁹。

図表 3 大手資産運用会社の AUM



(注) 単位は 1 兆ドル、2014 年末時点。
(出所) Towers Watson、FSB 市中協議文書

⁶ 詳細は、岡田功太「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」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号を参照。

⁷ 詳細は、岡田功太「整理を要する米国ノンバンク SIFI の特定と解除を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号を参照。

⁸ 詳細は、岡田功太「プルデンシャル規制に関して対立する米当局と米国資産運用業界」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号を参照。

⁹ FSOC, “Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities,” December, 2014.

このような米国における議論の流れをみると、個々の資産運用会社を米国ノンバンク SIFIs に特定して厳格なプルデンシャル規制を求めるという当初の方針から、資産運用業界の特定の商品や業務活動に起因するシステミック・リスクを抑止するというところに軸足が移っていることがわかる。FSB の市中協議文書についてもこうした米国の議論を意識しているのか、資産運用会社ではなくその活動に焦点を当てている。また、デュアル・アプローチが提案されているノンバンク G-SIFIs の特定手法の最終化について FSB は、資産運用業の活動に係る構造的脆弱性に関する検討の結論を見極めるとしている。

以上の背景を踏まえた上で、FSB の市中協議文書の提言について次章以降で確認する。市中協議文書は、①オープンエンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチ、②ファンドによるレバレッジ、③金融ストレス下の投資マニデート移転に伴うオペレーショナル・リスク、④資産運用会社及びファンドによるセキュリティ・レンディングという4つの分野に関して14の政策提言を示している。FSB は、4つの分野のうち流動性ミスマッチとレバレッジが主たる構造的な脆弱性であると捉えている。

Ⅲ. 投資対象資産と解約条件間の流動性ミスマッチ

1. 検討の背景

FSB は、オープンエンド・ファンドの投資対象資産の流動性と日次で生じるユニットの解約は、資産運用業における主な構造的な脆弱性であると認識する。既にオープンエンド・ファンドの流動性リスクの管理手法としては、各国の法律や規制として要求されるもの、あるいは資産運用会社が採用するものなど様々な政策措置やツールが存在する。もっとも、FSB は、それらは主に投資家保護を目的に設計されていると認識しており、金融システムの安定に潜在的なリスクを生じる構造的脆弱性に対しては十分に対応するものではない可能性を指摘している。

そこで FSB は、金融システムの安定という観点から、既存の政策ツールに残る脆弱性として下記の残余リスクに焦点を当てながら、オープンエンド・ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチに関する政策提言を行っている。

- ① 既存の規制上の情報及び一般的な開示は、流動性変換 (liquidity transformation) と金融システムに与えるインプリケーションを評価するために十分か
- ② 流動性リスク管理実務は、潜在的なリスクに対応するために水準調整されているか
- ③ 適用されている政策ツールは、ストレス下の市場環境に十分に対応できるか

2. 流動性リスク・プロファイルの透明性向上 (提言 1、2)

FSB は、まずファンドの流動性リスクに関する開示及び透明性の向上を図る提言を行う。具体的には、金融システムの安定という観点から自国のオープンエンド・ファンドの流動

性リスク・プロファイルに関する情報の収集を各国当局に対して要求している（提言 1）。その上で当局が収集すべき情報として、①ファンドの流動性リスクの評価（資産運用会社の評価手法を含む）、②ポートフォリオ及び保有資産の流動性、③クレジット・ラインなどの緊急時の資金調達手段を挙げている。また、当局には、金融システムの安定の観点から、オープンエンド・ファンドの流動性リスク・プロファイルに関する自国の開示規制は十分なものであるか、投資家に対して追加的开示が必要かどうかを検討することが求められている（提言 2）。当局はその際、投資家の十分な理解を得るという観点から開示の頻度が適切であるかについても検討しなければならない。

3. ファンドの流動性リスクの管理

1) 流動性ミスマッチのリスクの抑制（提言 3）

オープンエンド・ファンドの構造から生じる流動性ミスマッチのリスクを抑制するためには、ファンドの設立時に加えて、設立後についても継続的に投資対象資産（または投資戦略）の流動性とユニットの解約条件とが一致していることが重要である。そこで FSB は、各国当局に対して、投資対象資産の流動性とユニットの解約条件を一致させるための規制またはガイダンスを策定することを要求する（提言 3）。オープンエンド・ファンドの構造的な流動性ミスマッチの緩和は FSB が重視している点であり、政策提言の中でも最も重要なポイントであると考えられる。

