

# 世界のETF・二〇年の変遷と今後の展望

杉田浩治

## はじめに

世界で初めてETFが生まれてから約二〇年になる。

「約」と言わざるを得ないのは、世界初のETFがいつ、どこで生まれたかについて幾つかの説があるからである。世界最大級の投信会社フィデリティ投信の元社長ロバート・ポーゼン氏（現MFS会長）の近著「The Fund Industry」（Theresa Hamacher氏との共著）は、「ETFは

一九九二年に生まれた」と記述しており、ETFについての名著「The ETF Book 第二版」（リチャード・フェツリ氏著）は一九九三年をETFスタートの年としている。また、一九九〇年にトロント証券取引所が開発した「TIPS35」を嚆矢とする説もある。

いずれにしても発足から約二〇年を経過したETFは、今や資産運用手段として、また世界の証券取引所の上場商品として重要な地位を占めつつある。またFSB（金融安定化理事會）、BIS（国際決済銀行）、IMF（国際通貨基金）が、E

TFの世界金融システムに与える影響を懸念する声明を発表するなど、金融市場においても見逃せない要因になるまで大きく成長した。

そこで、改めてETFの基本を整理するとともに、ETFの発足後の経過、現状、問題点をまとめ、さらに若干の将来展望を試みた。

## 一、ETFとは

### (1) 定義

ETFはExchange Traded Fundの略であり、文字通り「取引所に上場し取引されるファンド」である。以前は、定義の中に「指数に連動する」というフレーズが入っていたが、現在では指数を上回るパフォーマンスをめざすアクティブ運用型のETFも存在するため、指数連動型とは定義できな<sup>(1)</sup>い。

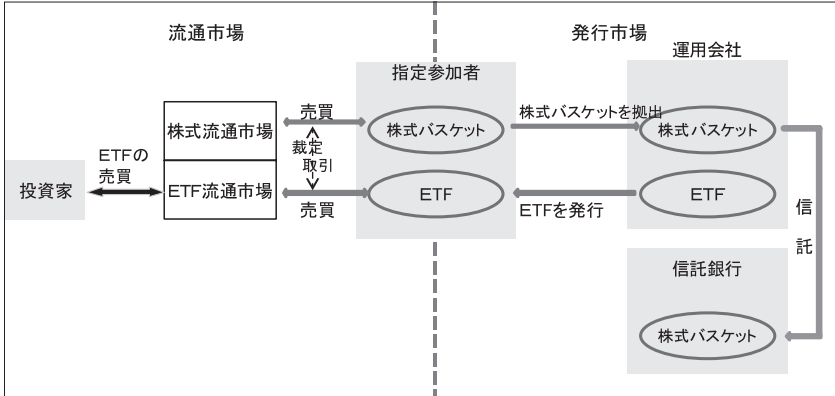
### (2) 仕組み

一般の投資信託が、金銭の拠出により設定され、解約も金銭の支払いにより行われるのに対し、ETFは、現物（株価連動型であれば投信会社が指定する株式ポートフォリオ、金価格連動型であれば金の現物等）の拠出により設定され、解約も現物の引き出し（ETF受益権と現物との交換）により行われるファンドが多い。

投信会社との間での設定・解約（発行市場）に参加する主体は、指定参加者などと呼ばれる証券会社、および投信会社所定の現物パッケージを出できる大口投資家である。一般投資家は、ETFが上場されている取引所（流通市場）に株式と同様の買付・売付注文を出すことにより取得・換金する仕組みである。

指定参加者・大口投資家はETFに組入れられている現物を随時引き出して売却すること等が可能

図表1 ETFの仕組み（株式現物拠出型の例）



[出所] 投資信託協会および東京証券取引所ホームページ掲載図を参考に筆者作成

能であるため、ETFと連動対象市場との価格裁定がはたらかき、ファンド純資産価値と市場価格との乖離が小さく維持されることが想定されている。

以上をまとめて図示すると図表1のようになる。

そして、一般投資家の立場から見た投資商品としてのETFの特性を、株価連動型の例により個別株式および一般の（非上場の）投資信託と比較すると、図表2のようになる。

直接投資の代替手段という面では投資信託であり、取引手法は株式並みという二つの顔を持つ商品と言えよう。

図表2 株価連動型ETFと、株式直接投資および一般ファンドとの比較

	株式直接投資 (自らポートフォリオ構築)	ETF	一般(非上場)ファンド	
			インデックスファンド	アクティブ運用ファンド
①取引手法 発注先	全国証券会社		当該ファンドの販売を取り扱う証券会社・銀行・その他金融機関	
売買価格	取引所の立会時間中、刻々変化する価格で売買可能(=リアルタイム取引が可能)		1日1回、引け後に算出される基準価額で売買	
発注方法	指値も可能		指値はできない(かつ、発注時には約定値段が不明)	
信用取引	可能		不可能	
②積立投資の可否	困難(一部証券会社で「累投」可能)		可能	
③配当金再投資の可否	困難		可能	
④コスト	売買委託手数料 (銘柄数が多いとコスト大)	売買委託手数料 + 信託報酬(低)	購入手数料(ゼロも多い) + 信託報酬(中)	購入手数料 + 信託報酬(高)
⑤銘柄調査や ポートフォリオ 管理	必要	必要なし (ファンド選択は必要)	必要なし (ファンド選択は必要)	必要なし (ファンド選択が重要)
⑥パフォーマンス	投資者の銘柄選択次第	連動対象指数 - $\alpha$	連動対象指数 - $\alpha$	連動対象指数 $\pm \alpha$

