

SECによる投信及びETF流動性リスク管理規則の最終化

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 2016年10月13日、証券取引委員会（SEC）は投信及びETFの流動性リスク管理規則を公表した。当該規則は、投信及びETFに対して流動性リスク管理プログラム（1940年投資会社法規則 22e-4 新設）を、MMFを除く登録オープン・エンド・ファンドに導入し、流動性リスク（投資家による解約がファンドにおける既存投資家の利益に著しい希薄化をもたらすリスク）を最小化することを目的とする。
2. ただし、ETFに関しては、ポートフォリオの流動性とアービトラージ機能の関係やバスケットの構成など、ETF特有の流動性リスクを評価する必要がある一方で、現物拋出型ETFに関しては、流動性リスク管理プログラムの一部について導入を免除される。
3. また、SECは、投信及びETFの流動性リスクに関する開示強化を決定したことに加え、スウィング・プライシング（1940年投資会社法規則 22c-1 改正）の導入を認めた。流動性リスク管理プログラムの導入は義務である一方で、スウィング・プライシングの導入は任意である。
4. 今後、米国の資産運用業界においては、シンプルかつ高い流動性資産に投資をする登録オープン・エンド・ファンドが台頭し、コストの上昇に伴う小規模ファンドが閉鎖・合併する可能性が高い。また、今般の流動性リスク管理規則について、一部の規定が免除されたETFに関しても、更なる市場規模の拡大の可能性があると見えよう。

I はじめに

2016年10月13日、証券取引委員会（SEC）は投信及びETFの流動性リスク管理規則を公表した¹。当該規則は、2015年9月にSECが採択した規則案²の最終化であり、投信及びETFに対して流動性リスク管理プログラムを導入することで、流動性リスク（定義は後述）を最小化することを目的としている。流動性リスク管理プログラムは、1940年

¹ SEC, “Investment Company Liquidity Risk Management Programs,” October, 2016.

² 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年冬号参照。

図表 1 流動性リスク管理規則の概要

	導入手法	適用時期	法制度	導入対象
流動性リスク管理プログラム	義務	2018年12月1日 (資産規模が10億ドル未満の場合は2019年6月1日)	1940年投資会社法規則 22e-4 (新設)	登録オープン・エンド・ファンド ・ 除く MMF
スウィング・プライシング	任意	2018年12月1日 (その後2年間、SECは当該ツールの効果を調査)	1940年投資会社法規則 22c-1 (改正)	登録オープン・エンド・ファンド ・ 除く MMF ・ 除く ETF

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

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、登録オープン・エンド・ファンド (OEF) である (図表 1)。

また、SEC は投信及び ETF 等の投資会社について、流動性リスクに関する開示強化³を決定したことに加え、スウィング・プライシングの導入を認めた⁴。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、MMF 及び ETF を除く OEF が対象である。ただし、流動性リスク管理プログラムの導入は義務である一方で、スウィング・プライシングの導入は任意である。

SEC は、以上の規則改定・新設を米国資産運用業界に関する「規制の近代化 (Modernization)」の一環と位置付けており、原則として 2018年12月1日に当該規則の適用を開始する。

II 流動性リスク管理プログラムの概要

1. 各投資対象資産の流動性分類

流動性リスク管理規則は、OEF に対して流動性リスク管理プログラムの手続きの策定を要請している。流動性リスク管理プログラムとは、流動性リスクの評価を目的としており、ここで言う流動性リスクとは「投資家による解約が、ファンドにおける既存投資家の利益に著しい希薄化をもたらすリスク」と定義される。流動性リスク管理プログラムは流動性リスク抑止の観点から、OEF に対して投資対象資産を「高流動性投資 (Highly Liquid Investment)」「適度な流動性投資 (Moderately Liquid Investment)」「比較的に低い流動性投資 (Less Liquid Investment)」「非流動性投資 (Illiquid Investment)」の 4 つに分類することを求めている (図表 2)。

OEF は、最低でも月次で流動性分類を評価しなければならない。その際、以下の 3 点に留意する必要がある。第一に、OEF はある資産に関する取引ポジションの変化が、流

³ SEC, "Investment Company Reporting Modernization," October, 2016.

