

## 拡充をつづける世界のETF（要約）

—その現況と成長の背景、今後の展開—

杉田 浩治

※ 本稿は日本証券経済研究所ホームページの「出版物・研究成果等トピックス」欄に二〇一七年一月に掲載したレポートの要約である。紙幅の制約から図表をふくめ省略した部分が多い。詳しくはホームページの原文をご高覧いただければ幸いである。

### はじめに

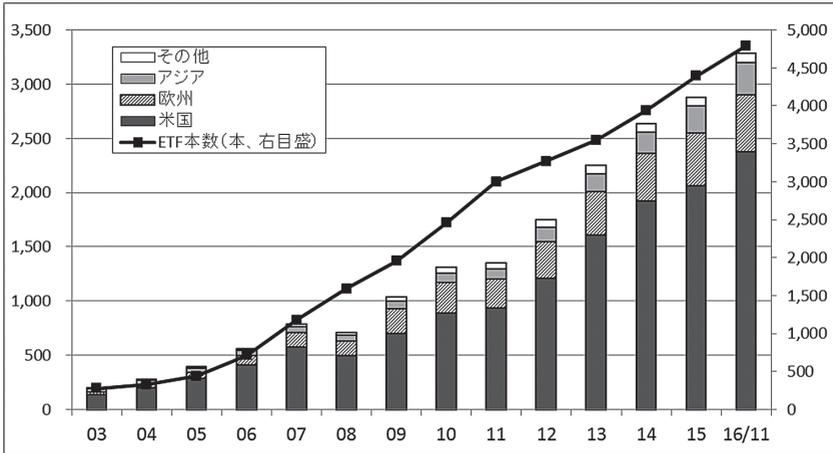
九〇年代初頭に生まれたETFは〇〇年代に入って急速に拡大し、世界合計の残高は一六年に

三兆ドルの大台を突破した。ファンド数は四、〇〇〇本を超え、多種・多様な連動対象指数が開発されるとともに、アクティブ運用型ETFも出現するなど質的にも充実が進んでいる。

本稿は、過去一〇年間を中心に世界のETFの拡充の状況、成長の要因などを、日本との比較を交えながら分析し、今後の展開を考察しようとするものである。

なお、文中の事実認識・意見はすべて私見である。

図表1 世界のETF残高とファンド数の推移（棒が残高、折れ線がファンド数）



〔出所〕 Deutsche Bank “ETF Annual Review & Outlook” 26 January 2016より作成、16年11月はETFGL。残高の単位は十億ドル。

## 一、残高は一〇年間に六倍に拡大

世界のETF残高は、図表1のように〇九年に一兆ドルの大打に乗せた後、一三年に二兆ドル、一六年に入って三兆ドルを突破、一六年一二月末現在で三兆二、八七〇億ドル（ETFGL調べ）に達している。一〇年前の〇六年末と比べると六倍に拡大した。

またファンド数は、〇六年末の七一三本から一六年一二月末には四、七九一本へ七倍に増加した。（この結果、一ファンド当りの規模は〇六年末の七・九億ドルから一六年一二月に六・九億ドルへ若干縮小した）。

残高の地域別内訳は、米国がほぼ七割を占める状況が一貫して変わっていない。

## 「日本の状況」

日本のETF残高（外国ETFの上場分は除く、以下同じ）は、〇六年末の四・一兆円から一六年一月末に一九・三兆円へ一〇年間に五倍に拡大し、ファンド数は一三本から一五五本へ一二倍に増加した。残高成長率は世界合計より小さく、ファンド数増加率は世界合計より大きい。

この結果、一ファンド当りの規模は〇六年末の三一〇億円から一六年一月月に一二五億円へ縮小、一六年一月末の一本当り規模は世界合計（六・九億ドルを一一四円で換算して七八七億円）の六分の一となっている。

## 二、商品別では「国内株総合指数連動型」が主流

投資対象別の残高内訳を、継続データが得られ

る米国（世界ETF残高の七割を占めており世界の動きの近似値とみることができ）について見ると、一六年一月末現在、S & P 500など国内株全体の動きを対象とする「国内株総合指数連動型」が全体の四八%を占めている。

