

# 米国SECによるレバレッジETFの規制提案

志馬 祥紀

## 1 はじめに

近年、米国においては、レバレッジETF、インバース・レバレッジETF等のデリバティブを投資戦略に組み込んだETFの取引が拡大している。

レバレッジETF等の取引は、一九四〇年投資会社法により規制されているが、昨年（二〇一五年）一月一日に米国SECは、投資信託や上場投資信託（ETF）等による、デリバティブ取引の利用を制限する新規則案（一九四〇年法の改正案）を採択、発表した（以下「提案規則」<sup>1</sup>）。

当該提案規則においては、ETF等によるデリバティブを利用したレバレッジについて上限が強化されている。具体的には、これまで純資産の三〇％まで運用可能であったものが原則として純資産の一五〇％まで削減される他、リスク管理の強化、ファンドの取締役会の責任強化等が含まれる。

同提案規制が最終的に採択・施行された場合、レバレッジ比率の高いETF等が取引不可能となるなど、証券市場に与える影響は大きい。また、当該政策をめぐる議論内容は今後我が国証券市場においても議論の対象となる可能性もある。

本稿では、米国におけるレバレッジETF等の設定状況について述べ、当該商品をめぐる議論を紹介した後、SECに提案された規制の内容について紹介する。

## 2 概要

### (1) S&P500指数を対象とする各種ETFの比較

指数を対象とするデリバティブを使用したETFの規模を直観的に把握するために、米国株式市場の代表的指数であるS&P500指数を対象とする伝統的ETF、及びレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFを取り上げて説明する。

図表1データはS&P500指数を対象とするETFの残高・取引状況一覧を示している。資産残高は二〇一六年七月五日現在、取引金額は同年六月合計である。

レバレッジの程度は、正のレバレッジであるレバレッジETFで一・二五倍～最大三倍、負のレバレッジであるインバース・レバレッジETFで一倍から最大一三倍である。

レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの資産残高一位は、インバース・レバレッジが一倍のインバースETFのShort S&P 500 Fund、二位はインバース・レバレッジが一・二倍のProShares UltraShort S&P500、三位はレバレッジが二倍のProShares Ultra S&P500とあり、全てProShares社の組成によるものである。

一方、高レバレッジ（インバース・レバレッジ）の倍率が三倍（一三倍）と比較的高いETFについては、Direxion社がProShares社の残高を凌駕している。

S&P500指数を対象とする伝統的ETF銘柄は、最も有名なSPDR S&P 500 ETFの他に、Vanguard S&P 500 ETF、iShares S&P 500 ETF（IVV）が存在する。これら伝統的ETFの資産残高合計は四九一四・六億ドル、取引金額合計は五七三四・七億ドルである。

次に伝統的なETFを基準とした場合の、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETF残高は合計一・六％。

取引金額ベースでは、同比率は合計四・一％であり、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの比率はかなり小さい。この内、規制対象として取引が不可能になる比率は、資産残高で一・〇％、取引金額で三・六％となる。言い換えれば規制提案が施行された場合、現存するこれらレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの大半が取引不可能となる。

図表1 S&P500指数を対象とするETFの資産残高・取引状況

(資産残高・取引金額の単位：100万ドル)

レバレッジ倍率	×1	—	×1.25	×2	×3
名称 (ティッカー・コード)	SPDR S&P 500 ETF (SPY)	—	Direxion Daily S&P 500 Bull 1.25x Shares ETF (LLSP)	Direxion Daily S&P 500 Bull 2x Shares ETF (SPUU)	Direxion Daily S&P 500 Bull 3x Shares ETF (SPXL)
資産残高	184,050	—	6	4	481
取引金額	541,222	—	0	6	3,132
名称 (ティッカー・コード)	iShares S&P 500 ETF (IVV)	—	—	ProShares Ultra S&P500 (SSO)	ProShares UltraPro S&P 500 Index Fund (UPRO)
資産残高	73,150	—	—	1,500	689
取引金額	20,536	—	—	5,231	3,797
名称 (ティッカー・コード)	Vanguard S&P 500 ETF (VOO)	—	—	—	—
資産残高	234,260	—	—	—	—
取引金額	11,717	—	—	—	—

インバース・ レバレッジ倍率	—	×(-1)	—	×(-2)	×(-3)
名称 (ティッカー・コード)	—	ProShares Short S&P 500 Fund (SH)	—	ProShares UltraShort S&P500 (SDS)	Direxion Daily S&P 500 Bear 3x Shares ETF (SPXS)
資産残高	—	3,000	—	2,140	496
取引金額	—	3,150	—	6,641	2,353

全資産残高合計	491,460	3,000	6	3,644	1,666
資産残高比率 (%) (S&P500 ETF:100%)	100.0	0.6	0.0	0.7	0.3
全取引金額合計	573,475	3,150	0	11,878	9,282
取引金額比率 (%) (S&P500 ETF:100%)	100.0	0.5	0.0	2.0	1.6

