

## 米国におけるファンドのデリバティブ取引に関する規制改革

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 米国証券取引委員会（SEC）は 2020 年 10 月に、ファンドのデリバティブ取引に関する規則（デリバティブ取引規則）を採択した。デリバティブ取引規則は、個人投資家が負うレバレッジ・リスクを軽減しつつ、ファンドのデリバティブ取引に係る規制枠組みを簡素化し、ファンドによるデリバティブ取引の利用を促進するものである。
2. デリバティブ取引規則は、ファンドに対して、①デリバティブ・リスク管理者（ファンドの投資顧問業者の執行役員等）によるデリバティブ・リスク管理プログラムの運営、②VaR に基づくレバレッジ・リスク制限の要件遵守を義務付けている。また、限定的デリバティブ利用者（デリバティブ・エクスポージャーが純資産の 10%未満のファンド）に対しては、規制対応負担を軽減しつつ、ヘッジ目的のデリバティブ取引の利用を促進するべく、上記の①及び②の適用を免除している。
3. SEC が 2019 年 11 月に公表したデリバティブ取引規則の原案では、レバレッジド／インバース・ファンドについて、特有のリスクが伴うことを踏まえて、同ファンドの販売規制が提案された。しかし、市場参加者による批判が殺到したことを受けて、最終規則では販売規制の導入は見送られた。その上で SEC は 2020 年 10 月に、レバレッジド／インバース・ファンドだけではなく、上場投資証券（ETN）も含む複雑な金融商品に関する声明を発出し、改めて市場参加者の意見を募り始めた。
4. デリバティブ取引を活用した公募投信は、日本の個人投資家にも広く販売されている。そうした中、日本においても、個人投資家が負うレバレッジ・リスクの軽減策に関する議論もあり得よう。米国におけるファンドのデリバティブ取引に係る議論は、日本の資産運用業界にとっても示唆に富むものであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太「米国 SEC による投信・ETF のデリバティブ取引規制改革案ーレバレッジド・インバース ETF に対する影響ー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号（ウェブサイト版）。
- ・野村亜紀子「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」『野村資本市場クォーターリー』2011 年秋号（ウェブサイト版）。

## I はじめに

米国証券取引委員会（SEC）は 2020 年 10 月に、ファンドのデリバティブ取引に関する規則（以下、デリバティブ取引規則）を採択した<sup>1</sup>。デリバティブ取引規則は、1940 年投資会社法のルール 18f-4 を新設する。適用対象ファンドは、MMF を除く SEC 登録投資会社であり、オープン・エンド・ファンド（ミューチュアル・ファンド）や、事業開発会社（BDC: business development company）を含むクローズド・エンド・ファンド等に分類される。

SEC の調査によると、SEC に報告が義務付けられている約 12,360 本のファンド（合計の運用資産総額は約 20 兆ドル）のうち、約 40%はデリバティブ取引を行っている（2020 年 9 月末時点）<sup>2</sup>。そうしたファンドは、先物やスワップ取引等を行うことで、リスク調整後リターンの向上を目指している<sup>3</sup>。ファンドによるデリバティブ取引を利用したリスク管理手法は日々進化しているが、規制の枠組みは、SEC が 40 年以上前に発出したノー・アクション・レター等に基づいている。そこで今般、SEC は、デリバティブ取引規則を採択し、規制の枠組みを近代化した。

デリバティブ取引規則は、近年の SEC による規制改革の中で、最も注目を集めたものの一つである。SEC は 2019 年 11 月に、デリバティブ取引規則案（2019 年規則案）を公表し、2020 年 3 月までパブリック・コメントの募集を行った<sup>4</sup>。2019 年規則案には、レバレッジド／インバース・ファンドの販売規制案（詳細は後述）が盛り込まれていた。販売規制案は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者が、個人投資家にレバレッジド／インバース・ファンドを販売する際に、当該個人投資家についてデュー・デリジェンスすることを義務付けることを提案していた。

市場参加者は、SEC に約 6,000 件のコメントを提出し、大半が販売規制案に反対した。SEC は、市場参加者の反対を踏まえて、販売規制案の導入を見送った。その代わりに SEC は、複雑な金融商品に関する声明を発出し、市場参加者からの意見募集を開始した。これは、個人投資家に提供されているレバレッジド／インバース・ファンドだけでなく、上場投資証券（ETN）等を含む複雑な金融商品について、将来、包括的な規制を策定することを目的としている。

