

注目が高まる ETFs（上場投資信託）

1. ETFs とは

最近、欧米の証券取引所が、新たな取引対象としての ETFs に注目している。

ETFs とは、Exchange-Traded Funds（取引所で取引されるファンド）の頭文字を取ったもので、取引所に上場されて売買されるファンド（投資信託）を指すが、法律上の用語等ではなく決まった定義はない。米国で取引所に上場されている会社型クローズド・エンド・ファンドや大阪証券取引所に外国籍のクローズド・エンド・ファンドとして上場されているカントリー・ファンドなども広義には ETFs と呼ぶことが出来るが、本レポートでは、ETFs を「取引所に上場されたインデックス・ファンド」と定義する。

ETFs はインデックス・ファンドであるが、通常のオープン・エンド型インデックス・ファンドとは異なる特性を持っている。例えば、オープン・エンド型インデックス・ファンドは、いつでも買付、解約が可能であるものの、その日の市場の終値に基づき一日一回運用会社によって算出される基準価額によってしか売買をすることが出来ないが、ETFs の場合は取引所に上場されているので、取引時間中に取引所にて決まる取引価格で、通常の株式と同様に取引することができる。

1990 年にカナダのトロント証券取引所にて開発された TIPS35（Toronto 35 Index Participation Units）が世界で初めての ETFs とされ、現在ではアメリカン証券取引所（以下 AMEX）の他、欧州（ドイツ¹や英国²）やニュージーランド、香港、日本等の取引所に様々な ETFs が上場されている。93 年に AMEX に上場され、S&P500 株価指数に連動するように運用がなされるスタンダード・アンド・プアーズ預託証券（Standard & Poor's Depository Receipts : 通称 SPDRs または SPIDERS）などが世界的にも有名な商品である。我が国では、唯一の ETF として「日経 300 株価指数連動型上場投資信託」があり、95 年に全国の 8 証券取引所に同時に上場された。

¹ 2000 年 4 月に LDR（Listed Diversified Return Securities）と呼ばれる ETFs が 2 銘柄ドイツ取引所に上場された。委託者は、メリルリンチ、US バンク、バーデン・ビュルテンベルク州立銀行の合弁会社であるヨーロッパ ETF カンパニー。

² 97 年 10 月、FTSE 100 TRAINS が英国初の ETFs としてロンドン証券取引所に上場された。その後、2000 年 4 月、先進的な投資商品の取引の場としてロンドン証券取引所に創設された新市場エクストラマークに iFTSE100 が上場された。このファンドは、バークレイズ・グローバル・インベスターズが委託者、アイルランド銀行が受託銀行となっている。

2. ETFsの仕組み

ETFsの仕組みについて、その代表例でAMEXに上場されているSPDRsと我が国の日経300株価指数連動型上場投資信託を例にとって説明する。

1) SPDRs

(1) 商品の分類

AMEXでは、AMEXに上場されているETFsをインデックス・シェアズと呼んでいる。SPDRsはそのインデックス・シェアズの1つで、基準価額がS&P500株価指数に連動するようにS&P500対象銘柄全体からなるポートフォリオを保有するユニット・インベストメント・トラスト³の受益証券に分類される。仕組みとしては、PDRサービシーズLLCというAMEXの100%投資子会社がスポンサーとなり設定したSPDRトラストがSPDRsを発行し、受益証券の受託(Trustee)はステート・ストリート銀行が行い、販売(Distributor)はNASD会員のブローカー・ディーラーであるアルプス・ミューチャル・ファンド・サービシーズが担当している(図1)。

(2) 受益証券の発行、売買、解約、償還

SPDRトラストはSPDRs最低5万シェアを1ユニットとして、1ユニットないしは複数倍のユニットを一まとまりとしてのみ発行することが出来る。このユニットを創設ユニット(Creative Units)という。

トラストが最初に設定された93年には3ユニット計15万シェアが発行された。その後、追加設定が続き、2000年6月現在のシェア残高は、およそ1億4,000万シェア(2,800ユニット)に上る。ちなみに、同じく2000年6月現在、1ユニットを新たに設定しようとするとおよそ700万ドルの株式を買い付けることが必要になる。

発行単位はこのように大きいですが、流通市場において投資家が売買をする際の通常取引単位(ラウンド・ロット)は通常株式と同様に100シェアである。ただ、1シェア単位での取引も可能である。2000年6月現在、100シェアはおよそ1万5,000ドルで売買できる。売買にかかる手数料は、株式の売買をする時と同様である。また、AMEXに上場している他の銘柄と同様スペシャリストが付き、流動性を確保している。

