

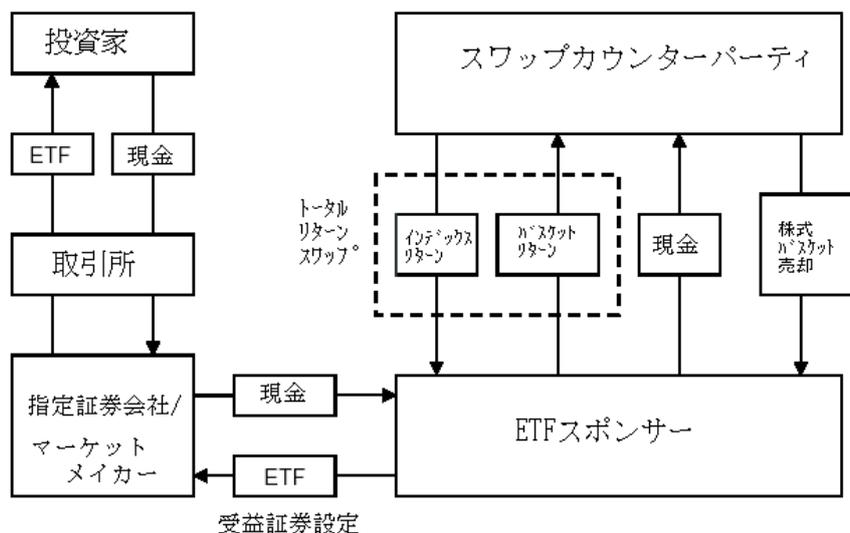
ETF (Exchange-Traded Fund) は近年、急速に拡大している商品であるが、今年の 4 月、3 つの国際機関 (FSB、BIS、IMF) が ETF と金融システムとの関連を論じたレポート(文末、参考文献)を相次いで発表した。これらのレポートはとくに「合成 (Synthetic)」ETF を取り上げ、その複雑性、透明性の欠如を指摘している。そして、FSB (金融安定化理事会)は金融システム安定の観点から ETF の開示強化を主張している。そこで以下では、デリバティブとの関連の深い合成 ETF を中心にとりあげ、ETF がどのような金融システムリスクを内包しているのか、それをみておこう。

1、現物 (Physical) ETF と合成 ETF

ETF の設定方法には大別、2 通りある。一つは現物 ETF である (plain-vanilla ETF ともいう)。ベンチマークが株価指数であれば、指定証券会社がその構成銘柄を市場で買い集め、それと交換に ETF スポンサーから受益証券を受取って、これを取引所で売買する。

他方、合成 ETF はスワップ取引を使うので swap-based ETF ともいう。指定証券会社はスポンサーに構成銘柄ではなく現金を渡す。スポンサーは、その現金で業者から株式バスケットを購入し、その業者と店頭デリバティブの一種である「トータル・リターン・スワップ」を契約して、バスケットリターンと引き換えに指数リターンを受け取る (図 1 参照)。

図 1 スワップETFの構造

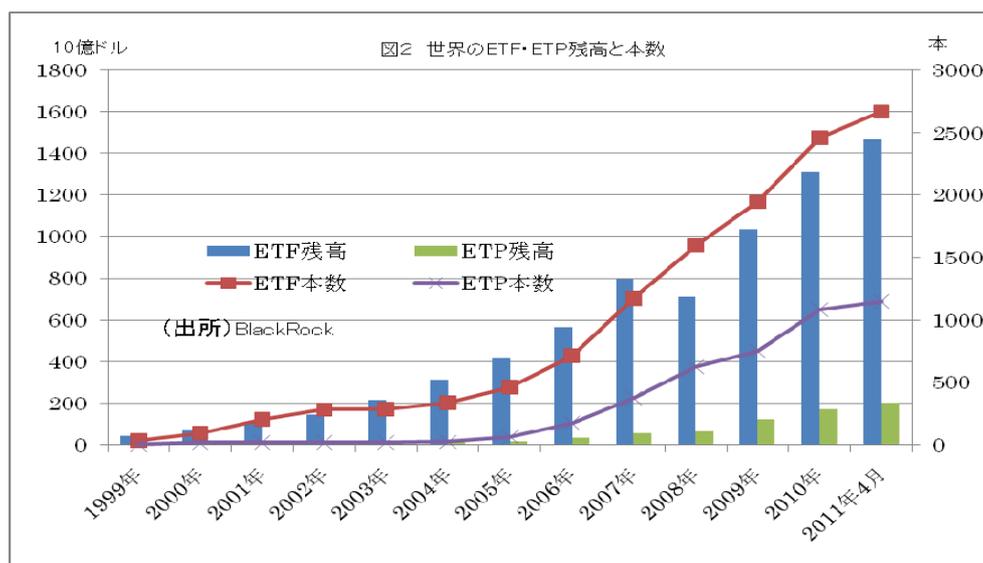


[出所]BIS(一部修正)

