

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第一小委員会委員長 河田 剛 CMA

「上場投資信託 (Exchange Traded Fund=ETF)」は証券取引所に上場し、売買が行われる投資信託で、主に株価指数や債券指数、商品価格などとの連動を目指す商品である。

ETFの歴史は比較的新しく、1990年3月にトロント証券取引所に上場されたToronto 35 Index Participation Units (TIPS35) とされている(現在は廃止)。これはトロント35株価指数との連動を目指す商品であった。次いで93年1月にアメリカン証券取引所(現在はNYSEアーカ取引所に移管)でSPDR S&P500 TRUSTが上場された。これはS&P500指数への連動を目指す商品で、米国では現在においても純資産、売買高ともに最大級のETFである。米国でのETFは当初の株価指数からコモディティなどへ対象が広がり、商品スキームも現物拋出型からリンク債やデリバティブを利用したものなど、多様な品ぞろえを持つようになっている。16年9月末時点での米国のETFの純資産残高は2兆3,874億ドルに達している。

米国でETFが普及した要因としては、①販売手数料、信託報酬が安価であること、②少額でも各種インデックス等に分散投資が可能であること(エマージング市場、コモディティなどにも容易にアクセスが可能)、③市場価格や運用内容が明

瞭であること、④流動性が比較的高く売買しやすいこと、などの点が考えられる。米国ではパッシブ運用のコア資産として活用されているだけでなく、個人投資家にも浸透している。17年4月からフィデューシャリー・デューティーに関する規制が強化されることもあり、大手運用会社は軒並み費用比率(0.05%以下の商品も珍しくない)の引き下げを行っており、今後更にETFへのシフトが進むものと考えられる。

日本においては95年に日経300型上場投資信託が発売されたことがあるが、定着せず、01年に銀行保有株式取得機構の受け皿とする意図などから本格的に導入された。その経緯もあって商品が株式指数対象のETFに限定される時期が続いたが、金融庁が07年12月に公表した「金融・資本市場競争力強化プラン」に基づき、08年6月に「投資信託及び投資法人に関する法律施行令の一部を改正する政令」が公布され、対象が商品やREIT等に拡大された。09年には金銭拋出型ETFも認可された。16年10月末時点の国内のETFの純資産残高は18兆1,233億円に達しているが、米国との比較では金融市場の規模を考慮しても資産は小さい。

今月号の特集「上場投資信託市場の新展開」は、日本国内を中心に市場動向や投資戦略、規制など

について幅広く取り上げている。

原田論文「日本のETF市場の特徴」は、日本のETF市場の特徴や独自性を分析している。日本のETFの所有構造の特徴として、受益者数では個人投資家が多数を占めるが、受益権口数ではそのシェアは大きく下がり、純資産ベースでは更に下がる点を指摘している。一方、純資産ベースで最大のシェアとなっているのが信託銀行である（これには日本銀行のETF買入が関係している）。ETF別の保有状況では、個人は外国株指数及びコモディティ等に分類されるものが多く、日本株指数に連動するETFを多く保有しているのは信託銀行であり、都銀・地銀等は日本株指数、REIT指数に連動するETFの保有が多いことが示されている。個別のETFでは、日本株に連動するETFが純資産の上位を占めている。一方、一日平均売買代金に占めるシェアではデリバティブ型のETFが大きなシェアを占めている。これはリスク志向の強い個人投資家が利用しているためと見られる。日本株指数に連動するETFは長期保有される傾向が強いが、これは信託銀行を通して日本銀行が購入しているためである。中央銀行の保有比率が高いことが、日本のETF市場の顕著な特徴となっている。個人投資家のETFの認知度は低い水準にとどまっており、保有率も低く、一部の短期売買型の投資家以外には浸透していないようである。当論文では、日本銀行のETF購入について、価格発見機能の低下、企業とのエンゲージメント、出口問題という三つの問題点を提示している。更に日本銀行が日本株連動のETFを買い入れる際の注文執行のスキームを解説している。これは意外に知られていない点と思われる。