本稿では、デリバティブ取引規則の規制アプローチを整理した上で、主な規定事項であるデリバティブ・リスク管理プログラムの概要、レバレッジ・リスクの制限、限定的デリ

<sup>1</sup> Release No. IC-34084; File No. S7-24-15, Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies. デリバティブ取引規則は、連邦官報掲載から 60 日後に施行される。但し、施行日から 18 ヶ月間は同規則に対応するための移行期間とされる。

<sup>2</sup> ただし、BDC は含まれていない。

<sup>3</sup> ファンドによるデリバティブ取引の相場価格を直ちに取得できない場合、ルール 2a-5 に基づいて公正価値を評価することが義務付けられている。詳細は、岡田功太「米国におけるファンド資産の公正価値評価に関する規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

<sup>4</sup> Release No. 34-87607; IA-5413; IC-33704; File No. S7-24-15, Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies; Required Due Diligence by Broker-Dealers and Registered Investment Advisers Regarding Retail Customers' Transactions in Certain Leveraged/Inverse Investment Vehicles.

バティブ利用者（limited derivatives user）に対する要件を紹介する。その上で、レバレッジド／インバース・ファンドの販売規制を巡る議論や、複雑な金融商品に関する声明の概要について整理を図る。

## II デリバティブ取引規則の目的

### 1. 規制枠組みの簡素化

デリバティブ取引規則の目的は、第一に、ファンドによるデリバティブ取引に係る規制枠組みの簡素化である。1940年投資会社法第18条は、ファンドの資本構成について規定している。例えば、オープン・エンド・ファンドは、資産担保率（ファンドの資産の借入に対する比率）が300%を下回らない限りにおいて、銀行からの借入によるレバレッジはできるが、シニア証券（senior securities）の発行によるレバレッジは禁じられている<sup>5</sup>。要するに、1940年投資会社法第18条は、ファンドによるシニア証券の発行に伴うレバレッジ・リスク（デリバティブ取引によるレバレッジに起因する損失リスク）の軽減を目指している。

1940年当時、デリバティブ取引は「債務を表章する」ものとしてシニア証券に該当すると解釈されたことから、ファンドによるデリバティブ取引は禁じられていると考えられていた。しかし、SECは1979年4月に、ファンドの証券取引実務に係るリリース（IC-10666）<sup>6</sup>を発出し、ファンドが現金や米国債等で構成される分別勘定を設定し、シニア証券の発行による損失リスクを適切に管理することを条件に、シニア証券に該当すると解釈されていたリバース・レポ等の取引を容認した。その後、SECは、IC-10666に基づいて、複数のノー・アクション・レターを発出し、ファンドが分別勘定を設定することなどを条件に、シニア証券に該当すると解釈されていたデリバティブ取引を容認した。

即ち、ファンドによるデリバティブ取引については、米国の法律において直接的には定められておらず、あくまでもSECが発出したIC-10666やノー・アクション・レターに基づいて容認されている。そこでSECは今般、デリバティブ取引規則により、IC-10666や関連するノー・アクション・レターを撤廃し、新たにルール18f-4の導入することで、ファンドによるデリバティブ取引に係る統一的な要件を策定し、規制枠組みの簡素化を図った。

<sup>5</sup> シニア証券とは、担保付社債（bond）、無担保社債（debenture）、証書（note）、もしくは証券（security）を構成し債務（indebtedness）を表章する同様の返済義務もしくは金融商品（instrument）、並びに資産の分配または配当の支払について優先権を有する株式を指す。

<sup>6</sup> 17 CFR Part 271, Release No. IC-10666, Securities Trading Practices of Registered Investment Companies, General Statement of Policy.

## 2. ファンドによるデリバティブ取引の利用促進

第二に、ファンドによるデリバティブ取引の利用促進である。SEC は 2010 年 3 月に、ファンドによるデリバティブ取引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否かを判断する旨、表明した。その後、SEC は 2011 年 8 月に、ファンドによるデリバティブ取引に関するパブリック・コメントの募集を行い、①どのようなタイプのファンドが、どのような目的でデリバティブを使用しているのか、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のか、③投資の分散状況を開示する際に、デリバティブの価額評価をどのように行うべきか、等について市場参加者に意見を求めた<sup>7</sup>。