(データ) 資産残高は2016年7月5日現在、取引金額は同年6月合計

(2) レバレッジ(インバース・レバレッジ) E T F の資産構成

図表 2 は、伝統的 E T F である SPDR S&P 500 E T F、インバース・レバレッジがー1倍の ProShares Short S&P500、レバレッジが二倍の ProShares Ultra S&P500 に ついて、それぞれ保有資産比率中の上位10銘柄名とその比率を示している。

伝統的な E T F である SPDR S&P 500 E T F の保有資産が株式で構成されているのに対し、レバレッジ(インバース・レバレッジ)

図表 2 レバレッジ(あるいはインバース・レバレッジ) E T F の資産構成(上位保有資産の構成比率)

名称	SPDR S&P 500 E T F		ProShares Short S&P500		ProShares Ultra S&P500	
レバレッジ状況	× 1		× (-1)		× 2	
組成者	State Street Global Advisors		ProShares Trust		ProShares Trust	
保有資産中、上位10銘柄(証券)の内容・比率(%)	Apple Inc.	3.36	S&P 500 Index Swap Citibank Na	23.94	S&P 500 Index Swap Morgan Stanley & Co. International Plc	25.10
	Microsoft Corporation	2.43	S&P 500 Index Swap Credit Suisse International	16.16	S&P 500 Index Swap Deutsche Bank Ag	24.63
	Exxon Mobil Corporation	1.93	S&P 500 Index Swap Bank Of America Na	16.11	Spdr S&P 500 (Spy) Swap Deutsche Bank Ag	15.61
	Johnson & Johnson	1.66	S&P 500 Index Swap Deutsche Bank Ag	12.93	Spdr S&P 500 (Spy) Swap Goldman Sachs International	13.55
	General Electric Company	1.65	S&P 500 Index Swap Goldman Sachs International	9.88	S&P 500 Index Swap Societe Generale	10.92
	Berkshire Hathaway Inc. Class B	1.48	S&P 500 Index Swap Societe Generale	8.28	S&P 500 Index Swap Goldman Sachs International	8.85
	Facebook Inc. Class A	1.46	E-mini S&P 500 June16	6.11	E-mini S&P 500 June16	6.54
	AT&T Inc.	1.34	S&P 500 Index Swap Morgan Stanley & Co. International Plc	4.49	S&P 500 Index Swap Bank Of America, Na	6.37
	Amazon.com Inc.	1.28	S&P 500 Index Swap Ubs Ag	2.03	S&P 500 Index Swap Citibank, N.A.	5.57
	Wells Fargo & Company	1.24	Spdr S&P 500 (Spy) Swap Deutsche Bank Ag	0.09	S&P 500 Index Swap Ubs Ag	5.41

(データ) 2016年 5月25日付

ETFの保有資産の大半は大手銀行・投資銀行の発行する指数スワップ契約が大半を占めている。図中の網掛け欄は資産がスワップ契約であることを示しており、スワップ取引の占める比率は、ProShares Short S&P500の比率は九三・九%、ProShares Ultra S&P500<sup>(注)</sup>一六・〇%に達している。

### (3) レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFをめぐる論点

デリバティブを使用したETFの代表である、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの商品性についてはこれまで様々な論点が指摘されてきた。以下では、論点を「スワップ契約の利用」「投資家教育の必要性」「ボラティリティ」の三点に集約し、議論の内容を説明する（以下の内容はNadig (2015)による）。

#### ① スワップ契約の利用

前節で述べたように、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFは、その資産構成中、大量のスワップ契約を保有している。

スワップ契約は、先物取引やオプション取引と異なり、取引所の上場商品ではないことから、店頭市場あるいは相対デリバティブ契約の形を取る。スワップ契約の相手は、大手銀行や投資銀行であり、スワップ契約を保有するETFは毎日、対象指数（S&P500指数等）の変動に基づき、資金の移動（値洗い）を行っている。

注意が必要なのは、スワップ契約そのものに本質的な問題はなく、過去に問題として提起されたのは、スワップ契約をめぐる情報の透明性である。具体的にはスワップ契約に関するコストのディスクロージャー情報は開示されておらず、投資家は個々のスワップ契約の詳細なコストを把握することは出来ない。

また、投資家にとっては通常、ETF経由で保有しているスワップ契約についてのデフォルト・リスクが存在する。スワップ取引に清算機関は介在しておらず、ETFは常にカウンターパーティーリスクに曝されている。さらに通常の決済業務における問題発生時等の対処方針なども明確にされていない。これまで同種問題が顕在化した事例はないが、スワップ契約には常に潜在的なリスクが存在する。

## ② 投資家教育の必要性

レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFは、対象となる株価指数の日中の変動について、レバレッジの付与されたリターンを投資家に提供している。しかし、長期的には、多くの投資家が想像するようなリターン（例：株価指数が20%増加したから、レバレッジ二倍のETF価格は40%増加する）は実現しない。これは、レバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの商品性に起因する。

ETFのポートフォリオマネージャーは、毎日の価格変動を確認した後、翌日も同様のリターンをETFが実現するよう、そのエクスポージャーを再調整する必要がある。ファンドが100ドルの投資について2倍のリターンを約束するインバース・レバレッジETFの場合、翌日の立会開始前に1200ドルのエクスポージャーをもたらすスワップが必要となる。しかし市場がその日110%上昇した場合、1200ドルは1220になり、投資価値は（20ドル減少し）80ドルとなる。そしてETFは160ドルのエクスポージャーが必要となるため、スワップ契約の一部を解除しなければならない。

