

英国における投信の流動性リスク管理をめぐる議論

英国では今年6月、有力株式投信が流動性の問題から解約停止に追い込まれ、オープンエンド型投信の流動性リスク管理規制への関心が高まった。規制監督を担うFCAがファンドの解約停止が投資家保護に果たす意義を強調する一方、金融安定性を監視するBOEはファンドの流動性ミスマッチそのものを警戒しており、両機関で行う共同調査の行方が注目される。

衝撃を与えたWEIFの解約停止

今年6月初め、英国で、著名ファンドマネジャーの運用する有力な株式投信が投資家からの解約請求の急増に対応できずファンドの解約停止に追い込まれ、市場に大きな衝撃を与えた。

解約停止となったのは、ニール・ウッドフォード氏が運用するインカムエクイティファンド (WEIF)¹⁾である。2014年に設定された後急速に残高を伸ばし、2017年半ばのピーク時には100億ポンドを超えた。しかし、パフォーマンスはふるわずその後は資金流出が続いていた。今年5月に資産価格の下落と相俟って前月末から運用資産が13%減少し、最終的には年金の大口解約請求に対応できなかったと見られる。解約停止時の運用資産額はピーク時の約3分の1の37億ポンドだった。

WEIFの解約停止（購入も停止）後、その取引再開時期、取引再開時の持ち分の価値が不明な状態となった。ファンド運営会社は28日ごとに解約停止を継続するか判断して当局と投資家に示すことになっており、7月末の継続判断の報告では、解約停止は今年12月初めまで継続される公算が高いと公表された。

流動性リスク管理ツールとして解約停止の役割を強調するFCA

英国では金融行為規制機構 (FCA) がEUや国内の規制に基づきオープンエンド型投信の流動性リスク管理の規制・監督を担っている²⁾。英国は2016年6月のEU離脱国民投票後にもいくつかの不動産ファンドが解約停止に追い込まれた。FCAはこの状況を調査したうえで、

不動産など非流動資産に投資するオープンエンド型ファンドの流動性リスク管理規制の見直しを進め、昨年10月には、大幅な規制変更は不要としながらも改革案（以下、「非流動資産投信に関する諮問」）を公表した。

今回のWEIFの解約停止を受けて、FCAのベイリー長官は、投信の流動性リスク管理規制に関連していくつか興味深い指摘を行っている。

第一に、欧州共通の投信規制の枠組みであるUCITS指令はファンドの流動性確保を要請しているが、必ずしも十分に機能していないということである³⁾。

今回のWEIFのケースでは、非上場の証券比率上限を10%とするUCITSの規制を回避するため、運営会社が当局 (FCA) に知らせずに、ファンドの保有する非公開株式をタックスヘイブンのガーンジーの証券取引所TISEに上場させていたことが明らかになった。ベイリー長官は「未上場企業を海外で上場しただけで株式の流動性が上がるものではない」とWEIFの行為を批判。と同時に、そもそも取引所に上場されていることと流動的であることは同義でないとしてUCITSの規制を問題視した。同氏は、ファンドの保有資産の流動化に要する推計期間で分類する米国証券取引委員会 (SEC) のアプローチは検討に値するのではないかと述べている。

第二に、ファンドにとって解約停止は重要な流動性リスク管理ツールの一つであり、不名誉なものとしてタブー視すべきでないということである。

ベイリー長官は、そもそも日次で取引可能なオープンエンド型投信で非流動資産の大きなポジションを持つのは合理的でないと指摘する。その上で解約停止についても、使うのはまれだが、使えるようにしておくべきであり、投資家の最善利益や市場の健全性にかなうのであれ