市中協議文書では、投資対象資産の流動性とユニットの解約条件が一致することを確保するためのファンド設計時の措置として、複数の手法が示されている。例えば、投資家に日次の設定・解約（流動性）を提供しているファンドについては、（資産の性質に係る明確なガイドラインの下で）非流動性資産に対する投資制限が挙げられている。一方、非流動性資産に投資する戦略を採用しているファンドについては、ゲート（解約制限）条項の設定、解約可能頻度の調整、ノーティス（解約通知期間）の付与、必要に応じてクローズドエンド・ファンドとして組成を求めることなども想定されている¹⁰。

また、FSB は、投資戦略や投資資産の流動性と解約条件とを一致させることで流動性変換リスクを抑制することができると考えている。そこで市中協議文書は、ファンドの保有資産の流動性を測る適切なパラメーター、あるいは非流動性資産に対してリミットを設定する手法を挙げている。解約条件に照らして流動性の適切性を評価する際には、通常時及び金融ストレス時において想定される流動性を考慮することが求められる。

一方、投資対象資産の流動性とユニットの解約条件とを継続的に一致させるためには、ファンドの解約条件、市況の変化、投資家の投資行動を踏まえて適切なポートフォリオの構成を確保するようファンドの流動性プロファイルを継続的に管理・調整する必要がある。そのための措置として市中協議文書は、ファンドのノーティスを延長することやファンドの保有資産の流動性を向上させるといった解約の特性を変える措置を挙げている。そして、

¹⁰ ゲート条項やノーティス設定は主にヘッジファンドが採用している手法である。詳細は前掲脚注 8 論文を参照。

市中協議文書は各国当局に対して、投資対象資産とユニットの解約条件とを継続的に一致させるためにファンドに頑健な流動性リスク管理手続を設けることやガイダンスを策定することを求めている。

さらに、ファンドに流動性の高い資産を保有させることを促す流動性バッファーまたはターゲットの適切な利用、ファンドの保有資産を流動性によって分類しリスク管理を行う流動性ティアリングまたはバケッティングを通じた継続的な資産の流動性の評価を含め、市中協議文書は、ファンド内部のリスク管理プログラムの最低基準を設定することを挙げている。流動性バッファーや流動性ティアリング、非流動性資産の保有制限はファンド全体の流動性リスク・プロファイルを決定する際に考慮され、後述の流動性ストレス・テストの結果を踏まえて必要に応じて調整される。

2) 流動性リスク管理ツールの改善（提言 4）

次に市中協議文書は、金融ストレス状況下でも解約に応じることができる可能性を向上させるための「流動性リスク管理ツール」の有効性の改善を求めている。具体的には、各国当局は、必要に応じて金融ストレスの下であってもオープンエンド・ファンドの流動性リスク管理ツールが有効に機能するかどうかを検証し適切に改善を図ることが求められる（提言 4）。

流動性リスク管理ツールは、事前のツール（pre-emptive measures）と事後のツール（post-event measures）に整理されている。事前のツールには、適切な流動性の制限、ファンドの流動性のモニタリング、ストレス・テスト、適切なポートフォリオの構成及び分散投資が含まれる。事後のツールとしては、金融ストレス時にファンドからの資金の流出を防止するためのゲート等の措置が該当する。当局は、様々なツールを評価する際に償還を遅らせる効果について考慮することが求められる。一方、流動性管理ツールの利用がむしろ金融システムにストレスが生じているシグナルとして投資家に認識されることで、他のファンドに影響が拡大する波及（spillover）するリスクにも留意しなければならないとする。

3) ファースト・ムーバー・アドバンテージの抑制（提言 5）

市中協議文書は、オープンエンド・ファンドにおいて生じる「ファースト・ムーバー・アドバンテージ」の抑制を求めている。一般に投資家のファンドの解約コストは当該ファンドを未だ解約していない投資家によって負担されることから、投資家には先を争って解約を行うインセンティブが生じる。特に、金融危機の際には、市場流動性がなくなることから解約コストはより一層高まることから、解約が殺到して資産運用会社への解約請求が巨額に上ることになる。そうなると、資産運用会社は投資資産の投売り（fire sale）を余儀なくされることになり、資産の市場価格がさらに下落するという負の連鎖に陥る可能性がある。これがファースト・ムーバー・アドバンテージの問題である。