## 「日本の状況」

東京証券取引所発行の「ETF/ETN Annual Report 2016」掲載データ<sup>②</sup>により、連動対象指数別にETF残高の内訳を計算すると、一五年七月現在、日本株指数が九六・〇%、REIT指数が一・二・二%、外国株指数が一・八%、その他が一・〇%となっている。

## 三、株式の三倍の売買回転率

一六年一月六日付の英国フィナンシャルタイムズ紙（以下「FT紙」）は、ETFの取引金額

の多さを強調して、「世界の上場株式のうち、最も取引量の多い銘柄はアップルで一日の売買額は三〇億ドル以上である。しかし世界最大のETFであるSPDR S&P500の一日の売買金額は一四〇億ドル以上に達している。そして世界市場における取引金額上位七銘柄のうち五銘柄はETFで占められている」と伝えている。

世界全体のETF売買動向を長期的に見たため、世界取引所連合（World Federation of Exchanges）のデータにより、一〇年以降の世界のETFの売買金額、残高に対する売買回転率を株式のそれと比べると次の通りである（一六年は一月までの数字を年率換算）。

①ETF売買金額は、一〇年の九・六兆ドルから一一年に一〇兆ドル台に乗せ、一六年は一五兆ドル程度に増加した。株式売買代金も一〇年の九六兆ドルから一六年は一二〇兆ドル程度へ増

加したため、ETF売買金額の株式売買金額に対する割合は一〇%から一五%程度の間で推移し、大きな変化はない。

②ETF売買回転率（年間売買金額／前年末残高と当年末残高の平均）は一一年に一、一四八%に達したが、以後低下傾向にあり、一三年からは五〇%台で推移している。

③しかし、ETF売買回転率を株式売買回転率と比べると、ETFの方がはるかに高く一三年以降も株式の三倍程度で推移している。すなわちETFは株式より短期売買される傾向が強く、一六年の場合、投資家の平均保有期間は株式の七か月程度に対し、ETFは二か月程度と計算される。裏返せば、ETFの流動性は非常に高いとも言える。

## 【日本の状況】

東京証券取引所発行のETF・ETP Annual Re-

pointおよび統計月報により、世界と同様に一〇年以降のETFの売買金額および残高に対する売買取転率を、東証第一部上場株式と比べると次の通りである（一六年は一月までの数字を年率換算）。

①ETF売買金額は、一二年まで四兆円台であったが、一二年に対象指数の二倍に動くレバレッジ型および対象指数の反対に動くインバース型が上場されてから急増し、一三年に二三兆円、一四年に三三兆円、一五年からは六〇兆円台に乗せた。株式売買代金も一〇年の三五〇兆円から一六年は六三〇兆円程度へ増加したが、ETF売買金額の株式売買金額に対する割合は一〇年の一%から一六年に一〇%へ拡大した。

②ETFの売買取転率（年間売買金額／前年末残高と当年末残高の平均）は一二年まで二〇〇%以下であったが、一三年以降は三〇〇%以上に

跳ね上がった（ただし、近年のETF売買金額の多くはレバレッジ型・インバース型で占められており、一五年を例にとると、両者の売買金額が全体の八割を占めていた）。

③ETF売買取転率を株式売買取転率と比べると、一三年以降は株式の三倍程度になっている。すなわちETFが株式より短期売買される傾向が強く、一六年の場合、投資家の平均保有期間は株式の一〇か月程度に対し、ETFは三か月程度である。

④前述の世界全体のETF売買取転率（一六年は五二〇%程度）と比べると、日本のETF売買取転率（一六年で三五〇%程度）は低い（株式の売買取転率も日本は一六年に一〇%程度で世界全体の一六〇%程度より低い）。

## 四、ETFの成長の背景

世界のETF残高が、前述のように一〇年間に六倍に拡大した要因としては、(1)投資家のコスト意識・パッシブ志向の高まり、(2)品揃えの充実、(3)証券ビジネスの「コミッションからフィー」への転換、(4)米国では税のメリットもあることが挙げられる。