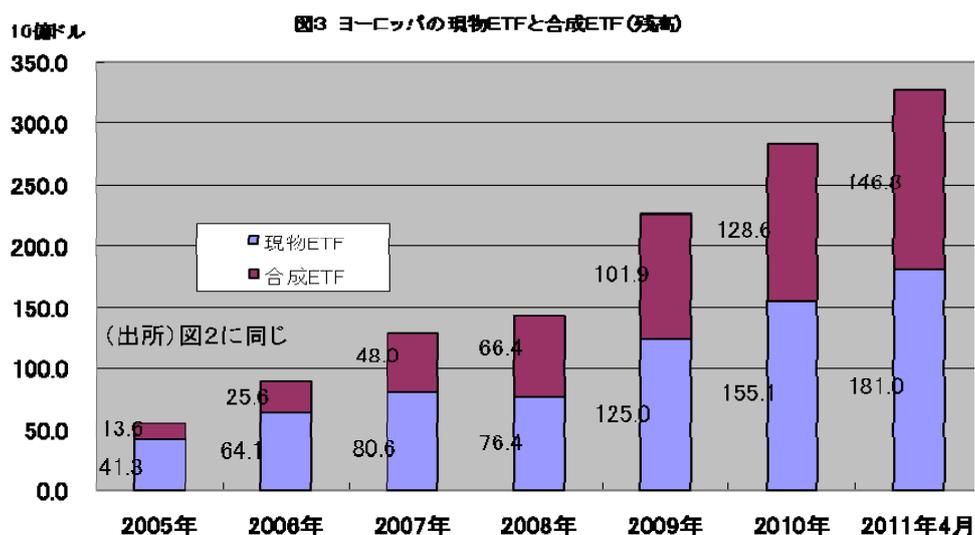
このほか、リターンが各種の株式・債券・コモディティの指数に連動し取引所で売買で

きるが、投資信託の定義¹に当てはまらない上場証券がある。これは ETP (Exchange-Traded Product) と呼ばれる。指数リンクノート債を組みこんだ ETN (Exchange-Traded Note、上場投資証券) などがそれである。

ETF の大手スポンサーであるブラックロック社によれば、2011 年 4 月末、ETF の現在高は 14,698 億ドル (約 119 兆円)、うち現物 ETF は 12,739 億ドル、合成 ETF は 1,949 億ドルであり、ETP は 2,011 億ドルとなっている。図 2 はその拡大の推移を見たものである。



合成 ETF は ETF 全体の 13%強だが、その多くはヨーロッパ (とりわけ独仏) に集中している。ヨーロッパの ETF 残高総額は 3,278 億ドル (世界シェア 22%)、うち合成 ETF は 1,468 億ドルで世界シェア 75%を占める。とくに 2007 年以降、顕著に拡大している (図 3)。



¹ 「投資信託」であるためには銘柄分散投資の要件が必要である。

2、合成 ETF 拡大の背景

合成 ETF は、最近の ETF 市場における「金融革新」を代表する一例とされる。この仕組みを用いる理由のひとつは、現物組入およびトラッキングエラーのコストを回避するためである。

現物 ETF では指数構成銘柄すべてを組み入れると取引コストが嵩むため、代表的な銘柄だけを組み入れているが、それではトラッキングエラー（指数リターンとの乖離）が生じる。そこで組み入れ銘柄を貸株市場で運用し、この貸株料でトラッキングコストをカバーしているのが現状である。しかし近年の新興国経済の成長とともに、ベンチマークが新興国の株式・債券など流動性の低い指数へと多様化するにつれ、現物の組入・リバランスおよびトラッキングエラーのコスト高が意識されるようになる。そこでこれを回避するため、スワップの利用が始まったとされる。

第 2 は「シナジー効果」の追求である。合成 ETF では、スポンサーとスワップ・カウンターパーティが同じ銀行グループの資産運用部門と投資銀行部門（デリバティブデスク）である場合が多く、後者の抱える証券在庫を前者が買い取り、両者間でスワップ契約を結んでいる。したがって、投資銀行部門にとって証券在庫のファンディング負担がなくなる。今後、銀行に流動性規制が導入される予定だが、流動性カバレッジ比率の算出において在庫資金の市場調達率は流出掛け目 100%であり、この負担を免れることは銀行にとって非常に大きな意味があるだろう。