更に、SEC は 2015 年 12 月に、ファンドによるデリバティブ取引規則案（2015 年規則案）を公表し、想定元本に基づくデリバティブ取引制限要件と、分別勘定要件の規定を提案した<sup>8</sup>。しかし、2015 年規則案には、米国投資会社協会（Investment Company Institute）等の業界団体や金融機関から批判が殺到し、最終化されなかった。2015 年規則案は、デリバティブ取引の種別毎に想定元本の算出手法を定め、分別勘定に組み入れられる資産の量や性質等について複雑な規定を定めたことから、金融機関にとって規制対応負担が大きく、ファンドによるデリバティブ取引を過度に抑制すると考えられたためである。

それに対して、今般のデリバティブ取引規則は、後述する通り、ファンドに対して、①デリバティブ・リスク管理プログラムの運営、②レバレッジ・リスクの制限要件の遵守を求めており、デリバティブの利用が限定的なファンド（詳細は後述）に対しては、上記の①及び②の適用を免除している。つまり、今般のデリバティブ取引規則は、2015 年規則案とは異なり、投資家保護の水準を十分に保ちながらも、金融機関に対して過度な規制対応負担を強いることがないよう設計されている。むしろ、デリバティブ取引規則は、特にリスクヘッジ等を目的としたデリバティブ取引を推奨していることから、リスク調整後リターンの向上を目指す新たなファンドの組成を後押ししているとも言える。

### III デリバティブ・リスク管理プログラムの運営

#### 1. デリバティブ・リスク管理プログラムの概要

デリバティブ取引規則は、デリバティブ・リスク管理者（詳細は後述）に対して、デリバティブ・リスク管理プログラムを書面で定めることを義務付けている。デリバティブ・リスク管理プログラムは、ファンドのデリバティブ・リスクを適切に管理することを目的としており、リスクの把握及び評価、リスク・ガイドライン、ストレス・テスト、バック・テスト、内部報告、定期的レビューを規定する（図表 1）。

<sup>7</sup> 詳細は、野村亜紀子「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」『野村資本市場クォーターリー』2011 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>8</sup> 詳細は、岡田功太「米国 SEC による投信・ETF のデリバティブ取引規制改革案—レバレッジド・インバース ETF に対する影響—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号（ウェブサイト版）を参照。

図表 1 デリバティブ・リスク管理プログラムにおける規定事項

	概要
リスクの把握及び評価	デリバティブ・リスク及びデリバティブ・リスク管理者が重大だと考えるリスクを把握及び評価する。
リスク・ガイドライン	ファンドが通常超過すべきではないデリバティブ・リスクの計測可能な量的基準や閾値を規定する。
ストレス・テスト	極端な市況下、リスク・ファクターの変化によって、ファンドがどの程度の潜在的な損失を計上する可能性があるのか評価する。ストレス・テストでは、資産価格の変動を決定付ける変数（リスク・ファクター）の相関を考慮しなければならない。
バック・テスト	ファンドが実現した過去の損益と、同日に算出されていた VaR を比較し、前者が後者を超過した要因を過去に遡って評価する。VaR は、信頼水準は 99%、取引期間は 1 日とする。
内部報告	デリバティブ・リスク管理者は、ファンドが事前に規定したリスク・ガイドライン及びストレス・テストを超過した場合、ポートフォリオ・マネージャー及びファンドの取締役に報告する。
定期的レビュー	デリバティブ・リスク管理者は、最低でも年に 1 度、リスク・ガイドライン、ストレス・テスト、バック・テストが適切に設定されているのか、精査する。

(出所) デリバティブ取引規則より野村資本市場研究所作成

ここで言うデリバティブ・リスクとは、ファンドのデリバティブ取引に伴うレバレッジ・リスク、市場リスク、カウンターパーティー・リスク、流動性リスク、オペレーショナル・リスク、リーガル・リスクを指す。

デリバティブ・リスク管理者は、最低でも週次で、ストレス・テストを実施し、バリュエーション・アット・リスク (VaR) に基づくバック・テストを週次で実施することが義務付けられている<sup>9</sup>。ストレス・テストにおいてファンドの潜在的な損失額の評価をする際には、運用戦略の特性を考慮する必要がある。

## 2. デリバティブ・リスク管理者の概要

デリバティブ・リスク管理者とは、デリバティブ・リスク管理プログラムを運営する者であり、ファンドの投資顧問業者の執行役員 (officer)、または執行役員に類する権限を有する者が担う。デリバティブ・リスク管理者は、デリバティブ・リスクの管理について十分な経験を有し、ファンドの取締役にによって承認される必要がある。

