

投資信託によるデリバティブ使用に関する

米国 SEC の意見募集

野村 亜紀子

■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は 2011 年 8 月 31 日、投資信託によるデリバティブ使用に関する意見を募集するリリースを公表した。デリバティブ使用の現状、レバレッジの計測方法、デリバティブ価額の評価方法などに関して意見を求める内容である。コメント受付は 2011 年 11 月 7 日までである。
2. 投資信託のデリバティブ使用に関して SEC は、1979 年以降、リリースやノーアクション・レターを出し、業界からの照会にケース・バイ・ケースで対応してきた。しかし過去 20 年間にデリバティブ市場の規模、投資信託による使用共に大幅に拡大したことなどを踏まえ、SEC は 2010 年 3 月、広範なレビューを行う旨を表明した。今回の意見募集もその一環である。
3. SEC のレビューは、投資信託によるデリバティブの使用自体を問題視するものではなく、細かい点も含めて、規制が市場の実態に追いつけないまま陳腐化しているのではないかという懸念に基づくものと理解できる。ただ、これが結果的に規制強化等につながるのではないかと懸念する声もあり、今後の議論を注視する必要がある。

I. 投資信託はいかにデリバティブを使用すべきかを問う SEC

米国証券取引委員会（SEC）は 2011 年 8 月 31 日、投資信託によるデリバティブ使用に関する意見を募集するリリースを公表した¹。オープン・エンド型投資信託、クローズド・エンド型投資信託、ETF など、1940 年投資会社法による規制を受ける投資信託全般が対象となる（以下、本稿では別途記載のない限り、これらを「投資信託」と記す）。

投資信託は、1940 年投資会社法に基づく一定の要件を満たす限り、デリバティブを活用することができる。投資会社法 18 条において、オープン・エンド型投資信託には債券など上位証券の発行は認められないが銀行借入は行えること、ただし借入の資産担保率（投資信託資産の借入に対する比率）が 300%を下回ってはならないことなどが規定されている。

¹ “Use of Derivatives by Investment Companies Under the Investment Company Act of 1940,” SEC Release No. IC-29776, Aug. 31, 2011.

例えばデリバティブはしばしばレバレッジを伴うので、デリバティブを使用する投資信託はこの 18 条の規定に抵触しないよう留意する必要がある。SEC は 1979 年にリリース IC-10666 を出し、投資信託がカストディアンに「分別勘定」(segregated account) を設定して当該分別勘定にレバレッジ額に相当する流動資産を入れるか、レバレッジを相殺する取引を行えば、投資会社法 18 条の規定に抵触しないという解釈を示した²。

SEC は、1979 年のリリース IC-10666 以降も、デリバティブ使用に関する投信業界からの照会にノーアクション・レター等を出しケース・バイ・ケースで対応してきた。しかし、SEC によると、過去 20 年間にデリバティブ市場の規模と複雑さは劇的に拡大し、同時に、投資信託によるデリバティブの使用も増加した。例えば、米国の社債投信上位 100 本で CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) を利用するファンドの本数は 2004 年の 20% から 2008 年には 60% に増加し、CDS のポジション・サイズの平均 (想定元本ベース) も、同期間にファンドの基準価額 (NAV) の 2% から 14% に拡大した³。

このような状況に鑑みて、SEC は 2010 年 3 月、投資信託のデリバティブ使用に関する広範なレビューを行い、追加的な規則制定等が必要かどうかを判断する旨、表明した。次いで、SEC は 2010 年 7 月、投信目論見書や運用報告書におけるデリバティブ使用に関するディスクロージャーに関して、投信業界団体の投資会社協会 (ICI) 向けに注意喚起の書簡を出した。同書簡では、SEC が投資信託のデリバティブ使用に関する目論見書や運用報告書の書きぶりを調査したところ、一般的な説明にとどまり投資家にとって有用性が低いケースや、内容が分かりやすいとは言い難いケースが見られたこと、したがって、デリバティブを使用する投資信託はディスクロージャーの正確さや分かりやすさを見直すべきであることが指摘された。

今回の意見募集は、上記のレビューの一環で行われた。主な意見募集事項は以下の通りである。(図表 1 を参照)

- ① どのようなタイプの投資信託がどのような目的でデリバティブを使用しているのか。その利益、リスク、コストはどのようなものか。
- ② デリバティブの使用に伴い生ずるレバレッジを、どのように計測すればよいか。
- ③ 投資の分散状況を開示する際に、デリバティブの価額の評価をどのように行うべきか。
- ④ 証券業者等の発行証券への投資規制 (取得可能なのは株式の 5% 以下、債券の 10% 以