そして投資家が同種ETFを継続保有した場合―指数の変動が激しい状態が続けば―投資家の保有資産は時間と共に悪化する（12倍の例を用いた場合、一年間でもし市場が10%上昇すると、投資家は通常の想定であれ

ば一三〇%のリターンを得る。しかし実際には一三〇%になる可能性も、あるいは市場が大幅に変動しなければ一五%程度にとどまる可能性も存在する)。

これらETFのリターンは、ETFの商品性に基づき、機械的に発生する。この点こそが、SECが問題視した点である。投資家はこうしたリターン発生メカニズムを理解しておらず、自主規制団体等には多くの疑問が日々寄せられ続けている(投資家からの質問・クレーム状況を分析した結果、ヘッジファンドや機関投資家は同種ETFのメカニズムを理解しているが、平均的な投資家やアドバイザーについて、その理解程度は低いとされる)<sup>(2)</sup>。

なお、SEC及びFINRAは、レバレッジ(インバース・レバレッジ)ETFについては、専門的知識を備え、商品性を理解していない個人投資家への勧誘は不適切であるとして規制してきた(FINRA(2009)等)。

### ③ ボラティリティ

最後の議論も、レバレッジ(インバース・レバレッジ)ETF等のもつ商品性に起因する事柄である。具体的には、レバレッジを使用しているファンドは、対象市場の価格変動(ボラティリティ)を拡大しているとの議論がある。

レバレッジ(インバース・レバレッジ)ETFは、レバレッジの付与されたリターンを実現するために、市場価格が上昇する際は買い手、市場が下落する際には売り手として行動する。当該行動は逆説的に見えるが、例えばETFがS&P500の二倍のエクスポージャーを設定している場合、同指数が上昇すればETFは追加的なエク

スポンジャーを取るためにスワップを入手する必要がある（一三倍のETFの場合は、スワップを減少させる必要がある）。

この時、ETF自信が株式を購入するわけではないが、結果として「ETFへのスワップ契約の提供者」（あるいは「スワップ契約者に先物取引を売却した者（スワップ契約者のカウンターパーティ）」、あるいは「ETF自身が直接」）は先物取引を売却する必要がある。そして同取引活動（ポジションのリバランス）は、最終的に先物取引市場を経由して、株式市場の変動を拡大する効果がある。

この場合、最終的に株式市場に与える効果の程度が問題となる。米国市場におけるレバレッジ及びインバースETFの規模はおよそ二七四ファンド、四二〇億ドルに達する。そのうち約二三〇億ドルが米国株式に関するものである。これは株式市場において五%の価格変動が発生した場合、二三〇億ドル分について四六億ドルのリバース取引を必要とすることを意味する（レバレッジ比率の絶対平均値は約二倍）。米国市場の平均的な取引金額は約二五〇億ドル超であることを考えると、この影響は小さいものではない。<sup>(3)</sup>

#### （4）規制提案をめぐる経緯と概要

本節では、今回のSECによる規制提案について、これまでの規制状況やその背景、今回の規制提案へ至る経緯について簡単に説明する。

まず、今回、証券取引委員会（SEC）は、一九四〇年投資会社法の新規則セクション184（「提案規則」）を、一九四〇年法の修正として提案した。

一九四〇年法は、投資信託（Mutual Funds）、上場投資信託（ETF）、クローズドエンド・ファンド、そして



ビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）についての規制根拠である。<sup>(4)</sup>

一九四〇年法のセクション186<sup>(5)</sup>及び187<sup>(6)</sup>は投資信託及びクローズドエンド・ファンドがシニア証券取引（例えば種類株式、ファンドの資産中で優先支払い条項のある債務証券の発行、デリバティブ取引の契約等）を行う能力を制限しており、ファンドがそのポートフォリオにレバレッジを使用する行為を規制している。

その上で、SEC（及び同スタッフ）は長期間、ファンドによるデリバティブ取引や先渡し取引等は、シニア証券の発行行為に含まれるとの姿勢をとってきた。同解釈の下で、これらのタイプの取引はセクション186<sup>(5)</sup>において、投資信託について一般的に禁止されてきた（投資信託は銀行借入れを除き借金が一般的に禁止されている）。そして、投資信託はデリバティブ取引の使用が純資産の三〇〇%までセクション186<sup>(5)</sup>において制限され、クローズドエンド・ファンドについては二〇〇%までの使用がセクション186<sup>(5)</sup>において要件が設定された上で可能となっている（現在、米国の証券取引所等で取引されているレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFの倍率が最大三倍となっているのはこれら規定に基づく結果である）。

SECは、一九七九年の解釈リリスにおいて、ファンドが現金あるいは現金等価物を分別勘定で分別することとその支払債務を全額「カバー」している場合、その結果取引に関連するリスクは制限されることから、ファンドは逆現先契約、確定約定、残額引受契約及び同様の取引が可能と述べている。