SEC は、ファンドにおけるポートフォリオ管理機能とリスク管理機能を分離することによって、デリバティブ取引規則の政策的効果が効率的に発揮されると考えている。ポートフォリオ・マネージャーは、ファンドのリターンに基づいて報酬を得ていることが多く、デリバティブ・リスク管理者が有するインセンティブと常に一致しているとは限らない。そのため、デリバティブ取引規則は、デリバティブ・リスク管理者が、ファンドの投資顧問業者のポートフォリオ・マネージャーとは別者でなければならないと定めており、デリ

<sup>9</sup> VaR とは、一定の期間において、一定の信頼区間のもと、市場が平常の状況にある場合に想定される最大損失額で表されるリスク指標である。

バティブ・リスク管理者が複数いる場合、過半数以上がポートフォリオ・マネージャーとは別者であることを義務付けている。

デリバティブ取引規則は、ファンド取締役会の承認を得ている限りにおいて、ファンドのサブ・アドバイザー（投資顧問業者に投資助言をする投資顧問業者）の執行役員が、デリバティブ・リスク管理者になることを容認している。これは、デリバティブ・リスク管理者が、デリバティブ・リスク管理プログラムに関する日々の業務を、サブ・アドバイザーに委託するケースが想定されるためである。ただし、ファンドの投資顧問業者の執行役員が、サブ・アドバイザーの執行役員の報告等に基づいて、デリバティブ・リスク管理プログラムを運営している場合、ファンドの投資顧問業者の執行役員が同プログラム運営に係る責任を負う。

なお、デリバティブ・リスク管理者は、デリバティブ・リスク管理プログラムが規定する内部報告及び定期的レビュー以外に、最低でも年に1度、同プログラムの有効性について、ファンドの取締役会に報告することが義務付けられている。

## IV レバレッジ・リスクの制限

### 1. デリバティブ取引規則における VaR の要件

デリバティブ取引規則は、VaRに基づいて、ファンドのレバレッジ・リスクの制限を規定しており、相対的 VaR テスト（relative VaR test）、または絶対的 VaR テスト（absolute VaR test）の実施を義務付けている。デリバティブ取引規則は、デリバティブ・リスク管理者が、相対的 VaR 及び絶対的 VaR を算出する際に、リスク・ファクターとして、①株価変動リスク、金利変動リスク、クレジット・スプレッド変動リスク、為替変動リスク、コモディティ価格変動リスク、②オプションに代表されるような非線形な価格変動に起因するリスク、③ボラティリティの変化に対するファンドの価値の感応度を考慮することを求めており、信頼水準は 99%、取引期間は 20 日、最低 3 年以上の過去データの利用を義務付けている。

### 2. 相対的 VaR テストの概要

相対的 VaR テストは、レバレッジ・リスクを軽減すべく、ファンドの VaR が、指定参照ポートフォリオ（designated reference portfolio）の VaR を超過した値を指し、①オープン・エンド・ファンドの場合は上限 200%、②クローズド・エンド・ファンドの場合は上限 250%である。

指定参照ポートフォリオとは、相対的 VaR テストを適切に実施するために必要な「レバレッジがかかっていないポートフォリオ（unleveraged portfolio）」を指す。デリバティブ・リスク管理者は、ファンドの運用方針・戦略・投資目的に応じて、指定参照ポート

フォリオとして、①指定インデックス (designated index) 、または②現物証券ポートフォリオ (securities portfolio) のいずれかを選択することが義務付けられている。

指定インデックスとは、ファンドの投資先の市場または資産クラスを反映するインデックスである。例えば、主として米国大型株に投資するファンドは、S&P500 指数を指定インデックスとして選定することが合理的であると考えられる。なお、投資顧問業者や取締役等のファンドの関係者が組成するインデックスは、指定インデックスとして認められない。

他方で、複数の市場に投資するファンドや、投資先の資産クラスを頻繁に変更するファンドについては、適切な指定インデックスの選定が困難である。そこで、デリバティブ取引規則は、デリバティブ・リスク管理者に対して、現物証券ポートフォリオの利用を容認している。現物証券ポートフォリオとは、ファンドのポートフォリオからデリバティブ取引を除いたポートフォリオを指す。

### 3. 絶対的 VaR テストの概要

デリバティブ取引規則は、相対的 VaR テストの採用が困難な場合において、絶対的 VaR テストの実施を容認している。絶対的 VaR テストでは、ファンドの VaR がファンド純資産総額の一定比率以下であることが求められ、①オープン・エンド・ファンドの場合は 20%、②クローズド・エンド・ファンドの場合は 25%である。デリバティブ取引規則は、ファンドのレバレッジ・リスクの要件として、相対的 VaR テストを初期設定 (デフォルト) のテストと位置付けている。これは、レバレッジがかかったポートフォリオと、レバレッジがかかっていないポートフォリオ (またはインデックス) を比較する相対的 VaR テストこそ、レバレッジ・リスクの軽減を目指す 1940 年投資会社法第 18 条の理念を、直接的に規定していると考えられたためである。