〔出所〕 杉田浩治「金融商品としてのETFの特性」『証券アナリストジャーナル』2010年11月号  
(日本証券アナリスト協会)

## 二、投資家からみた現行ETFの メリット・デメリット<sup>(2)</sup>

投資家にとってETFの最大の利用価値は、豊富な商品群を活用して、ポートフォリオの構築・変更を機動的に行えることである。なお、従来型の一般ファンドと比べてのETFのメリット・デメリットを、図表2をベースにしてまとめてみると次の通りである。

### (1) 一般ファンドと比べてのメリット

#### ①コストが安い

この意味は二つある。第一にファンド経費率が一般のファンドにくらべ低いことである。その理由は、販売会社受取報酬がないこと、また次に述べるように設定・解約にともなう証券売買の発

注・執行が不要であるため投信会社・信託銀行の報酬率も低いことにある。第二に現物拋出型についてはポートフォリオの組成・取り崩しコストも低い。これは、設定・解約が現物の拋出・引出により行われるため、設定・解約にともなう組み入れ証券売買の必要がない（したがって売買委託手数料が不要で、売買にともなう市場インパクトも発生しない）ことによる。

一方で、投資家はETFの取得・換金にあたって証券会社へ売買委託手数料を支払う必要がある。売買委託手数料率は売買代金に応じる体系になっているために、小口の取引については割高となる。しかし、一般のアクティブ運用ファンドの購入手数料に比べれば少額ですむケースが多い<sup>③</sup>。したがって、後述するように毎月少額を投資するといった場合を除けば前述のコストメリットを打ち消すほどのものではない。

## ② 「見えている価格」で売買できる

一般ファンドの場合、投資家は当日約定（当日の引値で計算される基準価額での売買）とするためには、販売会社に対し取引所立会終了時刻以前に発注する必要がある、その約定価格が正確に幾らになるかは発注時点ではわからない仕組みになっている（こうした売買発注方式を日本の投信業界ではブラインド方式と呼んでいる）。

これに対しETFの場合は取引所取引であるから、投資家が取引所立会時間中に刻々変化する価格を確認しながら発注でき、また「これ以上の価格では買わない、これ以下の価格では売らない」という指値注文も可能である。

## ③ 信用取引も可能である。

一般ファンドの場合は買付概算金額の総額を用意する必要があるが、ETFは株式と同様に証拠

金取引ができるので、レバレッジを効かせた運用も可能である。また空売りができるので、下げ相場で収益を得る、あるいは投資家が保有する別の証券等の値下がりに対するヘッジのためETFを空売りすることも可能である。

④ 透明性が高い

ETFは一、(2)で述べた「裁定」を期待するファンドであるので、運用内容を頻繁に公開し、日次ベースで開示することが多い。すなわち一般ファンドの運用内容の全容開示が半年ごと程度であることに比べ透明性が高い。投資信託はもともとと保険などと比べ透明性が高い金融商品であるが、ETFはその究極にある商品と言えよう。

(2) 一般ファンドと比べてのデメリット

① 純資産価格で売買できない可能性がある

一般ファンドは、投資家が原則として純資産価格で購入・換金できることをファンド約款に明記し、制度的に保証している。一方、ETFの売買価格は市場での需給関係によって決まるため、純資産価格との乖離を生じる可能性がある(ただし、前述のようにETFと連動対象との価格裁定が働くので乖離は小さく収まること(4)が期待できる)。

また、取引所で売買が成立しない可能性があるほか、取引時間中に市場の乱高下があった場合には、まともなその影響を受け、ETFの売買価格が激しく振れる可能性がある(4)。

② 売買注文を出せる先が証券会社に限られている

一般ファンドは、銀行をはじめ幅広い金融機関

が販売を取り扱っているが、ETFは取引所上場商品であり株式と同様の売買システムをとるため、現在のところ発注先が証券会社に限られている。ただし、一般ファンドについては全てのファンドを全証券会社で買えるわけではない（各証券会社が販売するファンドは一部の投信会社のファンドだけである）のに対し、ETFは上場商品であるから、投資家は株式と同様、どの証券会社に対しても全ETFの売買を発注することが可能である。

### ③分配金の自動再投資ができない

一般ファンドの場合は「分配金自動再投資コース」が設けられていて、投資家は税引分配金を一円のムダもなく再投資できる。一方、ETFについては、今のところ分配金自動再投資制度がないので、分配金を再投資するには投資家がそのつど