なお、具体的に何が適切なカバレッジを構成するかは、時間と共に、大幅にSECガイダンス中で変化してきた。同ガイダンスは通常、商品対商品、及び業界慣行、ファンド登録書類についてのスタッフ・コメント・ペー  
スで示されてきた。SECスタッフは、ガイダンス（Release10666）で検討されたように、現金及び現金等価物  
よりも、流動性のある証券及び相殺取引を用いたカバレッジを承認してきた。<sup>(5)</sup>

さらに、SECスタッフは、ファンドの実際のエクスポージャーの認定について、全体のエクスポージャー（例：名目価値）よりも差金決済デリバティブの日々の値洗い価値に基づくカバレッジで承認してきた。時間の経過と共に、この正式なガイダンス（あるいは非正式な慣行）の下で、ファンドは、徐々にデリバティブ及び現物市場の双方を利用するリスクマネジメント戦略を開発し、個人投資家に代替的な投資戦略を提供することで、成長を実現してきた。

しかし、SECガイダンスのペースは、ファンドが用いているデリバティブ取引の種類の拡大や程度ほど速く展開していなかった。デリバティブ取引について、一部デリバティブによるカバレッジについてガイダンスが欠けていたことで、多くのファンドが非公式なスタッフのガイダンス（常に公表されたわけではない）を求め、また他のファンドの実効性のある登録書類のディスクロージャー（常に全文が開示されていたわけではない）を分析しつつ、他のタイプのデリバティブに関する既公表のガイダンス内容から推定する（常に一貫していたわけではない）こととなった。金融債務取引について、大半のファンドはデリバティブ取引と同様の方法で、空売り及び買現先契約でカバーしている。

こうした状況は、連邦証券法に関する、アメリカ弁護士協会のビジネス法セクションのタスクフォースの二〇一〇年報告書「投資会社によるデリバティブ及びレバレッジの使用」(Investment Company Use of Derivatives and Leverage Task Force) 内で述べられている (American Bar Association (2010))。

同報告書がSECに提出された翌年、SECはファンドによるデリバティブの使用に関する事柄について一般の見解を募るために「コンセプト・リリース」を発表した。タスクフォースレポートと同様に、コンセプト・リリースはファンドによるデリバティブの使用（レバレッジ、多様化及び集中化、証券関連発行者へのエクスポー

ジャー、会計及び財務報告、価格付け及び流動性、ディスクロージャー等を含む）に関する幅広い事柄についてコメントを求めた（SEC (2015a)）。今回の提案規則は、同コンセプト・リリースの内容を踏まえて、SECが提案・採択したものである。

### 3 提案規制の詳細

以下の内容は主に、Runyan (2016), "No Longer Conceptual: SEC Proposes Significant Regulations Governing the Use of Derivatives and Other Transactions by Registered Funds and BDCs"<sup>6)</sup>による。

#### (1) 規制の現状

これまでSECは、一九四〇年法及びSECの示すガイドランスに基づき、ファンドがデリバティブ取引や、デリバティブ取引等と同様の効果を示す金融債務取引（financial commitment transaction）の契約を認めてきた。

今回の提案規則は、投資信託等のファンドに対して、同法セクション18において原則的にシニア証券の発行を禁止及び制限した上で、新たな規制条件下でのデリバティブ取引及び金融債務取引を行うことを認めている。<sup>(6)</sup>

（金融債務取引とは、スワップ取引（有価証券スワップを含む）、先物取引、先渡し取引、オプション取引（及びこれら取引の複合的な取引）、ファンドが当該取引の契約終了時（あるいは有効期間中、早期の契約終了時）に、現金支払いや他の資産の引き渡しを要求される取引を指す。本稿においては、指数スワップ等のスワップ取引を中心想定している。）

提案規則中、SECは以前のシニア証券の発行は不相当とする見解を述べ、それとなく、ファンドが不相当な

量のレバレッジを取得することを認めてきたスタッフの解釈を批判している。その上で、ファンドの高いデリバティブを使用し、ポートフォリオにレバレッジをかける投資戦略（例えば、相対的に高いレバレッジを使用したETF）の一九四〇年法の下での運用を、排除しようとしている。

提案規則が施行された場合、SECは長年に渡るガイダンスを撤回することから、ファンドはデリバティブ取引等を継続するために、提案規則中のレバレッジ制限、資産カバー要件を満たす必要がある（また別途、一部ファンドについては、正式なデリバティブ・リスクマネジメント契約の採用等を行う必要もある）。

## （2）規制提案のポイント

提案規則は、原則としてファンドによるシニア証券の発行を禁止している一九四〇年法セクション106の要件（BDCについてはセクション61で）にもかかわらず、例外的にファンドがシニア証券取引を行うことを認めている。その要件は大別して以下の三点である。

### ① デリバティブの使用制限

提案規則は、ファンドのシニア証券取引に際し以下の二つの代替的なポートフォリオ制限に従うことを要求している。（シニア証券取引には、あらゆるデリバティブ取引及び金融債務取引が含まれる）。

