

米国の投信及びETFの流動性リスクを巡る議論

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 証券取引委員会（SEC）は2015年9月、米国の投信及びETFに関する流動性リスク管理規則案を採択した。当該規則案は、投資家がタイムリーに投信及びETFの持分を解約できることを目的としており、主に「流動性リスク管理プログラム」と「スウィング・プライシング」の導入から構成される。
2. 流動性プログラムとは、米国の投信及びETFに対して、各ポジションの流動性分類とポートフォリオの流動性リスク評価及び管理を義務付けるものである。一方で、スウィング・プライシングとは、米国の投信に対して任意に導入を求めるもので、解約者の基準価額を調整することで、既存の投資家と解約者に公平に解約コストを配分するオペレーションを指す。
3. 米国の資産運用会社であるサード・アベニュー・マネジメントは2015年12月9日、フォーカスト・クレジット・ファンド（ハイ・イールド債投信）の清算と解約停止を公表した。投資対象資産の流動性が低下し、投資家からの大量解約に応えることができなかつたためであり、SECが最も懸念していたファンドの流動性リスクが顕在化した。今後、当該規則案以外にも、資産運用業界が潜在的に有するシステムリスク抑止を目的とした規制が強化されるだろう。

I. 脳裏を過る 2007 年のパリバ・ショック

サード・アベニュー・マネジメント（TAM）は2015年12月9日、約7億8900万ドルの運用資産総額（AUM）を有するフォーカスト・クレジット・ファンド（FCF）の清算と解約停止を公表した¹。FCFのパフォーマンスは、2013年に+16.5%とハイイールド債投信の分類の中で上位の実績であったが、2014年に-6.3%、2015年に-27%（12月9日時点）と同分類の中で最下位に沈み、2015年5月からの7カ月間で運用資産総額（AUM）の3分の2が毀損した²。エネルギー価格の下落やデフォルト率の上昇に伴い、投資対象資産の流

¹ Third Avenue Management, “Third Avenue Funds Focused Credit Fund”, December, 2015.

² “Third Avenue CEO David Barse Departs” Wall Street Journal, December 14th 2015.

動性が低下し、同ファンドは投資家からの大量解約に応えるために十分な資産売却ができなかった。そして、TAMは現金化を急ぐことで、更なる資産価格の急落を回避するためにFCFの清算と解約停止に至った。

当該決定は、TAMが取りうる選択肢の中で最も適切であったと報じられた³。TAMが引き続き解約を受け付けた場合、少数の大手投資家が先に流動性のある資産を売却することで資金を回収し、結果、他の投資家は資金回収が困難となり、FCF清算のコストを負ってしまう可能性が高いからである。

FCFはポートフォリオの約40%が無格付け、約48%がB格未満であり、当該資産配分はその他の平均的なハイイールド債ファンドの約3倍であることから、ディストレスとも言うべきファンドである。FCFに顕在化した流動性リスクは、ハイイールド債市場全体に波及するものではないと見ることができよう（図表1、2015年7月末時点）⁴。

図表1 フォーカスト・クレジット・ファンドの保有資産の格付け分類
(2015年7月末時点)

格付け	組み入れ比率
AAA	0.00%
AA	0.00%
A	0.00%
BBB	0.00%
BB	1.09%
B	9.85%
B 未満	47.83%
無格付け	41.23%

(出所) 各種報道より野村資本市場研究所作成

その一方で、2015年12月10日に米国ヘッジファンドのストーン・ライオン・キャピタル、同14日に英国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。共にハイイールド債に多く投資していたとされ、解約停止理由がFCFと同様であったことから流動性リスクは伝染しており、一部では2007年8月のパリバ・ショックと類似していると考えられた。当時、BNPパリバ傘下ファンドの解約停止によって市場に疑心暗鬼が広がり、流動性が枯渇した結果、2008年に金融危機が発生した。

ただし、2008年当時とは異なり、ハイイールド債市場が動揺しても、金融規制により大手銀行の社債の保有比率は減少しているため、システミックリスクが顕在化するような事態は起こり得ないとの指摘もある⁵。いずれにせよ、近年、長らく論点となっていたファンドの流動性リスクに関する懸念がくすぶり始めている。

³ “Junk Fund’s Demise Fuels Concern over Bond Rout” Wall Street Journal, December 10th 2015.