藤村・中岡論文「ETFの活用事例について」は、

グローバル及び国内の機関投資家がETFをどのように利用しているかを紹介している。この1、2年においては、マイナス金利下で債券ETFの残高が急増しているという。特に総合債券型、投資適格社債、ハイイールド債、新興国債等の残高の伸びが大きいという。機関投資家がアクティブ運用からパッシブ運用に移行してフィーを節約しようとしていること、利回りが残っている新たなセクターに投資する際に透明性、流動性が高いETFにシフトしていることなどが背景となっている。金融規制によって金融機関がポジションを持てなくなり、現物の流動性が低下していることも要因として指摘している。機関投資家の運用手法としては以下の例を示している。①タクティカルなポジション調整及びポートフォリオ・オーバーレイ、②ベータの構築及び個別債券との組み合わせ、③ノンコア資産の組み入れによるポートフォリオ構築、④現物債ポートフォリオ構築や保有現物債を売却する際のETFの利用、⑤円ヘッジ型ETFへの投資、⑥フォーリン・エンジェル、エネルギーセクター以外のハイイールド債を対象としたETFなど新商品に投資する、などである。更に今後のETF市場の成長ドライバーとされるスマートベータETFも取り上げている。スマートベータETFはファクター投資を利用したものであるが、著者はアクティブ投資とパッシブ投資の中間に位置付けている。アクティブ型投資信託のリターンほとんどがファンドマネジャーの運用スキルからではなく、スマートベータから発生しているという指摘は興味深い。

今井論文「日本銀行のETF買入の現状と課題」は、日本銀行のETF買入に関して指摘される「株価形成の歪み」、「議決権行使、ガバナンス上の問題」について検証している。今井氏は日本銀行の

買付動向から日本銀行の保有するETFの純資産残高を16年9月末時点で10兆3,378億円と推計し、東証一部の時価総額に対する比率は2.1%にとどまることから、市場全体への影響は大きくないとしている。個別銘柄に関しては日経平均採用銘柄の一部（値がさ株）で推定保有比率が高くなっているものの、PBRで見る限り株価形成が歪んでいる形跡はないと指摘している。この要因については貸株取引による裁定が働いている可能性を挙げている。議決権行使については、各ETFの管理会社が日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明しており、ETF運用＝パッシブ運用においても、日本銀行という最終受益者に成り代わって、ETFの管理会社が議決権行使、企業の監視を行っているので問題ないとの見方である。金融政策の目的としての各種リスクプレミアムの縮小（株式の割安状態の修正）については、有効な効果を上げていないと指摘している。原田論文とは主張の相違が見られるが、当論文において今後の株価形成においては継続的なモニタリングが必要としている。また、出口の問題は依然として残る。

杉田論文「世界のETF規制をめぐる動向」は、主に欧米におけるETF規制の流れと現状について取り上げている。11年頃、デリバティブを利用するタイプのETFや、ETF発行会社の証券貸付に関連してカウンターパーティー・リスクの存在が指摘された。しかし、その後の規制動向としては、

①カウンターパーティー・リスクについてはETF固有の問題ではなく、投資信託全体の問題として理解されている、②投資信託に大量解約が発生した場合に組み入れ証券が大量に売却され、市場に悪影響を与えるという流動性の問題は、ETFの場合、一般（非上場）投資信託に比べ問題が少ないことが認識されている、③米国SECは一般投資信託と同様の扱いでETFにもデリバティブ利用の制限措置を提案している、などを示している。ETF固有の問題としては、他商品との違い等についての情報開示の徹底、特定のETF向けに特別に設計した指数をベースとするETFについて、指数のスポンサーとETFの運用会社が同じグループの企業だった場合の利益相反の可能性、流通市場におけるETFの売買値の幅、あるいは市場価格とNAVの乖離、値幅制限の問題が挙げられている。日本のETFについては、ブル・ベア型のETFについて、米国のデリバティブ規制の影響が及ぶ可能性を指摘しており、今後注意が必要であろう。

日本においてもフィデューシャリー・デューティーの徹底が要請される中、投資家にとってメリットの多い商品であるETFの普及が求められるものと考えられる。一方で、日本においては日本銀行の大規模なETF購入という特殊要因があり、中長期的に投資家の利益にかなうのか、議論の更なる広がりがまたれるところである。