買付注文を出す必要がある、またETFの買付単位以下の金額については再投資できない。

この分配金の自動再投資ができない（複利効果を得られない）ことのマイナス効果を計算してみると次のとおりである。

一例として、投資金額一〇〇万円、ファンドの分配金が毎年二%、値上がりが五%（トータルリターン七%<sup>(5)</sup>）の場合で計算する。まず一般ファンドについては、分配金自動再投資コースを利用していけば、毎年七%複利で増えるので、五年後に一四〇・三万円、一〇年後に一九六・七万円、二〇年後に三八七・〇万円となる<sup>(6)</sup>。一方、分配金を再投資しないETFについては毎年二%の分配金部分が単利計算となるため、元利合計は「一〇〇万円の五%複利元利合計＋（二万円×経過年数）」と計算され、五年後に一三七・六万円、一〇年後に一八二・九万円、二〇年後に三〇五・三万円と

なる。

両者の差は五年後で二・六万円、一〇年後で一三・八万円、二〇年後で八一・六万円となり、長期になると分配金を再投資をしないマイナス効果は大きい。

#### ④ 積立投資は不便でコスト高

一般ファンドについては、多くの銀行・証券会社などが「預金口座等から毎月一定額を買付けていく積立投資制度」を提供している。一方、ETFについては、日本については、一部の証券会社だけが取り扱っている「るいとう」(多数投資家による同一銘柄の株式共同買付制度)を除くと毎月積立ての制度はない。投資家自身が毎月買付注文を出すことは可能だが、煩わしいうえ、少額では売買委託手数料が割高になる(たとえば、日本のある大手ネット証券の場合、売買委託手数料率は一〇〇万円投資なら〇・〇六%であるが、

五万円投資では〇・二九%、三万円投資では〇・四八%となる)という欠点がある。

### 三、世界のETF・二〇年の変遷

#### (1) 量的拡大の状況

九〇年代初頭に発足したETFの残高(時価総額)・ファンド数・一ファンド当たり規模の推移を、世界の(一般ファンドを含む)投資信託全体のそれと比較しながら見ると図表3のとおりである。<sup>(7)</sup>

ETFの残高が本格的に拡大したのは二〇〇〇年代に入ってからである。二〇〇〇年五月にパークレーズ・グローバル・インベスターズ(〇九年にブラックロック社が買収)が、一挙に五〇ファンドを設定したことが量的拡大のきっかけとなったといわれる。残高は〇一年に一、〇〇〇億ドル



図表3 ETF残高、ファンド数、1ファンド当り残高の推移(全投信との比較)

年末	残高(十億ドル)		(A)/(B)	ファンド数		1ファンドの規模 (百万ドル)	
	ETF(A)	全投信(B)		ETF	全投信	ETF	全投信
93	0.8	4,156.5	0.0%	3	24,474	267	170
94	1.1	4,470.9	0.0%	3	27,416	367	163
95	2.3	5,386.0	0.0%	4	34,888	575	154
96	5.3	6,341.9	0.1%	21	35,424	252	179
97	8.2	7,291.0	0.1%	21	35,331	390	206
98	17.6	9,594.6	0.2%	31	31,570	568	304
99	39.6	11,762.3	0.3%	33	50,226	1,200	234
00	74.3	11,871.0	0.6%	92	52,476	808	226
01	104.8	11,654.9	0.9%	202	52,849	519	221
02	141.6	11,324.1	1.3%	280	51,692	506	219
03	212.0	14,048.3	1.5%	282	54,570	752	257
04	309.8	16,152.9	1.9%	336	55,528	922	291
05	412.1	17,757.4	2.3%	461	56,867	894	312
06	565.6	21,808.9	2.6%	713	61,855	793	353
07	797.0	26,132.3	3.0%	1,170	66,348	681	394
08	711.4	18,920.0	3.8%	1,595	69,032	446	274
09	1,036.1	22,952.8	4.5%	1,944	67,552	533	340
10	1,311.3	24,698.6	5.3%	2,460	69,519	533	355
11(注)	1,347.5	25,922.4	—	2,982	71,030	452	365

[注] 11年について、ETFは11月末、全投信は6月末現在。(A)/(B)は両データの時点が異なるため記載していない。

[出所] ETFはBlackRock“ETF Landscape”、全投信は国際投資信託協会のデータを用いて筆者作成

を超え、直近一一年一ヶ月末現在では一兆三、四七五億ドル(一ドル八〇円で換算して一〇兆八兆円)に達した。

特にリーマンショック前後からの状況が注目される。すなわち、投資信託全体の残高はリーマンショック前の〇七年にピークをつけたのち減少しているのに対し、ETFの残高は〇八年こそETF史上初めて前年比減少したものの、その後増加に転じ直近では〇七年の七、九七〇億ドルを六九%も上回っている。

そして、図表3には掲載していないが、残高の増減を資金要因(設定額ー解約額)と市場要因(組み入れ資産の時価変動)とに分けてみると、一般ファンドが〇八年に市場要因だけでなく資金要因でも大幅なマイナスとなった(資金が流出した)のに対し、ETFは〇八年に市場要因は当然マイナスであったものの、資金要因はプラス(純

増)を維持し、その後も資金が順調に流入し続けていることが注目される。

以上の結果、世界の全投信残高に対するETF残高の比率は九九年の〇・三%から一〇年末には五・三%へ拡大した。

また、ETFのファンド数は二〇〇一年に一〇〇本を上回り、〇六年にはライデックス社が一日に一〇〇本近いファンドの新設を登録し話題を呼んだ。そして〇七年に一、〇〇〇本を超え、一一年末には三、〇〇〇本に達しそうな勢いである。