市中協議文書は、スウィング・プライシングや解約手数料等のファースト・ムーバー・アドバンテージを抑止するための措置をオープンエンド・ファンドが利用できるようにすることを当局に求めている¹¹（提言5）。スウィング・プライシングとは、解約者のNAVを調整することで解約者と未解約者の間で解約コストを平準化するオペレーションである¹²。ただし、当局は、スウィング・プライシングや解約手数料を含むどの措置がファースト・ムーバー・アドバンテージを抑止する効果があるのか、金融システムの安定へのリスク、波及リスクを緩和するためにはどのように設計するかという点について検討をすることが求められている。また、そうしたツールが存在しない法域の当局は、当該ツールをどのように利用可能にするか、投資家にどのように伝達するかを検討しなければならない。

なお、提言3から提言5の流動性リスク管理ツールやファースト・ムーバー・アドバンテージを抑止する措置については、米国においてより具体的な提案が既に行われている。証券取引委員会（SEC）は2015年9月、米国の投資信託及びETFに関する流動性リスク管理規則案を採択した¹³。米国は、国際的な議論に先だって資産運用業界に流動性リスク管理に関する手法の検討を要請している。SEC規則案は、投資家がタイムリーに投資信託やETFの持分を解約できることを目的としており、FSBの市中協議文書におけるファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチの議論に類似している。SEC規則案の焦点は、オープンエンド・ファンドに対して流動性リスク管理プログラムの導入を義務付けること、スウィング・プライシングの導入を任意で求めていることである¹⁴。

4）流動性ストレス・テスト（提言6）

市中協議文書は、金融システムの安定に対するリスクの緩和という観点から、各国当局に個々のファンド・レベルで実施するストレス・テストに関するガイダンスの策定を求めている（提言6）。ストレス・テストは、資産運用会社が金融ストレス時に当該会社が運用する他のファンドを含む他の市場参加者の予想される行動を考慮しながら、資産の流動性の変化や解約の影響を評価することを促すものとして位置づけられる。頑健なストレス・テストの実施によって、ファンドの全体的な流動性リスク管理とともに金融システムの安定に対する潜在的なリスクに対処するものとして金融ストレス時に利用可能なファンドの流動性を強化することになるとする。ストレス・テストの結果は、ファンドの保有資産、流動性リスク管理ツール、緊急時の対応策（コンティンジェンシー・プラン）を修正するために利用される。

¹¹ FSBは明記していないが、解約手数料とは2014年7月に米国SECによって最終化された米国のMMF規制における流動性手数料を意識した内容であると考えられる。流動性手数料の詳細は、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年秋号を参照。

¹² スウィング・プライシングのオペレーションの詳細は、岡田功太「米国の投信及びETFの流動性リスクを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号を参照。

¹³ SEC, “SEC Proposes Liquidity Management Rules For Mutual Funds And ETFs,” September, 2015.

¹⁴ SECの流動性リスク管理規則案の詳細は、前掲脚注12論文を参照。

4. 異常時の流動性リスク管理ツールの適切性（提言 7、8）

市中協議文書は、提言 3～6 の下での一般的な流動性リスク管理ツールに加えてファンドの解約停止（サスペンション）、現物支給による解約（リデンプション・イン・カインド）、低流動資産の分離（サイドポケット）を含む、例外的な金融環境に対応するための「異常時の流動性リスク管理ツール」の十分性を確保することを求めている¹⁵。

まず、最初の政策提言として、異常時の流動性リスク管理ツールを実行する際のオープンエンド・ファンドによる明確な意思決定プロセスを促し、投資家及び関係当局に明らかにすることを求めるよう各国当局に要請する（提言 7）。異常時の流動性リスク管理ツールがどのように実行されるのかが明らかになることで投資家は当該ツールがいつどのように実行されるかを認識し、波及効果が緩和されることが期待されている。