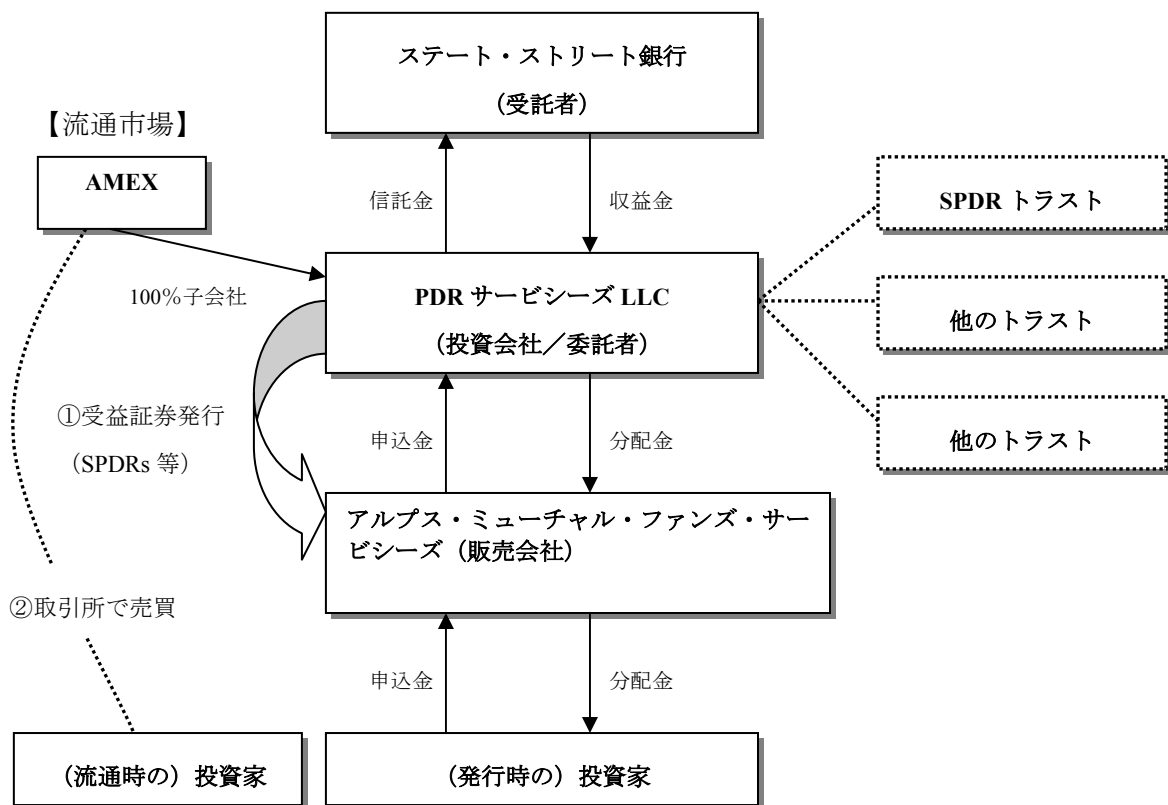
一方、定められた信託期間の25年を過ぎるまでSPDRsは通常償還されることはないが⁴、投資家が5万シェア(1ユニット)単位でSPDRsの償還を望んだ場合は償還がなされる。

³ ユニット・インベストメント・トラストは、米国の1940年投資会社法第4条による投資会社の分類の中の1つである。信託契約書等の証書に基づいて設立され、取締役会を持たず、特定の証券の1つのユニットに対する不可分の利益を表示している解約請求権付証券のみを発行する投資会社を指す。投資会社の別の分類である管理型投資会社(オープン・エンド会社とクローズド・エンド会社)とは異なる。

⁴ 特定の条件を満たせば償還されることがある。

その場合、トラストは投資家に対し、受益証券と交換に S&P500 株価指数の現物銘柄のポートフォリオと分配金に相当する現金を渡す。98 年 10 月から 99 年 9 月までの 1 年間に、1 億 1,320 万シェア (2,264 ユニット) が償還された。

図 1 SPDRs の仕組み



(出所) 野村総合研究所作成

(3) 運用

SPDRs は、取引価格が S&P500 株価指数の 10 分の 1 に連動するように運用がなされ、過去にはほぼ近い値で推移している。S&P500 株価指数が選ばれたのは、投資家に広く知られた指標であるということと、S&P500 株価指数が市場全体の動向を反映する代表的な株価指数であると判断されたためである。

(4) トラストのオペレーティング・フィー

SPDRs の運用にあたっては、通常のインデックス・ファンドと同様に、受託会社に対する信託報酬、S&P のライセンス料、連邦登録料、委託会社のマーケティング費用等がかかる(表1)。オペレーティング・フィーの合計は以下のように0.1967%となっているが、99年度には信託銀行が自発的に信託報酬の一部の受け取りを放棄したので、実質的なオペレーティング・フィーは0.18%に抑えられた。また、2000年3月には信託銀行が、今後2年間に渡って、オペレーティング・フィーが0.12%を超えないように信託報酬の一部を放棄することに同意している。

表1 トラストのオペレーティング・フィー

費用項目	トラストの純資産に対する割合
信託報酬	0.1125%
S&P のライセンス料	0.0350%
連邦登録料	0.0056%
マーケティング費用	0.0400%
その他	0.0036%
合計	0.1967%