一ファンド当たりの規模は九〇年代には拡大傾向をたどっていたが、二〇〇〇年代に入り、ファンドの多様化が進む中でやや縮小しており、一一年一一月末には四・五二億ドル(約三六〇億円)となっている。一部の大規模ファンドの存在(米国S&P500種株価指数に連動するSPDR S&P 500が八六〇億ドル、金価格に連動するSPDR Gold

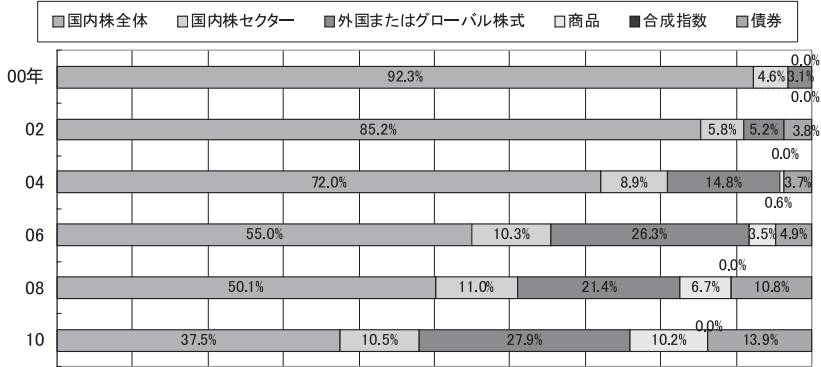
Trust が七三〇億ドル、Vanguard MSCI Emerging Markets ETFが四四七億ドルなど)が平均値を押し上げており、数千ドル以下の小規模ファンドも多い。それでも図表3に見る通り、一般ファンドに比べれば平均規模が大きいことを指摘できる。

## (2) 品揃えの充実の状況

ETFは二〇〇〇年代に入り、急速に商品バラエティーを充実させてきた。長期データの取れる米国の例(後述するように世界のETF残高の六九%を米国ETFが占めており、米国の状況はほぼ世界の状況を示している)で見ると、ETFの種類別残高構成は図表4のように変化してきた。

〇〇年当時はETF残高の九割以上が国内株全体の指数(S&P500など)に連動するファンドによって占められていた。しかし、その後セクター

図表4 米国ETFの種類別残高構成の推移



〔出所〕米国ICI(投資会社協会)資料より作成

別指数、外国またはグローバル株式指数、債券指数、そして金など商品指数、さらに為替に連動するタイプのファンドなどが次々と開発され、これら新種ファンドの比重が高まっている。

一〇年末現在では国内株全体 (S&P500など) 指数連動型は残高全体の二八%を占めるに過ぎず、外国株またはグローバル株指数連動型が二八%、債券指数連動型が一四%、そして国内株セクター指数連動型と商品指数連動型がともに一〇%強を占めるに至っている。

そして対象指数についても、取引所や情報ベンダーが公表している既成指数だけでなく、運用会社が独自に開発した合成指数を用いるファンドも設定されている。たとえば、S&P500採用銘柄を対象としつつもS&Pの時価総額加重方式でなく企業利益で加重した指数、有配当銘柄を投資対象として配当利回りで加重平均した高配当株指数、

あるいは「SRI」、「低ボラティリティ」、「ソーシャルメディア」といった投資テーマに適合する銘柄で構成した指数などである。

さらに米国では〇八年から指数連動型だけでなく、運用者の判断により銘柄入れ替え等を行って指数を上回るパフォーマンスをめざす「アクティブ運用型」のETFも出現している。一〇年末現在、二六本のアクティブ運用型ファンドがあり、その残高は二七億ドル（米国の全ETF残高の二・六％）となっている。

#### 四、ETF市場の現状

BalckRock社の発行する“ETF Landscape, End November 2011”によれば、一一年一一月末現在の世界のETF残高は一兆三、四七五億ドルである。これを幾つかの切り口から分けてみると次の

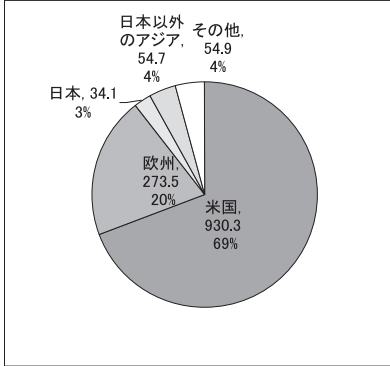
通りである。

##### (1) ファンド設立地別および投資対象別

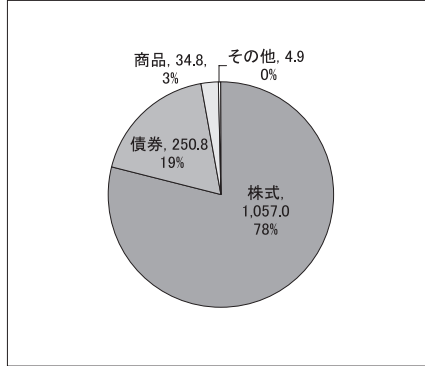
ETFの残高を、ファンド設立地別および投資対象別に分けて見ると図表5、図表6の通りである。

