

## 複雑な ETF 商品に忍び寄る規制強化の兆し

門前 太作

### 要 約

1. 2011年のETF規制を巡る環境は、2011年4月に金融安定理事会および国際決済銀行がETFのシステミックリスクに警鐘を鳴らす報告書を公表して以来、かなり慌しくなっている。そしてこの動きは9月に発覚したUBSのトレーダーによる不正事件を契機にますます加速している模様である。
2. ETF規制の論点は大きく2つある。一つは、急拡大するETFのシステミックリスクに対するマクロプルーデンス的な視点での対応であり、もう一つはリテール投資家保護の観点に基づくものである。
3. ETFのシステミックリスクについては、(1)スワップ等を活用するシンセティック型ETFの普及がもたらす流動性リスクやカウンターパーティリスク、(2)アクティブ型ETF等が市場のボラティリティの源泉となるリスクなどが指摘されている。前者については上記の国際機関が懸念を表明し、欧州で規制強化の声が高まっている。後者については、2010年5月のフラッシュクラッシュ事件や2011年8月に生じた米国債格下げ後のボラティリティの上昇を受け、市場攪乱要因としてのETFが主に米国で取り沙汰されているものの、因果関係については不明である。
4. 一方、リテール投資家に対する説明責任の観点から、シンセティック型ETFなどの複雑な商品に対するより厳格な情報開示を求める動きは、当局の間で一致し始めている。
5. 今後は、欧州証券市場監督庁が来年の前半までにETF規制に関する新たなガイドラインを公表する見通しで、さらに証券監督者国際機構 (IOSCO) も現在、ETF規制に関するコンサルテーション・ペーパー作成に着手している。一方、米国ではETFのデリバティブ活用に関するパブリックコメントの締切日が2011年11月7日となっているが、それ以降のはっきりとした時間軸は不確定となっている。

### はじめに

2011年はデリバティブの活用で急拡大したETF、特にシンセティック型ETFが転換期を迎えた年といえよう。4月に国際機関が相次ぎシンセティック型ETFのシステミックリスクに関して警鐘を鳴らした後、9月中旬にはUBSのデルタ・ワン取引チームのトレーダ

ーによる不正投機取引事件<sup>1</sup>が発生し、シンセティック型 ETF のシステミックリスクがメディアにより再びクローズアップされた。その後は、この事件を契機に銀行内のリスク管理体制を再点検するという本質的な議論には発展せず、批判の矛先は金融商品としての ETF 全般に向けられているようにも見える。

さらに昨年5月に発生したフラッシュクラッシュとETFの関連性が取り沙汰されてきたが、今年に入っても8月の米国価格下げの後に生じた市場のボラティリティとETFの相関関係について当局が調査に乗り出すなど、市場の攪乱要因としてのETFにもスポットライトが当たっている。

ETF ビジネスの拡大とシステミックリスクの関係については関係者の間でも意見は分かれており、因果関係ははっきりしない。しかし、個人投資家保護の観点から、投資家に対する説明責任として各国の当局がプロバイダー側に複雑なETF商品のディスクロージャーの強化を求める方向で一致し始めている点は否めない。すなわち、世界的な金融規制の流れの中で、現時点ではまだETF規制がはっきりと具現化していないものの、当局はマクロブルーデンスの見地から急拡大するETFのシステミックリスクを警戒し、同時にデリバティブを活用する複雑なETF商品に対しても、リテール投資家保護の観点から監視を強化するという気運が醸成されつつある。