(出所) SPDRs の目論見書より野村総合研究所作成

(5) 受益者への分配金

S&P500 株価指数対象銘柄からの配当金を原資に、四半期ごと(4、7、10、1月の最終営業日)に受益権者に対して分配金が支払われる。投資家は、分配金を配当再投資プラン(DRIPs)を通じて再投資することも可能である⁵。

(6) 税制上の取扱い

以下の①～③の要件を満たせば、信託(トラスト)は内国歳入法サブチャプターMの下で、規制投資会社(regulated investment company)とされ、その所得を適宜分配している限りにおいては連邦所得税を課されない。(所得の98%以上を分配している場合を除き)分配されない所得については、内国歳入法のセクション4982に基づき4%の課税がなされる。

- ①所得の90%以上を配当、利子、株式・債券・外貨の売却等から得ていること
- ②投資の多様性に関するテスト(diversification test)に適っていること
- ③毎年、投資会社の課税対象所得の90%以上を分配していること

⁵ DRIPsについては、大崎貞和「拡大する米国の株式直接購入プラン」『月刊資本市場』1998年3月参照。

一方、投資家サイドから見ると、受益証券の売却の際に生じたキャピタル・ゲインや分配金に対して、株式と同様に連邦所得税が課される。ただし、再投資された分配金にはそれが実現するまで課税されない。

2) 日経 300 株価指数連動型上場投資信託

(1) 位置づけ

日経 300 株価指数連動型上場投資信託 (以下日経 300 投信) は、契約型の追加型株式投資信託に分類される。日経 300 投信は、我が国で初めての上場投資信託として 95 年 5 月に全国の 8 証券取引所に同時に上場された。大阪証券取引所と野村證券投資信託委託 (現: 野村アセット・マネジメント投信) が商品の設計をし、同社が委託会社として設定・運用している。受託会社は中央三井信託銀行である。

(2) 受益証券の発行、売買、解約、償還

日経 300 投信は証券会社の自己資金により当初 1,000 万口 (24 億 2,000 万円) が設定され、その後上場を前に一般投資家への販売がなされ、この間の募集額は 3,654 億円に達した。

上場後の受益証券の売買は 1,000 口を 1 単位 (1,000 口券) として取引所にてのみ行われる。2000 年 6 月現在、東京、大阪、名古屋、京都、福岡、札幌の 6 証券取引所で取引されている。売買の方法は株式と同様で、売買委託手数料も株式の売買と同様である。ただし、投資家が新たに受益証券を取得しようとする場合は、受益証券説明書が交付されなければならない。

日経 300 投信は追加型の投資信託ではあるが、受益者は現金による解約は出来ない。いわゆるクローズド・エンド型の商品であり、換金は取引所における売却を通じて行う。ただし、一定の条件の下、1,200 万口以上 10 万口単位の受益証券と日経 300 株価指数対象銘柄の現物株パッケージとを交換することが出来る。また、追加設定も一定の条件の下に、1,200 万口以上 10 万口単位ですることが出来る。この単位は、日経 300 と同等の時価構成比を持つポートフォリオを構築するために必要な金額から算出されている。

信託期間は原則無期限だが、受益証券の上場口数が一定数量 (1,200 万口) を下回った場合や、全ての証券取引所にて上場廃止となった場合等には信託契約が終了し、信託財産が受益者に返還される。

(3) 運用

日経 300 株価指数対象銘柄の現物株式を、同指数の計算方針に基づいて個別銘柄の組入比率を決め、それを維持するように保有し、同指数に出来る限り連動するようにパッシブな運用を行う。したがって、同指数の構成銘柄の変更や追加設定等が無い限り、原則的に日経 300 投信が株式の売買を当初設定以降にすることは無い。

(4) 信託報酬

信託報酬は0.52%で、委託会社と証券会社と受託銀行の3者に配分される。

(5) 受益者への分配金

受益者への収益分配は、保有株式の配当金から諸経費を差し引いた額を全額分配することを原則とする。分配は年に1回で、名義登録により受益者を確定する方法で行なわれる。これは、税制上の扱いが株式と同様になり、名寄せの必要が生じることによる。キャピタル・ゲインの分配はなされない。

(6) 税制上の取扱い

基本的に株式の取引と同様の扱いを受ける。

① 受益証券を売却した場合

受益証券の譲渡益に関しては、株式の場合と同様に、申告分離課税もしくは源泉分離課税より投資家が選択する。

申告分離課税を選択した場合、年間を通じて利益があった際には26%（所得税20%＋地方税6%）の課税がされる。源泉分離課税を選択した場合、売却代金の5.25%の譲渡益があったものとみなされ、それに対し20%の所得税が源泉徴収される⁶。

