

## 米国 ETFs 市場を巡る最近の動き

米国株式市場の低迷にも拘わらず、ETFs（上場投資信託）の取引は活発化しており、最近では商品性の多様化も見られるようになってきている。本稿では、93年の初上場から満10年を迎えた米国ETFs市場にスポットをあて、債券指数型ETFsの登場など、更なる拡大に向けた昨今の動向を紹介する。

### 1. 米国ETFs（上場投資信託）市場拡大の軌跡

#### 1) ブル・マーケットで急成長したETFs市場

ETFs（Exchange Traded Funds）<sup>1</sup>とは、一般に「証券取引所に上場している現物出資型のインデックス・ファンド」と定義され、1990年にカナダ・トロント証券取引所に誕生した「TIPS35」（Toronto 35 Index Participation Units）が世界初のETFsと言われている。

米国では93年1月にアメリカン証券取引所（以下「AMEX」）において、S&P500株価指数（以下「S&P 500」）に連動する同国初のETFs「Standard & Poor's Depository Receipts」（以下「SPDRs」）を上場するに至ったが、上場当初（93～95年）は知名度の低さもありSPDRsの資産残高は伸び悩んだ。

96年後半から本格化した株式上昇相場をきっかけとして、S&P 500等が順調に推移し始めると、株価指数に連動するインデックス・ファンドが頻繁に取引されるようになった。市場間競争も次第に激しさを増すなかで、AMEXはインデックス・ファンドの性格を備え、且つそれ以上に多くの商品特性（図表1）を持つETFsの商品的魅力につき積極的なマーケティング活動を行った。その結果、知名度は急速に高まり、インデックス・ファンドの活況を追い風に96～97年にかけて純資産額は約2.8倍に拡大、その後も資産残高・上場本数はともに増加の一途を辿った（図表2）。2000年12月にはニューヨーク証券取引所（以下「NYSE」）にも「iShares S&P Global 100」が上場されたほか、NYSEの非上場取引特権（UTP）<sup>2</sup>や、電子証券取引ネットワーク（ECN）<sup>3</sup>など、ETFsの上場

<sup>1</sup> ETFsの仕組みとその商品特性の詳細については、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。

<sup>2</sup> SECから非上場取引特権(Unlisted Trading Privileges)の認可を受けて、AMEXに上場されている全ETFs 105本のうち19本（HOLDRSを除く）がNYSEにて非上場のまま取引されている（2002年11月末現在）。

<sup>3</sup> 電子証券取引ネットワーク（Electronic Communications Network）の詳細については、大崎貞和「米国の電子証券取引ネットワーク（ECN）」『資本市場クォーターリー』1999年秋号参照。

取引所以外での取引も盛んに行われるようになった。

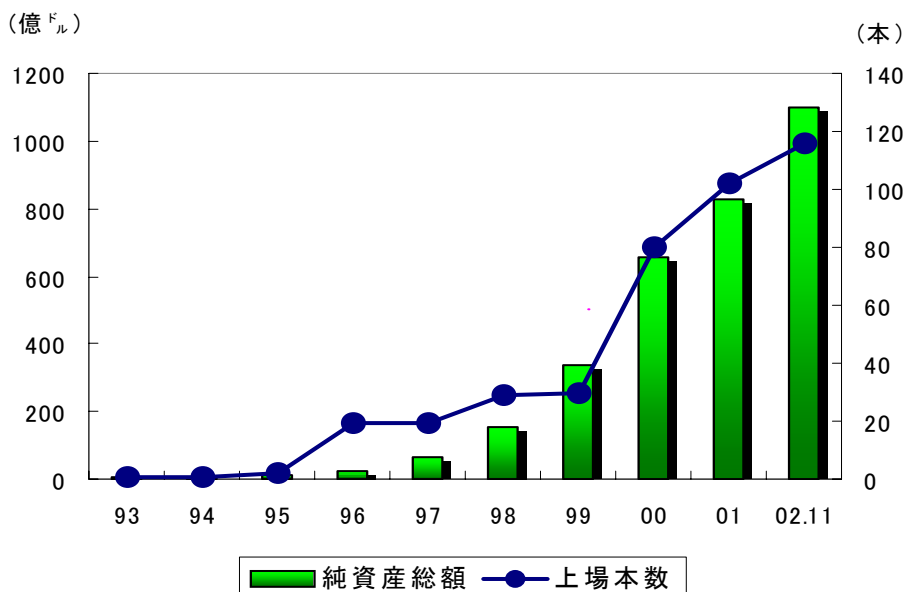
図表 1 ETFs の商品特性

商品特性	ETFs	Index Fund	個別株
多様性	○	○	×
立会中（リアルタイム）取引	○	×	○
マージン取引可能性	○	×	○
信用取引（空売り）	○	×	○
指数 or 業種連動性	○	○	×
低取引頻度による税効果*	○	△	×
低い費用割合	○	△	×