### (1) 投資家のコスト意識・パッシブ志向の高まり

近年、証券の収益率が低下する中で、米国を中心に投資家のコスト意識が高まり、またアクティブ運用が市場平均に勝てないというメディア報道の影響もあって、高コストのアクティブ運用ファンドから低コストのパッシブ運用型ファンドへの資金移動が続いている。

ICI（米国投信協会）が集計した「〇七年初からの米国株ファンドの累積資金純増減」<sup>(4)</sup>によると、一五年末に至る九年間合計でアクティブ運用型からは八、三五〇億ドルの資金が流出し、反対にETFへ七、三〇〇億ドル、従来型（非上場）インデックスファンドへ四、二五〇億ドル（すなわち、パッシブ合計で一兆一、五五〇億ドル）の資金が流入した。（一六年も九月までにアクティブ運用型から一、七三〇億ドルの資金が流出し、反対にパッシブファンドへ四、一九〇億ドルの資金が流入したと伝えられる<sup>(5)</sup>）。

この結果、米国では残高ベースでも株式投資全体に占めるパッシブ運用ファンドの比率（パッシブ化率）が一五年末で三五%に高まっている。

ETFのコストはなぜ安いか（略）

## 「日本の状況」

日本では、投資家の意識としてパッシブ運用への志向が高まっているように感じられない。投資信託協会の株式投信の商品分類別内訳を見ると、一六年一二月末現在でインデックスファンドが二七・四兆円（うちETFが一九・三兆円）あり、株式投信全体（八〇・八兆円）の三四%を占めている<sup>(6)</sup>。しかしETFの割合が高いことは日本銀行によるETF買入れ（一六年一二月末現在残高一〇・六七兆円<sup>(7)</sup>）の影響が大きいことを示している。

## (2) 品揃えの充実

ETFの投資対象は株式・債券・短資・商品・通貨などに広がり、さらに夫々の資産を細分化したETFが組成されてきた。

「テーマ」別にETFを組成する例も多い。最

近の米国での新設ファンドの例を見ると、サイバーセキュリティ関連、ソーシャルネットワーク関連、価格支配力のある企業群、3D印刷関連、ミレニアル世代（一九八〇～二〇〇〇年頃生まれ）の行動習慣から利益を受ける企業群、さらに最近のトレンドである「ダイバーシティ」に注目して「女性役員の比率が高い企業に投資するファンド」(SPDR Gender Diversity ETF、チャールズ・シュワブは「SHE」といったものまで出現した。SHEは一六年の新発ETFの中で第二位の資金量二・八億ドル（一二月初現在）を集めた<sup>(8)</sup>。また米国では一六年六月には「ビットコイン価格に連動するETF」の登録申請がSECに提出されている<sup>(9)</sup>。

以上は「資産（アセットクラス）の細分化」であるが、最近「投資戦略」に着目したETF組成が急増している。すなわち、米国でアクティブ運

用ETFが〇八年に発足したほか、ここ数年は世界的にスマートベータあるいは投資ファクター（バリュー・ボラティリティ・サイズ・モメンタムなど）に沿って銘柄選択・資産配分を行うETFが増えている。

アクティブ運用ETFは米国だけで一五年末現在一三四本あり、資産額は二七五億ドルであった。また、ETFGIによると一六年一月に世界全体のアクティブ運用ETF/ETP資産は四二〇億ドルに達した<sup>12)</sup>。さらに同じくETFGIの発表によると、スマートベータETF/ETPの資産は、一六年一月現在、世界全体で四、九七〇億ドルに達した<sup>13)</sup>とのものであり、ETF全体の一五%を占めるに至っている。

### 「日本の状況」

日本でも、ETFの品揃えの充実が進んでおり、ファンド数は過去一〇年間に一三本から一五

五本へ一二倍に増加したことは前述のとおりである。日本のETFは指数連動型に限定されているので、アクティブ運用ETFは上場されていないが、JPX日経四〇〇などスマートベータ指数連動ETFは上場されている。