そこで本稿では、2011年に入ってからこれまでETF規制の議論がどのように展開されてきたかを概括し、今後の議論の行方も合わせて展望してみたい。

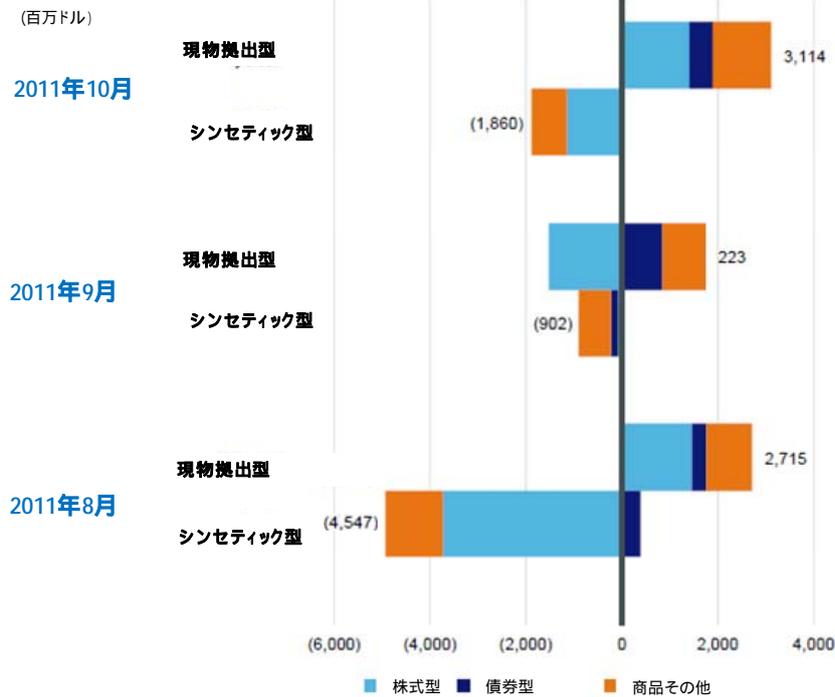
## ． 2011年のこれまでの主な経緯

2011年のETF規制を巡る主なマイルストーンとしては、4月に公表された国際決済銀行や金融安定理事会による報告書<sup>2</sup>の存在が挙げられよう。これらの報告書は、平時であれば問題が生じないはずのシンセティック型ETF商品の急成長が、金融危機などの非常時には流動性リスクを一挙に顕在化させ、深刻なシステミックリスクを金融システム全体に伝播させるトリガーとなる可能性があるとの警鐘を鳴らした。これが発端となり、主に個人投資

<sup>1</sup> 本件ではバックオフィス出身のトレーダーがS&P 500やドイツ株価指数等の指数の先物取引のリスクヘッジとして、架空のETFポジションを計上していたとされる。自己勘定取引部門のデルタ・ワン（原資産の価格変動とデリバティブの価格が同じ値動きをする状態を言う）チームの基本的な業務は、表面上は原資産とETFの間のミスプライシングを狙う裁定取引といった比較的低リスクの取引と言われているが、最近ではプロップ取引規制を回避する手段としても位置付けられているようである（OTCのデルタ・ワン取引は自己勘定取引の規制対象ではない）。つまり、デルタ・ワン取引チームは顧客から小額のフィーを受取る代わりに特定のインデックスのリターンを提供するのが主な役割だが、このリターンを達成するために原資産の証券を保有するか、または様々なデリバティブを活用する。だが問題は、このインデックスの要求リターンを上回るリターンを獲得してはならないというルールが存在しないことであり、ここに銀行がフィー以外に追加の利益を獲得しようとするインセンティブが発生する。因みにデルタ・ワン関連の不正取引の事例としては、他にも2008年に発覚した仏ソシエテ・ジェネラルのトレーダーによる約50億ユーロの巨額損失事件等がある。

<sup>2</sup> Financial Stability Board, "Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)", 12 April 2011, Narayan Suryakumar, "Annex 1.7. Global Financial Stability Report", IMF, April 2011, Srichander Ramaswamy, "BIS Working Papers No 343 Market structures and systemic risks of exchange-traded funds", Bank for International Settlements, April 2011

図表 1 欧州における現物拠出型 ETF 及びシンセティック型 ETF への資金純流入額



(出所) ブラックロック

家保護の観点から ETF プロバイダーに対しシンセティック型 ETF 等の複雑な商品における担保・流動性管理のディスクロージャー強化や個人投資家への複雑な商品の販売規制を求める声が欧州を中心に高まっている。

結果的に欧州でのシンセティック型 ETF への資金流入には急ブレーキがかかり、2011年後半は同タイプの ETF から資金の純流出が生じている様子である(図表 1 参照)。そして9月に発生したUBSのトレーダーによる不正事件でこの流れが今後ますます加速する可能性も出てきている。

一方、ETF 市場における個人投資家のプレゼンスが高い米国でも、ラベリングの問題が議論され、デリバティブ活用の適否や証券市場の変動との関連性などについても当局が調査に乗り出すなど、慌しい空気に包まれている。

## ・ 当局の主な動き

上述の国際機関が公表した報告書を契機に ETF 規制強化の機運が欧米当局の間で高まり(図表 2)、現状は市場関係者が今後の動向を注意深く見守っているという段階である。以下で 2011 年に入ってから金融当局が提起した主な論点を整理してみたい。