また、各国当局が異常時の流動性リスク管理ツールの実行に関するガイダンスを提供することを求めている（提言 8）。当該ガイダンスが策定されれば、異常時の流動性リスク管理ツールの実行に伴う潜在的な波及効果や資産運用会社が当該ツールを実行することに伴うレピュテーション・リスクをどのように回避できるかが明らかになる。市中協議文書は、異常時の流動性リスク管理ツールを実行するのは、ファンドの投資戦略やポートフォリオの流動性等を最もよく把握している資産運用会社であるべきとする一方、資産運用会社がファンドの状況について十分に評価できないという例外的な状況においては当該ツールの適用を指示する権限を当局に与えることも想定している。

5. 追加的な市場流動性に関する検討（提言 9）

市中協議文書は、流動性ストレス・テストに関して必要に応じて金融システム全体を対象とするストレス・テストの実施を各国当局が検討することを求めている（提言 9）。現在、多くのマクロprudential当局が資産運用会社やその他の機関投資家を含む金融システム全体のストレス・テストの実施を模索または既に実施している。FSB としては、群集的な行動や金融市場への影響をより理解するためにシステム全体のストレス・テストの中にファンドや機関投資家をどのように織り込むか各国が議論することを促している。

IV. ファンドによるレバレッジ

1. 検討の背景

ファンドによるレバレッジは、流動性ミスマッチと同程度に重要な論点であると位置づけられており、FSB はファンドがレバレッジを活用することはグローバルな金融システムのリスクを増幅させるものとして捉えている。ここでいうレバレッジとは、借入を通じた

¹⁵ サスペンション及びサイドポケットは主にヘッジファンドが活用する手法である。

オンバランスのレバレッジに加えてデリバティブを活用したシンセティックなレバレッジも含まれる。

FSB は、レバレッジが金融システムのリスクを増幅するチャネルは3つあると指摘する。第一はカウンターパーティ・チャネルである。資産運用会社もしくはファンドが、例えば、OTC デリバティブを利用する場合、当該取引のカウンターパーティにリスクが波及すれば金融システム全体にリスクが拡散するおそれがある。第二は相互関連性のチャネルである。ヘッジファンド等のレバレッジをかけているファンド（レバレッジド・ファンド）は、プライム・ブローカー等の金融仲介業者から借入を行っており、他の金融機関との間の相互関連性を通じてリスクが拡散する可能性がある。第三は資産売却を通じたチャネルである。レバレッジド・ファンドは、資産価格の下落に伴うマージン・コールの発生あるいはヘアカットの上昇によって、流動性を確保しレバレッジを戻すために資産売却を強いられる可能性がある。

一方で、FSB はファンドのレバレッジを抑制する規制は既に存在していることを認識している。法域毎に水準や対象ファンドの種類は異なるが、オープンエンド・ファンドではバランスシートのレバレッジに制限が設けられることがある。特に、ヘッジファンドについては、G20 の合意の下で監督当局がモニタリングを行うことができるようレバレッジの水準を当局に報告することが求められている。また、シンセティックなレバレッジをもたらすOTCデリバティブには集中清算義務が課せられており、非集中清算取引には原則2016年9月からマージン規制が適用された。市中協議文書は既存の規制を踏まえた上で、金融システムの安定の観点から以下の2つの点を残余リスクとする。

- 法域内及び法域間でレバレッジの計測のための一貫した基準が存在せず、監督当局に提供される情報の集計・分析のためのシステム改善が必要であることを背景とするレバレッジ・データの一貫性及び利用可能性の欠如
- 法域をまたがる財務レバレッジ及びシンセティックなレバレッジの制限

2. レバレッジに関する政策提言（提言 10、11、12）

市中協議文書はかかる問題意識を受けて、ファンドによるレバレッジに関する政策提言として3つを掲げる。第一の提言として、IOSCO に対してネットィング及びヘッジを考慮した簡素かつ一貫したファンドのレバレッジの計測手法を開発することを要請している（提言 10）。これは、ファンドによるレバレッジがもたらすリスクについて、個々のファンドのデータをグローバルに集計しファンド間で直接比較を可能にすることを目的としたものである。ただし、簡素かつ一貫したレバレッジの計測手法については、レバレッジの実際のリスクを十分に計測できない可能性があることから、市中協議文書はIOSCO に簡素で一貫したレバレッジの計測手法に加えて、よりリスク・ベースのレバレッジの計測手法