⁴ SEC, "Investment Company Swing Pricing," October, 2016.

図表 2 流動性リスク管理プログラムにおける流動性分類

	分類名	定義
分類 1	高流動性投資 (Highly Liquid Investment)	現金及び現在の市況下において、3営業日（3 business days）以内に著しい時価の変動を伴わず、現金化できる妥当性が予見される資産
分類 2	適度な流動性投資 (Moderately Liquid Investment)	現在の市況下において、3営業日（3 business days）以上7日（7 calendar days）以内に著しい時価の変動を伴わず、現金化できる妥当性が予見される資産
分類 3	比較的に低い流動性投資 (Less Liquid Investment)	現在の市況下において、7日（7 calendar days）以内に著しい時価の変動を伴わず、売却または処分できる妥当性が予見できる資産。ただし、当該売却または処分が7日（7 calendar days）以内に決済される妥当性が予見できること
分類 4	非流動性投資 (Illiquid Investment)	現在の市況下において、7日（7 calendar days）以内に著しい時価の変動を伴わず、売却または処分できる妥当性が予見できない資産

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

動性に著しい影響を及ぼすか否かについて測定する。影響する場合、前述の流動性分類を行う際取引ポジションの変化について考慮しなければならない。

第二に、OEFは「適度な流動性投資」「比較的に低い流動性投資」「非流動性投資」に分類されたデリバティブ取引について、その証拠金に相当する「高流動性投資」の金額を前述の3つの流動性分類において、それぞれ保有する比率を決定しなければならない。これを分別資産（Segregated Asset）と呼称する。

第三に、OEFは流動性分類を行う際に「市場、取引及び投資特有の特徴（market, trading and investment-specific considerations）」を考慮しなければならない。当該特徴を把握するにあたってSECは以下の流動性分類ファクターを挙げている（図表3）。ただし、当該ファクターはあくまで参考例であり、OEFが必ず参照しなければならないものではない。

図表 3 流動性分類ファクター

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否か
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連性

(出所) SECより野村資本市場研究所作成

2. 流動性リスクの評価

流動性リスク管理プログラムは、OEF に対して最低でも年 1 回以上の頻度で、流動性リスクを評価することを要請している。その際、OEF は以下の 3 つの流動性リスク評価ファクターを考慮する必要がある。

第一に、通常の市況下及び金融システムに対するストレス下の両局面における投資戦略とポートフォリオの流動性である。投資戦略とは、ポートフォリオの集中度合または特定の発行体のポジション、投資を目的とした借入及びデリバティブの活用について、OEF に適しているか否かを含む。万が一、適していないと判断された場合、クローズド・エンド・ファンドなど別の法的形態に変更することが推奨されている。

第二に、通常の市況下及び金融システムに対するストレス下の両局面における短期及び長期のキャッシュフローの予測である。当該キャッシュフローを予測するにあたって、SEC は図表 4 の流動性リスク・ファクターを挙げている。ただし、当該ファクターはあくまで参考例であり、OEF が必ず参照しなければならないものではない。

第三に、現金及び現金同等物の保有額と、借入やその他の資金調達源の状況である。特に、借入やその他の資金調達源の状況に関しては、以前から流動性リスク管理規則に導入されることが予想されており、既に資産運用業界は対応を開始している。例えば、ブラックロックは 2016 年 9 月、ファンド間の融資を開始することを公表した⁵。ブラックロックのファンドは社内の「インターファンド・プログラム」を通じて運用資産総額の最高 3 分の 1、無担保の場合は資産全体の最高 10% を借入れることが可能となる。その結果、ファンドは解約請求に応じる他、あるファンドの取引決済などのシステムが不全になった際にもインターファンド・プログラムを通じて融資を受けることができる。

図表 4 流動性リスク・ファクター

指標 1	通常及びストレス下における OEF の過去の設定・解約の規模、頻度、ボラティリティ
指標 2	OEF の解約ポリシー
指標 3	OEF の保有者の集中度
指標 4	OEF の販売チャンネル
指標 5	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

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

⁵ “U.S. regulators allow BlackRock funds to lend to one another,” *Reuters*, September 6th 2016.