\*低取引頻度による税効果

ETFs は有価証券の取引頻度が低いほか、交換（解約）請求する投資家に対して、有価証券の現物を譲渡するため、キャピタル・ゲインの発生を最小限に抑えられる。  
（出所）NASDAQ Web-Site より野村総合研究所作成

図表 2 ETFs の純資産総額と上場本数の推移（93 年～02 年 11 月末）



（出所）ICI 資料より野村総合研究所作成

## 2) ベア・マーケットでも堅調に推移した ETFs 残高

特定の株価指数<sup>4</sup>への連動を目指す ETFs は一般に、株式市場が上昇トレンドにある時に純資産が増加し、また新たな資金が流入することによってさらに残高を伸ばすことに

<sup>4</sup> 米国では、ETFs に採用される「株価指数」は金融当局の告示によって指定されるのではなく、ETFs 設立者が任意に選定できる。（但し、ETFs そのものの設立・上場認可は必要。）

なると考えられる。しかし、ニューヨーク株式市場がピーク・アウトし、下降トレンドに突入した 2000 年 9 月以降も、ETFs の資産残高・上場本数は堅調に推移していった。

その背景には主として、①コスト・パフォーマンスの悪い「アクティブ・ファンド」から、トラッキング・エラーの発生率が低く、立会中の指数の動きに合わせたリアルタイム取引が可能で、運用手数料も相対的に安い ETFs への乗り換えが増えた、②ベア・トレンドの状況下において、短期的ヘッジ手段として機関投資家による ETFs の空売りが多用されたことが挙げられる。これは ETFs の商品特性を良く理解した投資家が、その特性を生かした取引を活発に行った結果といえよう。

2002 年 11 月末現在の全 ETFs の純資産総額は 1,097.1 億ドル、上場本数は 116 本となっているが、個別 ETF の状況 (図表 3・4) を見ると、その純資産・出来高はともに S&P500 Index を連動指数とする「SPDRs (SPY)」と Nasdaq-100 Index を連動指数とする「Nasdaq-100 Index Tracking Stock (QQQ)」の上位 2 ファンドに集中している。

昨今の企業会計不信問題などの影響もあり、一部の投資家の間では、個別銘柄への投資を敬遠する動きが生じ<sup>5</sup>、ETFs の中で代表的な銘柄である SPY と QQQ が、こうした分散投資志向の資金の受け皿となった可能性がある。昨年 7 月の株式相場の大幅な調整局面<sup>6</sup>においても、両ファンドの取引量が急激に増加したことは注目される (図表 5・6)。

図表 3 純資産上位 10 ファンド

(2002年11月15日現在)

順位	ファンド名 (Ticker)	純資産額 (億ドル)
1	SPDRs (SPY)	422.6
2	Nasdaq-100 Index Tracking Stock (QQQ)	196.0
3	MidCap SPDRs (MDY)	58.0
4	DIAMONDS Trust (DIA)	47.0
5	iShares S&P500 (IVV)	41.5
6	iShares Russell 2000 (IWM)	25.7
7	iShares MSCI EAFE (EFA)	18.3
8	iShares GS \$ InvesTop™ Corporate Bond (LQD)	17.8
9	Total Stock Market VIPERs (VTI)	13.4
10	iShares S&P SmallCap 600 (IJR)	10.6

(出所) AMEX 資料より野村総合研究所作成

図表 4 出来高上位 10 ファンド

(2002年11月15日現在)

順位	ファンド名 (Ticker)	出来高 (百万シェア)
1	Nasdaq-100 Index Tracking Stock (QQQ)	68.6
2	SPDRs (SPY)	39.1
3	MidCap SPDRs (MDY)	12.2
4	DIAMONDS Trust (DIA)	7.2
5	Select Sector SPDR-Financial (XLF)	2.6
6	iShares Russell 2000 (IWM)	1.0
7	Select Sector SPDR-Technology (XLK)	0.9
8	iShares MSCI EAFE (EFA)	0.9
9	iShares MSCI-Japan (EWJ)	0.5
10	Select Sector SPDR-Utilities (XLU)	0.3