ファンドはファンドのエクスポージャーをシニア証券取引について純資産の一五〇%までに制限する「エクスポージャー・ベース・ポートフォリオ制限（A）」に従わなければならない。あるいは、ファンドがそのポートフォリオの市場リスクを減少させるためにデリバティブ取引を使用する場合には、ファンドは「リスクベースの

ポートフォリオ制限 (B)」に従い、そのシニア証券取引に対するエクスポージャーを純資産の三〇〇%まで制限される。

ファンドが提案規制に従う場合、独立取締役が過半数を占めるファンドの取締役会は、ファンドが従う (A) あるいは (B) の代替的なポートフォリオ制限の一つを選択しなければならない。

(A) エクスポージャー・ベースのポートフォリオ制限 (…原則的な規制)

エクスポージャー・ベースのポートフォリオ制限の下で、ファンドはシニア証券取引の総額エクスポージャーを純資産の一五〇%まで、制限することを要求される。ファンドのエクスポージャーとは「ファンドのデリバティブ取引の名目総額」「金融債務取引におけるファンドの債務総額」、そして「その他シニア証券取引に関する負債総額」の合計である。同制限は、ファンドのエクスポージャーの水準 (「エクスポージャーの総額」及び「デリバティブ及び他のシニア証券取引の使用を通じて得る潜在的なレバレッジ量」) に制約を課すことを意図している。

(B) リスクベースのポートフォリオ制限 (…例外的な規制)

リスクベースのポートフォリオ制限の下では、ファンドはそのシニア証券取引に対するエクスポージャー総額を純資産の三〇〇%まで増加させることが可能となる。同制限の採用は、ファンドが Value at Risk (VaR) ベースのテスト実施することで、デリバティブ取引を使用しなかった場合よりも市場リスクが減少している場合にのみ限定される。

ポートフォリオの潜在的な損失を評価するための VaR モデルは「ファンドの投資に関連するあらゆる有意で特定可能な市場リスク要因を組み込むこと」「当該要因には、株価変動リスク、金利リスク、クレジット・

スプレッドリスク、外国為替リスク及び商品価格リスク、ファンドのボラティリティの変化に対するデリバティブ取引の市場価値の感度、その他の重要な市場リスク要因が含まれること」等の要件を満たさなければならぬ。

また、VaRは、最小信頼区間九九%を使用し、営業日ベースで一〇日以上から二〇日未満のタイム・ホライズンを使用し、時系列 $\Delta EFD$ を推定するために、最低でも三年間の時系列データを使用することが義務付けられている。

## ② 資産の分離

ファンドは、その「デリバティブ取引」及び「金融債務取引」について、カバーすべき資産を分別しなければならぬ。同分別要件は、ファンドによるデリバティブ取引の安全性確保を意図している。

### (A) デリバティブ取引

ファンドは、各デリバティブ取引について「適格カバレッジ資産」の維持を要求される。その内容は、(i) 取引におけるファンドの日々の値洗い債務、及び(ii) 取引の結果発生する潜在的な将来の損失・支払い債務に対処するための追加的カバー資産である。

適格カバレッジ資産は、現金（及び現金等価物）から構成される（一部例外あり）。適格カバレッジ資産は、デリバティブ取引をカバーするために使用され、金融債務取引をカバーするために使用されない（デリバティブと金融債務取引の分離）。

デリバティブ取引について、ファンドの値洗い債務の分別は、SECの現行ガイダンスから大幅に規制が強化

されている。この結果、現行SECガイドンスにおける取扱いに比して、ある種のデリバティブ取引（例・クレジット・デフォルト・スワップの売り、あるいは物理的に決済される先物または先渡し取引）について、カバーすべき資産額が上昇する。

これまでは、カバー資産内容について、株式や非投資適格債券も流動的資産として認められてきたが、現金（あるいは現金等価物（例・米国債、機関証券、銀行預金、CP及びMMF））のみが分別対象となっている。

値洗いカバレッジとは、ファンドがその決定時にデリバティブ取引を解除する場合、一般的に公正な負債価値で、ファンドが支払い可能な「値洗いカバレッジ量」として計測、分別が要求される。

追加的なリスクベースのカバレッジとは、分別している値洗いカバレッジに加えて、ファンドがデリバティブ取引を「ストレスのある状況下で解除する場合に」支払が必要とみなされる「リスクベースのカバレッジ量」を指す。

値洗いカバレッジ量及びリスクベース・カバレッジ量は、最低でも営業日ベースで計算され、ファンドの純資産価値の算出過程の一部として取り扱われる。

適格カバレッジ量の計算に際して、取引のネットインクが認められているが、適格カバー資産についてはエクスポージャーを相殺する他のデリバティブ取引は認められない。その結果、「適格カバー資産」は現金あるいは現金等価物のみとなり、これまで認められてきた株式あるいは非投資適格債券といった他の流動資産の使用や、そのデリバティブ取引を「カバー」するための相殺取引の実行は適格カバー資産の対象外となる。

#### (B) 金融債務取引

ファンドは金融債務取引について、（少なくとも）取引に関連する金融債務に等しい額の資産カバレッジを要

求される。ファンドが特定資産の引渡し債務を有する場合、金融債務は営業日ベースで計算される当該資産に等しい額となる。金融債務取引をカバーするために使用される適格カバー資産は、デリバティブ取引をカバーするために使用してはならない。