3. 高流動性投資の最低保有額

流動性リスク管理プログラムにおいて、OEFは流動性リスクについて評価するだけでなく、管理しなければならない。その際、高流動性投資の最低保有額（Highly Liquid Investment Minimum）及び非流動性資産投資制限（Limitation on Illiquid Investments）の2つの基準を用いる。

高流動性投資の最低保有額とは、OEFが最低限保有すべき「高流動性投資」の金額を指す。流動性リスク管理プログラムは、高流動性投資の最低保有額について前述の3つの流動性リスク評価ファクターを参照することを要請している一方で、具体的な算出式を規定しているわけではない。また、原則として、高流動性投資の最低保有額をゼロにすることはできない（図表5）。

OEFの取締役は、高流動性投資の最低保有額の決定について承認する必要はないが、高流動性投資の最低保有額を下回った場合、取締役の承認がなければ高流動性投資の最低保有額を変更することはできない。OEFの資産の50%以上が「高流動性投資」である場合、高流動性投資の最低保有額の規定を免除される一方で、当該50%から分別資産の保有額は除かれる。

運営者（流動性リスク管理プログラムの運営を委任される者）は、高流動性投資の最低保有額を最低でも年に1回は見直す必要があり、当該最低保有額を下回った場合の規定や手続きを策定しなければならない。万が一、あるOEFが、7日間連続（7 consecutive calendar days）で当該最低保有額を下回った場合、運営者は取締役に対して1営業日以内（within one business day）に対応策を報告する必要がある。

図表5 高流動性投資の最低保有額の概要

設定手法・基準	・具体的な算出式の規定なし
	・流動性リスク評価ファクターを参照
	・原則としてゼロは不可
最低保有額を下回った場合	・取締役の承認がなければ最低保有額の変更は不可
	・「高流動性資産」が50%以上であれば免除（除く分別資産の保有額）
見直し	・最低年に1回

（出所）SECより野村資本市場研究所作成

4. 非流動性資産投資制限

非流動性資産投資制限とは、OEF は「非流動性資産」に 15%以上投資してはならないという制限である。当該制限は、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⁶。高流動性投資の最低保有額は保有資産に関する基準である一方で、非流動性資産投資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。

非流動性資産投資制限に抵触した場合、OEF は更なる「非流動性資産」の買い取りを禁じられる。そして、運営者は取締役に対して 1 営業日以内（within one business day）に、その程度及び要因、妥当な期間内に 15%以下にするための計画について報告しなければならない。万が一、30 日（30 days）以上の期間において非流動性資産投資制限に抵触した場合、取締役が当該計画について精査する必要がある。

5. 取締役の監督

流動性リスク管理規則が取締役に要請する主な役割は、第一に、当初の流動性リスク管理プログラムの承認である。そして前述の通り、高流動性投資の最低保有額に関しても一定の責務を負う。

第二に、運営者の承認である。運営者は、OEF の運用者（Investment Advisor）等から選任される。ただし、単独のポートフォリオ・マネージャーが運営者になることはできない。

第三に、運営者による書面の報告を最低でも年に一回は評価しなければならない。書面の報告には、流動性リスク管理プログラムの運営に関する取り組み及び効率性の評価、高流動性投資の最低保有額の変更、流動性リスク管理プログラムに関するその他の重大な変更に関して記載される。

III 流動性リスクに関する開示義務強化

1. フォーム N-LIQUID

SEC は流動性リスク管理規則案の採択と同時に、投信及び ETF 等の投資会社について流動性リスクに関する開示強化を決定した。これは 2015 年 5 月に SEC が公表した投信及び ETF の開示規則案を最終化したものであり、今般新設された開示フォームは、フォーム N-LIQUID、フォーム N-PORT、フォーム N-CEN の 3 点である。

フォーム N-LIQUID とは、OEF の流動性に関するイベントについて、当該イベント発生から 1 営業日以内（within one business day）に、SEC に報告することを目的とした開示

⁶ SEC, “Revisions of Guidelines to Form N-1A, Investment Company Act Release No. 18612,” March, 1992.

