

## ESMAの クローゼット・インデックス・トラッキング

欧州証券市場監督局 (European Securities and Markets Authority: ESMA) は2016年2月2日に「Supervisory work on potential closet index tracking」(「クローゼットインデックスに陥っている可能性についての監督の実施」)を公表した。本稿ではクローゼットインデックス(以下、CI)の解説とESMAの監督の影響について記するとする。

### クローゼットインデックス・トラッキングあるいはクローゼットインデクシングと呼ばれるものは何だろうか。

クローゼットは私たちが知っている、あの洋服とかを格納するクローゼット(小部屋)を指すと言われている。クローゼットは、あまり人に見せない小部屋であることから、公表せずに小部屋でこっそりと実施することの比喻だと考えられる(諸説あり)。ESMAは、このこっそりと実施している可能性についての実態を調査することを目的として監督を実施することとしている。何をどのように監督するのだろうか。

ESMAの監督の対象は、欧州の集団投資スキーム(原文はcollective investment funds)となっておりかなり幅広い監督になると考えられる。

投資家保護の観点から、CIの問題点は以下に要約できる。

- アクティブ運用を実施することを目論見書や説明書 (Key Investor Information Document: KIID) で表明しているにもかかわらず、CIを実施することにより不当な報酬を得ている。
- KIIDの説明が不明確であり、投資家に明快な情報が伝わっていない。
- 投資家が想定しているリスク・リターンとは異なるプロファイルになっている可能性があり、ポートフォリオの組成に齟齬が生じる(アクティブ運用のリスク・リターン数値でポートフォリオを作成しても、実際はそうっておらず、ポートフォリオの期待リターンやリスクが想定とは異なる)。



CIについては、2007年に米国SECの法律顧問であるカートライト氏が問題視した過去がある。カートライト氏は、パッシブでインデックス運用をする投資顧問会社の報酬と、ロング・ショートで運用するヘッジファンドの報酬を比較し(もちろんヘッジファンドが高い)、ロング・ショートにバイアスがかからない場合にはそれが実質的にインデックス運用であるにも関わらず報酬が高い構造を取り上げた。その後、後述するアクティブ・シェアという数値の一般化等、CIへの問題意識が高まったのだが、2015年頃からまたもやCIが取り上げられ始め、冒頭のESMAの発表につながっていると考えられる。これはCIが簡単には排除できないことを示しているのではないだろうか。

CIは、必ずしも意図的に実施されるわけではない。もちろん悪意を持って実施される場合も否定できないが、アクティブ運用を目指していても結果的にCIになってしまっている場合も生じうる。

ノートルダム大学のクレマー教授たちはCIになってしまう理由を次のようにタイプ分けして解説している。

#### 【収益追求の結果としてのCI】

運用会社の収益は資産運用の残高の多寡で決定される。資産運用会社は、ビジネスのスタートアップ時にはパフォーマンスを上げることで、クライアントの注目を集め、資産残高を増やす。しかし、徐々に、資産が集まり始めると、パフォーマンスは二の次になり、とにかく資産を増やすことに注力するようになる場合がある。こういう状態においては「負けたくない」がマーケティングの最重要課題になるために、大きく負ける可能性をはらむアクティブはほどほどにして、負けたくないインデックス運用に傾斜する。これがCIを生む。

#### 【ファンドの規模の増大追求の結果としてのCI】

上記の収益追求と裏腹ではあるが、規模が大きくなってくると必然的に購入銘柄数も増えてきて、アクティブ運用を実施しようとしてもどんどんインデックス運用に“似て”きてしまう。これもCIを生む要因だ。

#### 【コンピュータによるリスク管理の結果としてのCI】

ファンドマネージャーがアクティブに銘柄を選択する場合、その次にはコンピュータを用いてリスクコントロールを図る場合がある。この際、コンピュータの判断でリスクコントロールを目的に複数の銘柄を加えるという事象が起きる。リスクを抑えるとはすなわちインデックスからの乖離(トラッキングエラー)を抑えることだから、インデックスに含まれる銘柄が組み込まれることになり、リスク低下を目的とした結果としてCIに陥る。

#### 【待機行動の結果としてのCI】

待機、あるいは様子見の結果としてのCIも存在する。「今の運用方針ではαが取れないから潮目が変わるのを待とう」という考え方を採る場合もあるという。こういった、アクティブ運用に適した状況が来るまで待つ間に、ファンドをインデックス化して負けを防ぐ行動が結果としてのCIにつながる。

CIのレベルをあらわすものとして「アクティブシェア」がある。アクティブシェアとは、アクティブ運用のポートフォリオが、どれくらいインデックスと異なるか、すなわちアクティブ運用の度合いを判定するための計算方法だ。組み入れ比率の差を利用して計算される。例えばA社の株式はインデックスには5%入っているとしよう。あるアクティブファンドにはA社の株式が10%組み入れられていたとすれば、インデックスとは異なる比率である5%分がアクティブによってもたらされたものと考えられる。この差を合計して一定の値で除すことでアクティブシェアが算出される。



アクティブシェアは数字が大きいほどアクティブ度合いが強い(インデックスとは異なる銘柄配分になっている)ことを示している。表1はクレマー教授による実証分析の結果である。

表1: 実証分析

分類	CIである割合	アクティブシェアが80%より大きい	ファンド数
全ファンド	12.24%	32.80%	1,251
大型株ファンド	15.60%	17.70%	702
中型株ファンド	4.40%	63.70%	228
小型株ファンド	2.80%	80.20%	321

(注: K.J.Martijn Cremers, Quinn Curtis “Do Mutual Fund Investors Get What They Pay For?”より抜粋・引用)

表2はESMAが今回の調査にあたって想定している欧州におけるCIの予想レベルだ。アクティブシェアの分岐点を60%と考える場合には15%がCIの可能性があることがわかる。

表2: ESMAによるクローゼットインデクシングの分類

分類	ファンドがCIである可能性(株式運用の場合)	アクティブ運用である可能性(株式運用の場合)
アクティブシェアが60%より小さい トラッキングエラーが4%より小さい	15%	85%
アクティブシェアが50%より小さい トラッキングエラーが3%より小さい	7%	93%
アクティブシェアが50%より小さい トラッキングエラーが3%より小さい R2が0.95より大きい	5%	95%

(注: ESMAのSupervisory work on potential closet index tracking 2016.02.02より引用)

CIの問題は年金運用のようか機関投資家が利用する合同口のファンドや規模の大きな私募投信に関わるだけでなく、確定拠出年金の組み入れ投信や、NISAといった個人が投資する投信にも関わる可能性を秘めている。投資家保護の観点から常に注視すべき課題である。

デロイト トーマツ グループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人 トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャル アドバイザー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士 法人およびDT 弁護士 法人を含む)の総称です。デロイト トーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザー等を提供しています。また、国内約40都市に約8,700名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp))をご覧ください。

Deloitte (デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャル アドバイザーサービス、リスクマネジメント、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界150を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組みクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約225,000名を超える人材は、“making an impact that matters”を自らの使命としています。

Deloitte (デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド (“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数を含みます。DTTLおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL (または “Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTLおよびそのメンバーファームについての詳細は[www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about)をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。