を 2018 年末までに開発することを求めている¹⁶。

第二の提言として、各国当局はデータを収集し、レバレッジ制限のないファンドまたは金融システムに重大なリスクをもたらすファンドをモニタリングし、必要に応じて措置を講じることを求めている（提言 11）。また、第三の提言として、IOSCO に対して簡素かつ一貫したレバレッジの計測手法に基づいて国別・地域別の集計データを各国にまたがって集めることを要求する（提言 12）。IOSCO は、監督当局がファンドのレバレッジをグローバルにモニタリングできるよう 2019 年末までに集計データを収集しなければならない。

なお、米国当局はファンドのレバレッジについても、流動性リスク管理ツールと同様、FSB に先行して議論を始めている。SEC は 2015 年 12 月、米国の投資信託、ETF、クローズドエンド・ファンド等を含む登録投資会社（ファンド）のデリバティブ活用に関する規則案を採択した¹⁷。当該規則案は、デリバティブによってレバレッジがかかったファンドが、資産運用会社もしくはファンドの経営・運営危機を招き急激な資産価格の変動をもたらすといったシステムック・リスクの抑止を目的としており、FSB がファンドによるレバレッジに関して有する問題意識と概ね一致している¹⁸。

また、FSOC は 2016 年 4 月、ヘッジファンドのレバレッジに関して精査するグループを設置する予定を明らかにした¹⁹。当該グループは、ヘッジファンドによるレバレッジに関するデータを分析し、カウンターパーティに対するエクスポージャーあるいは取引戦略等のリスク要因を検証するという。なお、具体的なファンド名は挙げられていないものの、シタデル、DE ショー、ブリッジウォーター等のヘッジファンドが精査の対象となる可能性がある。

V. オペレーショナル・リスク及び投資マンデートの移転

1. 検討の背景

FSB は、金融ストレスの状況下で、投資マンデート（または顧客口座）を他の資産運用会社に移転する場合、オペレーション上の問題から投資マンデート等が円滑に秩序だつて移転できなくなることによって金融システムの安定を損ねることを懸念する。また、資産運用会社が他の金融機関に NAV 算出等のためのプライシング・モデルや IT プラットフォ

¹⁶ IOSCO によるレバレッジの計測手法の開発に際しては、①シンセティック・レバレッジについて将来的に変化するデリバティブ・エクスポージャーから生じるリスクを捕捉し、多様なデリバティブ市場のポジションを区別し、商品特性を考慮すること、②ネットティングとヘッジに関する前提条件は、真の経済的なレバレッジを過小評価、過大評価しないよう慎重に考慮すること、③ロングとショートを認識することを通じてポジションの方向性を考慮すること、④レバレッジを計測するモデルに係るモデル・リスクを抑制することという原則が示されている。

¹⁷ SEC, “SEC Proposes New Derivatives Rules for Registered Funds and business Development Companies,” December, 2015.

¹⁸ 詳細は、岡田功太「米国 SEC による投信・ETF のデリバティブ取引規制改革案—レバレッジド・インベース ETF に対する影響—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号を参照。

¹⁹ “Hedge Fund Leverage faces new Scrutiny by Top U.S. regulator,” *Bloomberg*, April 18 2016.

ームを含む重要なサービスを提供している場合、金融ストレスの環境下においてはそれらを他のサービスに代替する際にオペレーション上の困難が生じる可能性を指摘する。

FSB としては、顧客口座を資産運用会社から他の資産運用会社に移管する場合、資産運用会社が提供するサービスを他社に変更する場合のオペレーショナル・リスクとして、①顧客口座を他の資産運用会社に移転する際のデリバティブ契約の解約²⁰、②顧客に提供する付随サービスについて特にストレス状況下で速やかに変更する際のオペレーショナル・リスク²¹、③顧客口座を移転する際の法的及び規制上のハードルを挙げる²²。FSB は、このような問題に対処できる既存の規制・監督ツールや市場実務が存在する場合もあるとするが、それらは国毎に区々であることを指摘している²³。

2. オペレーショナル・リスクに関する提言（提言 13）

市中協議文書は、大規模かつ重大なオペレーション関連のサービスを提供する資産運用会社を対象として、特に業務継続計画（BCP）及び移転計画（transition plan）については、ストレス環境下でも顧客口座や投資マンデートを秩序だてて移転できるようなリスク管理の枠組みに関する規制またはガイダンスを策定することを各国当局に求めている（提言 13）。また、ファンドによる OTC デリバティブ・ポジションの集計データや情報へのアクセスの確保、ストレス環境下における顧客口座及び投資マンデートの移転から生じるオペレーション上の困難さを特定し対処するための経験及び方法の共有を関係当局に要請している。

