

わが国における上場投資信託（ETF）市場整備の動き

金融庁は、2001年6月6日、現行の日経300連動型投資信託に加えて、新たな上場投資信託（ETF）の設定を可能にするための政令、内閣府令等の改正を行った。その後、7月13日には、東京、大阪の両証券取引所に日経225平均株価指数、東証株価指数（TOPIX）にそれぞれ連動する上場投資信託が上場され、取引が開始された。

1. 注目を集めるETF

2001年4月に発表された政府の緊急経済対策では、証券市場の構造改革が重要な施策の一つとして取り上げられ、その具体的項目として「株価指数に連動する現物出資型の上場投資信託（ETF）」の導入が盛り込まれた。その後、ETFの設定を可能にするための政令、内閣府令等の改正が行われ、7月13日には、東証、大証に合わせて5銘柄のETFが上場され、取引が開始された（表1）。

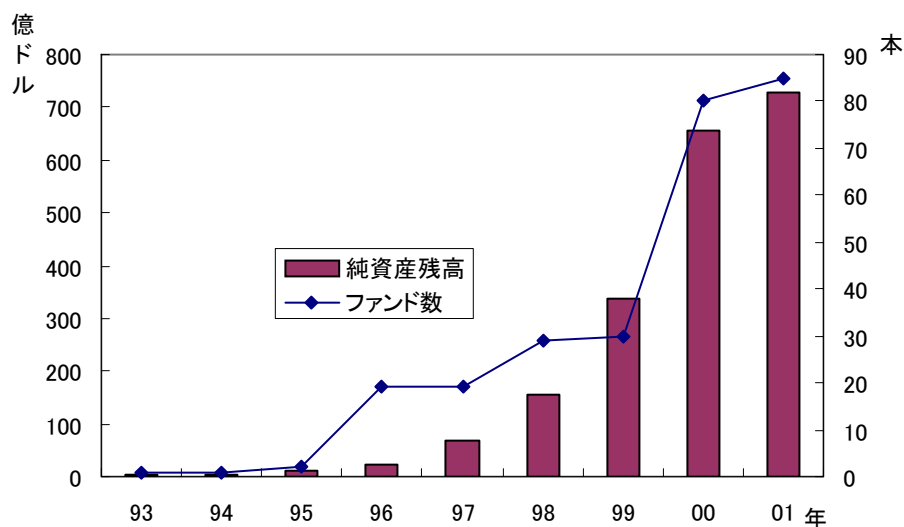
表1 わが国におけるETFをめぐる最近の動き

月 日	出 来 事
3月9日	与党3党の緊急経済対策に、「ETFの導入促進」が盛り込まれる。
4月6日	政府の緊急経済対策に「ETFの制度整備を進める」ことが盛り込まれる。銀行保有株式取得機構（仮称）による株式買い取りでもETFの組成を考慮することが明示される。
6月6日	現物出資型のETFの組成を可能にするための投信法施行令の改正及び、所得税法施行令、租税特別措置法施行令など関連する税法上の手当てが施される。
6月19日	東証とアメリカン証券取引所（AMEX）、ETFに関して戦略的提携。
7月9日	野村アセットマネジメント、大和証券投資信託、日興アセットマネジメントが、それぞれ日経225に連動するETFを設定。
7月11日	野村アセットマネジメント、大和証券投資信託が、それぞれTOPIXに連動するETFを設定。
7月13日	5つのETFが東証と大証に上場され、取引開始。

（出所）野村総合研究所

近年、ETFの市場は欧米を中心に急拡大している。早くからETFの積極的な上場に努めてきたアメリカン証券取引所（AMEX）には80銘柄以上が上場され、市場出来高の半分がETFによる売買で占められている¹。2001年5月末現在、米国市場で取引されているETFは85銘柄、純資産残高727億ドルに達している（図参照）。

図 米国におけるETFのファンド数、純資産残高の推移



(出所)ICI資料より野村総合研究所作成

ETFは、特定の株価指数に連動するように運用される、いわゆるインデックス・ファンドだが、一般のインデックス・ファンドが、いつでも純資産額を基に算出された基準価額で投資家からの買付、償還要求に応じるオープン・エンド型であるのに対し、基本的にはクローズド・エンド型をとっている。そのため、名前の通り取引所に上場され、株式のように売買される。

取引所に上場される投資信託としては、新興国の株式市場に投資するカントリー・ファンドもあるが、カントリー・ファンドが原則として追加設定、償還を行わないのに対し、ETFは、特定の株価指数を構成する株式を集めて追加設定したり、株式で償還を受けることが随時可能となっている点が異なる。ETFが「現物出資型」と呼ばれるゆえんである。このため、ETFには、現物株式との裁定が働く余地があり、純資産額と売買価額の乖離が抑えられる。いわば、オープン・エンド型ファンドと純粋なクローズド・エンド型ファンドの中間的な商品である。