### (3) 証券ビジネスの「コミッションからフィー」への転換

米国を中心とした証券ビジネスの変容もETF拡大に結びついている。

九〇年代から米国証券会社あるいはフィナンシャルアドバイザー（FA）のビジネスモデルが「売買コミッションから残高フィーへ」へ転換し、ラップアカウントも拡大した。

これら資産管理ビジネスにおいては、銘柄選択よりも顧客の資産・収入・人生設計等に合わせた資産配分（アセット・アロケーション）が重視さ

れる。そして、個別顧客別にカスタマイズした資産配分ポートフォリオを作成・維持していくうえで、資産別の品揃えが豊富で低コストのETFは最適の部品となった。

またETFは、手軽さと低コストが人気を呼んで近年急速に拡大している「ロボアドバイザー」<sup>14)</sup>とも相性が良いことも指摘されている。

#### 「日本の状況」

日本では独立FAは未発達であるが、ラップアカウントの急成長に見られるように、証券営業のビジネスモデルが販売手数料から残高ファイー重視に徐々に移行していること、ロボアドバイザーも注目されていることは周知の通りである。

#### (4) 米国では税のメリットもある(略)

## 五、従来型ファンドへの影響

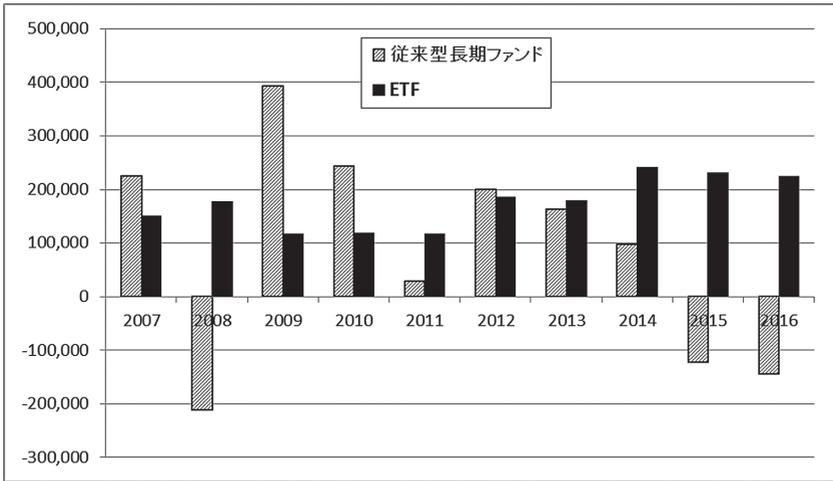
世界の全公募投信残高に占めるETFのシェアは、〇六年の三%から一六年九月末に九%へ拡大した。<sup>14)</sup>

フロア（資金純増減）ベースでは従来型ファンドへの影響が一層鮮明に現れている。連続データの得られる米国における過去一〇年間の資金純増減状況を見ると図表2の通りである（一六年は一月までの実績）。

一三年からETFへの資金流入が従来型ファンドを恒常的に上回るようになり、一五年からは従来型ファンドから資金流出、反対にETFへ資金流入というパターンになっている。

明らかに従来型ファンドからETFへの資金シフトが起きている。ちなみに、一二年からの五年

図表2 米国の従来型長期ファンドとETFへの資金流入状況（単位：百万ドル）



〔出所〕 ICI データより筆者作成、16年は11月までの実績

間（一六年は一一月まで）を合計すると、従来型ファンドは一、九二億ドルの資金流入、ETFは従来型ファンドの五倍以上の一兆六一億ドルの資金流入となり、最近二年間（一五年～一六年一一月）をとると、従来型ファンドは二、六七四億ドルの資金流出に転じてしまい、ETFは四、五五〇億ドルの資金流入となった。

#### 〔日本の状況〕

公募投信全体に占めるETFの比率は〇六年末の六％から一六年一一月末に二一％へ拡大した。

日本の過去一〇年間のETFへの資金流入状況は従来型株式投信と比べると、米国のような動きはなく、ここ数年のETFへの資金流入増加の背景には前述のように日本銀行による買い入れがあることを考慮すると、一般投資家レベルで従来型ファンドからETFへの資金シフトは起きていないと見られる。「四、成長の背景」に掲げた米国