図表2 ETF規制を巡る当局の主な動き

		2011年												2012年
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	
欧州	機関			英国金融庁			英国中央銀行	欧州証券市場監督庁 (ESMA)					欧州証券市場監督庁 (ESMA)	
	アクション			"Retail Conduct Risk Outlook 2011"を公表			"Financial Stability Report June 2011"を公表	Discussion paperを公表。欧州のETFルールを包括的に見直し、個人投資家向けのシンセティック型ETFに関する厳格な販売規制の適用の検討を含む。						ETF規制のガイドラインを公表?
米国	機関								SEC			米上院委員会		
	アクション								ファンドによるデリバティブ活用に関する意見の募集			ETFに関する公聴会を開催 (参加者: SECのRominger氏、NASDAQのNoll氏、BlackRockのArchard氏、カウフマン財団のBradley氏)		
グローバル	機関				国際決済銀行 金融安定理事会 国際通貨基金									証券監督者国際機構 (IOSCO)
	アクション				"BIS Working Papers No 343", "Potential financial stability issues arising from recent trends in ETF", "Global Financial Stability Report"を公表									ETFの個人投資家保護に関するコンサルテーション・レポートが2012年初頭に公表予定

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

## 1. 英国金融庁

2010年に策定された「消費者保護戦略 ("Consumer Protection Strategy")」に基づき、英国金融庁は2011年3月に個人投資家が直面するリスクに関する報告書<sup>3</sup>を公表した。ETFに関してはチャプターB 3.9.2にて言及<sup>4</sup>しており、この中で初期のETFと比べ現在は種類や規模が急増し、結果的に複雑な商品構造を有するまでに至ったと指摘している。

現在普及する複雑なタイプのETFにレバレッジ型、インバース型、アクティブ型などを挙げ、個人投資家向けの配布資料のリスク開示が不十分なために、投資家がリスクを十分に理解しないまま購入する可能性があるかと懸念を表明した。英国金融庁は今後、ETFに対する警戒を強化し、消費者保護の観点から複雑なETFの個人投資家向け販売に適宜干渉する意向であるとしている。

## 2. 金融安定理事会、国際決済銀行、国際通貨基金

上述の通り、これらの国際機関は2011年4月に相次ぎETFのシステミックリスクに焦点を当てた報告書を公表し、複雑なETFの急拡大や大規模な証券貸付が市場の危機の際に

<sup>3</sup> <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/rcro.pdf>

<sup>4</sup> ETFだけでなくETN(上場投資証券)等を含めたETP(Exchange Traded Products)についても言及している。

担保資産の流動性枯渇に起因するカウンターパーティリスクを誘発し、金融システム全般にリスクを伝播させる可能性がある」と懸念を表明した。各機関は共通して、リスク管理の観点から商品の透明性の向上およびデリバティブへのエクスポージャーの上限等を提案している<sup>5</sup>。

### 3．イングランド銀行

2010年6月、財務省は英国金融規制体系を根本的に改革する計画案の作成に着手し、2010年7月と2011年2月に政府は改正案に関するコンサルテーション・ペーパーを公表した。提示された改正案には、金融システムにおけるシステミックリスクの識別、監視、排除または低減を担う英国中央銀行の金融政策委員会（Financial Policy Committee, 以下 FPC）の設立が含まれ、この FPC が 2011年6月に発表した「ファイナンシャル・スタビリティ・レポート」の中で拡大する ETF のリスクが取上げられている。

すなわち、ETF は市場横断的にリスクを増幅させる可能性がある金融商品であり、場合によっては商品としての複雑性や不透明性が個人投資家を彼らの予期せぬリスクに晒す可能性があるとした。さらに銀行はシンセティック型 ETF におけるスワップのカウンターパーティ、証券貸付プレイヤー、そしてマーケットメーカーとしての役割を演じる（利益相反の問題）ことから、ETF 市場と銀行セクターとの相互連関性のリスクが高まると指摘している。この他にも、ETF プロバイダーの追加収入源となる証券貸出ビジネスから生じるカウンターパーティリスク、貸し付けた証券と引き換えに受け取るキャッシュを流動性の低い資産に投資することで生じる流動性リスク、また証券貸付における限定された情報開示が引き起こす不透明性の増大などを挙げている。

### 4．欧州証券市場監督庁（European Securities and Markets Authority, 以下 ESMA）

2011年7月に ESMA は ETF 規制に関するディスカッション・ペーパー<sup>6</sup>を公表し、この中で提起した見解や質問等について意見の公募を求めている（コメントの受付は 2011年9月22日まで）。関係者からのフィードバックに基づき、ESMA は 2011年末かまたは 2012年の早い段階で ETF 規制に関する新たなガイドラインを公表する予定である。