これに関連して第 3 にファンドのデリバティブ利用に関する規制において EU の UCITS（集合投資計画）指令が寛容だということである。UCITS はファンドがヘッジ目的以外の投資目的で上場・店頭デリバティブを利用することを容認している。しかもデリバティブ契約における担保物件にベンチマーク指数と合致させるべし、という要件がない。合成 ETF を例にとれば、スポンサーはカウンターパーティから株式バスケットを購入しているが、これはカウンターパーティがデフォルトに陥ったときに損失をカバーする担保（collateral）の機能を果たす。しかしこの担保は ETF 純資産の 90%以上の価値があり、OECD 諸国の株式・債券である必要があるが、ベンチマーク指数とは無関係の銘柄でもよく、流動性の低い株式、無格付・低格付の債券でもよいとされる。

他方、アメリカの投資会社法では、資産の 80%以上はファンド名と合致する証券を組み入れる必要がある。また SEC は 2010 年 3 月、ETF やミューチュアルファンドが投資目的に即して行なうデリバティブ利用がどのようなリスクを内包しているのか再検討することを表明し、投資目的でデリバティブを利用するファンドの新設には極めて慎重である。

3、合成 ETF と金融システム

以上のように見ると、なぜヨーロッパで合成 ETF が急拡大しているか²が理解できるが、

² ヨーロッパ以外でも、ファンド規制を UCITS に準拠させている国々、たとえば香港やシンガポールでは合成 ETF が比較的多い。現物 ETF と合成 ETF はそれぞれ香港（179 億ドルと 100 億ドル）、シンガポール（7 億ドルと 29 億ドル）である（2011 年 4 月末）。

次に、上記の3つの国際機関が指摘する合成ETFの問題点をみよう。彼らの指摘は、①合成ETFの担保物件の詳細が不透明であり、エンドユーザーが何らコントロールできないこと、②利益相反の恐れがあること、の2点に要約できると思われる。

第1に、合成ETFは、当然ながらスワップ契約におけるカウンターパーティ・リスクを内包する。このリスクは、本来は担保物件を売却することで除去できるはずである。ところが、上述のように担保はベンチマーク指数と関係なく、流動性の低い証券でもよいことになれば損失をカバーできない恐れが強くなる。もっとも、同様のカウンターパーティ・リスクは、現物ETFでも組入証券を貸し運用し、その収益でトラッキングコストをカバーしている場合にも発生する。

第2に、スポンサーとスワップ・カウンターパーティが同じ銀行グループであれば、投資銀行部門がバランスシートから外したい証券在庫が担保に使われる可能性が高まる。特にBIS規制が流動性規制も加わって強化されようとする現在、その恐れは強くなるだろう。こうした利益相反はユニバーサルバンク制を採用する大陸ヨーロッパではもともと存在しているのである。

ETFは上場しているので流動性があると期待されているが、それが保証されているわけではない³。このため解約請求が認められており、現物ETFは組入銘柄を返却して流動性へのプレッシャーを緩和することができる。しかし合成ETFの場合にはそれができない。担保物件の売却や借り入れ等で解約資金を手当するか、あるいは解約停止措置をとるしかない。つまり流動性ニーズに対して脆弱である。

以上の結果、合成ETFのスポンサーかつスワップ・カウンターパーティである銀行グループがETF投資家からの解約請求が殺到した時にこれに対応できず、流動性の欠如に陥ってシステミックリスクへ発展していく可能性がある。すなわち2007年夏のサブプライムローン問題の発端となった一部ヨーロッパ金融機関の流動性危機と同様の恐れがあるわけである。

そこでFSBの結論は、合成ETFのスワップ契約における担保アレンジメント、また現物ETFにおける証券貸借プログラムについて、その枠組みに関する開示を強化することを要求している。ETFの仕組みの複雑性、担保アレンジメントや証券貸借プログラムの不透明性を除去し、無用の売却圧力・解約請求を緩和させようという趣旨と思われる。

(参考文献)

- ① FSB, “Potential financial stability issues arising from recent trends in exchange-traded funds (ETFs)”, April 2011.
- ② IMF, “Durable Financial Stability: Getting There from Here”, Global Financial Stability Report, April 2011.
- ③ BIS, “Market structures and systemic risks of exchange-traded funds”, Working

³ 2010年5月6日の「フラッシュ・クラッシュ」の際には株価の急変で多数の注文がキャンセルされたが、ETFの注文キャンセルは全体の68%にも達した(IMF、p71)。

Papers, No 343, April 2011.

④ BlackRock, *ETF Landscape Industry Highlights*, April 2011.