最近、ETFが注目されている背景としては、①個人投資家が高い運用手数料を支払ってもベンチマークを上回る運用成績をあげられるとは限らないアクティブ型のファンドより

¹ 米国におけるETFの現状と成長の背景については、岩谷賢伸「注目が高まるETFs（上場投資信託）」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

もインデックス型の運用に対する関心を強めていること、②同じインデックス・ファンドの中でもトラッキング・エラーが少なく、日中の指数の動きに合わせた機動的な売買が可能で、空売りもできるETFが評価されていること、③市場間競争が激化する中で、各国の証券取引所が市場振興の手段としてETFに注目していること、などがあげられる。

一方、わが国では、これまで1995年5月に設定・上場された日経300投信が唯一のETFとなってきた。しかも、同投信は、連動する指数である日経300株価指数の知名度が低いこともあって、相次ぐ解約で上場口数が大幅に減少し、売買高も低迷しているのが実状である。

しかし、近年、銀行や企業間の株式持ち合い解消の動きが本格化する中で、証券取引所を中心に、わが国における個人投資家の株式市場への参加を促進するためにもETFの拡大が必要だとの声が強まった。また、アジア通貨危機に際して香港政府が買い支えた株式を放出するためにトラッカー・ファンド(TraHK)と呼ばれるETFを活用したことにヒントを得て、銀行の保有株式を買い取った後にETFを通じて処分するという構想も持ち上がっている。

2. 整備されたETFに関する制度

1995年にわが国初のETFである日経300投信が組成された際には、租税特別措置法及びその関連政省令の整備が図られ、一定口数以上の受益権を有する受益者が受益証券とそれを表象する現物株式ポートフォリオとを交換できることや税制上株式と同じような取り扱いを受けることなど、ETFとして機能するために必要な措置が講じられた。

しかし、これらの法令は、日経300株価指数に連動する投信のみを対象としており、他の指数に連動するETFを組成することはできないものとされた。このように限定的な制度が考案されたのは、当時、日経225株価指数先物の取引増大が現物株式市場に悪影響を与えているという、いわゆる「先物悪玉論」が主張され、225指数に代わる新たな株価指数としての300指数が考案されたわけだが、ETFの導入は、この新指数を定着させるための政策的手段と位置づけられていたためである。

一方、2000年5月の投信法改正では、「投資信託（証券投資信託であって受益者の保護に欠けるおそれがないものとして政令で定めるものを除く。）は、金銭信託でなければならない」（同法5条の3）との規定が設けられた。このため、米国のETFのように現物株式を直接信託する形で設定される投資信託は、組成できないことになってしまった。

そこで、2001年6月、投信法5条の3で原則的に禁止される金銭信託以外の投資信託として、現物出資型のETFを規定することで新たなETFの組成を可能にするための政令、府令の整備が図られたのである。具体的には、次のような要件を満たす証券投資信託が例外規定の対象とされることになった（投信法施行令8条2号）。

- ① 一口当たりの純資産額の変動率を多数の銘柄の価格の水準を総合的に表す株価指数の変動率に一致させることを目的として、当該株価指数に採用されている銘柄の株式に対する投資として運用する。
- ② 募集に応じる場合には、運用対象となる各銘柄の株式の数の構成比率に相当する比率により構成される各銘柄の株式によって受益証券を取得する。
- ③ 受益証券は取引所または店頭市場に上場され、受益証券とそれが表象する株式との交換を内閣府令の規定に従って行う。

なお、現物出資型 ETF が連動の対象とする「多数の銘柄の価格の水準を総合的に表す株価指数」としては、同時に定められた金融庁告示により、①日経平均株価（日経 225）、②東証株価指数（TOPIX）、③日経株価指数 300、④TOPIX S&P150、の四つの株価指数が指定された。

また、所得税法施行令、租税特別措置法施行令など関連する税法上の手当も施され、今後設定される ETF については、日経 300 投信と同様に、株式と同じ課税上の取り扱いがなされることとなった。

3. 残された課題

以上の関連規定整備により、わが国においても新たな ETF 創設への途が開かれることになった。これを受けて、東京、大阪の両証券取引所では上場基準の整備などが進められ、2001 年 7 月 13 日、5 本の ETF が上場され、取引が開始されることになった（表 2）。

表 2 新たに上場された ETF

委託者	野村アセットマネジメント		大和証券投資信託委託		日興アセットマネジメント
ファンド名	TOPIX 連動型 上場投資信託	日経 225 連動型 上場投資信託	ダイワ上場投 信ートピック ス	ダイワ上場投 信ー日経 225	上場インデッ クスファンド 225
上場取引所	東証	大証	東証	大証	東証
受託者	東洋信託銀行		住友信託銀行		東洋信託銀行
指定参加者	野村証券、新光証券、ゴールドマン・サックス証券、UBS ウォーバーク証券等 8 社		大和証券エスエムビーシー、つばさ証券、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券		日興証券、日興ソロモン・スミス・パーニー証券、メリルリンチ日本証券
売買単位	100 口	10 口	100 口	10 口	10 口
信託報酬	0.22%	0.22%	0.23%	0.23%	0.225%
純資産残高	約 290 億円	約 780 億円	約 50 億円	約 380 億円	約 610 億円