また、デリバティブ取引について提案されたカバレッジ資産とは対照的に、提案規則はファンドにその金融債務取引によるファンドの債務全額の維持を要求している。これは、SECの見解では、デリバティブ取引に比較して、ファンドはその金融債務取引の全債務を満たすよう要求される可能性が高いことによる。

デリバティブ取引と同様に、金融債務取引についても「適格カバー資産」は、(i) 現金及び現金等価物、あるいは(ii) ファンドが取引に特定の資産の引渡しにより、その債務を満たすいかなる金融債務取引についての、いずれかである。

### ③ デリバティブ・リスクマネジメントプログラムの設定

提案規則は、以下の要件を満たすファンドについて、文書化されたデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの採用を要求している。対象となるのは、(i) 総名目デリバティブ・エクスポージャーが五〇%閾値を超える、あるいは(ii) 複合的なデリバティブ取引を使用している、場合である。

対象となるのは、デリバティブ取引の名目エクスポージャーのみであり、金融債務取引やその他シニア証券取引のエクスポージャーは含まれない。また「エクスポージャーが純資産の五〇%を超えず」「複雑なデリバティブ取引を使用しない」で、「名目エクスポージャー総額についてポートフォリオ制限に従うファンド」に対してはデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの採用が要求されない。



(A) デリバティブ・リスクマネジメントプログラム

デリバティブ・リスクマネジメントプログラムは、指定デリバティブ・リスクマネージャーによって統括される。同プログラムは、(最低でも)、(i) ファンドのデリバティブ取引に関連するリスクの評価、(ii) ファンドのデリバティブ取引リスクの管理、(iii) 合理的なファンドのポートフォリオマネジメントからの分別、(iv) プログラムの再調査、等の四要素を満たすよう設計されなければならない。その詳細は以下のとおりである。

(i) リスク評価：(最低でも) 検討するリスクとして「潜在的なレバレッジの評価」「市場リスク」「カウンターパーティーリスク」「流動性及びオペレーションリスク」等が挙げられる。

(ii) リスクマネジメント：通常の(あるいはストレスのある)状況下において、ファンドは合理的にデリバティブ取引のリスクを管理する方針及び手続を設定する必要がある。同方針等には、以下のものが含まれる。

(a) 「投資家へのディスクロージャー」及び「ファンドに適用されるポートフォリオ制限」と同様であり、ファンド(あるいはそのアドバイザー)によって設定された投資ガイドラインと整合的なデリバティブ取引を行うための監視。

(b) デリバティブ取引から生じるリスクについて、必要に応じたファンドのポートフォリオマネージャーあるいはファンド取締役会への通知。

(iii) 分別管理：ファンドの取締役は、ファンドのポートフォリオマネージャーがデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの内容と異なる行動をとる懸念があることから、ポートフォリオマネージャーがプログラムと整合的な行動を取るよう、管理する必要がある。

(iv) プログラムの見直し：最低でも一年に一度は定期的にプログラムの再調査を行い、必要に応じて内容を更新

する必要がある。

(B) デリバティブ・リスクマネージャー…

ファンドのデリバティブ・リスクマネージャーを設置しなければならない。デリバティブ・リスクマネージャーはファンドの従業員、執行役員、あるいはアドバイザーである。デリバティブ・リスクマネージャーはファンドの（独立取締役が多数を占める）取締役会で承認され、ファンドのデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの管理に責任を有する。

#### ④ 拡大する取締役会の義務

提案規則は、ファンド取締役会の監督責任を強化しており、以下の方針及び手続の承認・監視を要求している。

(i) ファンドの適切なポートフォリオ制限（シニア証券取引についての、一五〇%のエクスポージャー・ベースの制限あるいは、三〇〇%のリスクベースの制限のいずれか）の選択及びコンプライアンス。また、該当する場合には、デリバティブ・リスクマネジメントプログラムに伴う、五〇%の純資産制限）を伴う選択及びコンプライアンス。

(ii) 適格資産（デリバティブ取引のリスクベースのカバレッジ量、金融債務取引に関する非現金資産の分離の妥当性を含む）の選択と分離、監視。

取締役会には、デリバティブ・リスクマネジメントプログラムの承認とデリバティブ・リスクマネージャーの指定、そしてその後のプログラムの監視及び実効性の確保が義務付けられる（ファンドのプログラムの承認、プ

プログラムに対する要因 (material) の変更、ファンドのデリバティブ・リスクマネージャーの指定、最低四半期毎の (プログラムの適切性、効果を記した) デリバティブ・リスクマネージャーによる報告書のレビュー等を含む)。

提案規則は、技術的なコンセプト (ポートフォリオ制限のツールとしての CDO、デリバティブ・リスクマネージメントプログラムに基づく監視) や、高度のデリバティブに関する知識 (リスクベースの複雑なデリバティブ取引のカバレッジ量等) 理解等、実質的な負担増を取締役に課している。