他方で、ファンドの運用方針・戦略・投資目的に鑑みると、相対的 VaR テストの採用が困難な場合もある。例えば、主として米国大型株を投資対象とするマーケットニュートラル戦略を採用するファンドは、ロング及びショートのパジションを組み合わせ、米国大型株の市場リスクを最小化しているため、指定インデックスの選定は難しい。また、主として米国大型株を投資対象とするファンドのポートフォリオが、現金及び現金同等物と米国株を原資産としたデリバティブのみで構成されている場合、現物証券ポートフォリオを選定することは適切ではない。このように、デリバティブ取引規則は、相対的 VaR テストの採用が困難な場合においてのみ、絶対的 VaR テストの実施を認めている。

### 4. 相対的 VaR テスト及び絶対的 VaR テストの実施要件

デリバティブ取引規則は、デリバティブ・リスク管理者に対して、少なくとも営業日に 1 回、相対的 VaR テストまたは絶対的 VaR テストの実施を義務付けている。その上で、ファンドが、5 営業日にわたって、相対的 VaR テストまたは絶対的 VaR テストの基準を逸

脱した場合、デリバティブ・リスク管理者は、①何営業日以内に、どのような方法で、相対的 VaR テストまたは絶対的 VaR テストの基準を満たすことができると合理的に予測できるのか、ファンドの取締役会に対して書面で報告すること、②相対的 VaR テストまたは絶対的 VaR テストの基準を逸脱した要因分析を実施すること、③相対的 VaR テストまたは絶対的 VaR テストの基準を逸脱してから 30 暦日以内に、どのような手法で同基準を満たすことができたのか、または、デリバティブ・リスク管理プログラムの一部を変更する必要があったのか、ファンドの取締役会に対して書面で報告すること、を義務付けている。

## V 限定的デリバティブ利用者

限定的デリバティブ利用者とは、デリバティブ・エクスポージャーが純資産の 10%未満（10%基準）のファンドを指し、デリバティブ・リスク管理プログラムの運営や、レバレッジ・リスクの制限の遵守が免除される。即ち、限定的デリバティブ利用者は、デリバティブ取引の利用が限定的なファンドに対する規制対応負担の軽減を目的としている。SEC の調査によると、米国のファンドのうち 79%は 10%基準を満たしており、限定的デリバティブ利用者である（2020 年 9 月末時点）。

10%基準におけるデリバティブ・エクスポージャーとは、①ファンドによるデリバティブ取引のグロス想定元本、②ファンドのポートフォリオにおいてショートしている資産の価値の合計値である。ただし、デリバティブ・エクスポージャーには、ファンドの為替及び金利リスクをヘッジしているデリバティブ取引は含まれない。SEC は、為替及び金利リスクのヘッジを目的としたデリバティブ取引は、ファンドのレバレッジ・リスクを増加させないと考えられるため、同取引をデリバティブ・エクスポージャーの算出から除外しても、1940 年投資会社法第 18 条の理念には反しないとされている。

なお、ファンドのデリバティブ・エクスポージャーが、5 営業日にわたって 10%基準を超過した場合、ファンドの投資顧問業者は取締役会に対して、①30 暦日以内にファンドのデリバティブ・エクスポージャーを減少させ 10%基準を満たす、または②直ちにデリバティブ・リスク管理プログラムの運営を開始しレバレッジ・リスクを制限する、といういずれかの対応をすることを書面で報告しなければならない。

## VI 個人投資家向けに提供される複雑な金融商品を巡る議論

SEC は、レバレッジド／インバース・ファンドが有する特有のリスクを踏まえて、同ファンドの販売規制案を示したが、市場参加者による批判が殺到した。そこで、SEC は、レバレッジド／インバース・ファンドだけではなく、ETN も含む複雑な金融商品に関する声明を発出し、改めて市場参加者の意見を募り始めた。以下に、近年、米国において示されている複雑な金融商品に関する論点を紹介する。