VI. 資産運用会社及びファンドによるセキュリティ・レンディング

1. 検討の背景

FSB は、資産運用会社やファンドが行うセキュリティ・レンディングが金融システムの安定にもたらすリスクにも注目している。ファンド（カストディ）は、資産運用会社の指示に基づいて証券を他のファンドに貸出すことがある一方で、特にヘッジファンドはシヨ

²⁰ 具体的には、他の資産運用会社へ顧客口座を移転する際、通常はデリバティブ契約を解約して新たな契約を締結することとなる。ストレス下の市場環境では、当初または新たな資産運用会社はクローズアウト条項またはデリバティブ契約の再構築というオペレーション上の困難さに直面することが想定される。

²¹ 付随サービスの例として、①プライシング及びバリュエーションのサービス、②ポートフォリオ・リスク・モデル及びコンプライアンス・プラットフォーム、③取引注文管理及びトレーディング・プラットフォーム、④セキュリティ・レンディング・エージェント、⑤カストディ・サービスが挙げられている。

²² 例として、登録、外国銀行での口座開設、投資家への報告、関係当局からの承認、バリュエーションのリコンサイル、金利などの受取債権の把握といった点が挙げられている。

²³ 具体的な規制・監督ツールや市場実務として、①標準化された OTC デリバティブの集中清算を促進する規制改革、②オペレーショナル・リスクをカバーする資産運用会社の資本要件、③資産運用会社に適切なオペレーショナル・リスク管理プロセス及びリスク・リミットの設定を図る規制要件、④資産運用会社に業務継続計画（BCP）を要求する規制要件、⑤外部カストディアンを求める規制要件、⑥資産運用会社のオペレーショナル・リスクを評価、監視、措置を講じる監督ツール、⑦資産運用会社の間で投資ポートフォリオの移管を目的としたトランジション・マネージャーの利用、⑧資産運用会社の内部リスク管理ツールが挙げられている。

ート・ポジションを構築するために証券を借入れる場合もある。その他にも大規模な資産運用会社が証券の貸し手となる場合や借り手である他のファンドに保険契約の様な損失補償 (indemnification) を供する場合もある。FSB は、このような場合においてセキュリティ・レンディングのカウンターパーティ・リスクが増大する可能性を指摘する。

こうしたリスクへの対応としては一般に、ファンドの実質所有者である資産運用会社にセキュリティ・レンダーとしての規制やリスク管理が適用されるが、その詳細な設計やリスクの対象範囲は法域によって大きく異なっている。また、セキュリティ・レンディングに関わるファンド及び資産運用会社には内部リスク管理ツールがあるが、それらのツールは、カウンターパーティの選定手法、担保の基準やヘアカット、日次の時価評価、集中制限、ポートフォリオに占める貸出証券の割合に対する制限、定期的なカウンターパーティの信用評価に留まっている。

もともと、FSB はシャドバンキングの監督・規制の枠組みの下で、2013 年にレポ及びセキュリティ・レンディングを含む証券金融取引 (SFT) に関する規制の枠組みを定め、各国に適用することを求めている²⁴。セキュリティ・レンディングに関しては、現金担保再投資、担保のバリュエーションや管理、最低ヘアカットに関する規制が含まれている。そのため、FSB はセキュリティ・レンディングに関わる規制が各国で適切に導入されれば、金融の安定に対するリスクは低下すると述べている。例えば、①SFT のデータの収集・集計をグローバルに行うことで資産運用会社やファンドによるセキュリティ・レンディングの実態やリスクが明らかになり、②非集中清算の SFT に最低ヘアカット規制が適用されれば過度のレバレッジや不適切なヘアカットがもたらすストレス時のプロシクリカリティに対処し、③現金担保再投資に関する最低基準が導入されればそれらに関わる問題は削減されるとする。

2. セキュリティ・レンディングに関する提言 (提言 14)

FSB は、各国でセキュリティ・レンディング規制が導入されれば問題ないとみているものの、資産運用会社やエージェント・レンダーが顧客に提供する損失補償に関しては規制対応が十分ではないと認識している。そこで、市中協議文書は、各国当局がセキュリティ・レンディングにおいて資産運用会社等から顧客に提供される損失補償をモニタリングし、重大なリスクまたは規制アービトラージが認識される場合には、損失補償から生じる潜在的な信用損失を資産運用会社が適切にカバーできているかどうかを確認することを求めている (提言 14)。

²⁴ FSB, “Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking; Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos,” August 2013.

