

ETF買入政策と運用業界への影響

原 田 喜美枝

一、はじめに

日本銀行によるETF買入・保有額が増えるにつれ、ETF買入政策に関する実証研究、政策のもとたらず問題について考察する論稿が増えてきている。主な問題点として指摘されるのは、コーポレート・ガバナンス面への影響、市場の流動性や株価の価格形成への影響、企業経営への弊害、出口政策が市場参加者に与える影響などである。国債と異なりETFには満期がなく、価格変動リス

クや信用リスクも大きいことから、リスク性資産であるETFを中央銀行のバランスシートに保有しつづけることに関する議論もある。

本稿では、ETF買入政策が運用業界にもたらす影響について考察する。ETF買入政策が業界に与えている影響について考察しているものは筆者の知る限りまだ存在しないが、後述するように、業界には歪みをもたらしている可能性がある。

二、政策の概要

日本銀行による異次元緩和は黒田総裁のもとで二〇一三年四月に始まり、七年目を迎えている。

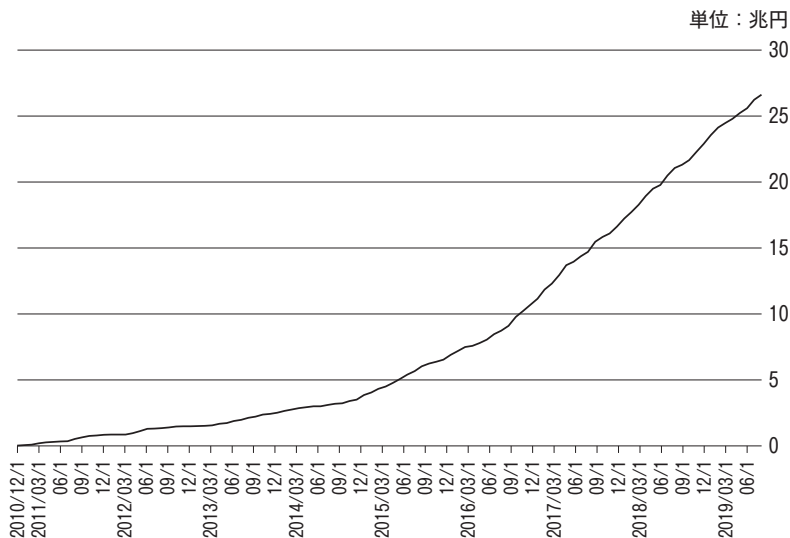
この間、日銀のバランスシートは拡大を続け、資産総額は二〇一七年五月末に初めて五〇〇兆円を超え、二〇一九年三月二〇日時点で約五五七兆円となり、国内総生産（GDP）の規模を上回った。国債の買入れは減速してきているのに対して、ETF（株価指数連動型上場投資信託）の買入れは減らず、保有は膨らんでいる。

ETFをはじめとするリスク性資産の買入れは、二〇一〇年一〇月の包括的金融緩和政策の開始とともに導入された時限的な政策であったが、その後大幅に変更・拡充されてきた。二〇一六年七月以降は年間のETF買入れ額が六兆円とな

り、異次元緩和より先に始まったこの政策はもうすぐ一〇年目を迎える。二〇一八年一年間に買入れた総額は六兆五、〇四〇億円、二〇一九年七月末までの買入れ額は簿価で二六兆円を超えている（図1参照）。

買入れられているのは株価指数に連動するETFであるが、どのETFをどのくらい保有しているかは明らかにされておらず、日々の買入総額のみが公開される。¹¹⁾二〇一六年九月までは、概ね時価総額に比例する形でETFの買入をおこなうこととされていた。時価総額比例とは、個々のETFの時価総額に基づいて、時価総額に比例する形で金額を配分し購入するというものである。二〇一六年九月以降の新ルールでは、総額六兆円の買入枠のほぼ半分がTOPIXに連動するETFに、残る三兆円が旧ルールと同じ時価総額比例配分での買入となった。

図1 日本銀行によるETF保有額



つまり、旧ルールのもとでは日経平均に連動するETFに五〇%強、TOPIXに連動するETFに四〇%強、残る数パーセントがJPIX日経四〇〇に連動するETFに向けられていた。現在も続く新ルールのもとでは、約七割がTOPIXに連動するETFの購入に振り分けられている（詳細は原田（二〇一七）参照）。