## 1. レバレッジド／インバース・ファンド特有のリスク

レバレッジド／インバース・ファンドとは、デリバティブ取引を利用することで、ファンドが連動する原資産の日次収益率のプラス数倍（レバレッジド）、あるいはマイナス数倍（インバース）といった収益を提供するファンドである。SEC及び米国金融取引業規制機構（FINRA）によると、レバレッジド／インバース・ファンドには、誤解を招きやすい点がある。例えば、原資産が100で取引されており、原資産の2倍の日次収益率をもたらすレバレッジド・ファンドがあり、図表2のように変化したとする。0日目と比べて、3日目の原資産は100から100.68に上昇しているが、レバレッジド・ファンドの基準価額（NAV）は100から96.46に下落している。つまり、レバレッジド／インバース・ファンドの収益率は、原資産の日次収益率には連動するが、1日以上期間においては複利効果が発生するため、原資産の収益率から乖離する<sup>10</sup>。

FINRAは2009年8月に、インベスター・アラート（投資家向けの警告）を発出し、レバレッジド／インバース・ファンドでは、①原資産への連動は1日毎にリセットされること、②同ファンドを1日以上保有し、その間に高いボラティリティが継続すると、原資産のパフォーマンスがプラスであったとしても、NAVはマイナスになり得ることを、同ファンド特有のリスクとして明示し、投資家に対して十分な理解を促した<sup>11</sup>。しかし、米国の金融機関がレバレッジド／インバース・ファンドを個人投資家に販売する際に、上記①及び②の特有のリスクを十分に説明していないケースや、個人投資家の適合性に反する不適切な販売が行われたケースが散見された（図表3）。

キャロライン・クレンショーSEC委員（民主党）は、レバレッジド／インバース・ファンドを販売した金融機関に対する制裁事案が後を絶たないということは、個人投資家だけではなく、金融機関に所属するファイナンシャル・アドバイザーも、同ファンド特有のリスクを理解していない可能性があるとして指摘した<sup>12</sup>。

図表2 レバレッジド・ファンドの収益率推移の例

	原資産の値	原資産の値の変化率（前日比）	レバレッジド・ファンドのNAV	レバレッジド・ファンドのNAV変化率（前日比）
0日目	100.00	N/A	100.00	N/A
1日目	115.00	+15%	130.00	+30%
2日目	97.75	-15%	91.00	-30%
3日目	100.68	+3%	96.46	+6%

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> 詳細は、岡田功太「米国資産運用業界がもたらすシステミック・リスクに関する議論の展開」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>11</sup> FINRA, “Leveraged and Inverse ETFs: Specialized Products with Extra Risks for Buy-and-Hold Investors,” August 18, 2009.

<sup>12</sup> Commissioner Caroline A. Crenshaw, “Statement on Funds’ Use of Derivatives,” October 28, 2020.

図表3 レバレッジド／インバース・ファンドの不適切販売に関する制裁事例

	制裁の概要
2012年5月	FINRAは、レバレッジド／インバースETFを不適切に販売したウェルズ・ファーゴ、シティ・グループ、モルガン・スタンレー、UBSに対して合計で約910万ドルの制裁金を課した。
2014年1月	FINRAは、レバレッジド／インバースETFを不適切に販売したスタイフェル及びセンチュリー・セキュリティーズに対して、約55万ドルの制裁金を課し、顧客に約48万ドルの返還を命令した。
2016年6月	FINRAは、レバレッジド／インバースETFを不適切に販売したオッペンハイマーに対して、約225万ドルの制裁金を課し、顧客に約72万ドルの返還を命令した。
2017年2月	SECは、レバレッジド／インバースETFを不適切に販売したモルガン・スタンレーに対して、約800万ドルの制裁金を課した。
2020年2月	SECは、レバレッジド／インバースETFを不適切に販売したウェルズ・ファーゴに対して、約3,500万ドルの制裁金を課し、その一部を顧客に返還することを命令した。

(出所) SEC及びFINRAより野村資本市場研究所作成

## 2. レバレッジド／インバース・ファンドの販売規制案の概要

SECは、金融機関に対してレバレッジド／インバース・ファンド特有のリスクの開示を義務付けるだけでは、個人投資家が負うレバレッジ・リスクを軽減させることはできないと考えた。そこで、SECは、2019年規則案において、レバレッジド／インバース・ファンド固有の規制枠組みとして、販売規制案の導入を提案した。

販売規制案は、1934年証券取引所法のルール15I-2と1940年投資顧問法のルール211(h)-1の新設を提案した。販売規制案の適用対象であるブローカー・ディーラー及び投資顧問業者は、レバレッジド／インバース・ファンドを個人投資家に販売する際に、当該個人投資家についてデュー・デリジェンスをすることが義務付けられる。具体的には、当該個人投資家の雇用状況、年収、純資産、純資産のうち手元流動性の高い資産の総額、レバレッジド／インバース・ファンドへの投資経験と商品特性への知識や投資目的等について、デュー・デリジェンスの実施が必要とされる。多くの市場参加者は、販売規制案の導入について反対の意向を示した。その主な意見として、以下の5点が挙げられる。