ファンド設立地は圧倒的に米国が多く、全体の六九％を占め、次いで欧州二〇％、アジア七％の順となっている。このシェアの推移を振り返ると、二〇〇〇年代に入って欧州が大きく伸び（〇〇年の一％から一一年一一月末の二〇％へ）、米国のシェアが低下（〇〇年の八一％から一一年一一月末の六九％へ）してきた。しかし、リーマンショック後は、日本を除くアジアのシェアが若干拡大しているほかは大きな変動は見られない。（なお、日本は九五年に金銭拠出型の日経三〇〇上場型投信が発足、〇一年から現物拠出型が多数

図表5 設立地別残高とシェア  
(単位:十億ドル、%)



図表6 組入れ対象別残高とシェア  
(単位:十億ドル、%)



設定された結果、〇二年末には世界で一五%のシェアを占めたが、直近(二一年一月末)では三%に低下している)。

ETFの組み入れ対象別では、株式が圧倒的に多く七八%を占め、次いで債券一九%、金などの商品三%となっている。これを時系列で見ると、商品の比率が高まっているほか、株式について国別・グローバル・セクター別など、債券についても国や企業などの発行体別・国別など多様化が進んでいることは米国の状況と同じである。

## (2) 発行会社別 (ETF市場について)

ブラックロック社発行「ETF Landscape, End November 2011」によれば、ETFとETNなどを含めたETP (Exchange Traded Product) のプロバイダー (発行会社・運用会社) は世界に一九二社存在するが、上位三社が寡占している状態

にある。

すなわち第一位のi(アイ)シェアーズ(〇九年にブラックロック社が買収した旧パークレーズ・グローバルのETF部門。この買収によりブラックロック社は世界最大の資産運用会社となった)が五、九七七億ドルを運用し、世界全体のETF残高一兆五、四三一億ドルの三八・七%を占めている。次いでステイト・ストリート・グローバルが二、六八五億ドルで一七・四%、米国のインデックスファンドの大手バンガード(投信運用資産額でフィデリティを抜いて投信会社としては今や世界最大となった)が一、七四三億ドルで一・三%となっている。上位三社で世界のETP市場全体の六七%を占めており、寡占度が高い。(なお日本最大のETF運用会社である野村アセットマネジメントは運用資産額一八三億ドルで世界第一〇位にランクされている。)

### (3) ETFの保有者

ETFの保有者構成については、米国では個人と機関投資家(ヘッジファンドが主力)<sup>(8)</sup>が半々、欧州では八〇%が機関投資家と言われる。

ETFを保有する米国個人投資家のプロフィールについてはICI(米国投資家協会)が〇五年五月に行った調査がある(図表7参照)。これによれば、ETF保有家計は米国全体の平均はもとより個別株を保有する家計と比べても年収・学歴が高く、金融資産を多く保有し、かつ平均年齢は若い現役層が中心となっている。

また、米国ではFA(投資アドバイザー)が、個人顧客から預かった資産の運用対象としてETFを活用するケースが増えているといわれており、こうした間接的利用をふくめ個人のETF利用度が増加していると見られる。

図表7 米国のETF保有家計の属性(米国平均および個別株保有家計との比較)

	全米平均	個別株保有者	ETF保有者
年齢(中位数)	49歳	52歳	46歳
年収(中位数)	49,800ドル	85,000ドル	130,000ドル
保有金融資産(中位数)	75,000ドル	225,000ドル	300,000ドル
(以下、全体に占める比率)			
既婚または同棲者	63%	76%	84%
配偶者死亡者	10%	7%	3%
4年制大学以上卒業者	31%	50%	84%
就業者	60%	67%	80%
生涯職業から退職している	29%	33%	29%
IRAに加入している	41%	68%	85%
DCプランに加入している	52%	71%	74%

(注) IRAは個人型確定拠出年金、DCプランは確定拠出年金プラン。

[出所] 米国ICI“2011 Investment Company Fact Book”

## 五、国際機関やSECの懸念

ETFが拡大し、世界の証券・金融市場への影響が大きくなっていることにもない、最近、金融監督規制に関係する国際機関や米国SECからETFに関する懸念が表明されている。そのポイントを紹介すると次の通りである。

### (1) FSB、BIS、IMFの問題意識

一一年四月に、FSB (Financial Stability Board、金融安定化理事会)<sup>(9)</sup>、BIS (Bank for International Settlements、国際決済銀行)、IMF (国際通貨基金) は、相次いでETFについての問題を提起するペーパーを発表した。<sup>(10)</sup> これを受け、EUの証券市場監督機関であるESMA (European Securities and Markets Authority、欧

州証券市場機構)はETF規制の見直しを行っている。

以下、FSBのペーパーの内容を要約すると次の通りである。

①デリバティブを活用する合成ETF(現物抛出)によらず、店頭スワップ取引により対象指数連動をめざすETF)について

このタイプのETFは欧州で最近数年間に増大しており、一〇年末には欧州ETF全体の四五%を占めている。仕組みは、指定参加者がファンドに拠出した現金によりETF発行会社がスワップ取引の担保となる証券バスケットを購入し、当該証券バスケットのリターンを相手に提供する代わりに、相手からETFの対象指数のリターンを得るといふスワップ取引を結ぶものである。