今回、ESMA がディスカッション・ペーパーを公表した主な目的の一つは、金融安定理事会や国際決済銀行が公表したレポートの示唆を受け、投資家の保護と金融システム安定化の観点から UCITS 導入以降に設立された複雑な UCITS 準拠のファンドを規制対象として検討すべきかを本格的な議論の俎上に載せることである。本ペーパーでは、ETF 規制のガイドライン策定に際し以下のトピックが列挙され、それぞれについて ESMA が見解を提示している。

<sup>5</sup> 詳細については、門前太作「ETF のシステミックリスクに関する国際機関の報告書」『野村資本市場クォーターリー』2011年夏号を参照。

<sup>6</sup> "ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS"

- UCITS ETF の識別名
  - ◇ 投資家の混乱を避けるため、商品のマーケティング資料や目論見書等で投資家が即座に識別可能な「ETF」または「Exchange-Traded Fund」という名称を用いるべきである。
- UCITS ETF が追隨するインデックスのトラッキング手法
  - ◇ 目論見書には ETF がトラックするインデックスおよびそのインデックスへのエクスポージャーを得るメカニズムについて明確かつ包括的な描写が必要である。
  - ◇ すなわち、インデックスの構成要素の詳細、トラッキング手法が現物拋出型あるいはシンセティック型（あるいは両方）かの別、トラッキングエラーに関するポリシー（例：最大限等）、取引コスト、流動性、配当の再投資などの問題点、完全複製法またはサンプリング法が活用されているか、といった情報が含まれるべきである。
- シンセティック型 ETF のカウンターパーティリスク
  - ◇ 目論見書には作成したポートフォリオの構成資産、担保の種類ならびにカウンターパーティのデフォルトリスクと投資家へのリターンの影響が最低限必要な情報である。
  - ◇ アニュアルレポートにもデリバティブを通じて得られるエクスポージャーやカウンターパーティリスクを低減する担保等の詳細な情報が記載されなければならない。
- 有価証券の貸付
  - ◇ 目論見書には有価証券の貸付を行なう旨を明記し、カウンターパーティリスクおよびトラッキングエラーへの影響について詳細な情報を提供すべきである。
  - ◇ 許容される担保の種類や必要な担保水準、現金担保の場合には想定されるリスクを含めた再投資政策に関する情報を明記する必要がある。
  - ◇ 有価証券の貸付収入のうち ETF に帰属する分に関する情報も開示する必要がある。代理人や第三者が介在する場合は、フィー割合の取決めに関する情報も公表する必要がある。
  - ◇ 有価証券貸付の際に受取った担保は、欧州証券規制当局委員会が公表する「リスク計測に関するガイドライン」に規定される OTC デリバティブ基準に準拠する必要がある。
- アクティブ型 ETF
  - ◇ インデックスのリターンを超過する目的で設立された「アクティブ型」として、目標リターンの達成方法および投資戦略から発生するリスクを投資家に明示する必要がある。
  - ◇ アクティブ型 ETF はインデックスを追隨することが目的ではないことを明記すべきであり、ポートフォリオの中身の透明性およびその情報の入手方法を明示する必

要がある。

◇ さらに「推定純資産価値<sup>7</sup>」の計算方法を明確に公表する必要がある。

● レバレッジ型ETF

◇ 目論見書にはどのようにレバレッジを掛けるのか、そしてレバレッジに関連するリスク（特にショートのエクスポージャー）について「レバレッジ方針」を開示すべきである。

◇ レバレッジ型ETFのリターンが投資家の中長期の要求リターンからどのように乖離するかを記述すると同時に、関連コストの詳細も合わせて開示するべきである。

5．米国証券取引委員会（U.S. Securities Exchange Committee、以下 SEC）

米国では、1940年投資会社法に則って新たに設立され、スワップを始めとするデリバティブを活用するアクティブ型またはレバレッジ型ETFは、2010年3月からデリバティブの使用が実質的に禁止されている。またSECはファンドによるデリバティブ活用に関するレビューも実施しており、その一環として2011年8月末に1940年投資会社法の規制下にある投資信託のデリバティブ活用に関する意見募集を公表<sup>8</sup>している。