- ① 販売規制案は、投資家がレバレッジド／インバース・ファンド特有のリスクを理解した上で、1日以上投資を希望している場合においても、レバレッジド／インバース・ファンドの提供を抑止しており、投資家の選択肢を過度に制約している。
- ② 販売規制案は、投資顧問業者に課されている受託者責任や、ブローカー・ディーラーに課されているレギュレーション・ベスト・インタレスト等の既存の規制と重複している。なお、レギュレーション・ベスト・インタレストとは、1934年証券

取引所法に基づいて、ブローカー・ディーラーに対して顧客の最善利益の追求を義務付ける規則である<sup>13</sup>。

- ③ 2019年規則案は、1940年投資会社法のルールであり、ファンドのレバレッジ・リスクの軽減を目的としている。他方で、2019年規則案において示された販売規制案は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者に対する規制を定めており、規制対象に齟齬が生じている。
- ④ 販売規制案は、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者に対する訴訟の増加を招く可能性があることから、ブローカー・ディーラー及び投資顧問業者によるレバレッジド／インバース・ファンドの提供を停止させる可能性がある。そのため、販売規制案の枠組みが適切なのか疑問が残る。
- ⑤ 販売規制案は、レバレッジド／インバース・ファンドのみを対象としており、同ファンドと類似する商品性を有するレバレッジド／インバース ETN を対象外としている。商品間で規制上の取り扱いに差が生じており、販売規制案の枠組みの詳細については再考の余地がある。

SECは、これらの意見を踏まえて、販売規制案については採択しなかった。SECは、デリバティブ取引規則において、2020年10月28日時点で運用されている「2倍より大きいレバレッジ／インバース・ファンド（プラス200%より大きい値、またはマイナス200%より大きい値で、原資産の日次変化率に連動するレバレッジド／インバース・ファンド）」については、デリバティブ・リスク管理プログラムの運営を義務付けたが、レバレッジ・リスク制限の要件遵守は免除した。これは、「2倍より大きいレバレッジ／インバース・ファンド」は、相対的 VaR テスト（及び絶対的 VaR テスト）を満たさないためである。その代わりに、SECは、既存の「2倍より大きいレバレッジド／インバース・ファンド」に対しては、レバレッジ・リスク制限を遵守していないことについて開示を義務付け、新規に同ファンドを組成することを禁じた。

なお、SECの調査によると、米国においては、レバレッジド／インバース ETF は172本（運用資産総額は約334億ドル）あり、そのうち、「2倍より大きいレバレッジド／インバース・ファンド」は70本（運用資産総額は約157億ドル）である（2020年7月末時点）。

<sup>13</sup> 詳細は、岡田功太「SECの米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）、同「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号（ウェブサイト版）を参照。

### 3. 複雑な金融商品に関する包括的な規制枠組みの見直し

SEC は 2020 年 10 月に、個人投資家向けに提供されている複雑な金融商品に関する声明を発出し、主に 3 つの問題意識を示して市場参加者の意見を幅広く募集した<sup>14</sup>。同声明は、第一に、複雑な金融商品のストラクチャー毎に異なる規制上の要件の整理を論点として挙げた。例えば、個人投資家に提供されるレバレッジド／インバース ETF は 1940 年投資会社法に基づいて組成されており、レバレッジド／インバース ETN は 1933 年証券取引法に基づいて組成されている。レバレッジド／インバース ETF 及びレバレッジド／インバース ETN は、一見すると類似した商品特性を有するが、準拠する法規制が異なることから、個人投資家保護の水準にも差異が生じる可能性があり、整理が必要であるという問題意識である。

第二に、市場にストレスがかかった際の複雑な金融商品の運営についてである。過去に、複雑な金融商品については、①ボラティリティが急上昇したため、VIX に連動するレバレッジド／インバース ETN が突如として強制償還した事例、②市況の混乱を受けて、原資産の 3 倍の日次変化率に連動するレバレッジド／インバース・ファンドが、2 倍の日次変化率に運用方針の変更を余儀なくされた事例、③原油先物価格がマイナスの価格になり、原油先物に投資する上場ファンドが運用方針の変更を迫られた事例等があった。そのため SEC は、基本的には、資産運用商品の投資実績については自己責任が伴うという姿勢を示しつつ、複雑な金融商品については、突如として運用が停止される、または運用方針が大幅に変更されるという特殊性を踏まえ、何らかの施策を講じる必要がある、という問題意識を示した。