これら監視義務を満たすために、取締役会はデリバティブ取引の使用、開発や監視、またコンプライアンス、リスク、運用、法律等ファンドマネジメントについて十分な知識・情報を有する人材を雇用しなければならない。また必要な手続きを管理するために、必要に応じて外部コンサルタントと密接な連携も選択肢となる。

たとえファンドがデリバティブの使用を、純資産の五〇%以下の総名目エクスポージャー閾値内に止めるとしても、ファンド及びその取締役会、アドバイザーはデリバティブ・リスクマネジメントプログラムの採用を検討する必要がある得る。

### (3) 提案規則における留意点と考えられる影響

#### ① 他の規則との関係

提案規則については、他の規制事項との関係など、最終的な規則詳細や施行時期について不明な点が存在している。

まず、SECは未だにドッド・フランク・ウォール街改革・消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform

and Consumer Protection Act) の規則詳細について、提案及び採択作業を終えていない。同法は大型ファンド（及びそのアドバイザー）に対し、ストレステストの実施を要求しており、本提案規則との調整について未確定な部分が存在する。

また、本規制提案に先立ち、二〇一五年九月にSECは投資信託及びETFに対して、流動性リスク管理及び情報開示の強化規則を提案・採択している（SEC (2015b)）。同規則案（“SEC Proposes Liquidity Management Rules For Mutual Funds And ETFs”以下「投資信託の流動性管理提案規則」）が最終的に施行された場合、本提案規則との調整が必要な箇所が多く、ファンド運営会社に負担となる可能性がある。なお「投資信託の流動性管理提案規則」は、（MMFを除く）投資信託及びETFについて、流動性リスク管理プログラムの導入、ファンドの流動性及び解約に関する情報開示の強化、レバレッジ、デリバティブ利用、ストレステスト、運用会社の経営難に際した清算計画等を提案している。

## ② 投資信託会社への影響

提案規則が施行された場合、これまで投資信託等ファンドによるデリバティブ取引やシニア証券取引を規定してきた、リリース一〇六六六（及びそれに続くSECスタッフ・ガイダンス）は無効とされ、ファンドはデリバティブ取引及び金融債務取引の契約が提案された規則の認める範囲内でのみ取引可能となる。

この結果、多くのレバレッジ（インバース・レバレッジ）ETFについて取引終了を余儀なくされる。（レバレッジが一倍のインバースETF、レバレッジ（インバース・レバレッジ）比率が一・五倍以内のETFについては問題ない）。（なお現在、二倍以上のレバレッジ（インバース・レバレッジ）を使用したファンドは（ETF

を含め)二〇〇以上、資産残高は四二〇億ドルに達するとされる(Nadig(2015))。

しかし実際には、提案規則のレバレッジ制限及び資産カバリー要件は、より幅広いファンドに影響する可能性がある。例えば、実質的なデリバティブ使用によつて投資戦略を追及するファンド(絶対リターン・ファンド、コモディティ・ファンド、通貨ファンド、制約のないあるいは非伝統的な債券ファンドや)は、提案規則の対象となるために、その戦略を修正しなければ、「ファンドを清算する」「SECへの登録を止めてプライベート・ファンドになる」、あるいは「SECの規制を離れて」CFITCにコモディティ・プールとして登録されているコモディティ・ファンドとなる」ことが選択肢となる。

また、ファンドがSECの提案規則に従う(ファンドがデリバティブの使用を諦めてその投資戦略を修正し、証券市場での運用を選択する)としても、流動性リスクの増加に直面する。ヘッジファンドのクローズドエンドあるいはプライベート・ファンド、BDCなどのファンドは資本制約から適格資産を分離する必要がある、ファンドのアドバイザーが制限される。結局、これらのタイプの商品はその投資戦略を変更する、あるいはリテール市場から撤退することとなり、結果として投資家は一九四〇年法の保護に伴う(現行では利用可能な)登録ファンド商品の利用が不可能となる。

SECの規制内に留まるとしても、ファンドの取締役会の負担増、リスク管理の強化などファンドの固定的コストが増大することから、ファンドのスポンサーは大型化し、結果として、大型ファンド(及び多様なファンド)のアドバイザーが、(ファンド・プラットフォームの汎用的なプログラムを開発、運用、監視による効率化の結果)、他のファンドとの競争上、有利になる可能性も考えられる。

なお、ProShares<sup>®</sup> レバレッジ(及びインバース・レバレッジ)が二倍(×2X及び×(-2))のETFについて

ては、提案規則が施行された場合でも、ETFの上場継続は可能と認識している旨の声明を発表している（レバレッジが三倍のETFについては上場継続の可否を検討中とのこと）。同声明の根拠として、「SECは、デリバティブを使用したエクスポージャーを純資産の一五〇％に制限しているが、ファンドの総エクスポージャーについては制限を提案していないことから、デリバティブ及び株式等の組み合わせにより× $\infty$ （及び×（ $\infty$ ）のファンド提供は可能と判断している」とのことであり、今後の対応が注目される（ProShares(2016)）。

#### 4 終わりに

以上のように、SECの提案規則は、ETFやクローズエンド・ファンド等のファンドによる、デリバティブ取引の使用やリスク管理について、現行の規制枠組みを改変し、新たな負担増を投信設定者（スポンサー）に課すものである。