VII. 今後の注目点

金融危機以前には、満期変換及び流動性変換という金融仲介機能を担う銀行セクターで生じる預金者の取付けが、金融システムの安定を損ねるリスクとして認識されていたことから、預金取付けの予防を目的として銀行を対象に自己資本規制を含むプルデンシャル規制を適用することが理論的に正当化されてきた²⁵。しかしながら、リーマン・ブラザーズの破綻後、米国の MMF で生じた元本割れをきっかけとして MMF 市場で解約請求が殺到し流動性危機が顕在化したことから、金融危機後はむしろホールセール市場における機関投資家の資金の取付けに対して規制対応の必要性が議論されるようになった。

その結果として、金融危機後には資産運用業に対して新たな規制の枠組みが構築されている。2009年4月のロンドン・サミットでは、ヘッジファンドやそのマネージャーに登録制を導入し、システムック・リスクの評価のためにレバレッジを含む必要な情報を監督当局に報告すること、適切なリスク管理の確保のためにヘッジファンドを監督対象とすることについて G20 首脳の間で合意が図られ、国際的なヘッジファンド規制の枠組みが整備された。また、シャドバンキングの監督・規制の一環として、MMF については原則として固定 NAV から変動 NAV への移行が求められ、(MMF 以外の) シャドバンキング・エンティティのうち資金の取付けが生じる可能性のある集団投資ビークルについても、複数の規制ツールの選択肢の中から各国当局が適切なツールを適用することが求められる²⁶。そして、FSB が公表した今般の市中協議文書は、資産運用業における特定の活動に焦点を当てて新たな規制の枠組みを提案するものである。

FSB の市中協議文書は、資産運用業の活動が金融システムの安定に影響する潜在的なリスクの予防という観点から政策提言を行っている。この点に関して、資産運用業と金融危機の関係性を歴史的に振り返れば、1997年のアジア通貨危機と翌年のロシア危機の影響を受けて、米国の大手ヘッジファンドのロング・ターム・キャピタル・マネジメント (LTCM) が実質的に破綻した結果、金融市場に大きな混乱が生じたという事例や、金融危機初期の2007年8月には、BNP パリバ傘下のファンドが投資家からの解約を凍結する旨を発表したことで市場の混乱がさらに拡大したという事例がある。過去には確かに資産運用業の活動がシステムック・リスクをもたらした実例があったといえる。

しかしながら、金融危機以前の金融システムと危機後の金融システムでは、その構造や

²⁵ 例えば、預金取付けを説明する代表的な理論モデルを提供する Dimond and Dybvig (1983) は、取付けが一度始まると個々の預金者の預金引出しは銀行の流動性減少を通じて、その他の預金者に対して負の外部性をもたらすことから、すべての預金者は自己の預金を保護するためにできる限り早く預金を引出そうとし、「自己選択制約」(self-selection constraint) による預金取付けの発生を説明する。そして、自己選択制約による取付けを抑制するために、中央銀行による最後の貸し手機能 (LLR) や預金保険制度による預金者保護に加えて、プルデンシャル規制を正当化している (Diamond, Douglas and Philip Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *The Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, pp. 401-419)。

²⁶ 具体的には、①解約を管理するツール (ゲート、解約停止、解約手数料その他の解約制限、サイドポケット)、②流動性リスク管理ツール (非流動性資産の投資制限、流動性バッファー、集中制限)、③レバレッジ制限、④マチュリティ制限という選択肢がある (FSB, "Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking; Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities," 29 August 2013.)。

性質が大きく変化していることも指摘できる。G20 の枠組みの下で国際的に金融規制が強化された現在、金融セクターのレバレッジは全体として抑制され、過度のリスクテイクは困難になっている。金融規制環境という観点だけで論じれば、金融システムは健全かつ安定的なシステムの実現に向かっていているといえよう。