の事情と異なる面が多いことによる。

## 六、規制当局のうごき（略）

## 七、今後の展開

### (1) ETF残高は二二年までに七兆ドル突破か

世界のETF残高の将来予測について、PWC（プライスウォーターハウスクーパース）は、一五年に発行したレポート（“ETF 2020 Preparing for a new horizon”）において「ETF業界関係者はETF残高が二〇二〇年までに五兆ドル以上に達すると予測している」と述べていた。<sup>15)</sup>しかし、同社が一五年に行った第二回グローバル調査の結果をふまえて一六年に新たに発行したレポート（“ETFs: A roadmap to growth”）において

は、「業界関係者はETF残高が五年後の二〇二一年までに七兆ドル以上に達すると予測している」と拡大のテンポが速まることを想定している。<sup>16)</sup>

そして、一六年のレポートの中でPWCがETFの成長要因として挙げている事項は、オンライン・プラットフォームの充実、アクティブ運用ETFの成長、投資教育の進展、販売者のフィードバック・モデルへの転換が続くこと、ロボアドバイザーの普及、機関投資家のETF投資の増加、欧州とアジアで市場統合を生み出しそうな規制変化などである。

一方、成長を阻害する恐れのある要因としては、規制の強化、効果的販売チャネルの欠如が挙げられている。

### (2) 「ETFはパッシブ運用」だけではなく

近年、スマートベータあるいは投資ファクター

により銘柄選択や資金配分を行うETFが増えて  
いることは、「四、(2)品揃えの充実」で指摘した  
通りである。バンガード社のボーグル氏の分析に  
よれば、米国では既にETF資産の三一%はス  
マートベータ使用ファンドで占められている。ま  
た、ファンドマネージャーが銘柄や売買タイミン  
グの選択を行う伝統的アクティブ運用のETFも  
着実に増加していることも、四、(2)で述べた通り  
である。

以上のように「ETFはパッシブ運用ファン  
ド」と括ることはできなくなりつつある。

前掲のPWCが一五年に実施した第二回グロー  
バルETF調査によると、北米のETF関係者の  
半数以上は、米国におけるアクティブ運用ETF  
の残高は三年以内に一、〇〇〇億ドルを超えると  
見ている。そして、運用内容を（現在の日々開示  
でなく）四半期毎など定期的にのみ開示する新し

いETFが認められた場合の資産運用業界への影  
響について、回答者の五七%は「従来型アクティ  
ブ運用ファンドのフィーに下方圧力を与えるだろ  
う」と見ている。一方で、PWCは、「アクティ  
ブ運用ETFのスポンサーは、従来型ファンドで  
行われているレベニューシェアリング（運用報酬  
の販売者への割り戻し）のような何らかの販売促  
進措置を導入する必要があるだろう」と観測して  
いる。

## 八、ETFの拡大をめぐる問題点 および課題

ETFが今後さらに拡大を続けることに関して  
は、幾つかの問題点や課題もある。筆者の私見を  
述べれば次の通りである。

(1) 個人に積極販売する場合は、ディスクロージャーの強化が必要ではないか

ジャーの強化が必要ではないか

現在、一般投資家がETFに投資する場合、(株式と同様に) 流通市場における既発行証券の取得であるため、従来型ファンドのような目論見書の交付は義務付けられていない。また、運用報告書の交付も行われない。

今までのところ、日本では販売業者の消極姿勢もあってETFは一般個人に対して積極的な販売は行われていなかった(米国においても、ETFの個人保有分の多くはFAの投資一任勘定・助言勘定やラップアカウントを通じた保有であると筆者は理解している)。

しかし、もしETFを従来型ファンドのように個人に積極販売する場合には、投資家保護の観点から、情報開示も従来型ファンドと同様にする(すなわち目論見書と運用報告書の交付を(もちろん

インターネット経由の交付も可としたうえで) 行うべきではないだろうか。

特に、デリバティブを利用して対象資産価格への連動を図るファンドや、指数の二倍に動くレバレッジ型ファンド・指数の逆に動くインバース型ファンドなどにあつては、運用のしくみ、連動性(実績を含む)などについて徹底した説明が必要であると思われる。デリバティブを利用して対象資産への連動を図るファンドについて、筆者の体験にもとづいて、投資家の誤解を生じやすいと思われる一例を挙げると次の通りである。

