

# 欧州運用会社のリスク管理にみる 日本への示唆

欧州運用会社では、本邦と比べ高度なリスク管理が実現されている。その背景には、UCITSIII指令によるデリバティブへの投資許可とレバレッジ上限ルール設定の影響がある。今後、本邦運用会社によるデリバティブの活用が拡大すれば、欧州と同レベルの市場リスク管理が必要になるであろう。

2007年3月、弊社では、運用会社における高度なリスク管理の実情を調査するため、伝統的な欧州運用会社<sup>1)</sup>を対象にインタビューを行った。本稿ではインタビューによる調査結果とその背景、そして日本の運用会社への示唆について触れる。

## 欧州運用会社のリスク管理

リスク管理というと、本邦の運用会社の場合、コンプライアンスや对外資料の作成を担当する部署が、掛け持ちで実施しているケースも少なくないであろう。対照的に、今回のインタビュー対象である欧州運用会社の場合、リスク管理部門が独立した組織として設置されている。そこに所属する専任のリスクマネージャーは、自社の全ファンドを対象としたリスク・モニタリングや分析等を取り仕切っている。

モニタリングでは、まず各ファンドのリスクの状況が予め定められたルール<sup>2)</sup>に抵触していないかどうか、日次で確認される。市場リスクの場合は、感応度やトラッキングエラー等の定量指標を元にしたルール化が典型的である。このような管理は、本邦の多くの運用会社でも実施されている。

しかし、欧州運用会社のリスク管理は単にルールの遵守状況をチェックするだけではない。モニタリングをする中で、ボラティリティが急激に増加する等、気になる変化が観測されたファンドに対しては、ドリルダウンを

することで原因究明が試みられる。このような分析にいつでも対応するため、リスク指標は、ファンド全体の値だけでなく、セクター別、個別銘柄別といったより細かい単位のものも日次で算出されている。また、リスク値をリスクファクター（株価、金利、為替など）により要因分解した結果も、同様に日次で確認できるようになっている。分析を通して明らかとなったファンドの状況は、リスクマネージャーから当該ファンドマネージャーにレポートされ、ファンドの運用改善に活かされることになる。リスクマネージャーは、このような役割こそが自分たちの中心的な使命であると自負している。

また、ファンド・オブ・ファンズにおける各個別ファンドへの資金配分比率や、バランス型ファンドでの各資産への資金配分比率を決定するために、リスク・バジェットिंगの枠組みを導入しているところもある。

欧州運用会社が、高度なリスク管理を実現できる背景には、リスクに関わる様々な定量分析機能や強力な処理能力を有したシステム・インフラの存在がある。このようなシステムでは、運用会社の保有する数十万単位の銘柄のリスクを、ファンド単位から個別銘柄単位まで様々な粒度で、毎日分析することが可能である。特にVaRの算出では、従来広く利用されたパラメトリック法ではなく、より処理負荷の大きいヒストリカル・シミュレーション法を用いることができる。ヒストリカ