⁴ “Third Avenue Gives high Yield a Bad Name” Wall Street Journal, December 14th 2015

⁵ “Why high-Yield Debt Selloff Isn’t 2007 Over Again. Or Is It?” Bloomberg, December 17th 2015.

Ⅱ. 資産運用業界に対する規制を巡る議論

1. 債券市場の構造変化に伴う流動性ミスマッチに関する懸念

米国投資会社協会（ICI）によると、2007年以降、米国の債券投信及びETFに1.5兆ドルの資金が流入し、債券投信及びETFの社債保有率は2008年の9%から2013年の17%に増大した。そして、低金利環境下においてインカムを捻出するために、債券ファンドはハイイールド債等の高リスクな債券への投資配分を拡大させた。一方で、大手銀行は2010年に成立したドッド・フランク法をはじめとする金融規制の影響から、債券の保有額を2008年の金融危機以前の3分の1以下に縮小し、一部では債券市場の流動性低下が懸念されている⁶。

図表2が示す通り、2014年以降、国際通貨基金（IMF）、国際決済銀行（BIS）、連邦準備制度理事会（FRB）、イングランド銀行（BOE）などの規制当局は、投信及びETF等のファンドの流動性（投資家の設定・解約の頻度）と、ハイイールド債等の投資対象資産の流動性の間にミスマッチが発生し、投資家の大量解約がファンドの流動性リスク顕在化の引き金になる可能性について相次いで懸念を表明した。

図表2 規制当局によるファンドの流動性リスクに関する言及

2014年2月	マネタリー・ポリシー・フォーラム (FOMCに対する提言を目的とした フォーラム)	投資家によるファンドの持分の解約と、銀行の取り付け騒ぎが発生する構造の類似点に関する実証研究
2014年4月	アンドリュー・ホールデン氏 (BOEの主席エコノミスト)	2008年以降、年率約40%のペースで拡大するハイイールド債及びエマージング債ファンドに対する警戒
2014年4月	IMF (国際金融安定性報告書)	ハイイールド債及びレバレッジドローンの投信及びETFの解約が、当該資産の投げ売りを誘発する可能性
2014年6月	BIS (年次報告書)	低金利の環境下、投資家がより高リスクで流動性の低い資産を選好していることに対する警戒
2015年1月	マーク・カーニー氏 (BOEの総裁)	比較的流動性の低い資産に投資している35兆ドル規模のミューチュアル・ファンドが課題であると言及
2015年3月	スタンレー・フィッシャー (FRBの副議長)	パニックに陥った投資家が一斉に解約請求を行った場合、一部の投信及びETFが応じることができない可能性
2015年4月	IMF (国際金融安定性報告書)	「資産運用と金融の安定性」の中でファンドの取り付けリスクに関して言及

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2. FSOCによるプルデンシャル規制案

2014年12月、金融安定監督カウンシル（FSOC）は資産運用業界のプルデンシャル規制に関して意見を募集する通達（プルデンシャル規制案）を発した⁷。当該通達は米国資産運用業界の商品及び業務活動について、図表3が示す4点に着目して、システムミックリスク

⁶ “The New Bond market; How One Manager Doubles Down on Danger” Wall Street Journal, September 21st 2015.

⁷ FSOC, “Notice Seeking Comment on Asset Management products and Activities”, December, 2014.

誘発の可能性について意見を募集した⁸。その中でも、特に「流動性及び解約」は FCF の清算と解約停止によって表面化したリスクと関連する。

一般に、ある投資家によるファンドの解約コストは、当該ファンドを解約していない投資家によって負担される。金融危機時には市場流動性が枯渇しているため当該解約コストは高まり、投資家は先を争ってファンドを解約する可能性が高く、資産運用会社に対する解約請求は巨額になる。FSOC は資産運用会社が投資対象資産の投げ売りを余儀なくされ、資産価格が下落するという負の連鎖に陥る可能性があると考えた。

