

上場投資信託（ETF）の二年半

内 田 ふじ子

株価指数連動型投資信託（ETF）の信託財産

は、スタートから二年半経過した昨年末で約九倍の三兆円となった。金融機関等の保有株式の抛出先として一定の役割を果たしているようである。

しかし、売買は活発に行われているとは言いがたく、金融商品として一般個人の認知度も低い。筆者は二年前の本書で導入後間もないETFの状況を見たが、本稿ではその後についてレポートする。

一、連動対象株価指数の多様化

ETFには信託報酬が低く抑えられていること、信用取引が可能なこと、リアルタイムで売買が可能なことなどのメリットもあるが、ある市場全体の動きを表す株価指数に連動する値動きをすることで分かりやすく投資判断が容易であることが最大の特徴であろう。投信法施行令では、連動対象となる株価指数は「多数の銘柄の価格水準を総合的に表す株価指数」とされており、具体的に

は、構成銘柄が多く特定の銘柄の株価の影響が小さいこと、データが日々公表されていて知名度があること、相場操縦の危険性がないこと、などの特性が要求されよう。金融庁が指定する株価指数は、導入当初はTOPIX、日経平均、日経三〇〇、S&P/TOPIX一五〇の四種類だけだったが、二〇〇二年にTOPIXコア三〇、東証業種別株価指数のうち電気機器株価指数、輸送用機器株価指数、銀行業株価指数、MSCIジャパン株価指数および英国FTSE日本株指数が追加され、また、外国株価指数として米国のダウ・ジョーンズ工業株指数、ナスダック一〇〇株価指数も加えられて、一二種類になった。

海外では連動対象指数に規制がないため、さまざまなインデックスが採用されている。わが国でもETF市場活性化のためにさらなる多様化が望まれるところであるが、後述するように、今までで

は日経平均とTOPIX以外の指数は人気がない。昨年浮動株比率の低い銘柄の値動きにTOPIXが影響されたことに催促される格好で、同指数に浮動株調整を施す作業が進行中である。相場の実態を正しく反映しうる指数の発掘あるいは開発が待たれる。

二、上場銘柄

金融庁が認可した連動対象株価指数は一二種類になったが、MSCIジャパンと外国株指数に連動するETFはまだ組成されていない。また、日経三〇〇連動型の現物拋出型ETFもまだない。

ETFを運用している投信会社は導入当初から四社だけであり、これまでTOPIX連動型と日経平均型が各四本、S&P/TOPIX一五〇連動型が一本、TOPIXコア三〇連動型が二本、業

種別株価指数連動型が各二本、FTSE連動型が一本の一八本が、東証あるいは大証に上場されている（東証一五本、大証三本）。信託財産が一兆円を超えるまでに成長した銘柄もある一方で、二〇〇二年八月には投資家数が上場基準（五〇〇〇人に満たない七銘柄が上場廃止を見極めるための一年間の猶予期間に入るなど、銘柄選別が起きている。東証では上場制度の見直しを行ったが、今年一月には米系投信会社のバークレイズ・グローバル・インベスターズ投信（BGI）が設定し、二〇〇一年八月に東証に上場されたS&P／TOPIX一五〇連動型ETFが初の上場廃止銘柄になった。BGI社はiシェアズという銘柄名で米国を中心に世界各国でETFを運用しており、わが国でもそのほかに日経平均連動型とTOPIX連動型を運用している。

同じ株価指数に連動するETFは運用会社ごと

に信託財産額に差があるものの、今のところ価格に開きはなく、株価指数との連動性は高い。ETFの場合は投信会社の運用力が運用実績を左右することはないが、資産規模が大きいほうが運用効率が高くなると考えられるので、今後は株価指数ごとに淘汰される銘柄もではないだろうか。