② 収益分配金

通常の投資信託と異なり、総合課税となる。受取時に20%の所得税が源泉徴収される。分配金が10万円以下の場合は、確定申告を行う必要はない。

③ 現物株式と受益証券を交換した場合

譲渡に該当しないとみなされ、課税されない。

(7) 上場の手続き及びディスクロージャー

上場の手続きに関しては、「日経300株価指数連動型上場投資信託の受益証券に関する有価証券上場規程、業務規程及び受託契約準則の特例」に定められている。日経300投信の受益証券の上場申請は、委託者である野村アセット・マネジメント投信が、上場審査上必要な書類を取引所に提出することにより行なわれ、提出された書類は公衆に縦覧される。また、受益証券はその全てが上場される。受益証券の総口数や受益者の数について、流動性確保の観点から一定数以上とすることが審査基準の1つとされた。

上場後、委託会社は投信法上の運用報告書を每期取引所に提出し、これは公衆の縦覧に付される。

⁶ 2001年3月31日までの経過措置で、それ以降は廃止される予定である。

3. ETFs の商品特性

1) 株式と同様の取引方法

オープン・エンド型のインデックス・ファンドは、いつでも買付、解約が可能となっているものの、1日1回組み入れ銘柄の株価の終値等に基づき、運用会社の算出により基準価額が定められ、投資家はその値で売買をせざるを得ない。これに対し、ETFsは取引所に上場されたファンドであるため、取引所における取引時間中の取引価格により、株式と同様に取引をすることが出来る。投資家は取引時間中の値動きを見定めつつ売買できるわけである。もっとも、株式と同じように、投資家からの注文が少なければ、流動性が失われる可能性もある。

また、多くのETFsは信用取引の対象になるため、空売りをすることもできる。このように、ETFsは投資信託でありながら、投資家が株式の売買と同じように様々な取引手法を駆使することができる。

2) フィーの安さ

ETFsは通常のインデックス・ファンドと同様、パッシブな運用がなされるので、トラストのオペレーティング・フィーがアクティブな運用をするファンドに比べて相当に安い。米国においてアクティブに運用されるグロス・ファンドの場合、純資産残高に対するフィーの割合が平均で約1.7%なのに対して、ETFsのフィーはどれも大体0.2%以下である（表2）。ちなみに米国最大のインデックス・ファンドであるバンガード500インデックスのフィーの割合も0.18%で、主要なオープン・エンド型のインデックス・ファンドとETFsのフィーは同じような水準である。

表2 ファンドのフィーの比較

	純資産残高に占めるフィーの割合
グロス・ファンド	1.70%
株式インデックス・ファンド	0.79%
SPDRs	0.12%
Nasdaq-100 Index Tracking Stock	0.18%
DIAMONDS	0.18%

(注) 1. グロス・ファンドと株式インデックス・ファンドについては機関投資家向けを除く全ファンドの単純平均で99年末の数値。

2. インデックス・シェアズ3銘柄のフィーに関しては、2000年度の数値。

(出所) Morningstar Principia 等より野村総合研究所作成

3) 純資産価値 (Net Asset Value) と市場価格との近似

クローズド・エンド型のファンドは一般的に取引所に上場されるので、流動性は保たれているものの、投資家は投資会社に対しファンドの持分の現金による買取請求をすることができない。そのため、ファンドの市場価格は投資家の需要と供給のバランスによって決まり、1シェア当たりの純資産価値と市場価格との間には乖離が生じる。ある時は純資産価値が市場価格を上回る「ディスカウント」の状態になり、ある時は市場価格が純資産価値を上回る「プレミアム」の状態となる。多くのファンドは、投資家のファンドに関する認識の不足等などから「ディスカウント」の状態となっている。ディスカウントの程度が著しくなると、純資産価値との利鞘を狙ってファンドそのものを買収しようとする者も現れる。

ETFs も、基本的にはクローズド・エンド型のファンドであり、取引所で形成される価格と純資産価値の間に乖離が生じる可能性は否定できない。しかし、ETFs はオープン・エンド・ファンドの性質も持ち、一定量以上のシェアを単位として追加設定及び償還がなされる。そのため、裁定が働き、ETFs の純資産価値と市場価格はほぼ同じになるとされる。

4) 少ないトラッキング・エラー

ETFs は一定量のシェアを単位に投資家からの請求に応じて償還を行うが、通常のオープン・エンド型のインデックス・ファンドが投資家の買取請求に応じて現金で償還をするのに対し、ETFs は指標とするインデックス対象銘柄の現株式を交付することで償還に応じる。一定量のシェアを償還の条件とするのは、ポートフォリオを構成するのに一定以上の金額が必要になるからである。

このような償還の方法をとると、理論上ファンドの持ち株構成比が変動しないので、インデックスに対するトラッキング・エラーが生じにくい。対して、オープン・エンド型の場合は、ファンドの持ち株の一部を換金して償還に当てなければいけないので、持ち株構成に一時的にゆがみが生じ、トラッキング・エラーが生じやすい。