注) 1. 純資産残高は 2001 年 7 月 16 日現在。

2. 指定参加者とは、ETF の新規設定、株式との交換を取り扱う証券会社を指す。なお、7 月 13 日時点で TOPIX 型は約 26 億円、225 型は約 2.6 億円で新規設定が可能だった。

(出所) 野村総合研究所

ETF 市場が大きな発展を遂げた米国では、アメリカン証券取引所という取引所が、自市場振興のために商品開発を主導したという経緯があったため、代表的な株価指数のそれぞれについて、一本ずつのETFが設定された。その後は、ETF市場の拡大を受けて、同じ株価指数に連動する新たなETFを開発、上場したり、既に他の証券取引所で上場されているETFを取引しようとする取引所が現れるといった事態も生じている²。

これに対してわが国では、今回、運用会社が独自に開発した商品を取引所に上場するという形でETFの導入が進んだため、当初から同じ株価指数に連動するETFを複数の運用会社が設定することになった。株価指数を忠実にトラックするETFの場合、運用の巧拙が大きな差違をもたらすとは考えにくいだけに、それぞれのファンドの規模を小さくし、運用効率の向上を阻む恐れのあるこうした状況は、やや残念とも言える。

とはいえ、わが国初のETFである日経300投信が、2001年5月現在の純資産残高355億円と低迷していることからすれば、新しいETFは、比較的順調なスタートを切ったと言うことができるだろう³。上場初日の7月13日には、売買金額の合計が102億円だったが、週末の19日には164億円に拡大した。売買金額の9割は、個人投資家の間で知名度の高い日経225連動型で占められている。ETF市場の拡大は、より低コストのインデックス運用が選好されるという世界的な流れにもマッチしており、わが国の個人投資家の間で投資信託投資が本格的に定着するきっかけになることも期待される⁴。

但し、今回の措置によって新たに創設されるETFは、金融庁告示によって指定された四つの株価指数に連動するものみに限られる。このような限定が行われた理由は、「市場の適切な価格形成や相場操縦防止の観点から、指数が相当数の銘柄により構成されること、特定銘柄の影響を過度に受けにくいこと等が必要であると考えられ、また、例えば、先物取引の対象となっているもの（もしくは先物取引の対象となることが予定されているもの）等、投資家に広く普及した指数とすることが適当であるとの判断」によるとされる（金融庁のパブリックコメントに対する考え方）。

金融庁は、今回の指定対象とならなかった他の株価指数に連動するETF創設の可能性についても、「今後、状況に応じて検討」するとしている。しかしながら、こうした事前認可制にも等しい規制が課されるのでは、独自の創意工夫に基づく商品開発競争が起こりにくいのではなからうか。また、「先物取引の対象となっている（もしくはなることが予定されている）」ことがETFを創設を認めるか否かの判断基準の一つとされている点につい

² ニューヨーク証券取引所は、他の証券取引所に既に上場されている証券を改めて上場手続きをとることなく取引できるという「非上場取引特権」を活用し、アメリカン証券取引所に上場されているS&P500、ナスダック100、ダウ工業株30のそれぞれに連動する三つのETFの取引を2001年7月31日から開始すると発表した。

³ 日経300投信は、日経300株価指数を定着させるために政策的に導入が推進されたという背景もあり、設定当初の純資産残高は3,498億円に達していた。その後、相次ぐ解約（受益証券の現物株式との交換）によって上場口数ベースで見ても7分の1以下の規模にまで縮小している。

⁴ なお、ETF市場拡大の意味するものが何であるかについては、大崎貞和「歴史的検証 資本市場改革第3回 ETF人気はファンド・マネジャーへのあきらめに似た気分の表れか」『金融ビジネス』2001年8月号参照。

でも、投資家ニーズに応じて多様な先物商品の形成を可能にする店頭デリバティブ取引が既に解禁されているという現状にそぐわないのではなかろうか。

今回の法令整備によって新たなETF創設が可能となったこと自体は、基本的に前向きに評価すべきであろう。また、四つの株価指数に連動する商品のみ限定して創設を認める結果になったことは、決して望ましいことではないが、投信法が「受益者の保護にかけるおそれがないものとして政令で定めるもの」以外の金銭信託ではない投資信託を禁止している以上、限定的な禁止の解除という形でしか新たなETFの創設を認めることができなかつたという事情は理解できる。

なお、金融庁は、政令等の案に対して寄せられたパブリックコメントに対して示した「考え方」の中で、今回指定された四つの株価指数以外に連動するETFが外国で組成されている場合、投信法上の「外国投資信託」にはあたらないとの解釈を明確にしている。このため、例えば、アメリカン証券取引所に上場されているS&P500株価指数に連動するSPDR（スパイダーズ）やナスダック100株価指数に連動するETF等がわが国で取引される場合には、外国投資信託ではなく外国株式としての取り扱いを受けることになるだろう。

（大崎 貞和）