

上場投資信託（ETF）の現状について

内 田 ふじ子

上場投資信託（以下ETF）が昨年七月に東京証券取引所と大阪証券取引所で上場取引を開始して八か月余りが過ぎた。上場銘柄数は当初の五銘柄から九銘柄（本年一月末現在）に増えている

トな金融商品として、ETFの現状についてレポートする。

一、現物拠出型投資信託

社の自己売買部門であり、いまのところ個人投資家には敬遠されているようである。一方、企業の持ち合い解消の受け皿として、また、本年一月に設立された銀行等保有株式取得機構による買収株式の処理方法として、ETFへの注目度は高まっている。不動産投資信託とともに、もっともホッ

ETFは昨年四月の政府の緊急経済対策で資本市場活性化策のひとつとして導入が決まった。ETFとは、特定の株価指数に運用成績（基準価額）が連動するように運用される投資信託で、その受益証券が証券取引所で上場取引されるものという。特定の株価指数に運用成績を連動させるこ

とを運用方針とする追加型株式投信（インデック

ス型投信）や受益証券が取引所で売買される投信

（日経三〇〇株価指数連動投資信託）はすでに存

在していたが、新しく導入されたETFの特徴

は、現物拠出型の投資信託であるということであ

る。つまり、従来型のように株価指数を構成する

銘柄を市場で買い集めるのではなく、指定参加者

が証券会社や機関投資家などからそれらの現物株

ポートフォリオの拠出を受けてそれによつて投信

会社が投信を組成するものである。従前は投資信

託は金銭信託でなければならぬとされていた

が、六月に投信法施行令等が改正され、金銭信託

の例外として次のすべての要件を満たすものが新

たに規定された。

（一）投資信託財産の一口当たりの純資産額の変
動率を特定の株価指数の変動率に一致させること
を目的として当該株価指数に採用されている銘柄

の株式に対する投資として運用する。

（二）受益証券の募集に応じる者は、その運用の
対象とする各銘柄の株式の数の構成比率に相当す
る比率により構成させる各銘柄の株式によつて受
益証券を取得しなければならない。

（三）受益証券と投資信託財産に属する株式との
交換は、受益者の請求により内閣府令で定めると
ころにより交換を行う、及び当該受益証券は証券
取引所等の上場される。

そして、そのような投資信託は、特定株式投資
信託に追加され、租税特別措置法により株式と同
じ課税体系が適用されることになった。ここでの
株価指数とは、証券取引所に上場されている株式
または店頭売買有価証券登録原簿に登録されてい
る株式（これらに類する外国法人の株式を含む。）
について多数の銘柄の価格の水準を総合的に表す
ものとして金融庁長官の指定するものをさす、と

されている。同時に定められた金融庁告示により、「多数の銘柄の価格の水準を総合的に表す株価指数」としては、日経平均株価、東証株価指数（以下TOPIX）、日経株価指数三〇〇、S & P / TOPIX一五〇の四つが指定された。

七月三日のスタート時には、日経二五とTOPIXに連動するETFが上場され、八月二九日にはS & P / TOPIX一五〇連動型も上場された。本年一月末現在、東証に日経平均連動型が二本とTOPIX連動型が四本およびS & P / TOPIX一五〇連動型が一本、大証に日経平均連動型が二本、全部で九本が上場されている。

二、ETFの商品性

従来型の投信は一日一回その日の終値でしか取り引きできないが、ETFは取引所の取引時間中

であればいつでも売買できることが最大のメリットである。連動目標とするのは基準価額であって、売買価格は売りと買いの需給関係で決まり、必ずしも基準価額と一致するとは限らないが、両者に乖離が生ずると大口投資家による同じ株価指数の先物（指定された四つの株価指数についてはすべて先物も上場されている）との裁定が行われて乖離は解消され、売買価格も株価指数をトレイ入すると予想される。連動対象とする株価指数は日々発表されているため運用動向が分かりやすいこと、信託報酬など取引コストが低いこと、信用取引が認められているため、ハイリターンを狙った取引や、株式相場全体の下落リスクのヘッジや異なる株価指数のETFの間の裁定取引など多様な取引が可能であることもメリットとしてあげられる。最低購入資金が、従来型のインデックス型ファンドであれば一万円程度であるのに対して、