**デリバティブ利用ETFの対象資産への連動性について生じやすい誤解(一例)**

筆者は東証上場のWTI原油価格連動型ETFを買ったことがある。無知の筆者は同ETFが単純に(期間に関係なく)原油価格に

連動していくものと思っていた。しかし、事実は「直近限月の先物に連動させる」もので、限月をまたぐと連動しないことを購入後に知った。

そして当ファンドの運用にあたっては、直近限月の先物に連動させるため、毎月、先物のロールオーバー（満期を迎える限月を売って翌月物に乗り換えること）が必要になる。

その際、遠い限月の先物の価格が高い状態（「コンタンゴ」あるいは「順鞘」と呼ばれ、金利・保管コストの関係から一般的にはこの状態になることが多い）においては、ロールオーバーの都度、実質的に「安く売って高く買うことになる」<sup>19)</sup>ため、ファンドの純資産価値を減少させることになる。したがって長期的には対象資産への連動率が低下する。

さて筆者は一五年三月に東証上場のWTI

原油価格連動型ETFを買った。同ETFはNY商業取引所の直近限月WTI先物価格の円換算値に連動を目指すものである。一五年三月末の同ETFの東証における引値は三、六八五円、WTI原油価格は一バーレル四七・六〇ドル（NY市場前日引値）、一ドルは一二〇円であった。

そして最近時点一六年一二月三〇日のWTI原油価格は五三・七七ドル（NY市場前日引値）、一ドルは一一六円となった。すなわち、この一年九か月の間に円換算WTI価格は五、七二二円（一五年三月末の四七・六〇ドル×一二〇円）から六、二三七円（五三・七七ドル×一一六円）へ九%値上がりした。

単純に計算すると（長期的に連動するのであれば）、このETFの一六年一二月三〇日の価格は、一五年三月末の三、六八五円から

九%値上がりして四、〇一七円に値上がりしていることが期待される。しかし、実際には同日の同ETFの引値は二、六二六円であった(取引所の引値はファンド純資産価格から乖離することがあるが、純資産価格をみても二、六四三円であった)。

単純にロールオーバー・コストと信託報酬(年〇・九一八%)だけでこのような乖離を生ずるものなのか筆者には理解できないが、いずれにしても、こうしたファンドを個人投資家に積極的に販売する場合には、事前に運用方法や連動性の制約等について分かりやすい説明が必要ではないだろうか。

ETFのパフォーマンス評価や投資家教育の充実はも望まれる(略)

(2) 資産運用のパッシブ化進捗の問題点(株式市場の資本配分機能の低下を招く恐れ)

前述のようにアクティブ運用型やファクター投資ETFも現れているものの、ETFの主力は依然パッシブ型である。したがってETFの拡大はパッシブ運用の拡大を意味し、それは株式市場の資本配分機能の低下を招く恐れがある。すなわち、単純に市場時価総額に比例して投資するインデックス運用では、「高収益会社の資本調達を助け、低収益会社に市場からの脱退を迫る」と言う市場に期待される資本配分機能が十分に発揮されず、株式市場全体(言い換えれば指数)の収益性向上に貢献しない―すなわち「インデックス運用は市場指数の収益性向上に関しアクティブ運用に『タダ乗り』している」と言われる問題である。

また新興国市場に関して、国営企業をふくむ少数大企業の比重が高く、時価総額指数に連動する

ETFの資金がこれら大企業に向かう結果、魅力的な中小民間企業に資金が配分されないといった問題を指摘する声もある。<sup>21)</sup>

これに対して、インデックスファンドの信奉者であるボーグル氏やETF支持者は「資本配分はIPO（新規上場企業の上場時の資本調達）および既上場企業の増資の際に行われるのであって、流通市場に資本配分機能はない。流通市場では株式所有者の移転が行われるだけだ。」<sup>22)</sup>、「新興国市場についての資本配分はプライベートエクイティ運用者の仕事だ」といった主張を展開している。

一方、米国の資産運用会社アライアンス・バースタイン社が、最近「指数連動投資はマルクス主義より悪い」とするレポート（「The Silent Road to Serfdom : Why Passive Investing is Worse Than Marxism」）を出して話題を呼んでいる。バロンス誌によれば、同レポートは「ETFが加