² “Securities Trading Practices of Registered Investment Companies,” SEC Release No. IC-10666, April 27, 1979. 同リリースで言及されたのはリバース・レポ等だったが、1987 年のドレイファス社宛てノーアクション・レターで、同リリースの考え方がデリバティブにも適用されることが確認された。

³ SEC Release No. IC-29776, Aug. 31, 2011. (原典は Tim Adam and Andre Guettler, “The Use of Credit Default Swaps by U.S. Fixed-Income Mutual Funds,” FDIC Center for Financial Research, Working Paper No. 2011-01 (Nov. 19, 2010))。なお、投信評価会社モーニングスターのカテゴリーでマーケット・ニュートラル、ベア・マーケット、コモディティなどと分類されるオープン・エンド型投資信託も近年増加している。2011 年 6 月時点でこれらのカテゴリーに属するファンドを設定年別に見ると、90 年代末までの設定は 17 本で残高が 169 億ドルだが、2000~09 年の設定は 67 本・555 億ドル、2010~11 年 5 月は 17 ヶ月で 28 本が設定され残高 79 億ドルだった。

下等の規制)に鑑みて、証券業者等が発行体のデリバティブへの投資をいかに規制するべきか。

- ⑤ デリバティブへの投資はしばしば実質的に複数のセクターに対するエクスポージャーにつながるが(例えば、投資信託が製薬会社の株式に関するスワップ契約を金融機関と締結すれば、医薬品と金融の両セクターへのエクスポージャーを有することになる)、特定セクターへの集中度合いの開示を行う際に、どのように扱えば良いか。
- ⑥ NAVの計算上、OTCデリバティブの公正価値をどのように算出するべきか。

図表1 SEC意見募集の概要

項目	現行規制	論点	意見募集
1.上位証券規制(18条)	<ul style="list-style-type: none"> 投資信託は上位証券の発行の禁止、銀行借入は可能だが資産担保率300%以上(オープン・エンド型)等の規制を受ける。 SECは1979年のリリースIC-10666でデリバティブ使用によるレバレッジについて、レバレッジ額をカバーする流動資産を分別勘定に入れれば良い等の解釈を提示。 	<ul style="list-style-type: none"> 現行の分別勘定方式における、入れるべき資産額の決定方法(デリバティブの想定元本、時価評価額のいずれも難点あり)。 投資信託の純資産やNAVの一定割合までとするなど、分別勘定方式以外の規制方法も存在する。 	<ul style="list-style-type: none"> 分別勘定方式は投資者保護の目的に十分に込れているか。レバレッジ以外のリスクにも対応するリスク管理を義務付けるべきか。 分別すべき資産の最適額をどう規定すべきか。流動資産をいかに規定すべきか。 分別勘定方式以外の方法を検討すべきか。どのような方法を検討すべきか。
2.分散投資の開示規制(5条、8条)	<ul style="list-style-type: none"> 投資信託は、分散型か非分散型かを登録届出書にて開示することを義務付けられる。 分散型とは、資産の75%について1発行体への投資を5%以下にとどめるもの。非分散型はそれ以外。 	<ul style="list-style-type: none"> 分散型・非分散型の判断における、デリバティブの評価方法。 同判断における、デリバティブの発行体の特定。 	<ul style="list-style-type: none"> 適切なデリバティブの評価方法は何か。デリバティブ用の基準が必要か。 デリバティブのカウンターパーティを発行体とするか。デリバティブの参照資産とする考え方はどうか。
3.証券業者等の発行証券取得規制(12条(d)項(3)号)	<ul style="list-style-type: none"> 投資信託は証券業者、投資顧問の発行証券への投資を、一定の条件を満たす場合を除いて禁止される。 投資信託が取得可能な1発行体の株式は5%以下、債券は10%以下などの条件が定められている。 	<ul style="list-style-type: none"> OTCデリバティブの場合、カウンターパーティが証券業者等だと当該取得規制に抵触する場合としない場合がある。参照資産が証券業者等という場合もある。 投資比率を制限以下とするためのデリバティブ価額の評価方法。 	<ul style="list-style-type: none"> 投資信託と発行体との、OTCデリバティブの取引は、証券業者等の発行証券取得規制に抵触するか。しないと考える場合の根拠は何か。 参照資産の場合はどうか。 デリバティブの投資規制の観点から、現行規制の内容は適切か。
4.ポートフォリオの集中に関する開示規制(8条)	<ul style="list-style-type: none"> 投資信託は、特定セクターへの集中投資に関する方針を、登録届出書にて開示することを義務付けられる。 1セクターに対し純資産の25%超の投資が行われると、集中投資と見なされる。 	<ul style="list-style-type: none"> デリバティブ契約では、参照資産の発行体の属するセクターと、カウンターパーティの属するセクターが異なる場合がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 投資信託はポートフォリオの集中に関する開示規制をいかに適用しているか。 参照資産のセクターのみに注目するのは適切か。 SECのガイダンスは必要か。