規制提案は、指数スワップ等、ETF・投資信託の保有する資産の価格変動リスクに加えて、流動性リスクやカウンターパーティーリスクを意識したと考えられるが、その影響としては、システミック・リスクに注目するのみならず、結果として、投資家保護の問題、株式市場の変動についても問題解決を図る形になっている。

提案規則が最終的に施行された場合、高いレバレッジ比率を採用したETF等の利用が不可能となるなど、証券市場に与える影響は大きい。また、当該政策をめぐる議論内容は―商品の組成方法が一部異なることから全面的ではないにせよ―今後我が国証券市場においても議論の対象となる可能性もある。

注

- (1) SECの提案規則としてSEC (2015a) "Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies"を参照。
- (2) レバレッジを使用したETFの商品性については、法稿(二〇一七)を参照。
- (3) 日本市場におけるレバレッジETFのリバランス効果を測定したものととして法稿(二〇一七)が存在する。
- (4) BDCのSECの発行の下で登録される。"BDCs are closed end investment companies (BDCs were created by Congress in 1980 in order to create a form of investment vehicle that would supply capital to private and thinly traded U.S. based operating companies and that could do so within a modified regulatory framework compared to registered investment companies."。参考： <https://www.sec.gov/comments/s7-24-15/s72415-126.pdf>)
- (5) ガイダンスとしてSECの報告。Securities Trading Practices of Registered Investment Companies, Investment Company Act Release No. 10666, 44FR25128 (April 27, 1979) ("Release 10666") (<https://www.sec.gov/divisions/investment/inseniorsecurities/ic-10666.pdf>)
- (6) シニア証券としての登録される。Section 18(g) of the Investment Company Act defines "senior security," in part, as "any bond, debenture, note, or similar obligation or instrument constituting a security and evidencing indebtedness," and "any stock of a class having priority over any other class as to the distribution of assets or payment of dividends." The definition excludes certain limited temporary borrowings. ((Concept release "Use of Derivatives by Investment Companies under the Investment Company Act of 1940" (Release No. IC-29776; File No. S7-33-11)) (<http://www.sec.gov/rules/concept/2011/ic-29776.pdf>)を参照)

## 参考文献

- American Bar Association (2010) "Investment Company Use of Derivatives and Leverage Task Force", 2010 July, (<https://apps.americanbar.org/buslaw/blt/content/ibj/2010/08/0002.pdf>)
- Nadig, David.,(2015), "SEC Chases ETF Boogeyman: Geared Funds", December 10, 2015, (<http://www.ETF.com/sections/blog/sec-chases-etf-boogeyman-geared-funds?nopaging=1>)
- FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL (2014) "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities Docket No. FSOC-2014-0001" (<https://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/rulemaking/Documents/Notice%20Seeking%20Comment%20on%20Asset%20Management%20Products%20and%20Activities.pdf>)
- FINRA (2009), "FINRA Reminds Firms of Sales Practice Obligations Relating to Leveraged and Inverse Exchange-Traded Funds" (Regulatory Notice 09-31) (<http://www.finra.org/sites/default/files/NoticeDocument/p118952.pdf>)
- Runyan, Nicole M., (2016), "No Longer Conceptual: SEC Proposes Significant Regulations Governing the Use of Derivatives and Other Transactions by Registered Funds and BDCs", *Stroock Special Bulletin*, January 11, 2016, (<http://www.stroock.com/publications/no-longer-conceptual-sec-proposes-significant-regulations-governing-the-use-of-derivatives-and-other-transactions-by-registered-funds-and>)
- ProShares (2016), "Statement from ProShares Regarding the SEC Derivatives Proposal" 2016 Feb 9, ([http://www.proshares.com/news/statement\\_from\\_proshares\\_regarding\\_the\\_sec\\_derivatives\\_proposal.html](http://www.proshares.com/news/statement_from_proshares_regarding_the_sec_derivatives_proposal.html))
- SEC (2015a), "Use of Derivatives by Registered Investment Companies and Business Development Companies" (Release No. IC-



- 31933; File No. S7-24-15), 2015 December, (<https://www.sec.gov/rules/proposed/2015/ic-31933.pdf>)
- ・ SEC (2015b), "SEC Proposes Liquidity Management Rules For Mutual Funds And ETFs", 2015 September, (<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-201.html>)
  - ・ 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二〇一六年春号、(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016spr05web.pdf>)
  - ・ 岡田功太「米国の投信及びETFの流動性リスクをめぐる議論」、野村資本市場クォーターリー二〇一六年冬号、(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2016/2016win09web.pdf>)
  - ・ 志馬祥紀(二〇一二年)「レバレッジETFを巡る議論―デリバティブを組みこんだETFの紹介とSECの動き―」『証研レポート』(二六七〇号)、証券経済研究所、二〇一二年二月
  - ・ 志馬祥紀(二〇一六年)「レバレッジETFと株式市場―二〇一六年一月の市場分析―」『証研レポート』(二六九六号)、証券経済研究所、二〇一六年六月

(しま よしのり・客員研究員)