したがって、資産運用業の活動がもたらす潜在的なシステムミック・リスクへの対処という課題に取り組むには、まずは現在の金融規制環境の下でシステムミック・リスクの潜在性がどの程度のものであるかについて客観的に評価することが規制の要否の判断に必要であると考えられる。例えば、市中協議文書は、投資マンドートの移転に伴うオペレーショナル・リスクについて、過去にはストレス状況下でオペレーション上の困難さが金融システムの安定を損ねたような事態は生じたことはなくその潜在的な重大性を評価することは難しいと述べているが、現在の金融規制環境を前提としてその重大性を評価することこそが規制の必要性の議論に結びつくということではないだろうか。

米国投資会社協会 (ICI) のポール・スコット CEO は、FSB の市中協議文書の政策提言について、資産運用会社にとっては解約手数料の導入は歓迎できるが、ストレス・テストに伴う追加的なコスト、様々なデリバティブを含む多様なポートフォリオの流動性とレバレッジの測定方法の標準化が大きな課題であると述べる。それと同時にスコット CEO は、政策提言は仮説ではなく過去の経験とデータに基づくものでなければならないという点を強調している²⁷。スコット CEO の主張ではないが、FSB から市中協議文書の提示を受けた資産運用業界としては、過去の経験とデータに基づくとともに、現在の金融規制環境を前提として潜在的なシステムミック・リスクの原因となり得るか否かという観点から必要な規制の枠組みを議論していくことが必要であろう。

もともと、ファンドの投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチについては、各国レベルで規制の導入に向けた検討が進展する可能性がある。冒頭で触れたサード・アベニューを始めとするハイイールド債ファンドの例だけでなく、EU 離脱という国民投票の結果を受けた英国では、商業用不動産価格が下落するという予測の下、商業用不動産ファンドに投資家からの解約が殺到し、2016年7月4日から6日にかけて合計7社、総額約180億英ポンドの商業用不動産ファンドが解約を停止するという事態が起きている²⁸。こうした実際の経験については、ファンドの投資対象資産が非流動性資産である場合に解約停止が市場の混乱を抑止するために有効に機能した事例として規制当局が認識する可能性も考えられる。

また、投資対象資産とユニット解約条件間の流動性ミスマッチに関する米国の検討状況を見ると、FSOC は 2016 年 4 月に「資産運用商品及び活動に関する精査のアップデート」

²⁷ “FSB proposes stress testing for asset managers,” *Financial Times*, June 22 2016.

²⁸ 7社とは、スタンダード・ライフ傘下のスタンダード・ライフ・インベストメンツ、アヴィヴァ傘下のアヴィヴァ・インベスターズ、プルデンシャル傘下の M&G インベストメンツ、ヘンダーソン・グループ傘下のヘンダーソン・グローバル・インベスターズ、アメリプライズ・グループ傘下のコロンビア・スレッドニードル、カナダ・ライフ傘下のカナダ・ライフ・アセット・マネジメント、アバディーン・アセット・マネジメントである。

を公表し、その中で再び流動性ミスマッチの問題について言及している²⁹。そして、当該アップデートの公表の際、FSOC 議長であるジャック・ルー財務長官は、FSOC と SEC との間で役割を補完することが重要であるとし、オープンエンド・ファンドの流動性リスク管理強化については、実質的に SEC に主導権を委ねる方針を明らかにした³⁰。SEC は現在、投資信託及び ETF に関する流動性規則案を提示している。SEC 規則案はオープンエンド・ファンドに流動性リスク管理プログラムの導入を義務付けるとともに、スウィング・プライシングの導入を任意で求めている。SEC 規則案が最終化される蓋然性は高いと考えられており、米国では流動性ミスマッチに対応する規制の枠組みが整備される見込みである。

これまで見てきたとおり、FSB による資産運用業の活動に伴う構造的脆弱性を踏まえた新たなプルデンシャル規制の導入の要否に関する検討は、米国が FSB の議論に先だって牽引してきたように思われる。FSB の市中協議文書に関する今後の議論について留意すべき点としては、市場参加者からのパブリック・コメントを踏まえた FSB の検討は当然のことながら、特に投資対象資産と解約条件間の流動性ミスマッチあるいはファンドによるレバレッジについて、米国を始めとする各国で具体的な規制の検討がどのように進展していくかについても十分に注意を払う必要があるだろう。

²⁹ FSOC, “Update on Review of Asset Management Products and Activities,” April, 2016.

³⁰ “FSOC Urges Stronger Liquidity Practices for Mutual Funds,” *American Banker*, April 8 2016.