三、ETFの信託報酬

市場のリスクプレミアムを下げるという政策目的があり、日本銀行はETFを買い入れて保有しているが、上場投資信託にかかる費用は通常の投資家と同様に負担している。主な費用として、信託財産の純資産総額にかかる信託報酬（以下、信託報酬）がある。信託報酬は運用期間中ずっとかかる費用であり、指数連動型の投資信託の信託報

表1 日経平均株価に連動するETF

証券コード	名称	運用会社	2018年末時価総額	信託報酬
1321	日経225連動型上場投資信託	A社	5.5兆円	0.220%
1330	上場インデックスファンド225	B社	2.6兆円	0.225%
1320	ダイワ上場投信-日経225	C社	2.4兆円	0.160%
1346	MAXIS 日経225上場投信	D社	1.3兆円	0.170%
1329	iシェアーズ・コア 日経225ETF	E社	0.6兆円	0.105%
1397	SMAM 日経225上場投信	F社	0.6兆円	0.140%
1369	One ETF 日経225	G社	0.3兆円	0.155%
2525	NZAM上場投信日経225	H社	— (注1)	0.135%

(注) 証券コード2525は2019年2月6日上場

酬は概ね年率〇・二%前後のものが多い。信託報酬は間接的にかかるコストであり、運用資産全体から差し引かれる。年率で表示されるが、資産に対して日割りでかかってくるものである。個々のETFによって、受託者と委託者との信託報酬の配分などが微妙に異なるが、信託銀行と運用会社に対して、資産管理や運用のコストとして支払うものである。

表1には日経平均株価に連動するETF全銘柄の証券コード、名称、二〇一八年末の時価総額、信託報酬を示している⁽²⁾。推計額を含むこと等の点から運用会社名は伏せた。TOPIXに連動するETFについても同様に表にした(表2)。

ふたつの表から、時価総額の大きい大手運用会社の信託報酬は高めに設定されていること、TOPIXに連動するETFのほうが全般的に信託報酬は低めに(逆にいえば、日経平均株価に連動す

表2 TOPIX に連動する ETF

証券コード	名称	運用会社	2018年末時価総額	信託報酬
1306	TOPIX 連動型上場投資信託	A 社	7.8兆円	0.110%
1305	ダイワ上場投信ートビックス	C 社	3.7兆円	0.110%
1308	上場インデックスファンド TOPIX	B 社	3.5兆円	0.088%
1348	MAXIS トビックス上場投信	D 社	1.0兆円	0.078%
1475	iシェアーズ・コア TOPIX ETF	E 社	0.2兆円	0.060%
1473	One ETF トビックス	G 社	0.1兆円	0.078%
2524	NZAM 上場投信 TOPIX	H 社	— (注1)	0.075%

(注) 証券コード2524は2019年2月6日上場

るETFのほうが信託報酬は高めに) 設定されていること、時価総額にも大きなばらつきがあることがわかる。

信託報酬は、委託者報酬(運用会社に運用報酬として支払う部分)と受託者報酬(信託銀行の取り分)に分けることができ、この配分は各社の投資信託説明書や請求目論見書で調べることができ⁽³⁾。残高に応じて段階的に報酬率が設定されているETFもあり、単純に比較できるものではないが、総じて、委託者報酬のほうが受託者報酬よりも高い傾向にある⁽⁴⁾。

指数連動型のETFの運用にかかるその他のコストとしては、監査費用、上場費用、対象指数の商標(以下、ライセンス費用と呼ぶ)がある。監査費用は監査法人に、上場費用は取引所へ、ライセンス費用は指数を提供する主体へ、それぞれ支払うものである。どれも委託者である運用会社と

相手会社の契約により定められる費用であり、どのETFも負担している。信託報酬と同様、間接的にかかるコストであり、運用資産全体から差し引かれている。

たとえば、TOPIXは東京証券取引所（以下、東証）の知的財産であり、利用などに関する権利は東証が保有しており、ETFとして利用する場合はライセンス費用が発生する。日経平均株価は日本経済新聞社の商標であり、使用にあたり同様に費用がかかる。

証券コード一三四八、MAXISトピックス上場投信の場合、ライセンス料は純資産総額に年〇・〇二五%（税込み〇・〇二七%）の率を乗じた額となつている（二〇一六年一月時点）。証券コード一三九七、SMAM日経二二五上場投信の場合、ライセンス料は純資産総額に年〇・〇二五%（税込み〇・〇二七%）の率を乗じた額と

なつている（二〇一九年七月時点）。上記二つのETFではTOPIXに連動するETFも、日経平均株価に連動するETFも同率となつているが、TOPIXにおけるライセンス費用体系はETFの残高が大きくなるほど規模の経済が働く形となり、残高増に応じて料率は軽減される。一方、日経平均株価の場合は、ETFの残高に関係なく一律に純資産総額の一定割合が支払われるようである。