さらにETFと市場のボラティリティとの関連に関しても調査しているが、これについては以下で詳述する。

6．米国上院委員会（U.S. Senate）

柔軟性の高いETFや多くの先物商品が投資家にとって市場のボラティリティに対処する有効なツールとして機能する一方、急拡大するETFが市場のボラティリティを逆に増幅させているという指摘もある。2011年8月に米国債がトリプルAから格下げされた後、市場のボラティリティが急上昇した事実を踏まえ、2011年10月19日、米上院委員会<sup>9</sup>はETFと市場のボラティリティの関係等に関する公聴会<sup>10</sup>を開催した。参加者にはSECの投資信託部門のディレクターを務めるエイリーン・ロミンジャー氏、ナスダックOMXグループのエグゼクティブ・バイス・プレジデントのエリック・ノル氏、ETF業界最大手のブラックロック社のマネージングディレクターであるノエル・アーチャード氏、そしてETF批判の急先鋒であるカウフマン財団CIOのハロルド・ブラッドレー氏が含まれている。本公聴会では、主に以下のような内容が議論された。

<sup>7</sup> Indicative Net Asset Value, “iNAV”はETFの保有資産に係る純資産額を取引時間中に推定するための参考値。

<sup>8</sup> 詳細については、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>9</sup> Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate

<sup>10</sup> [http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Hearing&Hearing\\_ID=ad4fdfb9-d589-4ac9-8829-0edf1ad8dc8d](http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Hearings.Hearing&Hearing_ID=ad4fdfb9-d589-4ac9-8829-0edf1ad8dc8d)

- エイリオン・ロミンジャー氏 (SEC)

- ◇ システミックリスクとの関係

- ✓ 2010年5月の「フラッシュクラッシュ」の際に全ETFの25%以上が一時50%以上値を下げ、原資産価格から大幅に乖離した値段で取引された。これを受けSECは引き続きETFに内在する価格裁定機能およびETFと市場全体の関連性を調査している。

- ◇ シンセティック型ETF

- ✓ 欧州と違い米国ではインデックスを複製するためのデリバティブの活用には制限<sup>11</sup>があり、レバレッジ型やインバース型ETFが占める割合はわずか3%程度である。2010年3月以降、SECはデリバティブを積極的に活用するETFの設立を認可していない。

- ◇ アクティブ型ETF

- ✓ 現在、流動性や透明性の面で懸念される新興国債券やハイイールド債等にエクスポージャーを有するアクティブ型ETFのレビューを実施している。

- エリック・ノル氏 (ナスダック)

- ◇ システミックリスクとの関係

- ✓ ETFの拡大と比例し原資産証券の売買も増加する可能性はあるが、ETFが他の金融商品より特段大きなシステミックリスクを波及させるとは思えない。例えば最大級のETF群がトラックする指数はS&P 500だが、これらの商品の日次の売買高は平均400億ドルとS&P 500を構成する銘柄の売買高である1,250億ドルより小さい。またボラティリティの面でもETFは原資産よりも低く、ETFの売買は相対的に安定している。
    - ✓ 市場のボラティリティとETPをリンクさせようとする議論には、日々の証券取引における目まぐるしいニュースの氾濫が市場に大きな不確実性をもたらすという視点が欠如していると言わざるを得ない。
    - ✓ ETPの規制や排除が欧州債務危機問題の解決、銀行のバランスシートの改善、雇用の増加、米国の個人ローン返済等につながるとは考えられない。

- ノエル・アーチャード氏 (ブラックロック)

- ◇ システミックリスクとの関係

- ✓ ETFと市場のボラティリティとの因果関係はない。市場の変動性はマクロ経済全体の不安定性を反映しており、現在のようにボラティリティが高い時期は、ETFのような商品がない時代にも存在した。ETFがボラティリティの源泉となっているのではなく、投資家がETFを有効なリスクヘッジ手段として活用していると

<sup>11</sup> またシンセティック型ETFにおけるスワップ形態も米国と欧州とは異なる。米国ではスポンサーがスワップ契約を締結する場合、欧州のように現金をカウンターパーティに拠出せず、代わりに第三者のカストディアン口座に預託される。すなわち、カウンターパーティのデフォルト時に発生する可能性がある担保資産のヘアカットの防止の目的からスワップの担保である現金は現金同等物の証券またはMMFなどに投資されている。