表3 米国のETFsとオープン・エンド・ファンド、クローズド・エンド・ファンドの比較

	ETFs (ユニット・インベ ストメント・トラスト)	オープン・エンド・ ファンド	クローズド・エンド・ ファンド
上場	している	していない	している
取引価格	取引所において決ま る取引価格で、日中の 取引時間に変動する 可能性がある	1日に1回、運用会社 が終値に基いて算出 する基準価額	取引所において決ま る取引価格で、日中の 取引時間に変動する 可能性がある
追加設定	一定の条件を満たし た場合、ユニット単位 で可能	いつでも可能	基本的に出来ない
運用形態	パッシブ	アクティブ or パッシ ブ	一般的にアクティブ
純資産価値 (NAV) と 市場価格との関係	常にほぼ一致する	純資産価値 - 初期コ スト = 市場価格	『純資産価値 > 市場 価格』(ディスカウン ト)であることが多い が、『純資産価値 < 市 場価格』(プレミアム) であることもある
解約による返還	一定の条件を満たし た場合、現物株式のパ ッケージでなされる	随時現金で返還され る	基本的に解約出来な い
解約時の株式譲渡益 への課税	株式譲渡益は発生せ ず、課税されない	課税される	—

(出所) 野村総合研究所作成

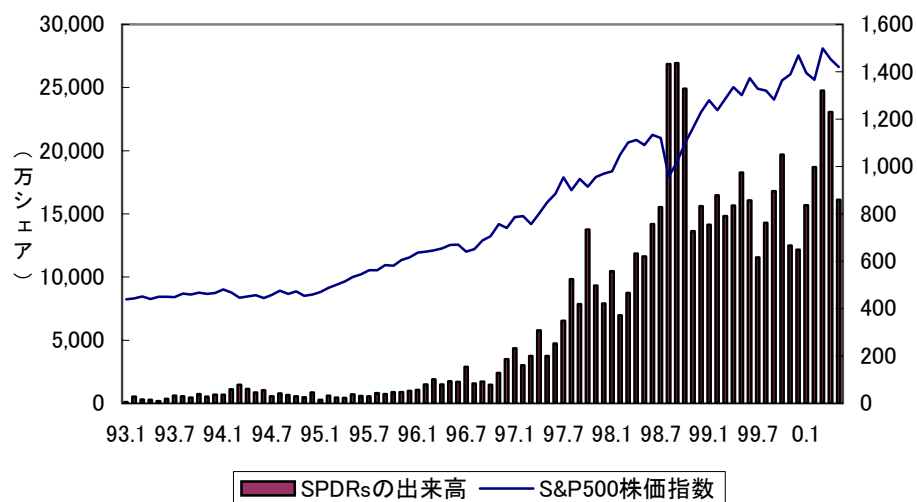
4. 米国市場の現状

1) AMEX の新商品開発

AMEX は 93 年に SPDRs を開発し、自身の取引所に上場したのを皮切りに 95 年に MidCap SPDRs を、96 年に WEBS⁷ を、98 年にダウ工業株 30 種平均を指標とする DIAMONDS と S&P の業種別インデックスを指標とする Select Sector SPDRs を、そして 99 年には Nasdaq-100 Index Tracking Stock を上場し、取引所の提供する新たな商品として、インデックス・シェアズの品揃えを充実させてきた。

しかしながら、Nasdaq-100 Index Tracking Stock が上場されるまでインデックス・シェアズの出来高トップを占めていた SPDRs も上場当初から活発に売買されたわけではない。出来高が伸び始めたのは、S&P500 株価指数が順調に推移し、バンガード 500 インデックスを代表とするインデックス・ファンドの人気の高まりが始めた 97 年頃からである (図 2)。そして、98 年末に AMEX が NASD の傘下に組み入れられた後、99 年に上場された Nasdaq-100 Index Tracking Stock が AMEX 開設以来の大ヒット商品となり (図 3)、インデックス・シェアズに対する投資家の認知度が高まってきている。

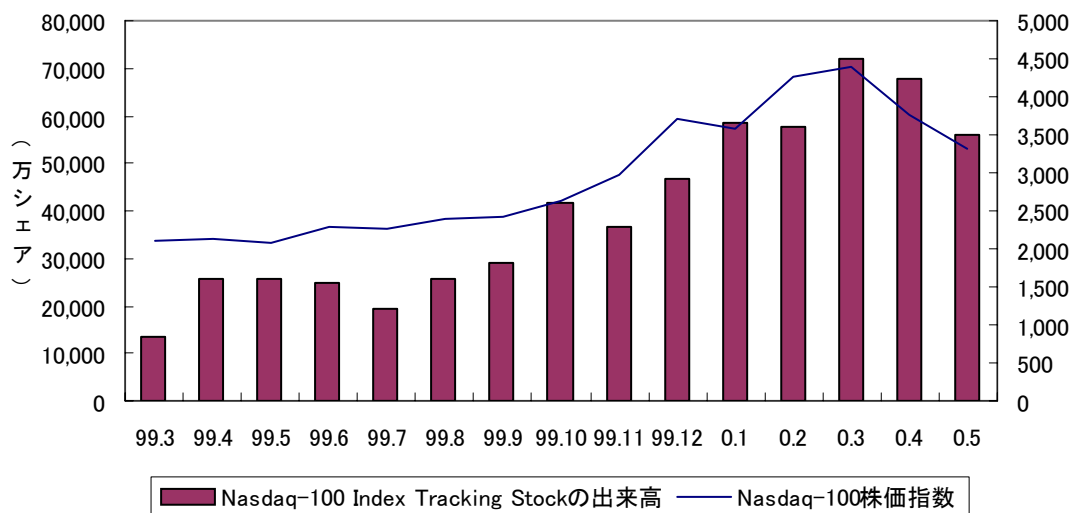
図2 SPDRsの出来高(月次)