それに対して資産運用業界は、米国の公募ミューチュアル・ファンドは十分な流動性を有しており、過去に取り付けによる急激な資金流出に見舞われたことはないと反論した。そして、1940 年投資会社法が投信に対して十分な流動性を保有するよう促していることから、FSOC のプルデンシャル規制案の内容は、既に証券取引委員会（SEC）による規制監督体制によって成り立っていると主張した。例えば、フィデリティは「FSOC を構成するメンバーの中で、米国資産運用業界及び資本市場、その規制に最も精通しているのは SEC であり、引き続き SEC が米国資産運用業界の規制監督を主導すべきである」と述べている⁹。その結果、本稿執筆時点で、FSOC によるプルデンシャル規制案に関する議論は中断されている。

図表 3 FSOC によるプルデンシャル規制案

	規制対象項目	概要
1	流動性及び解約	投資対象資産の流動性低下に伴い、ある投資家の解約が他の投資家の解約を誘発し、ファンドの取り付けが発生するかどうか
2	レバレッジ	レバレッジ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かどうか
3	オペレーショナル・リスク	あるカストディ等が提供するサービスに、資産運用会社が過度に偏り、当該金融機関の経営動向の影響を受けるかどうか
4	レゾリューション	資産運用会社が国際的なオペレーションを展開している場合、どの程度のレゾルバビリティ（破綻実行可能性）を有しているのか

(出所) FSOC より野村資本市場研究所作成

3. SEC が主導する資産運用業界に対する規制

その後、資産運用業界に対する規制強化は FSOC に代わって SEC が主導した。2015 年 5 月、SEC は情報開示強化に関する規則案（情報開示規則案）を採択した¹⁰。当該規則案は投信、ETF、その他の登録投資会社等に対して、新たにフォーム N-PORT とフォーム N-CEN の報告を義務付けることで、ポートフォリオに関するリスクの監視強化を目的としている。フォーム N-PORT とは、ポートフォリオの保有銘柄に関する各種価格データ、レポ、セキュリティ・レンディング、デリバティブ等に関する月次報告である。フォーム N-CEN

⁸ FSOC によるプルデンシャル規制案の内容と、それに対する資産運用業界の反論に関する詳細は、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 “Asset managers could face tighter supervision under new plan: SEC” Reuters, December 11th 2014.

¹⁰ SEC, “SEC Proposes Rules to Modernize and Enhance Information Reported by Investment Companies and Investment Advisers”, June, 2015.

とは、フォーム N-SAR に代わる年次報告であり、ETF やセキュリティー・レンディングに関する項目が新たに追加された¹¹。

情報開示規則案によって投信及びETFの透明性が向上することを前提に、2015年9月、SECは、米国の投信及びETFに関する流動性リスク管理規則案（流動性規則案）を採択した¹²。流動性規則案は投資家がタイムリーに投信及びETFの持分を解約できることを目的としており、前述のFSOCによるプルデンシャル規制案の「流動性及び解約」に類似するものである。SECの流動性リスク管理規則案の焦点は、OEFに対して「流動性リスク管理プログラム」の導入を義務付けた点と、「スウィング・プライシング」の導入を任意で求めた点である。

流動性リスク管理プログラムは、1940年投資会社法の規則22e-4を新設するものであり、導入対象はMMFを除く全ての登録オープン・エンド・ファンド（OEF）である。つまり、ユニット・トラストやクローズド・エンド・ファンドは含まれない。一方で、スウィング・プライシングは、1940年投資会社法の規則22c-1を改正するものであり、導入対象はETF及びMMFを除く全ての登録OEFである（図表4）。

図表4 SECの流動性リスク管理規則案の導入対象

	導入手法	法制度	導入対象
流動性リスク管理プログラム	義務	1940年投資会社法 22e-4（新設）	・全ての登録オープン・エンド・ファンド ・MMFを除く ・ユニット・トラストを除く ・クローズド・エンド・ファンドを除く
スウィング・プライシング	任意	1940年投資会社法 22c-1（改正）	・全ての登録オープン・エンド・ファンド ・MMF及びETFを除く