フォームである。流動性に関するイベントとは以下の3点である。なお、SECはフォームN-LIQUIDの内容について、報告者が特定できるような形式で外部公開することはない。

- ① 非流動性資産投資制限に抵触した場合
- ② 非流動性資産投資制限に抵触してフォームN-LIQUIDを提出し、その後「非流動性資産」が15%を下回った場合
- ③ 「高流動性投資」が、7日間連続（7 consecutive calendar days）で高流動性投資の最低保有額を下回った場合

2. フォームN-PORT及びフォームN-CEN

フォームN-PORTは従前のフォームN-Qを改定したものであり、OEFに対して、以下の3点について、SECに月次で報告することを求めている。ただし、下記の①の情報に関しては外部公開されることはないが、②及び③の情報に関しては、各四半期の最終月に60日のラグを伴った形で外部に公開される。

- ① OEFの各ポートフォリオの流動性分類、各ポートフォリオの資産タイプ、高流動性投資の最低保有額の状況
- ② 「高流動性投資」「適度な流動性投資」「比較的に低い流動性投資」「非流動性投資」について、それぞれOEFの純資産総額に占める割合
- ③ 「適度な流動性投資」及び「比較的に低い流動性投資」に分類されたデリバティブ取引の分別資産

フォームN-CENは従前のフォームN-SARを改定したものであり、OEFに対して、クレジット・ラインの活用及びファンド間の貸借に関する情報を開示することを求めている。当該情報は、各四半期の最終月に60日のラグを伴った形で外部に公開される。

IV ETFに要請される対応

1. ETF特有の流動性リスクの評価

流動性リスク管理規則は、ETFに対してその他のOEFと同様に、流動性リスク管理プログラムの導入を要請しているが、加えて、ETF特有の流動性リスクの評価を行うことを求めている。第一に、ポートフォリオの流動性とアービトラージ機能の関係である。ETFの仕組みにおいては指定参加者が、ETF株式の設定・交換及びETF株式の取引を行うことが可能である。ETF株式の時価とETF株式の基準価額（NAV）を収斂させるため、セカンダリー市場において設定・交換のプロセスを通じて、市場参加者にはアービトラージの機会が発生する。ETFのポートフォリオにおいて、非流動性資産を保有している場合、

市場参加者はそれを評価することが難しく、アービトラージが困難となり、プレミアム及びディスカウント幅が拡大する可能性がある。

第二に、バスケットの構成である。一般的に ETF は設定・交換の際に、有価証券や資産のバスケットを取引するため、バスケットの流動性と ETF 全体のポートフォリオの流動性は関連している。バスケットが非流動性資産によって構成され、投資家から解約があった場合、トラッキング・エラーが発生し、既存の投資家に影響を及ぼす可能性がある。

2. 一部の規制を免除される現物拋出型 ETF

流動性リスク管理規則は、ETF の中でも In-Kind ETF を、キャッシュを伴わずに有価証券、ポジション、資産の現物による譲渡を通じて解約を行うことに加え、ポートフォリオの保有銘柄を日次で開示する ETF と定義している。つまり、In-Kind ETF とは所謂、現物拋出型 ETF のことを指す。

そして、現物拋出型 ETF は、各投資対象資産の流動性分類と高流動性投資の最低保有額から免除される。OEF の中でも一般的な投信の場合、投資家からの解約にあわせて保有資産を現金化し、その際に既存投資家の利益希薄化という流動性リスクが伴う。しかし、現物拋出型 ETF の場合、投資家の解約時に現金化のプロセスが伴わないことに加え、当該 ETF のポートフォリオの非流動性リスクは ETF 株式のビッド・アスク・スプレッドの拡大として観測され、仕組みが異なるためである。