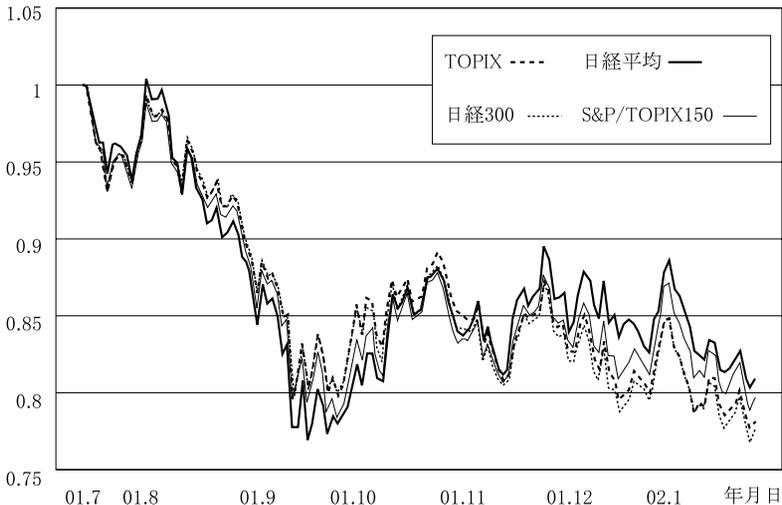
上場投資信託（ETF）の現状について

ETFは最近の相場でも一〇万円程度必要であるが、ミニ投資や累積投資制度を利用すれば少額でも購入が可能である。売買の際に株式と同様に売買手数料が徴収されるため、長期投資に適した商品といえるであろう。

三、四つの株価指数

今回金融庁が指定した四つの株式指数は、いずれも日本の株式市場全体の動向を反映するものであり、構成銘柄が相当数に上ること、特定銘柄の影響が小さいこと、流動性の高い銘柄で構成されていること、などの理由で選ばれている（日経新聞二〇〇一年五月一三日）。ETF上場取引開始以降のそれらの株価指数の動きをみると（図1）、それらの変動の方向性は一致しているが、構成銘柄数や採用されている銘柄、指数の作成方法など

図1 四つの株価指数
2001年7月13日 = 1



の違いなどが変動の大きさに微妙に反映していることが分かる。日経平均は昨年一〇月後半まで他の指数より大きく下落してきたが、それ以降はより大きく上昇している。TOPIXと日経平均の相対的な関係を表すNT倍率（日経平均／TOPIX）でも、九八年の一三倍台から低下傾向にあったが昨年一〇月三日の九・四倍をボトムとして上昇に転じている。これは、日経平均が二五銘柄のうち約三〇銘柄が電気機器などハイテク株で占められそれらがアメリカの同時テロ以降値を戻しつつあること、TOPIXも電気機器のウエイトは大きい、不良債権処理問題や情報通信不況の影響を受けている銘柄のウエイトも大きいことを反映したものである。長期的にみればこのような指数の特徴が利回り格差となる可能性があり、ETF投資においては投資家の市場相場観とともに株価指数の特性に関する知識が要求される。

四、ETFの現状

本年一月末現在上場されている九本のETFは、大和投信、野村アセットマネジメント、日興アセットマネジメントおよび米系投信会社パークレイズ・グローバル・インベスターズ投信（BG I）の四社が運用するもので、上場口数（資産規模）には開きがあるものの信託報酬が〇・二％台であるなどコスト面で大きな差はない。両取引所合計の売買代金は七月に一日で五〇〇億円を超えたことがあったが、その後は一〇〇億円未満の日が続いており、最近は一〇〇億円を割り込む日もある。東証一部の売買代金と比べると、その一％に満たない大きさである。売買の中心は証券会社の自己売買部門の裁定取引であり、東証上場のETFでは売りと買いの合計金額の約七〇％を占めて

いる。個人のシェアは二〇％未満である。アメリカでは相場の低下局面でETFへの投資が活発化するとされるが、導入間もないわが国ではまず個人投資家にETFの商品性をアピールすることが必要であろう。各種株価指数がバブル崩壊後の安値を更新し、株式市場に不透明感が漂う現状では、個人投資家の選択肢として定着するには時間がかかりそうである。

五、日経平均連動型のシェアが大きい

株価指数別にみると、日経平均連動型ETFの一日の売買代金がETF全体のほぼ七〇％以上を占めており、昨年では九〇％以上になることも珍しくなかった。一昨年四月の構成銘柄の入れ替えで同指数への不自信が高まったように思われたが、依然として高い関心が寄せられているようだ

ある。ただし、昨年一一月に東京三菱銀行が持ち合い解消のため、約四千億円相当の保有株式を野村アセットのTOPIX連動型ETFに抛出したこともあって、TOPIX連動型ETFは残高が急増しており、それに伴って売買代金も増え、日経平均型のシェアは低下している。