（出所）SECより野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 流動性リスク管理プログラムの概要

1. 各ポジションの流動性分類

流動性リスク管理プログラムは、第一に、対象OEFの各ポジションを流動性の観点から分類する。「NAVに甚大な影響を与えることなく、各ポジションを換金するために必要な日数」に基づき、図表5が示す6つのカテゴリーに分類する。当該分類は保有資産毎ではなく、ポジション毎に行われる。例えば、あるOEFが、ある大型株1銘柄について大きなポジションを有していたとする。当該大型株のポジションの半分を1営業日で換金可能であり、残りの半分のポジションを2営業日で換金可能である場合、対象が1銘柄だとしても図表5が示す「分類1」と「分類2」に別々に分類する。

¹¹ フォーム N-SAR とは、投信及びETFに関するシェアクラスやサービスプロバイダーの詳細、ポートフォリオの価格情報の詳細、財務諸表に関する情報などの詳細に関する報告書である。

¹² SEC, “SEC Proposes Liquidity Management Rules For Mutual Funds And ETFs”, September, 2015

図表 5 ポートフォリオの流動性分類

分類 1	1 営業日 (one business day)
分類 2	2-3 営業日 (2-3 business days)
分類 3	4-7 日 (4-7 calendar days)
分類 4	8-15 日 (8-15 calendar days)
分類 5	16-30 日 (16-30 calendar days)
分類 6	30 日超 (more than 30 calendar days)

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

各ポジションを流動性別に分類する際、9 つの流動性評価ファクター（指標）を参照する（図表 6）。指標 1-8 は一般的に各資産の流動性を測定する場合に考慮されるものであり、指標 9 の「当該資産とその他のポートフォリオにおける資産との関係性」とは主にリバース・レポやデリバティブ取引に関連する。例えば、投信がデリバティブ取引を行う際、原則、カウンターパーティーに担保資産を差し入れる。当該デリバティブ取引の流動性が高いと評価されたとしても、担保資産の流動性が低ければ、結果的に投信はデリバティブ取引を迅速に解消できない。したがって、流動性リスク管理プログラムは、当該デリバティブ取引と担保資産の関係性を考慮することとした。

ポートフォリオに組み入れられている資産の流動性評価ファクターに関するデータが欠けている場合は、類似資産を代替指標として参照する。ただし、SEC は、流動性評価ファクターは完全に包括的ではないこと、流動性の評価はアセット・クラスによって異なる場合があること、OEF によっては同一の資産の流動性について異なる評価をする可能性があること等を認識しており、市場参加者に意見を求めている。

図表 6 各ポジションの流動性評価ファクター

指標 1	当該資産が上場しているか否か、上場している場合の銘柄数、市場参加者の分散度合いと質を含めた存在感
指標 2	当該資産のトレードまたはクオートの頻度及び日次の平均取引ボリューム（当該資産が証券取引所に上場しているか否かに関わらない）
指標 3	当該資産の取引価格のボラティリティ
指標 4	当該資産のビッド・アスク・スプレッド
指標 5	当該資産が標準化され単純な構造を有しているかどうか
指標 6	当該資産が債券の場合、償還期限と発行日
指標 7	当該資産の取引の制限及び当該資産の譲渡の制限
指標 8	当該資産の日次の取引ボリューム及び発行数に対する対象 OEF における当該資産のポジションのサイズ
指標 9	当該資産とその他のポートフォリオにおける資産との関係性

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

2. ポートフォリオの流動性リスクの評価と見直し

第二に、各ポジションの流動性分類だけではなく、ポートフォリオ全体の流動性リスクの評価と定期的な見直しである。流動性リスクとは、「通常もしくはストレス下において、基準価額（NAV）に甚大な影響を与えずに、投資家の解約に応じることが不可能になるリスク」と定義される。まさに、TAMによるFCFの清算の要因である。

流動性リスクを評価する際、資産運用会社は、少なくとも4つの流動性リスク・ファクターを考慮する（図表7）。当該ファクターは対象 OEF の解約ポリシー（解約停止条項の有無等）、投資家及び販売チャネルの分散度合い、資金調達のための借入の条件、現金等の保有状況等、多岐にわたるが、最低限の基準である。SEC は他にも考慮すべきファクターが存在し得るのか、対象 OEF の商品構造によって適切なファクターが異なるのか等について市場参加者に対してコメントを募集している。