通常、このスワップ取引の相手(カウンター

パーティー)は、ETF発行会社と同じ金融グループに属する銀行であり(筆者注:たとえばドイツ銀行系のETF発行会社であるDIX Track & Co.とドイツ銀行がスワップ契約を結ぶ)、担保となる証券バスケットは当該銀行(この例でいえばドイツ銀行)が供出する。

このETFについてFSBが懸念しているのは次の三点である。

(イ)ファンドの投資家にとって、スワップ契約の相手(引受)銀行が破たんした場合にはスワップ契約が履行されなくなるというカウンターパーティー・リスク(信用リスク)が存在する。

(ロ)スワップ取引の相手銀行が、通常のレポ(現先)市場に出せないような流動性の薄い証券を担保として供出していた場合(言い換えれば当該銀行が流動性の薄い在庫証券の流動化手段としてこのスキームを利用していた場合<sup>14)</sup>)、ET



Fの予期せぬ大量解約が発生した時には担保証券の換金は困難である。そうすると、解約停止措置を取らざるを得なくなるか、あるいは（解約を受けければ）銀行段階で流動性不足に陥る（↓金融システムに悪影響を及ぼす）恐れがある。

(ハ)同一の金融グループがETF発行会社であると同時にスワップ取引の引受先（カウンターパーティ）となるため、利益相反の恐れがある。

## ②ETFによる証券貸付の利用について

ETF発行会社は、ETFの運用報酬率が低いことから証券貸付によって収益を得ようとするインセンティブが働く。しかし、証券貸付は二者間の相対契約であるから、①のスワップ取引と同様のカウンターパーティー・リスクと担保リスクを生じる恐れがある。加えて、市場が厳しいストレ

スにさらされた時にETFの保有者が大量の換金売りを出すと、運用会社は大規模な貸付証券の回収を行わざるを得ず、それは原証券市場に大きな圧迫をもたらすリスクがある。

以上①②の問題点をふまえて、FSBは、「投資家と規制当局が、ETFのデリバティブ利用と証券貸付に関わるリスクについて理解を深めることが必要であり、ETFの複雑な仕組みや担保証券の明細について、投資家向けディスクロージャーを充実するとともに当局向け報告要件を強化すべきだ」と主張している。

こうした問題提起に対し、欧州の合成ETFのプロバイダーであるドイツ銀行やソシエテジェネラルは、「ETFに対する担保は十分である」などの反論を展開しており、逆にFSBの見解を支持するブラックロック社（前述のようにETFの

最大手で現物拋出型のプロバイダー」との論争を巻き起こしている。

そしてEUの証券市場監督機関であるESMAは、一一年七月に「ETF等についての新たなガイドライン制定に関するディスカッション・ペーパー」を發出した<sup>12)</sup>。ESMAは各方面の意見を集約して近いうちに何らかの見解を打ち出すのではないかと見られている。

## (2) 米国SECの問題意識

一方、米国では従来から投信のデリバティブの活用については制限的であるうえ、SEC（証券取引委員会）が投信全般（ETF以外もふくむ）によるデリバティブの活用範囲について見直しを行っている。その結論が出るまではデリバティブを活用する商品の新設登録を停止していることもあって、前記の欧州における問題は意識されていない。

ない。

SECがETFについて検討を行っているのは、一〇年五月や一一年八月の市場乱高下時におけるETFの影響であり、現在調査中と伝えられる。

また、市場指数の二倍・三倍、あるいは指数と逆方向に二倍・三倍に動くレバレッジ型または逆レバレッジ型ETFについて、「これらのファンドが追求するパフォーマンスはあくまで、前日比<sup>13)</sup>であって、中長期には狙い通りには動かないこと」についての投資家の理解を徹底するよう二年前から動いている。

## 六、ETFの今後の展開

残高が一〇〇兆円を超え、世界の証券・金融市場に影響を及ぼすようになったETFは、今後ど

う変化していくのだろうか。幾つかの注目点について述べる。

(1) 今までの「陣取り合戦」から新しいステージへ

今までETFのプロバイダーは、投資家の様々な投資ニーズを満たし、あるいは投資アイデアを創出するため、次々と新しい資産パッケージ（指数）を考案しETFを創設してきた。その基本的手法は、①新しい切り口から投資銘柄のパッケージを作る、②既存指数についてを含め新しい投資配分（ウェイト付け）を編み出すことにある。

指数を上回るパフォーマンスを追求するアクティブ運用型と異なり、パッシブ（指数連動）ファンドは一つの指数に対し基本的には一つのファンドがあれば投資家のニーズを満たせる。したがって現在までのETFビジネスは、新しい指

数を考案し、それに対応するETFを他社よりも早く設立するという、いわば「陣取り合戦」に終始してきた。

しかし、三、〇〇〇本に近いファンドが存在することとなった現在、考え得る指数は飽和状態に近づきつつある。事実、投資家のニーズが小さいETFの解散も増えている（一〇年に米国だけで五一ファンドが解散）。