速させているパッシブ化の波は、究極的には資本が適切に配分されない状況を生み出す。もし、企業がどんな経営をしようと、株価指数に入っているとただで投資家を見つけられるのであれば、資本主義はうまく機能しない。それはマルキシズムより悪い。マルキシズムにおいてすら当局が事業やプロジェクトを評価したうえで資本を割り当てるではないか」と主張している。<sup>23)</sup>

筆者も、上述のボーグル氏らの「流通市場に資本配分機能はない」という見方は、「流通市場において企業価値の評価に基づく適正な値付けが行われ、それが企業の資本調達（増資の難易度や調達可能価格）に結び付くこと」を無視しているように感じる。

(3) E T Fの流動性および証券市場全体に与える影響

E T Fが急速に大きくなっただけに、世界の金融規制当局は金融市場に与える影響を懸念している。一一年頃に国際機関が懸念したことは、E T Fによるデリバティブ取引や証券貸付にともなうカウンターパーティー・リスク、および同一グループ内の会社でE T Fを運営することにもなう利益相反の問題であった。しかし、その後これらはE T Fに限った事柄ではない（投信全般に共通する問題である）ことへの理解が進んだ。一六年にF S Bが出した「資産運用業の活動から生じる構造的脆弱性に対応する政策提言集」<sup>24)</sup>においてもE T Fにほとんど言及していない。

世界的にはE T F規制論議は一段落しているようにも見える。敢えていえば、拡大したE T Fが証券市場全体の価格形成に与える影響の問題を

めて流通市場に関わる事項であろう。業界サイドでも、最大手のブラックロック社を含め、「E T F規制について焦点を当てるべき問題はE T Fの構造そのものでなく、流通市場における取引ルールだ」との意見が多い。<sup>25)</sup>

しかし、E T F大国である米国においては、S E CがE T Fについての精査を未だ継続中ともいわれる。今後E T Fの急成長が続けば、折にふれ規制の問題は蒸し返されることになる。前掲のP W Cの一五年第二回調査の結果を見ても、E T F関係者の三四%が「規制・税制がE T Fの成長や技術革新に大きな影響を与える」と見ている。

(4) 業者の収益性、業界の寡占構造をどう考えるか

E T Fが投資家にとって低コストであることは、裏返すと業者の収益性は薄いということになる。

米国のETFの規模は従来型ファンドの規模の六分の一であるが、付加価値（運用業界収入）は一五分の一程度とも計算される。しかもETF報酬は引き下げ競争が熾烈であり、一六年秋に世界最大のETF運用会社ブラックロック社が、S&P500連動ETFの報酬率を（世界第二位のETF運用会社バンガード社の〇・〇五%より〇・〇一%低い）〇・〇四%に引き下げるなどの動きが続いている。

### ますます寡占が進んでよいのか

ETFは低マージンを量でカバーするビジネスであるため、運用資産の大きい会社ほど、フィーを引き下げる余地を生じ、その会社に益々資金が集まることになる。現在でも上位三社（ブラックロック、バンガード、ステートストリート）で世界のETF市場の七割を占めている。この寡占状態がさらに進むことは、投資家あるいは資本市場

にとって良いことなのであるのか？

この状況を変える一つの可能性は、スマートベータ・ファクター投資ETFやアクティブ運用ETFなど、付加価値の高いファンドが多く、会社によって組成され、そのファンドが好成績を収めることによって多くの資金を集めることである。

幸い資産運用についてアクティブ運用復権の兆しが見える。筆者は「八、(2)資産運用のパッシブ化進捗の問題点」で触れた市場の資本配分機能のほか、資産運用業の付加価値向上の必要性などを併せ考え、ETF以外の従来型ファンドを含めてアクティブ運用の頑張りを期待している。

そして、ETFの販売面においても業者の収益性が問題であろう。証券ビジネスの個別商品販売型から資産管理型営業への移行（販売手数料でなく対残高フィーを収益源とする方向）、そしてロ

ポアドバイザーの成長などは大きな流れであろうが、その中で販売業者は低コスト（＝低収益）のETFをどのように活用していけるのだろうか。前掲七、(2)のPWCのコメントにもあるように、販売業者に対する何らかの販売インセンティブも必要になるように思われる。