ただし、現物拋出型 ETF には、前述のその他の流動性リスク管理プログラムは導入され、その際、解約時に活用するキャッシュの量（金額と解約バスケットに占める割合の両者）及び解約時にキャッシュを活用する市況と要因について考慮することが推奨されている。

なお、米国における ETF の大部分は現物拋出型 ETF であり、上記免除が規定されたことを受け、ブラックロック及びバンガードをはじめとする米国 ETF 業界の勝利であると報道されている⁷。

3. ETF の開示義務の強化

フォーム N-CEN は今般の改定により、指定参加者による設定・交換の金額、指定参加者が設定・交換に関して、ETF やその他のサービスプロバイダーに担保を差し入れることを要求されているのか否か、指定参加者が設定・交換のクリエイション・ユニットに必要な金額等、ETF に関する情報開示事項を大幅に増加させた。

⁷ “BlackRock to Vanguard Earn ETF Win in Fund Liquidity Rule,” *Bloomberg*, October 13th 2016.

V 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

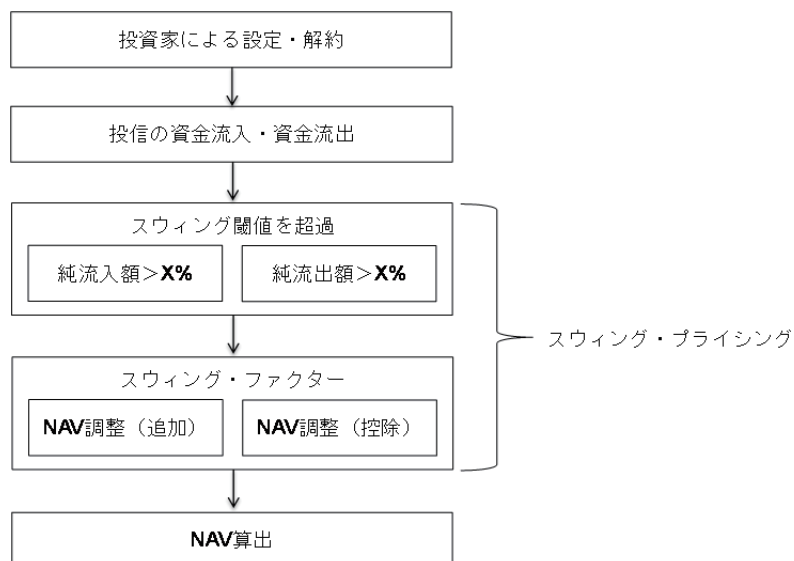
SECは流動性リスク管理規則の最終化に加えて、任意でスウィング・プライシングを導入することを認めた。スウィング・プライシングとは解約者のNAVを調整することで、既存の投資家と解約者に対して公平に解約コストを配分するオペレーションを指す。

米国のOEFは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OEF解約コストは、当該OEF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、OEF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、OEF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、OEFの解約に伴うコストを、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スウィング・プライシングと呼称する。

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OEF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6）。スウィング閾値の設定には、図表7が示す4つの指標を参照する必要がある。

図表6 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

図表 7 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 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

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を防止するための 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。ただし、スウィング・ファクターは NAV の 2% を超えてはならない。

スウィング・ファクターの決定には、取締役の承認と最低でも年 1 回の見直しが必要である。また、取締役は、スウィング・プライシングの運営者を、OEF の運用者 (Investment Advisor) 等から選任する必要がある、スウィング・プライシングの運営者は当該オペレーションの手続き等を書面で規定しなければならない。

3. 賛否両論あるスウィング・プライシングに対する評価

スウィング・プライシングに対する資産運用業界の評価は賛否両論ある。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、前向きに評価した⁸。その一方で、SEC のマイケル・ピウオーワー委員は、2014 年 7 月に最終化された米国 MMF 規制と同様に、OEF に流動性手数料を課す手法の方が適切であり、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⁹。

また、スウィング・プライシングは実務上の課題も指摘されている。投資会社協会 (ICI) や証券業金融市場協会 (SIFMA) は、米国でスウィング・プライシングを導入するためには、オペレーションの大幅な変更と巨額の資金を投じた関連システムの調整が必要となると指摘している。1940 年投資会社法規則 22c-2 は、投資家の注文受付時間を東部時間午後 4 時までと規定しており、仲介業者はその時点で把握し得る資金フローの情報を

⁸ “Asset managers urge SEC to adapt swing pricing,” *Risk.net*, December 4th 2015.