(出所) 野村総合研究所作成

⁷ World Equity Benchmark Shares の略。いわゆるカントリー・ファンドで、パークレイズ・グローバル・インベスターズが管理者兼アドバイザーを務めていた。2000年に iShare シリーズに取って代わっている。

図3 Nasdaq-100 Index Tracking Stockの出来高(月次)



(出所) 野村総合研究所作成

2000年7月12日現在、AMEXには58のインデックス・シェアズが上場されており、それらは3種類に分類されている(表4)。

第一は、はブロード・ベースド・インデックス型で、多くの業界の多岐に渡る銘柄の株価を元に計算されたインデックスを指標に運用するファンドである。第二は、セクター・インデックス型で、ある特定のセクターの銘柄の株価を元に計算されたインデックスを指標に運用するファンドである。第三は、国際・インデックス型で、世界各国のインデックスを指標に運用するファンドである。

最近の取引の状況は、出来高上位10銘柄(表5)からも明らかなように、58のファンドのうちの一部の主要ファンドに集中している。

2000年に入ってから5月末にかけてNasdaq-100 Index Tracking Stockは1日平均約3,000万シェア、SPDRsは900万シェアが売買されている。インデックス・シェアズの出来高合計は、AMEXの出来高合計の半分近くを占めるまでになっている。

2000年7月12日現在のNasdaq-100 Index Tracking StockとSPDRsの純資産残高はそれぞれ約130億ドルと約220億ドルとなっており、インデックス・ファンドの中でずば抜けた純資産残高を持つバンガード500インデックスの約1,000億ドル(2000年3月末)には及ばないものの、機関投資家向けを除いて2番目に大きいバンガード・トータル株式市場インデックスの純資産残高180億ドル(2000年3月末)に匹敵する。ちなみに、株式インデックス・ファンドの99年末の純資産残高は、2,145億ドルであった⁸。

⁸ 最近の米国投信業界について詳しくは、野村亜紀子「拡大を続ける米国投信業界—99年の回顧—」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照。

表 4 アメリカン証券取引所に上場しているインデックス・シェアズ

(2000 年 7 月 12 日現在 58 ファンド)

ファンドの名前	委託会社
<ブロード・ベースド・インデックス> (16)	
Nasdaq-100 Index Tracking Stock	Nasdaq の 100%子会社
SPDRs	AMEX の 100%子会社
DIAMONDS	AMEX の 100%子会社
MidCap SPDRs	AMEX の 100%子会社
iShares S&P 500 Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares S&P 500 /BARRA Growth Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares S&P 500 /BARRA Value Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares S&P MidCap 400 Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares S&P SmallCap 600 Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares S&P/TSE 60 Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones Total Market Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Russell 1000 Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Russell 1000 Growth Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Russell 1000 Value Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Russell 2000 Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Russell 3000 Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
<セクター・インデックス> (23)	
==Select Sector SPDR Funds==	
The Basic Industries Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Consumer Services Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Cyclical/Transportation Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Energy Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Financial Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Industrial Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Technology Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社
The Utilities Select Sector SPDR Fund	AMEX の 100%子会社

==iShares Sector Funds==	
iShares Dow Jones U.S. Internet Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Financial Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Technology Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Basic Materials Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Chemicals Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Consumer Cyclical Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Consumer Non-Cyclical Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Energy Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Financial Services Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Healthcare Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Industrial Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Real Estate Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Utilities Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares Dow Jones U.S. Telecommunications Sector Index Fund	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
<インターナショナル・インデックス> (19)	
iShares MSCI Austria Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Australia Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Belgium Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Canada Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI France Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Germany Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Hong Kong Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Italy Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Japan Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Malaysia Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Mexico Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ

iShares MSCI Netherlands Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Singapore Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI South Korea Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Spain Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Sweden Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Switzerland Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI Taiwan Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ
iShares MSCI United Kingdom Index Funds	バークレイズ・グローバル・インベスターズ

(出所) アメリカン証券取引所ホーム・ページより野村総合研究所作成

表5 AMEX で取引されるインデックス・シェアズの出来高上位 10 銘柄

(2000年7月11日取引分)