したがってETFビジネスは、今までの「投資アイデアを先取りするファンドの新設（陣取り合戦）」の段階から、たとえば次に述べるアクティブ運用型の拡充など新たな商品戦略や、確定拠出年金市場への進出といった新たな顧客獲得戦略を模索する段階に入っていくと見られる。

なお一一年一二月には、今までETFに消極的であった米国投信最大のフィデリティが、国内株・外国株・債券などを対象にした広範なETF

の新設登録を申請したと伝えられる。<sup>(13)</sup> E T F市場は参加者の増大をふくめ全体として拡大基調をたどろう。

## (2) アクティブ運用型 E T Fが増えるか

前記したように、米国では〇八年からアクティブ運用型 E T Fが出現し、一〇年末までに二六ファンドが登録された。<sup>(14)</sup>

しかしアクティブ運用を得意とする会社は従来、E T Fへの進出にやや消極的であったといわれる。その理由の一つとして、E T Fは毎日ポートフォリオを開示する必要があるため、自社の投資戦術を他の市場参加者に察知され、フロントラッシング（先回り売買）などをされる恐れがあることが指摘されている。特に株式ファンドについては、規模が大きくなると同一銘柄を数日に分けて売買することもあり、その恐れが大きいとされ

る。

この点について、コンサルティング会社マッキンゼーは一一年八月に発表した「E T Fの第二幕が始まる」と題するレポート<sup>(15)</sup>の中で、「複数の E T Fの設定・解約（それにもなう株式売買）を同時にまとめて行うことにより、個別ファンドの運用の方向性を見えにくくするなどの工夫ができており、アクティブ運用 E T Fについての障害が少なくなる」可能性を示唆している。

事実、現在八〇〇本を超えるアクティブ運用型 E T Fが S E Cへの登録待ちであると伝えられる<sup>(16)</sup>（前述の通り、S E Cは投信全般についてのデリバティブ利用の見直し作業を行っており、その結論が出るまでファンドの新設登録をストップしているため、登録待ちファンド数が多くなっているものと思われる）。

なお、上記マッキンゼー・レポートは、アク

タイプ運用ETFの残高増加を見込む他の理由として、①〇八年以降に設定したアクティブ運用型ETFのトラックレコードが三年以上となつて、モーニングスターの評価対象にも入ってくることから、過去実績を重視する投資家がアクティブ運用型ETFへの投資をふやすであろうこと、②大手投信会社がこの分野に進出する可能性があること、③既存の一般アクティブ運用型ファンドをETFに転換する動きが出ることを挙げている。

そして、先ずMMFに近い短期債ファンドなど債券ファンド(前述の先回り売買などの恐れが小さい)の分野でアクティブ運用型ETFが増加するだろうと予測している。

(3) DC(確定拠出)年金などの新しい市場や、新しいビジネスモデルを開拓できるか

確定拠出(DC)年金制度が発達している米国

では、従来から投信販売市場におけるDC年金資金の重要性が高い。二〇一〇年末現在で株式投信(バランス型を含む)と債券投信の合計残高の内、四八%をFOI(企業型確定拠出年金)やIRA(個人型確定拠出年金)といったDC年金積立資金が占めており、その額は四兆七千億ドルにのぼる(投信以外で運用されている部分も含めた米国DC市場全体の規模は九兆二千億ドルである)。

この巨大なマーケットにETFがアプローチできればETF市場は飛躍的に拡大することになる。しかし、前述の通りETFは「小口資金を積み立て、分配金を再投資する」といった積立型投資には向いていない。その障害を、たとえばDCプラン加入者の共同買付などの方法により解決できればDC市場へのアプローチの路が開けるかもしれない。

また、前述のマッキンゼー・レポートは、ET

F販売者（顧客注文取次者）の新しいビジネスモデルとして、一般ファンドについて米国で広く行われている運用会社とのレベニュー・シェアリング（運用会社からの報酬のキックバックを得ること）、あるいは自社名を冠したETFの販売による自社ブランドの充実の可能性を上げている。

## 七、日本への示唆

以上述べてきたように、世界のETF市場は商品バラエティの充実とともに量的にも大きく成長してきた。日本のETF市場も五年前（二〇〇六年末）の一三ファンドから一一年一月末には八七ファンドへ増加し、品揃えの面ではかなり充実してきた（外国ETFの重複上場およびETNを含めた上場銘柄数は二二八銘柄に達している）。

ただ国内籍ETFの残高は二・八兆円に止まり、世界のETF市場に占める比率は三%と、五年前の六%からむしろ縮小している。その理由は幾つかあると思われる。

第一に、日本株の魅力（収益性）が残念ながら薄れていることである。したがって海外投資家の投資も不活発で、海外投資家による年間ETF売買高は一〇年に二・四五兆円（東証・大証合計）となり、五年前の二・六七兆円から減少してしまっている。

第二に、（日本に限った話ではないが）販売チャネル（投資家のETF売買の発注先）が証券会社に限られている（一般ファンドのように銀行等が取り扱っていない）こと、第三に、第二と関連して投資家のETFについての認知度がまだ低いことである（投資信託協会が一一年夏に首都圏・阪神圏居住者を対象に実施した調査では、E