図表7 流動性リスク・ファクター

指標 1	下記の指標 1-1 から 1-5 を考慮した短期及び長期の設定・解約に関するキャッシュフローの予想
指標 1-1	通常及びストレス下における当該 OEF の過去の設定・解約の規模、頻度、ボラティリティ
指標 1-2	当該 OEF の解約ポリシー
指標 1-3	当該 OEF の保有者の集中度
指標 1-4	当該 OEF の販売チャネル
指標 1-5	当該 OEF の短期及び長期の設定・解約に関するキャッシュフロー予想の正確さ
指標 2	当該 OEF の運用戦略及びポートフォリオの流動性
指標 3	投資目的のための借入及びデリバティブの活用
指標 4	現金及び現金同等物の保有、借入の契約とその他の資金調達手段

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

3. ポートフォリオの流動性リスク管理

第三に、資産運用会社は、ポートフォリオの流動性リスクについて評価するだけではなく、管理しなければならない。その際、主に「3 営業日流動性資産の最低保有率（Three-Day Liquid Asset Minimum、TLA 比率）」及び「非流動性資産 15%制限」の2つの基準を用いる。

TLA 比率とは、現金及び3 営業日（3 business days）以内に NAV に甚大な影響を与えることなく換金可能な資産の最低保有率を指す。1940 年投資会社法の規則 22c-2 は、主に投信に対して7 日間（7 calendar days）以内に解約のオペレーションを完了することを規定している。しかし、大部分のファンドの持分はブローカーディーラーによって売却されるため、実質的には 1934 年証券取引所法の規則 15c6-1 に基づき、3 営業日以内に解約のオペレーションを完了する。したがって、TLA 比率の基準を3 営業日としている。

TLA 比率は、図表 7 の流動性リスク・ファクターを参照した上で OEF 毎に設定し、少なくとも半年に一度見直す必要がある（ただし、TLA 比率をゼロに設定することは許容されない）。また、対象 OEF のポートフォリオが TLA 比率を下回った場合、流動性の高い資産を売却することで無理に TLA の比率を上昇させる必要はないが、TLA 比率を満たすまで TLA 以外の資産を買い取ることは認められない（図表 8）。

図表 8 3 営業日流動性資産の最低保有率の概要

TLA 比率の設定手法・基準	・各 OEF が独自に決定
	・流動性リスク・ファクターを参照
	・原則、TLA 比率ゼロは不可
TLA 比率を下回った場合	・TLA 以外の資産の買い取り不可
	・高流動性資産を売却し、TLA 比率を上昇させる必要はない
TLA 比率の見直し	・少なくとも半年に 1 度

（出所）SEC より野村資本市場研究所作成

次に、非流動性資産 15%制限とは、1992 年 3 月に SEC が公表したガイダンスの規定を 1940 年投資会社法において明文化するものである¹³。非流動性資産とは「7 日間（7 calendar days）以内に通常通り売却または処分することができない資産」を指す。TLA 比率は保有資産に関する基準である一方で、非流動性資産 15%制限はポジションに関する基準であり、例えばプライベート・エクイティ、IPO 銘柄、不動産等の持分に関する制限である。ポートフォリオにおいて非流動性資産の組み入れ比率が 15%を超えている場合、当該資産を無理に売却する必要はないが、15%を下回るまで非流動性資産を買い取ることは認められない。なお、対象 OEF の取締役は TLA 比率及び非流動性資産 15%制限について承認しなければならない。

IV. スウィング・プライシングの概要

1. 既存投資家の持分希薄化防止策

流動性リスク管理規則案は、任意でスウィング・プライシング（SP）を導入することを認めている。SP とは解約者の NAV を調整することで、既存の投資家と解約者に対して公平に解約コストを配分するオペレーションを指す。米国の投信は、1940 年投資会社法規則 22c-1 により、16 時（米国東部標準時間）時点の NAV を算出した上で、その日の設定・解約のオペレーションが行われる一方で、投資家の解約通知を受けた次の営業日に、解約額にあわせてポートフォリオを変更する。つまり、ある投資家のファンド解約コストは、当

¹³ SEC, “Revisions of Guidelines to Form N-1A, Investment Company Act Release No. 18612”, March, 1992.