ファンド名	出来高 (単位：シェア)	ファンドの分類
①Nasdaq-100 Index Tracking Stock	10,688,200	ブロード・ベースド
②SPDRs	4,240,300	ブロード・ベースド
③DIAMONDS Trust Series 1	920,100	ブロード・ベースド
④MidCap SPDRs	641,100	ブロード・ベースド
⑤The Financial Select Sector SPDR Fund	163,400	セクター
⑥iShares S&P MidCap 400 Index Fund	132,100	ブロード・ベースド
⑦iShares MSCI Japan Index Funds	121,300	インターナショナル
⑧iShares Russell 2000 Index Funds	104,100	ブロード・ベースド
⑨iShares MSCI Hong Kong Index Funds	76,100	インターナショナル
⑩The Fund-Technology Select Sector SPDR Fund	63,800	セクター

(出所) AMEX ホーム・ページより野村総合研究所作成

2) 資産運用会社の進出

インデックス・ファンドの人気の高まりと Nasdaq-100 Index Tracking Stock の成功に刺激を受け、一般の資産運用会社も ETFs の提供に乗り出し始めている。

バークレイズ・グローバル・インベスターズ (BGI) は、96年から WEBS の管理者兼アドバイザーを務め、2000年5月からこれらを iShares シリーズに改めるとともに、新たにお

よそ 50 の新しいインデックス・シェアズの認可申請を SEC に提出した。2000 年の 5 月から 7 月中旬にかけて、それらのインデックス・シェアズが AMEX に上場される。このように多くのファンドをほぼ同時に設定することが出来るのは、インデックスの対象銘柄を ETFs の設定当初に買い集めれば、資産運用会社はその後ほとんど運用をする必要がなく、手間がかからないからである。

現在、運用資産の殆どが年金ファンドや機関投資家の資産である BGI では、新たな ETFs の提供によって顧客層を広げ、これまで対象としていなかった個人投資家の取り込みを強化しようとしている。BGI は、これらの新商品を多くの投資家に認知してもらうために大規模な広告宣伝を行っている。また、BGI は米国以外においても ETFs の提供に取り組んでいる。99 年 10 月にはカナダにおいて iUnits シリーズの第一弾として iUnits S&P/TSE 60 Index を開発し、2000 年 5 月には新たに 4 つのラインナップを加えるべく、当局に認可を申請した。4 つの中には、債券のリターンに連動するようなファンドも含まれている。この他にも、2000 年 4 月には英国で FTSE100 に連動する iShares を設定した。また、日本においても ETFs の提供を模索中である。

これに対して、インデックス・ファンドの提供に特徴を持つ米国の代表的投信運用会社であるバンガードもこれらの動きに追随する構えをみせている。2000 年 5 月に VIPER shares (Vanguard Index Participation Equity Receipts) シリーズを新たなシェア・クラスに加えるべく SEC に認可申請し、当初は 5 つのインデックス・ファンドを AMEX に上場する計画である。ただ、バンガードは、S&P 社が開発した株価指数を無断で使用しているとして同社から連邦地裁に訴えられている。

以上のような流れが本格化し ETFs の設定が増加していくと、今後 ETFs が伝統的なミューチャル・ファンドの脅威となっていく可能性もある。

5. わが国における ETFs の現状と展望

1) 現状

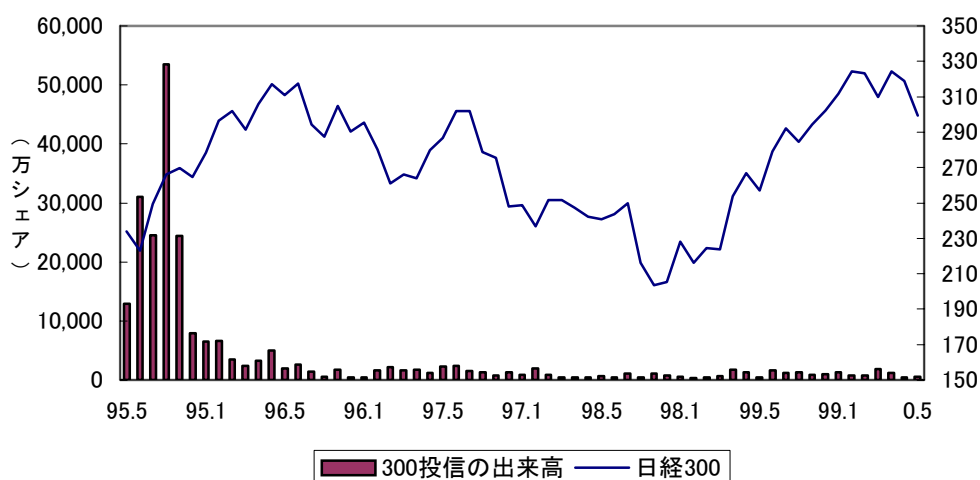
わが国では、ETFs という言葉は、まだ証券市場関係者の間でも、十分に定着していないようであるが、実際には、既に日経 300 投信という ETFs が各地の証券取引所に上場されている。