(注)

- (1) 一九九〇年にトロント証券取引所が発した「TIPS三五」をETFの嚆矢とする説が有力である。
- (2) 全国証券取引所の「ETF受益者情報調査」の「(表13) 連動対象のカテゴリー別にみた投資部門別保有純資産総額」
- (3) FT BIG READ. EXCHANGE TRADED FUNDS “Taking over the markets” Financial Times, December 6, 2016. 同記事は一六年八月の売買金額実績に基づいて記述している。
- (4) ICI “2016 Investment Company Fact Book”
- (5) 米国モーニングスター社の集計値として、一六年一月一四日付ベンション&インベストメント誌が報道。
- (6) 日本ではファンド・オブ・ファンズの残高が一六年一

月末現在で二四・一兆円あり、その組入れ対象ファンドについてインデックス運用している部分がある（金額は不明）ので、これを加味するとパッシブ化率は三四％より高いと思われる。

- (7) 日本銀行営業毎月報告（平成二八年一月三〇日現在）より。

(8) “She’s NO2 : Gender Diversity Lures Buyers to One of 2016’s Top ETF Debuts” <https://www.bloomber.com/news/articles/2016-12-06/she-s-no-2-in-2016-etf-debuts-as-gender-diversity-lures-buyers>

(9) ビットコインETFに関しては、SECは一六年七月に一度パブリックコメントを求めたが、「当ファンドは、デジタル資産（商品のように物理的存在もなく、また証券のように特定の発行者もいない資産）を保有する初めてのファンドであること」などから、慎重に対処しており同年一〇月に再度パブリックコメントを求めている。（SECの態度についての詳細は次のURL参照：<https://www.sec.gov/rules/sro/batsbx/2016/34-79084.pdf>）

(10) スマートベータと投資ファクターの相違については明確な定義はないように思われるが、筆者は、スマートベータがパッシブ運用にあたって時価総額比率以外の方法によりウェイト付けするための指標であるのに対し、投資ファク

拡充をつづける世界のETF (要約)

- ターはアクティブ運用にあたって用いられる指標であり、投資ファクターの方が幅広い概念を包摂していると考ええる。
- (11) ETF (Exchange Traded Products) は、リターンが指数に連動する債券など、ETF以外の証券を含めた上場商品の総称である。
- (12) <http://etfgi.com/news/detail/newsid/1545>
- (13) <http://etfgi.com/news/detail/newsid/1544>
- (14) 国際投資信託協会データにより計算した。
- (15) 一四年に世界の主要資産運用会社等六〇社（うち三分の二はETF運用会社、三分の一はまだETFを出していない運用会社およびサービスパイダー）の役員を対象に行った調査結果に基づいており、「回答者の四分の三以上が一〇二〇年までに五兆ドル以上に達すると予測していた」と述べている。
- (16) 調査対象会社数は一四年の第一回調査と同様に六〇社（うち七〇％はETF運用会社またはスポンサー、残りはまだETFを出していない運用会社およびサービスパイダー）であり、「回答者の四一％が一二年までに少なくとも七兆ドルに達すると予測している」と述べていた。
- (17) ボーグル氏は「Strategic beta」と表現している。
- (18) Jack Bogle “Higher ETF Trading activity takes its toll on investor wealth” Financial Times, Dec. 13, 2016
- (19) 一六年一月一三日付FII紙“Commodity ETF investors in for the short term”中の記述。
- (20) 出所は注③と同②。
- (21) Q&A With Jack Bogle: ‘We’re in the Middle of a Revolution’ <https://www.bloomberg.com/features/2016-jack-bogle-interview/>
- (22) 出所は注③と同②
- (23) “Is Passive Investing Really Worse than Marxism” <http://www.barrons.com/articles/is-passive-investing-really-worse-than-marxism-1472273124>
- (24) FII “Consultative Document ‘Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities’, 22 Jun 2016
- (25) 一六年一月二二日付FII記事 “Debate over impact of ETFs intensifies”。
- (26) “BlackRock fires broadside in ETF price war” Financial Times, October 10, 2016

(すぎた) ことごとく・当研究所特別囑託調査員)