ETF認知率は七・二%、保有率は一%に過ぎない。

そして第四に、米国と比較した場合にフィードベースのFA（投資アドバイザー）の不在が挙げられる。米国では、残高に対し年一%程度のフィーを受け取って個人顧客の資産を管理するフィー・アドバイザーが多数存在し、彼等が知識・経験の薄い投資家と証券市場（多数の商品）とを結ぶ機能を果たしている。彼等は、管理資産の投資パフォーマンスを上げるためには組み入れ商品のコストが低いことが望ましいので、ETFの活用度を高めているといわれる。日本ではFPの資格取得者は多数存在するが、顧客からフィーを受け取って資産管理を行うFPは少なく、米国のようなフィードベースFAによるETFへのニーズは小さい。

以上のような要因を踏まえると、当面は日本の

投資家ニーズが高いと思われる商品（たとえば海外証券、コモディティ、日本債関連）の品揃えを更に充実することがETF市場強化策として考えられよう。

一つはつきりしていることは、投資家のETF認知度は高まることはあっても低くなることはないということである。したがって、長期的には熟練度の高い投資家を中心に低コストETFへのニーズはジリジリと高まっていくことが想定される。そうした中で、投信運用・販売業界は、ETFと一般ファンドとの線引き・棲み分けをどうしていくのかを詰めていく必要がある（最終的には投資家が決めることであるが・・・）。

最も望ましい姿は、ETFであれ一般ファンドであれ、今まで株式や投信に縁のなかった若者などが魅力を感じる新しい商品または販売手法が開発され、日本の投資家層が大きく広がる（パイが

大きくなる) ことであることは言うまでもない。

(注)

- (1) ただし、日本の取引所に上場するETFは現在のところ指数連動タイプに限定されている。
- (2) この部分については、日本証券アナリスト協会発行『証券アナリストジャーナル』二〇一〇年十一月号に掲載された筆者論稿を、同誌の許可を得て転載(一部修正)した。
- (3) ただし一般ファンドについてもインデックスファンドについては購入手数料がゼロのファンドが多い。
- (4) 米国で一〇年五月六日にダウ平均が二〇分間に七〇〇ポイント下げるという市況激変(フラッシュ・クラッシュと呼ばれる)があった際、その間の取引をキャンセルする措置が取られた。このキャンセルとなった取引の七〇%はETFであったという。そのため、「引値一本で取引する一般ファンドのほうが取引時間中の乱高下を避けられる」とか、「ETFについて成行注文を出すのは危険(指値注文とすべき)」といった声が出た。
- (5) ちなみに Credit Suisse Global Investment Yearbook 2011 によれば、世界主要一九カ国の平均株式リターンは、過去一一年間(一九〇〇年～二〇一〇年)の平均で八・六%である。

(6) ここでは税を考慮に入れていない。千円未満四捨五入で表示。

- (7) 本稿においてETFのデータは主に BlackRock 社発行の “ETF Landscape” 各号掲載数字を利用していただいている。感謝申し上げるとともに、全世界のデータを集計されているご努力に敬意を表する。
- (8) BIS Working Papers No. 343 Market structures and systemic risks of exchange-traded funds”, April 2011
- (9) 金融安定化理事会 [Financial Stability Board (FSB)] は、第二回金融・世界経済に関するG20首脳会合(ロンドン・サミット:二〇〇九年四月)の宣言を踏まえ、旧金融安定化フォーラム(FSF)が一層強固な組織基盤と拡大した能力を持つ組織として再構成された機関。
- (10) 各ペーパーは、それぞれ次の通りである。Financial Stability Board, “Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)”, 12 April 2011. BIS Working Papers No. 343 “Market structures and systemic risks of exchange-traded funds”, April 2011. IMF Global Financial Stability Report Annex 1.7 “Exchange-Traded Funds: Mechanics and Risks” April 2011
- (11) 二〇一一年一月一四日付 Financial Times 紙の FTfm セクションは、BISのシニアエコノミスト Mr. Ramaswamy 氏が「投資銀行は、合成ETFへのスワップ



により二〇〇億ドルを在庫から切り離せば、在庫維持に必要な資金調達コストを1%として年二億ドルのコストを節約できる」とのコメントを載せ、一一年九月末現在で合成ETFの残高は一〇一億ドルであるから、合成ETFを持つている投資銀行グループは年一〇億ドルのコスト節約になるとの記事を掲載している。

- (12) ESMA Discussion paper “ESMA’s policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS”  
(13) <http://www.mmexecutive.com/news/Fidelity ETF-225573-1.html>
- (14) 正確に言うると一九四〇年投資会社法の適用除外の承認と登録である。ETFの新設にあたっては一九四〇年法に規定する「オープンエンド型ファンドはいつでも純資産価値で償還請求に応じなければならない」などの適用除外の承認を受けなければならない。
- (15) [http://www.mckinsey.com/App\\_Media/Reports/Financial\\_Services/ETF\\_SecondActFINAL.pdf](http://www.mckinsey.com/App_Media/Reports/Financial_Services/ETF_SecondActFINAL.pdf)
- (16) <http://www.investmentnews.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20110922/FREE/110929970>

(すぎた こじ・当研究所専門調査員)