日経 300 投信は、もともと単純平均型の株価指数である日経 225 平均に代わるものとして考案された時価総額加重平均型の指数である日経 300 の定着促進策の一環として導入が検討されたものである。日経 300 投信が設定された 95 年 5 月当時は、投資信託市場でスポット型商品を中心にクローズド期間明け後の大量解約によるファンド運用の不安定化が問題となっており、それに対して契約型のクローズド・エンド型投資信託の創設が要請され

たという事情もある。

設定当初は約15億口の受益証券が上場され、東証では月間で数億口の出来高を記録していたが、早くも95年の9月には相次ぐ解約（受益証券と現物株式の交換）により上場口数は約4億口に激減した。2000年4月末現在上場口数は約2億口まで減少しており、出来高も95年10月以降低迷している（図4）。また、当初設定以後の追加設定は1度しか実施されていない。

図4 300投信の出来高(東証/月次)



(出所) 野村総合研究所作成

2) 今後の展望

このように日経300投信の売買は低迷しているが、最近になって新たな動きも見られる。例えば、東証とニューヨーク証券取引所とドイツ取引所は、2000年2月にS&P社と共同で開発した株価指数S&Pグローバル100⁹に連動するETFsを年内にも3取引所に同時上場することを検討している模様である¹⁰。また、BGIは、東証がS&P社と共同開発した株価指数S&P/TOPIX150¹¹に連動するETFsを新たに年内にも上場する計画である¹²。加えて、大

⁹ 99年10月から算出の始まった世界の主要7つの国・地域をカバーする株価指数S&Pグローバル1200の構成銘柄の中から選ばれた規模の大きくグローバルな企業の株式100銘柄で構成される株価指数。我が国からは、12の企業が選ばれている。

¹⁰ 日本経済新聞（2000年5月14日付）による。

¹¹ 我が国の各主要業種から選ばれた流動性の高い150銘柄から構成される時価総額加重型の株価指数。S&Pグローバル1200の一部を構成する。

¹² 日経金融新聞（2000年4月28日付）による。なお、11月には、東証において、S&P/TOPIX150の先物、オプション取引が開始される予定である。

証も、Nasdaq-100 Index Tracking Stock を年内にもナスダック・ジャパン市場に上場する見込みである¹³。

こうした動きの背景には、グローバルな株式市場間競争が激化する中で、取引所が主導する形で新商品を導入し、市場の活性化につなげたいという取引所側の思惑がある。AMEX におけるインデックス・シェアズの成功が大きな刺激になっていることは言うまでもなからう。

個人投資家の立場から見れば、ETFs には一般の投資信託にはみられないいくつかのメリットがある。第一に、ETFs を購入することで、投資信託を保有しているという面から分散投資効果が得られていると同時に、それを日中の取引価格の推移を見ながら機動的に売買できるという点が挙げられる。第二に、ETFs を取引所で売買する場合、その都度売買手数料がかかるが、長期投資を念頭に置き短期的な売買を繰り返さないのであれば、インデックス・ファンドの購入に際しても 0.5～数%の買付手数料がかかることを考えれば、コスト的にかなり割安となるものと考えられる。加えて、オペレーティング・フィーも低く抑えることができることから、純資産残高が増加していけば、信託報酬もかなり低めに設定することができるかも知れない。

現在、AMEX におけるインデックス・シェアズの売買高のうち個人投資家の売買が 3 割を占めるという。インデックス・ファンドと商品性が類似していることを考えると、株価の下降局面においてはそれほど取引は活発に行われぬ可能性があるが、株価が上昇局面に入れば、我が国においても潜在的なニーズの高い商品であると言えよう。

なお、ETFs は、AMEX という取引所が主導権を握る形で発達してきた商品であるという経緯もあって、取引所に上場することが不可欠であるかのように考えられてきた。しかし、投資家の立場からすれば、重要なのは、上場されているか否かというよりも、むしろ、いつでも追加買付、解約が可能なオープン・エンド型投資信託に劣らない利便性が、市場における流動性という形で確保されるかどうかである。

そうした観点からは、特定の証券会社が、自ら積極的なマーケット・メイクを行うといった裏付けがあれば、上場されないクローズド・エンドのインデックス・ファンドが投資対象として広く投資家に受け入れられる可能性もあろう。逆に、マーケット・メーカーやスペシャリストといった流動性の供給者を欠くオークション方式によって取引が行われるわが国の証券取引所では、上場が必ずしも流動性の確保につながらないという点を見落としてはなるまい¹⁴。日経 300 投信のこれまでの取引状況は、この点を如実に示しているとも言える。

（岩谷 賢伸）

¹³ 日本経済新聞（2000年7月1日付）による。

¹⁴ もっとも上場のメリットとして、制度信用取引の対象となり得るという側面があることも見逃せない。