該ファンドを解約していない投資家に移転される。市場流動性が低下し、ファンド解約コストが上昇するような局面においては、各投資家が先を急いで解約請求し、ファンドの流動性リスク顕在化を誘発する可能性がある。それを回避するためには、ファンドの設定・解約に伴うコストを、設定・解約を行う当事者の NAV に反映させることで、既存投資家の持分希薄化を防止しなければならない。このような NAV 調整のオペレーションを SP と呼称する。

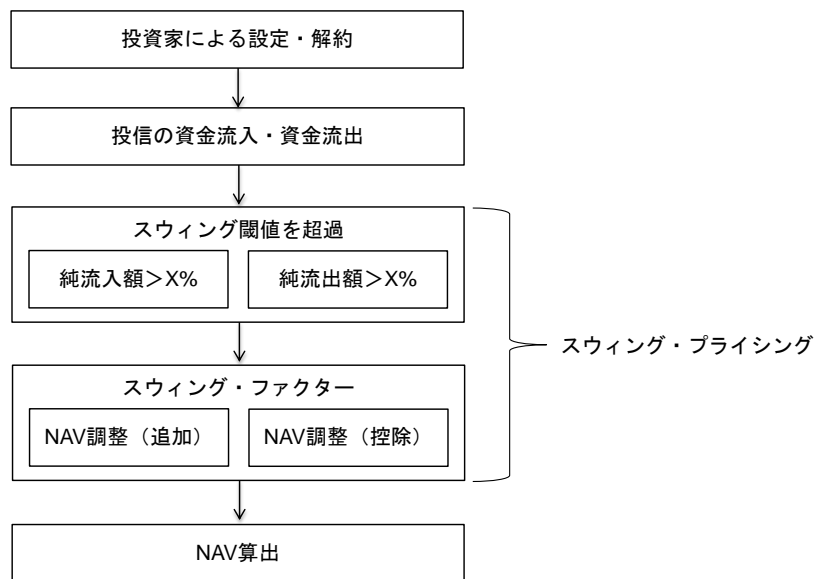
2. スウィング閾値とスウィング・ファクター

SP を実行するには、スウィング閾値 (Swing Threshold) 及びスウィング・ファクター (Swing Factor) が必要となる。資産運用会社は、純資産流出入額がスウィング閾値を超えた際、取引コストがファンドのパフォーマンスに与える影響を反映して、スウィング・ファクターを基に NAV を調整する (図表 9)。

スウィング閾値の設定には、図表 10 が示す 4 つの指標を参照する必要がある。当該値は、OEF の流動性及び取引コストに甚大な影響を及ぼす可能性がある資金流入が発生する時点において適用され、少なくとも年 1 回は見直す必要がある。

スウィング・ファクターとは、純資産流出入額がスウィング閾値を超過した際に、既存投資家の持分希薄化防止のための NAV 調整比率上限である。ビッド・オファー・スプレッド、ブローカーコミッション、外国為替コスト、市場のインパクト等の取引コストのことであり、解約投資家のポジション清算に伴う流動性コストと同義である。つまり、対象 OEF は当該コストの推定を基にスウィング・ファクターを決定する¹⁴。

図表 9 スウィング・プライシングのフロー



(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

¹⁴ 対象 OEF の取締役はスウィング・プライシングの決定手続き等について承認しなければならない。

図表 10 スウィング閾値設定の参照ファクター

指標 1	通常及びストレス下において、当該 OEF の過去の設定・解約の規模、頻度、ボラティリティ
指標 2	当該 OEF の運用戦略及びポートフォリオの流動性
指標 3	現金及び現金同等物の保有、借入の契約とその他の資金調達手段
指標 4	当該 OEF の投資対象資産の取引に関するコスト