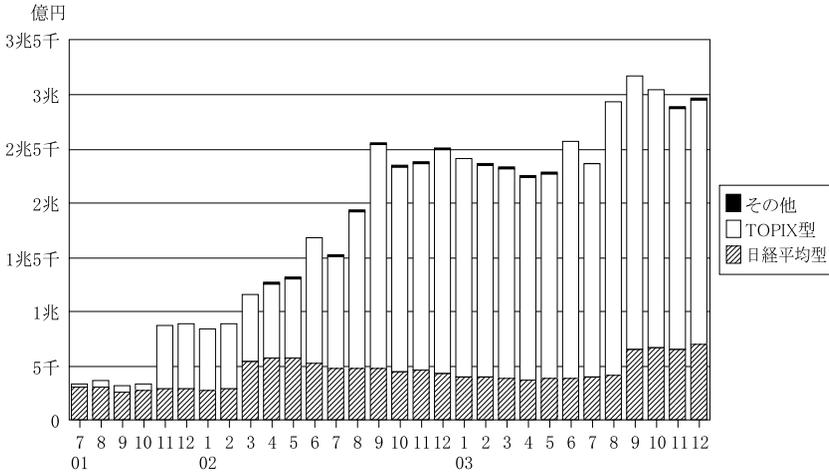
三、TOPIX連動型と

日経平均連動型

八種類の株価指数についてETFが設定されたが、資産規模の大きさや売買高でみてウエイトが大きいのは知名度の高いTOPIXと日経平均である。資産規模については、導入初期は日経平均型のほうが大きかったが、日経平均型の増加が頭打ちとなる一方でTOPIX型の設定が急増し、昨年末ではETF全体の七六%余りがTOPIX

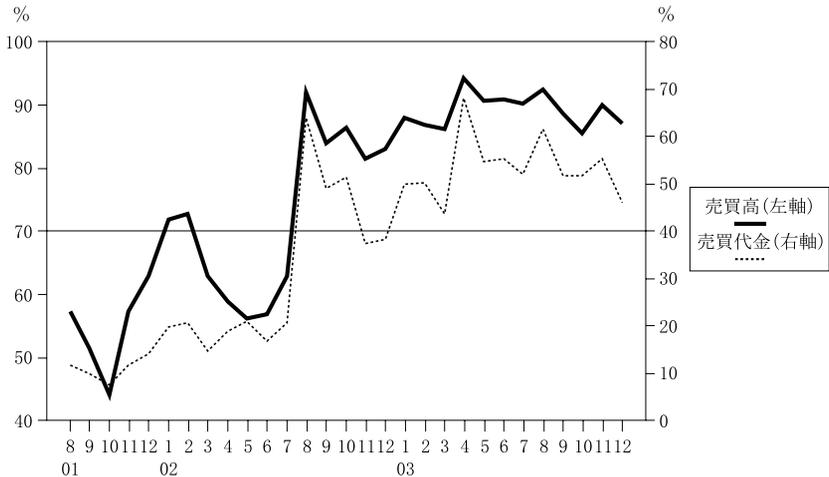
上場投資信託（ETF）の二年半

図1 ETFの純資産総額
2001年7月～2003年12月末



（出所）「投資信託事情」より作成。

図2 ETF全体に占めるTOPIX型のシェア
2001年8月～2003年12月



連動型である。流通市場でも、T O P I X型は二〇〇二年後半にシェアを高め、昨年は数量ベースでも、金額ベースでも五〇%以上を占めるに至っている。東証一部の全銘柄を網羅しているT O P I Xに対して、日経平均の構成銘柄は二二五銘柄にすぎず、それらも定期的に見直しが行われることがリスクとして敬遠されているという面もある。

四、株式持ち合い解消の受け皿として

E T Fの設定とは、証券会社の自己ポジションや機関投資家が拠出した現物株のバスケットをもとに、指定参加者が不足株を調達するなどして連動目標とする株価指数と同じ構成の現物株バスケットにして、投資信託会社に渡し、引き替えにE T F受益証券が発行されることである。受益証

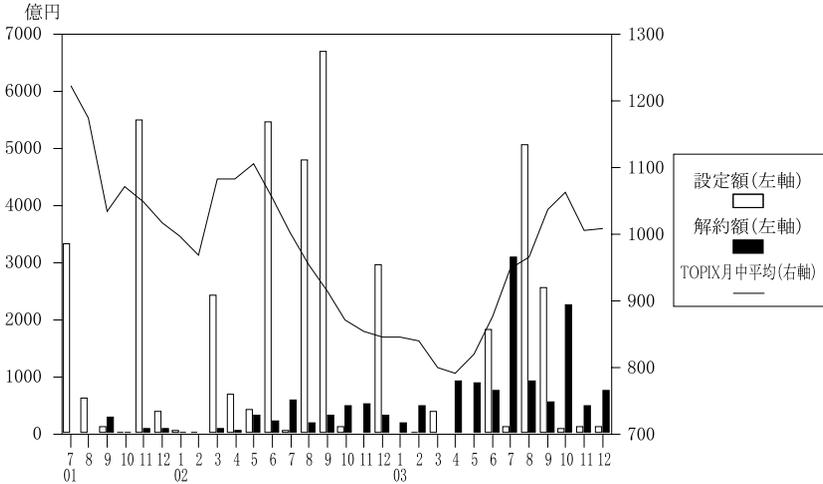
券は取引所で上場取引されるので、大量の保有株を直接市場で売却する場合と比べて相場への影響が小さいとされ、今年九月に株式保有規制が導入される銀行などの株式持ち合い解消の受け皿としてE T Fの活用が期待された。二〇〇一年一月に東京三菱銀行が野村アセットマネジメントのT O P I X連動型E T Fに保有株を拠出したのを初めとして、銀行、生損保の利用が相次いでいる。E T F組成のための不足株は市場で調達されるが、昨年六月に銀行等保有株式取得機構が関与したことで調達手段が広がった。