⁹ 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 年春号参照。

トランスファーエージェントに発送する。

しかし、SPに必要な最終的な資金フロー情報は、午後6時にNAVが確定された後、同日の夜もしくは翌朝にトランスファーエージェントに届くまで把握できない。そのため、スウィング・プライシングを実行するためには、NAVや資金フロー情報のオペレーション・フロー及び時間軸を変更する必要がある。SECはスウィング・プライシングの導入時期を2018年12月1日としているが、その後2年間、当該ツールのオペレーションの機能等を調査する。

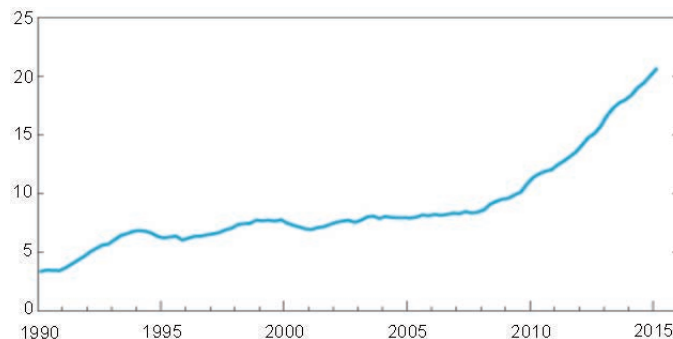
VI 流動性リスク管理規則策定に至る経緯

1. 米国社債市場の流動性を巡る議論

流動性リスク管理規則の最終化は、近年の米国社債市場を巡る構造の変化と関連する。2008年の金融危機を教訓に金融規制の強化が進展し、ディーラーは社債の保有額を2008年の金融危機以前の3分の1以下に縮小させた。その結果、ディーラーのマーケット・メイキング機能が低下し、米国社債市場の流動性低下が懸念されている。一方で、主に連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする米規制当局が、米国社債市場の流動性を測定した結果、流動性が低下しているという実証結果が限定的であったことに加え、そもそも金融規制が市場の流動性に影響しているという因果関係が証明されないことから、本稿執筆時点においても当該議論に決着はついていない¹⁰。

ただし、米国の社債市場に見られる顕著な変化として、投信及びETFによる社債保有率が1990年の4%から2014年の約20%と約5倍に拡大した点が挙げられる（図表8）。その結果、万が一、投資家から大量解約があった場合、社債投信及びETFは当該解約を受け入れることができるのか否か、国際通貨基金（IMF）や国際決済銀行（BIS）等の規制当局が相次いで懸念を表明した¹¹。

図表8 投信及びETFによる社債保有比率の推移（%）



（出所）FINRAより野村資本市場研究所作成

¹⁰ 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年夏号参照。

¹¹ 前掲脚注2参照。

2. 転機となったサード・アベニューのファンド清算・解約停止

2015年12月9日、サード・アベニュー・マネジメントは、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・ファンドの清算と解約停止を公表した¹²。エネルギー価格の下落やデフォルト率の上昇に伴い、同ファンドの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ために十分な資産売却ができず、清算と解約停止に至った。

更に、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、14日に英国ヘッジファンドのルシダス・キャピタル・パートナーズと相次いでファンドの解約が停止された。共にハイイールド債に多く投資していたとされ、解約停止理由がフォーカスト・クレジット・ファンドと同様であったことから流動性リスクは伝播していると考えられた。

結果的に、前述の規制当局の懸念が表面化し、投信及びETFの流動性（投資家の設定・解約の頻度）と、投資対象資産の流動性（取引執行の容易さ）の間の流動性ミスマッチが顕在化した。