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

3. スウィング・プライシングに対する評価

資産運用業界は、SP について流動性管理ツールの一つとして総じて前向きな評価をしている。ブラックロックは「投資家が、流動性が低いことを承知の上で債券を売却する際に、流動性プレミアムを支払うのが当然であるように、ファンドについても解約する投資家が取引コストを負担するのは当然だ」と述べている¹⁵。また、既にフランスやルクセンブルグを含む欧州の多数の法域において SP は実務的に活用されており、各資産運用会社が当該オペレーションに慣れていることも前向きな評価の要因である¹⁶。

その一方で、SEC の委員 2 名は SP に対して懸念を示している。ダニエル・ギャラガー委員は、偶然、大手機関投資家と同じ日にファンドを解約もしくは購入した個人投資家に不当な影響が及ぶ可能性があるとして述べた。また、マイケル・ピウオー委員は、2014 年 7 月に最終化された米国 MMF 規制と同様に流動性リスク防止策として、対象 OEF に流動性手数料を課すことが適切であり、SP による取引コストの再配分は最適な手段とは思えないと主張した¹⁷。

V. 今後の注目点

1. 資産運用業界に対する更なる規制強化

TAM の FCF 清算及び解約停止は、流動性リスク管理規則案のコメント募集期間中に公表された。SEC が最も懸念していたファンドの流動性リスクの顕在化が現実になったことにより、今後、資産運用業界に対する規制の潮流は更に強まるであろう。実際、2015 年 12 月、SEC は主に投信及び ETF に関するデリバティブ活用の規則案を公表した¹⁸。当該規則案はデリバティブの活用による投信及び ETF のレバレッジを制限するものだが、デリバテ

¹⁵ “Asset managers urge SEC to adapt swing pricing” Risk.net, December 4th 2015.

¹⁶ Association of the Luxembourg fund industry, “Swing Pricing”, February, 2011.

¹⁷ 流動性手数料とは、MMF が保有する資産の流動性が、ある一定水準以下になった場合、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 年秋号及び、岡田功太「米国 MMF 最終規則の施行に向けた資産運用会社の動向」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

¹⁸ SEC, “Use of Derivatives by Investment Companies under the Investment Company Act of 1940”, December, 2015

イブとその担保資産の流動性は流動性リスク管理規則案においても重要な要素である（図表 6 及び 7）。

さらに、SEC は、2016 年上半に資産運用業界に対するレゾリューション規則案を採択する可能性がある。資産運用業界におけるレゾリューションとは、資産運用会社及び商品が経営破綻もしくは運営難に陥った際の清算計画の策定である。既に SEC は、TAM にスタッフを常駐させ、FCF を秩序だった形で清算されるよう監視していることもあり、レゾリューション規則案が採択される可能性は高まったと言える¹⁹。SEC による一連の資産運用業界に対する規制強化は、規制対応コストの上昇を招く一方で、第二のバリバ・ショック発生防止が期待される。

2. 高まるアドミニストレーターの重要性

流動性リスク管理規則案において、導入が義務付けられている流動リスク管理プログラムを実行するには、各ポジションの正確な評価が重要な鍵を握る。また、導入は任意だが SP については NAV の調整等、正確なオペレーションが求められる。当該規則案の規定上、資産運用会社が各プロセスを明確化することになっているが、実務的には資産管理業者（アドミニストレーター）と協力する必要がある。アドミニストレーターは、資産価格評価及び NAV の算出評価、運用報告書の作成、内部監査等の資産運用会社に対するバックオフィス業務を提供する。資産運用業界に対する規制強化の潮流が高まる中、アドミニストレーターの重要性は今まで以上に高まるだろう。

実は、既にアドミニストレーター業界における再編の機運は高まっている。例えば三菱信託銀行は、2013 年 6 月にバターフィールド・フルクラム（英領バミューダ拠点）、2014 年 3 月にメリディアン・ホールディングス（英領バミューダ拠点）、2015 年 6 月に UBS のオルタナティブ・ファンド・サービスと、アドミニストレーターの買収を積極化している。今後の同業界の動向が注目される。

¹⁹ “SEC Reviewing Third Avenue’s move to Bar Redemptions from Fund” Wall Street Journal, December 14th 2015.