### Writer's Profile



甲斐 俊吾  
Shungo Kai

金融ITイノベーション研究部  
副主任研究員

専門はリスク分析  
focus@nri.co.jp

ル・シミュレーション法は、パラメトリック法と比べ、より精緻なリスク分析が可能であるため、現在欧州では多くの運用会社により採用されている。

では、運用会社はなぜこれほど莫大なコストを掛けてまで、分析の高度化に注力しているのだろうか。

## 認められたデリバティブの活用、求められるレバレッジの管理

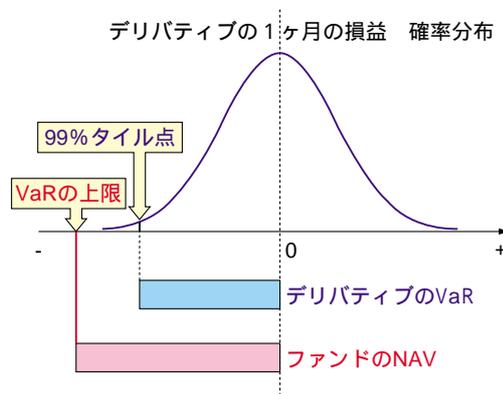
その大きな要因として、今回のインタビューでは、欧州委員会により導入されたUCITS指令<sup>3)</sup>の影響が浮かび上がってきた。この規制は、欧州における投資信託市場の拡大と投資家保護を目的として設けられた、投資信託に対するEU共通の品質保証基準<sup>4)</sup>であり、運用会社の管理体制や投資対象範囲などについて規定をしたものである。EU加盟国の一つの監督当局<sup>5)</sup>によって認可を受けたUCITSファンドは、EU域内全体で個人投資家に販売可能となる。2005年末時点、UCITSファンドは、欧州投資信託市場において、ファンド数で約7割、純資産額で約8割を占めるまでになっており、この規制が欧州運用会社に与える影響は小さくない。

2001年に導入されたUCITSIII指令<sup>6)</sup>では、UCITSファンドの投資対象範囲として、従来の株式や債券などの現物に加え、新たにデリバティブが認められた。これは投資商品や運用技術の進歩という時代の流れに沿った対応であった。しかしその一方で、UCITSIII指令は、ファンドが過度の市場リスクを取ることを避けるため、デリバティブによるレバレッジに対し上限値を設けた（レバレッジ上限ルール）。更に2004年の欧州委員会による勧告<sup>7)</sup>では、レバレッジとしてVaR<sup>8)</sup>とファンドの純資産額（NAV<sup>9)</sup>）の比を利用することが推奨されたのである（図表）。

UCITSIIIの導入を受け、運用会社は、顧客ニーズの多様化に応えることを目的に、デリ

バティブの活用に力を入れ始めた。その加熱ぶりは、最近でも、デリバティブのノウハウを持った人材をめぐり、運用会社間での激しい争奪戦が伝えられるほどである<sup>10)</sup>。一方で、運用会社は、デリバティブのメリットの享受と引き換えに、ファンドのレバレッジ管理を実施するようになった。今回のインタビューでは、これを契機として、市場リスク管理の高度化に着手したとする運用会社が多く存在した。

図表 レバレッジ上限ルール



## 本邦への示唆

本邦運用会社でのデリバティブの利用は、まだまだ小規模であろう<sup>11)</sup>。しかし、本邦でも欧州のように顧客ニーズの多様化が進めば、デリバティブの活用が拡大するものと思われる。

一方、本邦では、金融商品取引法の制定に見るように、投資家保護の機運が高まっている。運用会社がデリバティブのような複雑な商品を利用するときには、リスク管理の高度化とそのディスクロージャーが、益々重要視されることは想像に難くない。更に、このような一連の動向に、規制当局が追随する可能性もある。

運用会社によるデリバティブ活用と投資家保護を両立させるため、本邦でも官民を挙げて、リスク管理の高度化に取り組むべきではなかろうか。

## NOTE

- 1) 運用スタイルはロングオンリーとロング・ショートが基本。規模は、AUMベースで数兆～数十兆円程度。
- 2) 当局規制、顧客ガイドライン、社内自主ルール等。
- 3) 正式名称は、Underlying for Collective Investment in Transferable Securities Directive。
- 4) 正確に言うとUCITSはEU全体の共通方針であり、その解釈や具体的な法制化は各加盟国が行なう。
- 5) 運用会社が拠点を置く国の監督当局のケースが多い。
- 6) Directive 2001/107/EC, Directive 2001/108/EC
- 7) Recommendation 2004/383/EC
- 8) VaR算出の条件として、信頼区間99%、保有期間1ヶ月、サンプル期間1年以内とすることが推奨されている。
- 9) Net Asset Value
- 10) “Derivatives tying asset managers in knots” Global Investor Magazine, Feb 2006 “New data on scale of derivatives challenge” Global Investor Magazine, 14 Feb 2007
- 11) 弊社サービスのFundmarkによると、国内籍のファンドのうち、ロング・ショートに分類されるものの残高は、2007年1月末で全体の0.5%に過ぎない。