しかし、一方で大量の解約も発生している。解約は受益証券と現物株バスケットとの交換であり、典型的にはE T Fが現物株より割安になった場合などに裁定取引の結果として行われる。裁定取引はE T Fと株価指数の連動性を高めるために不可欠ではあるが、E T F市場規模の縮小要因と

上場投資信託（ETF）の二年半

図3 ETFの設定と解約

2001年7月～2003年12月



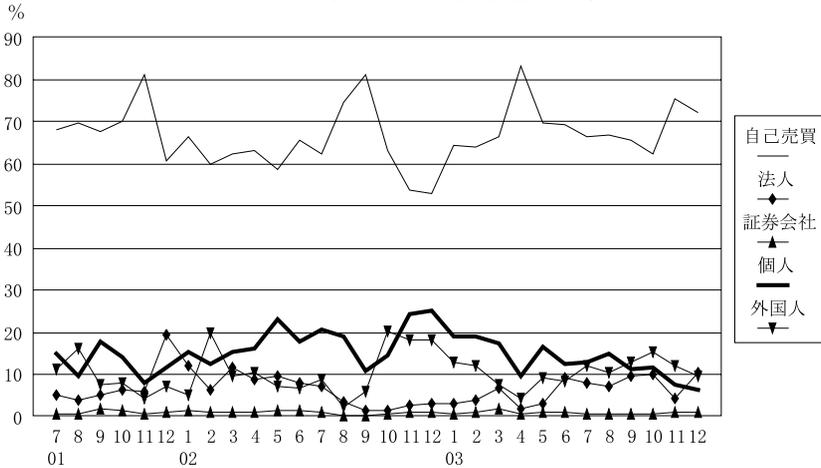
(出所) 投資信託協会「投資信託」より作成。

もなる。わが国最初の上場投資信託である日経三
 ○○連動型上場投信は、現物抛成型ではないが流
 通市場ではETFと全く同じ商品性を持つてい
 る。同投信は一九九五年の上場以来解約がす
 み、上場口数は一〇分の一以下に減少し、売買高
 も低迷している。

五、低い認知度

信託財産の増加に比べて、売買は活発とはいえ
 ない。東証と大証合わせて五三七億円の売買を記
 録した日（二〇〇一年七月一七日）もあつたが、
 上場取引開始以来一日の売買代金は一〇〇億円に
 満たない日が多い。売買の主体は証券会社の自己
 売買部門であり、数量ベースで見ても六〇%以上を
 占めている。個人のシェアは昨年は低下傾向にあ
 り昨年一二月では六・四%に過ぎない。

図4 東証における投資部門別ETFの売買シェア（売りと買いの合計）
2001年7月～2003年12月、数量ベース



(注) “証券会社”は同業他社からの受託商い。

(出所) 「東証統計月報」より作成。

昨年一月に発表された投資信託協会の「投資信託に関するアンケート調査報告書」によると、投資信託の現在保有世帯、保有経験世帯、投資信託に関心を持つ世帯、および株式・公社債の保有世帯ですら、ETFを「よく知っている」のは五・四%、「言葉だけは知っている」のも二・六%と、『認知率』は低い。ETFはある市場に関する相場観さえあれば個別銘柄に関する情報がなくとも手がけられるので個人投資家向きの分かりやすい金融商品である。さらに、昨年九月の投信協会規則改正で、ETFをファンド・オブ・ファンズに組み入れることができるようになったことから一万円単位で投資が可能になった。今後ともより効果的な広報・宣伝活動などによって認知度を高め、個人資金の流入を促すことが期待される。

(つちだ ふじこ・当研究所主任研究員)