3. 相次いで公表される資産運用業界に対する規制案

従来から資産運用業界に関する規制は検討されていたが、上記の事象を受け、SECをはじめとする各規制当局は、資産運用業界に関する多数の規則案を公表した（図表9）。

図表9 資産運用業界に係る主な規制案及びパブリック・コメント

	公表時期	規制当局	公表物	流動性ミスマッチに関する言及の有無
1	2013年9月	OFR	資産運用業界が金融システムに与える影響に関する報告書	○
2	2014年1月	FSB	ノンバンク G-SIFI に関する第1次市中協議文書	×
3	2014年7月	FSOC	資産運用業界に対する規制の方向性公表	×
4	2014年12月	FSOC	資産運用商品及び活動に関する精査	○
5	2015年3月	FSB	ノンバンク G-SIFI に関する第2次市中協議文書	×
6	2015年5月	SEC	投信・ETFの情報開示規則案	×
7	2015年6月	SEC	上場取引商品（主にETF）に関するパブリック・コメント	×
8	2015年9月	SEC	投信・ETFの流動性リスク管理規則案	○
9	2015年12月	SEC	投信・ETFのデリバティブ取引規則案	×
10	2016年4月	FSOC	資産運用商品及び活動に関する精査のアップデート	○
11	2016年6月	FSB	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	○
12	2016年6月	SEC	投資顧問業者の事業継続計画に関する規則案	×
13	2016年10月	SEC	投信・ETFの情報開示規則最終化	○
14	2016年10月	SEC	投信・ETFの流動性リスク管理規則最終化	○

（注）FSOCは金融安定監督評議会、FSBは金融安定理事会、OFRは財務省・金融調査局。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹² Third Avenue Management, "Third Avenue Funds Focused Credit Fund," December, 2015.

各規制案の詳細はそれぞれ異なるが、概ね資産運用会社もしくは集団投資スキームの①流動性及び解約（流動性ミスマッチ）、②レバレッジ、③オペレーショナル・リスクに着目し、潜在的なシステムリスク誘発の可能性があるか否か、金融システムに甚大な影響を及ぼすか否かについて市場参加者の意見を募った。

その中でも、14の規則案のうち、7つの規則案が流動性及び解約（流動性ミスマッチ）に言及していることから、規制当局は流動性リスクを重要視していたことが伺える。そして、今般、SECによる米国の投信及びETF流動性リスク管理規則の最終化に至った。

VII 資産運用業界に対する規制動向の注目点

1. デリバティブ取引規則案

今後注目すべき規制動向として、第一に、SECが2015年12月に公表した投信、ETF、クローズド・エンド・ファンド等を含む登録投資会社によるデリバティブ活用に関する規則案（デリバティブ規則案）が挙げられる。デリバティブ規則案は、流動性リスク管理規則と同様に「規制の近代化（Modernization）」の一環と位置付けられ、デリバティブ取引によってレバレッジがかかった投信及びETFによるシステムリスクの抑止を目的としている。

当該システムリスクについては、FSOCの「資産運用商品及び活動に関する精査¹³」（2014年12月公表）、FSBの「ノンバンク G-SIFIに関する第2次市中協議文書¹⁴」（2015年3月公表）、FSBの「資産運用商品及び活動に伴う構造的脆弱性に関する政策提言¹⁵」（2016年6月公表）において相次いで言及された。また、証券監督者国際機構（IOSCO）は2018年末までに、簡素でグローバルで一貫した各種集団投資スキームに関するレバレッジの計測手法を策定する予定であり、今後、SECのデリバティブ規則案の最終化に関する行方が注目される。

2. ファンドの流動性ストレステスト

第二に、流動性ストレステストである。流動性ストレステストは、2016年6月に公表されたFSBによる「資産運用商品及び活動に伴う構造的脆弱性に関する政策提言」において初めて言及された。当該政策提言は、まず個別ファンドに対する定期的な流動性ストレステストを提案している。資産運用会社が金融ストレス時に、投資家や市場参加者の予

¹³ 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年秋号参照。

¹⁴ 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年春号参照。

¹⁵ 詳細は、岡田功太、小立敬「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—」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号参照。