日本銀行が保有するETF銘柄と残高は公開されていないが、時価総額に比例して購入されてきたことはわかっている。二〇一九年春時点で、日本銀行はETF市場全体の約七割を保有している（原田（二〇一九））ことから、以下では単純な推計をおこなう。表1と表2の二〇一八年末時点の時価総額と信託報酬率を参考にして、日本銀行が各銘柄の七割を保有すると仮定して、運用会社ご

表3 日本銀行保有 ETF から発生する推定信託報酬額

単位：100万円

運用会社	日経平均株価に連動する ETF	TOPIX に連動する ETF
A 社	8,470	6,006
B 社	4,095	2,695
C 社	2,688	2,279
D 社	1,547	546
E 社	441	84
F 社	588	—
G 社	326	53
H 社	—	—

とに二〇一八年の推定信託報酬額を求めたものが表3である。

日経平均株価に連動するETFの場合、推定された信託報酬額は最低で三二六百万円、最大で八、四七〇百万円となっている。二〇一八年末の時価総額の差は最大で一八倍であるが、推定信託報酬額は二五倍以上の差が生じている。TOPIXに連動するETFの推定信託報酬額は、五三百万円から六〇〇六百万円までの間となった。

表3の推計と同様に、日本銀行がETF市場の七割を保有すると仮定して、二つの指数のライセンス料を推計したものが表4である。日経平均株価に連動するライセンス料は〇・〇二五%を用いており、TOPIXに連動するETFのライセンス料は独自入手した段階料率を利用し、一兆円超の部分に適用される〇・〇一%を用いている。

日本銀行が保有するETFの運用資産全体から

表4 日本銀行保有ETFの推定ライセンス料

	2018年末時価総額	推定ライセンス料
日経平均株価に連動するETF	13.3兆円	23.28億円
TOPIXに連動するETF	16.3兆円	11.41億円

(注) 日経平均株価に連動するライセンス料は、0.025%を用いている。

TOPIXに連動するETFのライセンス料は、独自入手した段階料率を利用し、1兆円超の部分に適用される0.01%を用いている。

2018年末時点の時価総額は表1・表2の合計額を用いている。

差し引かれたライセンス料は、それぞれ二、三二八百万円と一、一四一百万円と推計された。

四、運用業界への影響

日本銀行が金融政策の一環として買い入れるETFの保有残高が増え市場の七割を保有する時代となり、ETFの運用会社への影響についても考慮すべき時になったと考える。懸念すべき材料は大きく分けてふたつある。金融政策の副作用として運用業界の寡占化が進んでいるという可能性、もうひとつは運用会社間の競争を阻害しているという点である。

表1から、大手運用会社ほど信託報酬が高く、最低の〇・一〇五%と最高の〇・二二五%では二倍以上の開きがあることがわかる。表2では二倍以上の差はないが、最低は〇・〇六%、最高は

○・一一％となっている。低い信託報酬を企業努力と考えると、競争が働く市場であれば低い信託報酬を設定している運用会社のETFは買われていいはずである。

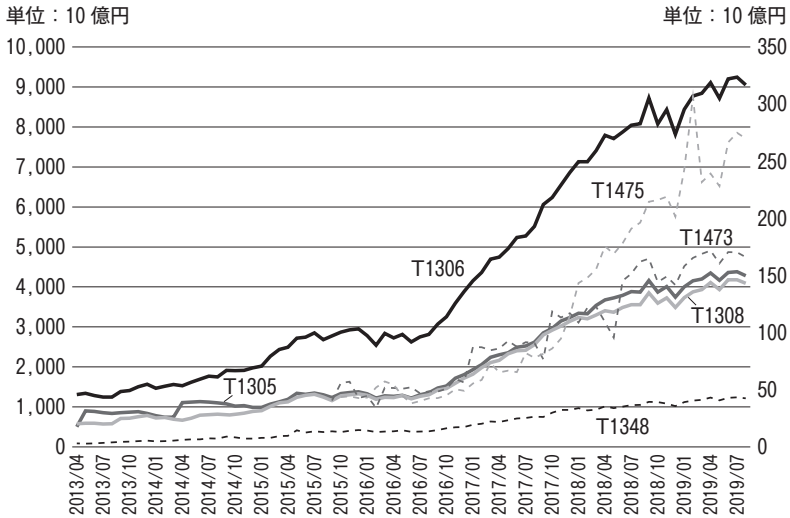
もちろん、ETFを含む投資信託の購入については、信託報酬の高低だけでなく、トータルリターンやトラッキングエラーなど幾つかの点を考慮に入れて購入されることから、信託報酬だけで単純に比べられるものではない。流動性を考慮する場合時は価総額も関係すると思われる。個々のETFに違いはあるが、同じ指数に連動するETFという点は類似点であり、経済学的に考えれば、同質な財に近い。