見るべきだろう。

- ✓ 取引時間帯の終盤に観察されるボラティリティと ETF との関連であるが、大部分のレバレッジ型およびインバース型 ETF が現物証券を取引しているわけではない事実を踏まえれば、結論を出すまでにはさらなる分析が必要かと思われる。
- ◇ シンセティック型 ETF
  - ✓ 個人投資家の混乱を避けるため、レバレッジ型 ETF やインバース型 ETF、そしてデリバティブを活用する ETF については、現物拋出型 ETF と区別する目的から「ETF」のラベリングを使用すべきではない。
  - ✓ 現物拋出型はカウンターパーティなどの追加のリスクが発生しない点において、デリバティブ活用型よりも優れた商品である。
- ハロルド・ブラッドレー氏（カウフマン財団）
  - ◇ システミックリスクとの関係
    - ✓ 米国株式市場の売買高のほぼ半分を占める ETF は、潜在的な決済プロセスの失敗に起因するシステミックリスクの源泉となる可能性がある。また、低廉な価格で機動的に売買できる取引の容易さが市場全体のボラティリティを高めている。
    - ✓ 最近の UBS 事件から ETF が銀行の不正投機行為の温床となるリスクも否定できない。
  - ◇ 市場の価格決定機能
    - ✓ ETF の登場で株式市場の価格決定機能が弱められ、結果的に必要資金が成長産業へと十分に回っていない可能性がある。ETF の成長は IPO の減少につながり、また低廉な価格で機動的に売買できる取引の容易さも市場のボラティリティを高めている。

本公聴会では、レバレッジ型およびインバース型 ETF の短期売買を繰り返す個人投資家に対してはさらなる投資教育が必要であるとの意見では合意が見られた一方、これらのレバレッジ型 ETF と市場のボラティリティとの相関関係については上述のように各人各様の意見が出された。

## ETF プロバイダーの反論

シンセティック型 ETF に対する当局の批判に対し、欧州の ETF プロバイダーは反論を展開している。ETF の業界団体の設立の声もあるが、すでに欧州投資信託協会内に ETF のワーキンググループが存在していること、また最大のプレイヤーであるブラックロック社が参加の拒否を表明しているなど、業界の足並みは揃っていないと難しい印象である。

シンセティック型 ETF プロバイダーの主な反論は、現物拋出型 ETF であってもシンセティック型 ETF の市場をはるかに凌ぐ大規模な証券貸出ビジネスを行っており、結果的に投資家はカウンターパーティリスクに晒されているというものである。また別の観点か

らは、この貸株ビジネスがもたらすシステミックリスクは投資信託全般にも当てはまることであり、ETFのみを取上げて議論するのはフェアではないとする声もある。

米国におけるETFのデリバティブ使用を一切禁止することについては、最大の現物拠出型ETFプロバイダーであるブラックロック社でさえもSECに提出した文書の中で懸念を表明している。つまり、一般のミューチュアルファンドもキャッシュ・エクイタイゼーションや新興国市場へのエクスポージャーを可能にする手法としてデリバティブを活用しているわけであり、ETF投資家に対しても同様にデリバティブはメリットをもたらす得るといのが同社の立場である。

いずれにせよ、ETFプロバイダー同士の非建設的な議論や中傷合戦を聞く度に一般の個人投資家がますますETF商品そのものについて疑心暗鬼となっていく可能性は否定できないであろう。

## ．今後の見通し

今後のETF規制を取巻く動きは、欧州では個人投資家向けのシンセティック型のETF商品に対してESMAがどのようなアクションを起こすかにかかっていると思われる。少なくとも来年の前半までには何らかのガイドラインが公表される見通しとなっており、今後の動向を注視する必要があるだろう。さらに証券監督者国際機構（IOSCO）内に設立された投資信託の検討委員会<sup>12</sup>も現在、ETF規制に関するコンサルテーション・ペーパー作成に着手しており、2012年初頭には何がしかのアウトプットが出てくるものと思われる。

一方、米国におけるETFのデリバティブ活用に関するSECのレビューについては、2011年11月7日がパブリックコメント受付の期日であるが、それ以降のはっきりとした時間軸が不明な状況が続いており、ETFプロバイダーからは不満の声が挙がっている。SECによれば、現在のETFのデリバティブ活用に関する規制がETF市場における競争環境に影響を与えることは認めつつも、消費者保護の観点から2010年3月のルール改正に踏み切ったとしているが、なぜデリバティブを活用するアクティブ型ETFが他の同種類のオープンエンドファンドと区別して取り扱われる必要があるのかをSECは今までのところ関係者に対し明確な説明が出来ていないと思われる。

<sup>12</sup> The Standing Committee 5 on Investment Management