(注) 条文番号は1940年投資会社法

(出所) SEC Release No. IC-29776

Ⅱ. 意見募集に先立つ米国法曹協会の提言

実は2010年3月にSECが投信のデリバティブ使用に関するレビュー着手を表明する約1年前に、当時のSEC投資管理局长アンドリュー・ドノヒュー氏が米国法曹協会（ABA）に対し、投資信託のデリバティブ使用に関して同協会の知見を共有して欲しいと要請していた。具体的には2009年4月のABAの投資会社及び投資顧問に関する小委員会における講演で、①投資信託はデリバティブ使用に関するディスクロージャー以外にも、デリバティブ使用を律する有効な手続を備えるべきである、②投資信託のレバレッジに対するアプローチは明示的なレバレッジと潜在的なレバレッジの両方に対応するべきである、③投資信託は投資金額ではなく投資エクスポージャーに基づき分散投資に取り組むべきである、といった問題意識を提示し、ABAの意見を求めた。

ABAはこれを受けて「投資会社のデリバティブ及びレバレッジの利用に関するタスクフォース」を結成し、2010年7月に報告書を提出した⁴。同報告書でABAは、投資信託のデリバティブ使用に伴うレバレッジ規制について、リリースIC-10666のアプローチは適正と考えるとした。その上で、本来的にはSECが分別勘定に関するガイダンスを出す必要があると思われるが、当該ガイダンスは様々な種類のデリバティブを包括するものか、あるいは逆に個別のデリバティブ毎に細分化されたものとならざるを得ない。ABAは、それは現実的ではないとし、原則主義の考え方に基づく「リスク調整後分別勘定」を提言した。すなわち、投資信託は各々、投資するデリバティブの特性に応じて分別すべき資産額を算出する方針を定め、開示する。SECは一般的なガイドラインを出し、デリバティブの種類に応じて分別の要求額を調整することもできる。

ABAの報告書では、リスク調整後分別勘定の他にも、分散投資の開示規制、証券業者等の発行証券への投資規制、ポートフォリオの集中の開示に関する規制、投資会社の名称に関する規制、投資家向けディスクロージャー規制などに関する提言も行われた。同報告書は、今回の意見募集リリースでも再三にわたり引用されており、SECのレビューにすでに相当程度の影響を及ぼしていることが窺われる。一方、米国投信業界団体である投資会社協会（ICI）は、ABAに類するような報告書は出しておらず、また、2011年9月26日時点で、SECの意見募集に対するコメントも出していない。

Ⅲ. 今後の展望

今回のSECのレビューは、基本的に、投資信託によるデリバティブの使用自体を問題視するものではなく、細かい点も含めて、投資信託法制が市場の実態に追いつかないまま陳腐化しているのではないかという懸念に基づくものと理解できる。前述の通り、SECが投資信託のデリバティブの使用に関して投信業界全体に向けたガイダンスを出したのは

⁴ “Report of the Task Force on Investment Company Use of Derivatives and Leverage,” Committee on Federal Regulation of Securities, ABA Section of Business Law, July 6, 2011.

1979年が最後で、その後数多くのノーアクション・レターが出されてきた。グローバル金融危機などを契機に、これらを整理する頃合いであると判断されたとしても不自然ではない。

ただ、SECのレビューが結果的に、規制強化につながるのではないかという懸念も表明されている。例えば、スタンダード&プアーズの株式リサーチ・アナリストのダイラン・キャサズ氏は、SECによるレビューが開始された際に、レビューの結果、規制が強化されるようなことになれば、投資信託のコスト増という不利益が生ずると指摘している⁵。同様に、運用会社大手のバンガードのCIOであるガス・ソーター氏は、「SECが、レビューの勢い余って投信のデリバティブ使用を全面禁止するようなことはないか心配である」、「SECの具体的な懸念事項が何か分からないが、我々は投資家を利する形でデリバティブを用いている」と述べている⁶。

SECのコメント受付は2011年11月7日までである。今後の議論の行方を注視しておく必要がある。

⁵ “Mutual Funds Draw Derivatives Scrutiny---SEC Looking at Disclosure, Oversight,” *Wall Street Journal*, April 9, 2011.

⁶ “Digging into Derivatives; The Securities and Exchange Commission is studying how funds use these complex instruments,” *Wall Street Journal*, June 7, 2010.