連動対象株価指数との連動率は、日経平均型もTOPIX型も非常に高い。スタート時から本年一月末までの相関係数でみるとどれも〇・九九八であり、現物抛字型ではない日経三〇〇上場投信の〇・九八六に比べてもわずかではあるが連動性に優れていることが窺える。ただし、BGIが運用するETF（銘柄名：iシェアズ）については上場口数が少なく、売買が成立しない日も多いため価格が指数から大きく乖離する日もある。BGIはアメリカを中心に世界各国で八〇本以上のETFを運用している世界最大のインデックス運用

会社であることから、今後蓄積された運用ノウハウを駆使して新たな業務展開をみせることも考えられる。

六、インデックス型投信の今後

従来からある追加型のインデックス型ファンドは、資金に限りがあるので指数を構成する銘柄をすべて組み入れることができないことや投資家からの解約注文があればポートフォリオの一部を売却して資金を捻出せねばならないなど、株価指数と基準価額の連動率が低下する要因を抱えている。また、設定・解約（交換）が現物株で行われるETFと比べると運用コストも割高であり、販売網についても、どこの証券会社でも扱っているETFに比べると不利である。ETFの登場によって、従来からあるインデックス型ファンドが

らETFへの資金シフトは避けられないものと推測される（図2）。

アメリカでは、インデックス型ファンドのノーロード化や運用コストの低廉化が進んだ結果、ETFは頻繁に回転売買を行うデイ・トレーダーや現物株とのサヤ取りを狙ったマージン・トレーダー、一方、インデックス型ファンドは長期投資家、と顧客層が大きく異なることが両者の共存を可能としており、インデックス型ファンドのほうが純資産が大きい（株式新聞二〇〇一年九月五日）。インデックス型ファンドが生き残るにはコスト面での競争力の強化が必要となる。

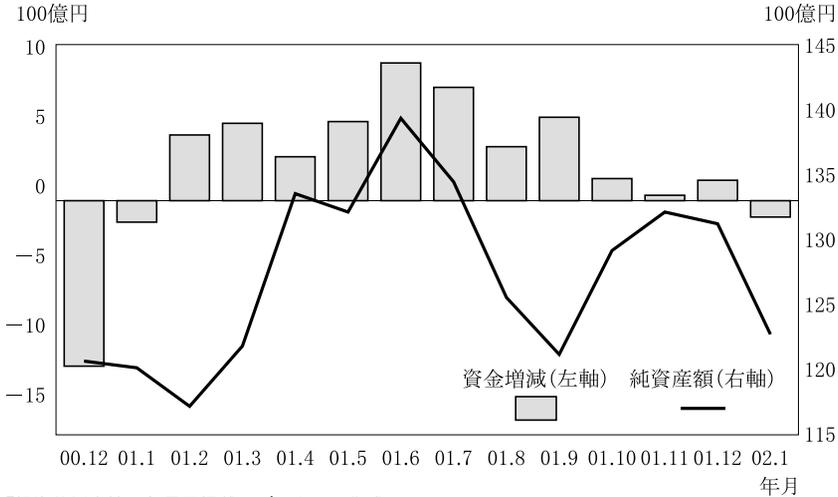
七、これからのETF

—新しい指数

アメリカではさまざまな株価指数を連動対象とする多くのETFが設定されて活況を呈してい

上場投資信託（ETF）の現状について

図2 従来型のインデックスファンド
2000年12月～2002年1月、月末



「投資信託事情」各月号掲載のデータより作成

る。わが国でも、現在ETFに用いることができるインデックスを四つに限定している金融庁の規則等が改正されて、バラエティに富んだETFが登場することが望まれる。金融庁は対象インデックスの拡大について、相場操縦の危険性がないこと、インデックスの値動きが特定銘柄の株価の影響を受けないこと、知名度があり、かつ適切な価格形成がなされていること、をあげている。

ETFと全く同じ商品性を有している日経三〇〇上場投信は、九五年五月に鳴り物入りで設定されたものの、相次ぐ解約（受益証券の現物株式との交換）で当初一五億の上場口数が本年一月末で一億余りに激減しており、売買も低迷している。その理由として日経三〇〇という株価指数の知名度の低さが挙げられることが多い。わが国では、アメリカのS&P五〇〇やダウ工業株三〇などの指数の知名度が高いが、昨年六月に東証がアメリカ

カン証券取引所とETFに関して戦略的提携を結んだため、近い将来においてお互いの商品の相互上場という形でそれらの指数に連動するETFが容易に売買できるようになるかも知れない。アメリカの例から、業種別指数、規模別指数、スタイルインデックスなども候補に挙げられようが、先物市場がない場合の価格の連動性に不安が残る。最近の新聞報道によると業種別株価指数を連動対象とするETFが検討されているとのことである（日経新聞二月二十七日夕刊）。

（うちだ ふじこ・当研究所主任研究員）