最大の買い手である日本銀行が政策によって時価総額に比例する形で購入する結果、時価総額が大きく信託報酬が高く設定されているETFが買われていることは事実である。その結果、市場原

理はあまり働かず、信託報酬を低く設定して残高拡大を図りたい運用会社の努力は報われていない。競争を促す仕組みができていないことから、信託報酬を高く設定している運用会社に報酬率を下げるインセンティブは働かず、運用業界に歪みをもたらしている。

図2はTOPIXに連動するETFの月次残高の推移（二〇一九年八月は八月二〇日まで）を作図したもの、表5は時価総額の対前年同月比の変化率を図示したものである。図からは、どのETFも似たような歩幅で残高を伸ばしていることがわかる（証券コード一四七三と一四七五は二〇一五年半ばに上場されたETFであり、他の銘柄と同軸で示すと動きがわかりにくい）ため右軸で表示している。表5で示した成長率の推移から同様の傾向が読み取れる。時価総額が相対的に小さなETFの変化は多少大きくて、二〇一七年

図2 TOPIX に連動するETFの時価総額推移



末にはどのETFも大きく成長しており、二〇一六年半ばの買入ルール変更の影響がみてとれる。どのETFが金融政策の一環として買われているかは明らかにされていないが、図2と表5から判断する限り、指数に連動するETFは全て購入対象になっている可能性がある。日本銀行はETF市場で最大の投資家であり、日本銀行の買入れがETFの時価総額に与える影響、信託報酬が利益に与える影響は大きい。運用会社の競争を促すような買い方を模索する時期にきているのではないだろうか。

五、終わりに

本稿では、ETFを買い入れる金融政策が継続し拡大されてきた結果、意図しない影響が資産運用業界に生じていることを示した。

表5 TOPIX に連動する各 ETF の時価総額成長率

単位：パーセント

	T1306	T1305	T1308	T1348	T1473	T1475
2013	61	141	86	212	n.a.	n.a.
2014	26	18	13	34	n.a.	n.a.
2015	49	39	50	101	n.a.	n.a.
2016	32	31	29	17	31	15
2017	77	79	83	87	107	133
2018	14	16	11	10	21	76
2019	16	14	17	19	17	34

(注) 各年12月の時価総額と前年12月の時価総額の変化率を求めている。
2019年は8月時点の時価総額を利用している。

日本銀行のETF買入政策は時価総額に比例する形での買入であるが、時価総額に比例しない買入れや、信託報酬を低く設定しているETFをより多く購入し企業努力に報いるなど弾力的な買入れを実施し、運用業界の競争を促す仕組みを導入することを提案したい。

信託報酬は間接的なコストとして運用中の資産から差し引かれるものであるが、保有残高が市場全体の七割となり、業界の利益に与える影響も大きくなっている。資産運用業界の競争を促す観点からも、現状の買入ルールで巨額の買入れをおこなうことを見直す時期にきていると考える。政策担当者には早急な議論を促したい。

(注)

(1) 指数連動型上場投資信託受益権(ETF)および不動産投資法人投資口(J-REIT)の買入結果として、日々

更新される。 https://www.boj.or.jp/market/jp/menu_etf.htm

- (2) 証券コード一五七八(上場インデックスファンド日経二二五(ミニ))も日経平均株価に連動するETFであるが、特徴が他のETFと異なることから除外している。
- (3) 請求目論見書をオンラインで提供している運用会社が多い。
- (4) ETFの裏付けとなる信託財産に属する株式の貸付にかかる貸し株手数料率が信託報酬の勘定科目に含められ、ETFの純資産総額から引き落とされることもあるようだ(ヒアリングによる)。

参考資料

- 原田喜美枝(二〇一七)「日銀のETF買入政策がもたらす個別銘柄・平均株価の歪み」『証券レビュー』第五七巻第一号
- 原田喜美枝(二〇一九)「金融政策正常化への難路」ETF購入「出口」の議論急げ」日本経済新聞経済教室

(はらだ きみえ・中央大学教授
当研究所客員研究員)