NOTE

- 1) 「インカムエクイティ」と称しているが、配当収入とともに資本成長も目指しており、未上場企業株にも投資していた。MSCI社の分析によると、解約停止の半年前には、非流動的な上場証券も含めるとWEIFの非流動資産の割合は85%に上っていたという。
- 2) 英国でリテール向けに販売されているオープンエンド型投信には、①流動性の高い証券などに投資するUCITSと、②UCITSより保有できる資産のタイプや制限の基準が緩く不動産などにも投資できるNURSなどがある。WEIFは前者に、2016年に解約停止となった不動産ファンドは後者に当たる。
- 3) FCAはUCITSに対して英国独自の要件を設けることもできるが、英国で販売される欧州経済領域（EEA）国籍の投信に適用できないため、英国の投資家保護には不十分との見解を示している。
- 4) FCAはEU離脱国民投票後の不動産ファンドの解約停止の検証でも、取引停止や延期など流動性管理ツールの利用は市場の不確実性が拡大するのを防ぐのに有効だったと評価している。
- 5) これに加えて、主として非流動資産に投資するファンドは、投資家の最善利益にかなうのであればファンドの流動性が滞滞する前でも解約中止にできることを明確にする提案も行っている。
- 6) ファンドへの資金の流入に伴う取引コストをファンドの純資産価値に反映させる価格の調整手続きのこと。

ば使うべきだと主張している。WEIFのケースでも解約停止は投資家の利益にかなっており、解約停止を実施せず資産の投げ売りを余儀なくされれば投資家の利益に反していたと述べている⁴⁾。

FCAは前述の非流動性資産投信に関する諮問でも解約停止の条件の拡大を提案している。具体的には、不動産など非流動資産に投資するリテールファンドに対して、ファンド資産の20%以上に当たる不動産の価値が「非常に不確実」となった場合には強制的に取引を一時中止とすることを求めている⁵⁾。

BOEは流動性ミスマッチが金融安定性に与える影響を懸念

一方、金融安定性を監視するイングランド銀行（BOE）は予めから、オープンエンド型投信の資産と負債の流動性ミスマッチがシステミックな問題につながる可能性を懸念する。今年6月には、カーニー総裁が議会証言で、日次で流動性を消費者に提供しながら資産の流動性がないファンドは「嘘の上に成り立っている」と鋭く批判し、注目を浴びた。金融危機後、世界的にオープンエンド型投信市場が急速に拡大する中、社債などストレス時に非流動化しかねない資産に投資しながら投資家に短期で解約を認める投信の残高も増えてきたことへの懸念がある。

BOEは「ファンドの資産および投資戦略は解約期間と整合的であるべき」とする金融安定理事会（FSB）の勧告（後述）を特に重視する。投資家に日次で解約を認めるなら非流動資産への投資を厳格に制限し、非流動資産に多く投資するファンドは解約頻度に制限を設けるべきという考え方である。流動性ミスマッチの根本的原因に

対処することで、問題の発生自体を防止するものともいえる。一方、スイングプライシング⁶⁾や解約停止といった流動性管理ツールについては、ストレス時などに、そうしたツールが利用されると投資家が予想すると、利用される前に解約しようと解約が殺到し、実際に解約を中止せざるを得なくなる可能性がある」と指摘する。

今年7月にはBOEがFCAと共同で、①ファンドの解約と資産売却の期間の整合性を図ることのメリットとデメリット、②スイングプライシングや解約中止など現行の流動性リスク管理手段の有効性について評価を実施することが公表された。スタンスが微妙に異なる両者がどのような結論を導くか注目される。

オープンエンド型投信の流動性リスク管理に対する関心は近年、世界的に高まっている。資産運用業の構造的脆弱性が金融安定性に与えるリスクを分析したFSBの勧告を受け、昨年、証券監督者機構（IOSCO）がファンドの流動性リスク管理に関する原則を更新。国・地域レベルでも議論や原則への対応が進んでいる。米国では前述のファンド保有資産の流動性による分類義務を含む包括的な流動性リスク管理規則が昨年末から順次導入され、欧州では欧州証券市場監督局（ESMA）が流動性ストレステストの質向上を目指しガイドラインを策定した。本稿で示した英当局の解約停止や流動性ミスマッチに関する議論は、今後、世界の流動性リスク管理規制の議論にも影響を与えることが予想される。

Writer's Profile



國見 和史 Kazushi Kunimi

金融イノベーション研究部
契約研究員
専門は海外金融制度調査
focus@nri.co.jp