想される行動を考慮し、ファンドのポートフォリオの流動性の変化や解約の影響について評価するものである。そして、必要に応じて多数のファンドが同時に大量の解約請求に直面した場合を想定して、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。

これに対して、バンガードは個別ファンドの流動性ストレステストについて、規制当局の介入を受けずに独自に行うべきであると反対している。また、ブラックロックは年金、財団、基金、ソブリンウェルスファンド、ファミリーオフィス等は FSB に対する報告義務がないため、金融システム全体を対象とするストレステストは無意味であると主張している。当該政策提言は 2016 年内に最終化予定であり、その後、各国の規制当局がどのような方向性を打ち出すのか注目される。

3. 高まる ETF 業界の見直しの機運

第三に、SEC による ETF 業界の見直しである。SEC のホワイト委員長は 2016 年初頭、ETF の著しい成長を指摘し、それに伴う問題に対応するために情報開示の強化以外の規制が必要かどうかを検証する意向を示していた。特に 2015 年 8 月の急激なボラティリティ上昇に伴い、1000 銘柄を超える ETF の取引が停止された際、一部の ETF が NAV から大きく剥離した価格で取引されたことを受け、ETF のアービトラージ機能と証券取引所の規則、市場参加者の行動に注目が集まった。

今般の流動性リスク管理規則において、流動性リスクの観点から ETF に関しては特有の措置が公示されているが、SEC は過去 1 年間、全局から人材を招集してワーキンググループを結成し、ETF 業界の精査を行っており、今後、ETF の構造についてあらゆる面から検証し、ETF の成長が市場にもたらす影響を精査する可能性がある¹⁶。

VII 結語

調査会社であるオリバー・ワイマンによると、流動性リスク管理規則の最終化及び他の規制案を受け、米国資産運用業界において将来予想される動向として、以下の 3 点を指摘している¹⁷。第一に、流動性の低い資産に投資する OEF 組成の減少である。特にレバレッジド・ローンの決済期間は平均 17.7 日である一方で、OEF の解約オペレーションは一般的に 3 日以内で行われる。その結果、レバレッジド・ローンに投資する OEF の流動性リスクは比較的高い可能性がある。なお、米国のレバレッジド・ローンに投資をする投信及び ETF の AUM は約 1170 億ドル（2016 年 8 月末時点）と、レバレッジド・ローン市場に占めるシェアはおよそ 13% である¹⁸。

¹⁶ “SEC preparing large-scale review of exchange traded fund industry,” *Financial Times*, October 20th 2016.

¹⁷ Oliver Wyman, “Implications of the SEC’s New Liquidity Rule,” October, 2016.

¹⁸ “Loan market preparing for SEC liquidity rules,” *Reuters*, September 15th 2015.

第二に、コストの上昇に伴う小規模ファンドの閉鎖・合併である。例えば、流動性リスク管理規則において、OEFが7日間連続（7 consecutive calendar days）で、高流動性投資の最低保有額を下回った場合、運営者はSEC及び取締役等に1営業日以内（within one business day）に対応策を報告する必要がある。そのため、ポートフォリオ・マネジメントのコストは上昇する。そして今後、流動性ストレステストについて議論が進捗した場合、大規模なOEFがより一層優位になる。

第三に、デリバティブを活用するOEFの減少である。流動性リスク管理規則において、OEFは「適度な流動性投資」「比較的に低い流動性投資」「非流動性投資」に分類されたデリバティブ取引について、それぞれ分別資産を保有しなければならず、ポートフォリオが制約される。そして今後、デリバティブ規則案について議論が進捗した場合、デリバティブを活用したOEFのポートフォリオ管理は、より一層複雑化する。

以上の議論を総合すると、今後、米国の資産運用業界においては、シンプルかつ高い流動性資産に投資をするOEFが台頭することに加え、大規模なOEFに資金流入が集中する可能性が高い。また、今般の流動性リスク管理規則について、一部の規定が免除されたETFに関しても、さらに市場規模が拡大する可能性があると言えよう。