第三に、ファイナンシャル・アドバイザーの投資アドバイスに基づかず、自らの意思で投資する個人投資家に対する規制や開示要件である。レバレッジド／インバース ETF は証券取引所に上場しており、誰でも自由にスマートフォン等を通じて購入できる。近年増加傾向にある個人投資家は、ロビンフッド等のオンライン証券会社を通じて、売買手数料が無料であるが故に、躊躇なくレバレッジド／インバース ETF を購入し、日中に頻繁に売買することができる<sup>15</sup>。そのため、複雑な金融商品に関する声明は、ファイナンシャル・アドバイザーに対して、レギュレーション・ベスト・インタレストが課されているからといって、投資家保護が十分に担保されているとは言えず、自らの意思で複雑な金融商品に投資する個人投資家を想定した規制や開示要件の策定を検討すべきである、という問題意識を示した。

今後、SEC がレバレッジド／インバース・ファンドや ETN 等に関する包括的な規制を策定する際には、複雑な金融商品に関する声明において、SEC が示した問題意識と、それに対する市場参加者の意見に基づいて議論が進められる可能性がある。

<sup>14</sup> Chairman Jay Clayton; Dalia Blass, Director, Division of Investment Management; William Hinman, Director, Division of Corporation Finance; Brett Redfean, Director, Division of Trading and Markets, “Joint Statement Regarding Complex Financial Products and Retail Investors,” October 28, 2020.

<sup>15</sup> 詳細は、岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020 年夏号を参照。

## VII 日本への示唆

デリバティブ取引を利用した公募投信は、日本でも個人投資家に広く販売されている。2008年のグローバル金融危機以降に、通貨選択型投信が人気を博し、近年では、レバレッジ・バランス型投信が注目を集めた<sup>16</sup>。前者は、ハイ・イールド債等に投資する運用戦略と、エマージング諸国等の通貨を原資産としたデリバティブ取引を組み合わせることで高い利回りを追求するものであり、後者は、株式や債券等に分散投資しながらも、先物取引等でレバレッジをかけるものである。金利低下等の環境下で一定の運用収益を追求する行動と解することもできるが、これらの公募投信を保有する投資家は、レバレッジ・リスクを負うことになる。約24兆ドルの残高を擁し家計の約46%が投信を保有する米国でも本稿で紹介したような規則改正の取り組みが続けられていることを踏まえれば、日本においても、公募投信に対して、デリバティブ・リスク管理プログラムの具備等を義務付けるべきか否か、といった議論もあり得よう。その際、米国のデリバティブ取引規則同様、限定的なデリバティブ利用者等に係る免除規定を設けることで、ヘッジ目的のデリバティブ取引の利用を促進し、個人投資家に対するリスク調整後リターン向上につなげることも検討に値しよう。

また、米国における複雑な金融商品に関する、より包括的な規制の議論も、日本にとって注視すべきものと思われる。日本の金融機関は顧客本位の業務運営に関する原則に基づき、金融商品・サービスの複雑さに見合った情報提供を分かりやすく行うべきこととされている。前述の通り、米国でもレギュレーション・ベスト・インタレストの存在等が指摘され販売規制案については採択されなかったが、米国SECは、複雑な金融商品に関する声明において、レバレッジド／インバース・ファンド等の特殊性を鑑みると、レギュレーション・ベスト・インタレストが課されているからといって、投資家保護が十分に担保されているとは言い難い、という問題意識を示している。今後、米国でレバレッジド／インバース・ファンド等に対する包括的な規制策定が進展する可能性もあることを踏まえると、日本においても、顧客本位の業務運営に関する原則を前提にしつつ、複雑な金融商品特有のリスクに関連した議論が有用な可能性もあろう。

米国では、過去10年以上にわたって、ファンドによるデリバティブ取引に係る要件について議論が進展してきた。今般、SECが示したデリバティブ取引規則の内容、複雑な金融商品に関する声明が示した問題意識、レバレッジド／インバース・ファンドを巡る議論は、日本の資産運用業界にとっても示唆に富むものであろう。

<sup>16</sup> 詳細は、岡田功太「外国為替指標の規制改革を巡る動向－NDF市場および通貨選択型投信への影響の可能性－」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号（ウェブサイト版）を参照。