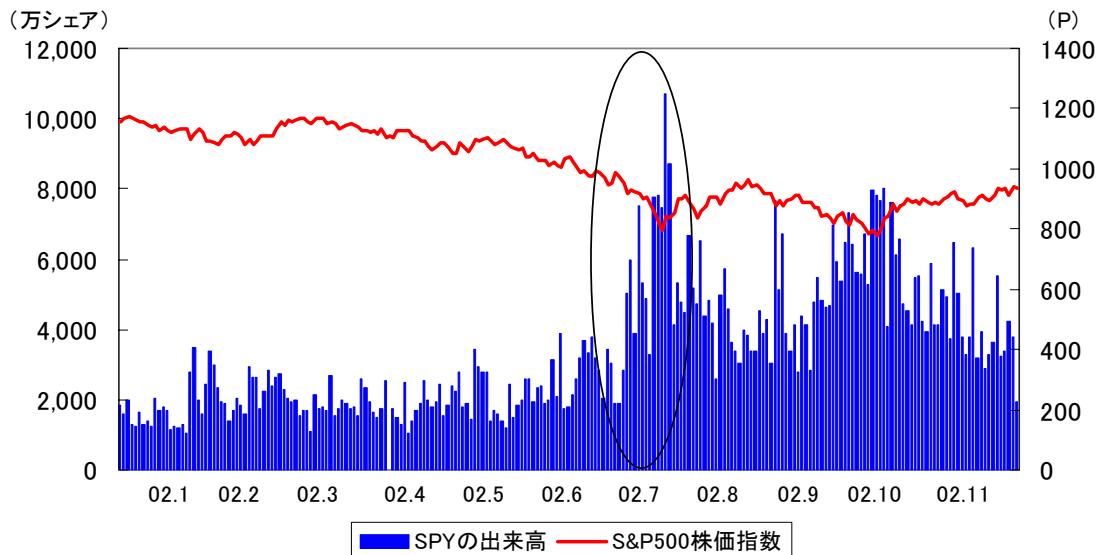
(注) 表中の出来高は、AMEXやECNなど米国市場全体の合計

(出所) AMEX 資料より野村総合研究所作成

<sup>5</sup> 昨年 7 月、米国ミューチュアル・ファンドにおいても、個別銘柄を組み入れる株式型やハイブリッド型ファンドから MMF や債券型ファンドへの記録的な資金移動が発生した。

<sup>6</sup> SPY 連動指数である「S&P500」の昨年 7 月の月間平均終値は、前月同比▲10.9%の下落、QQQ 連動指数である「Nasdaq-100」の同値は前月同比▲11.5%の下落で、両指数とも 7 月中に年初来安値を更新している。

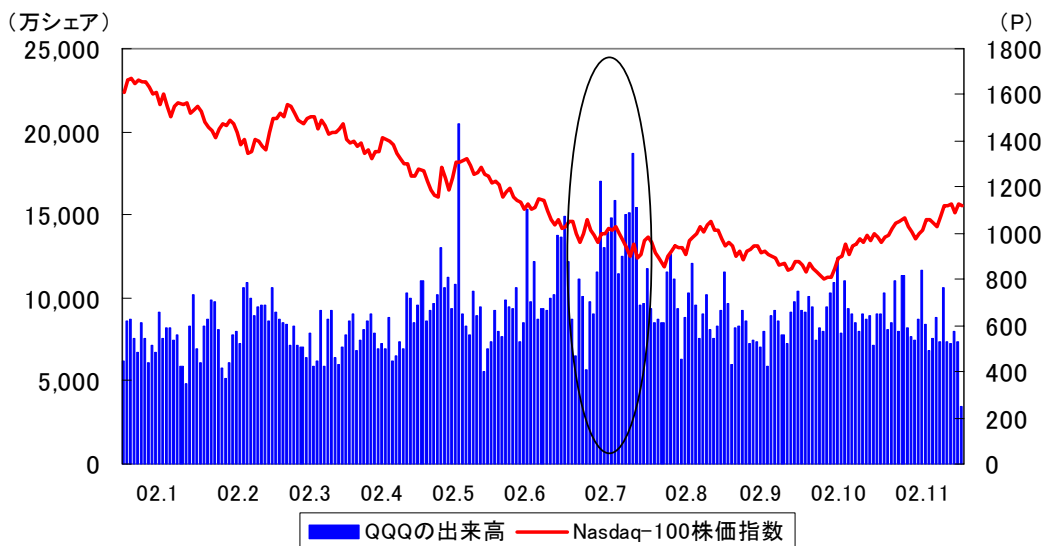
図表 5 SPDRs (SPY) 出来高の推移 (02.1~11月)



(注) グラフ中の出来高は、AMEXやECNなど米国市場全体の合計

(出所) AMEX 資料より野村総合研究所作成

図表 6 Nasdaq-100 Index Tracking Stock (QQQ) 出来高の推移 (02.1~11月)



(注) グラフ中の出来高は、AMEXやECNなど米国市場全体の合計

(出所) AMEX 資料より野村総合研究所作成

## 2. 更なる市場拡大に向けた動き

米国 ETFs 市場において、証券取引委員会（以下「SEC」）による ETFs の認可手続見直しの動きや、業界における新商品の開発など、市場関係者による更なる活性化に向けた取り組みがなされ始めている点も注目される。

### 1) ETFs の認可手続見直しの動き（ノーアクションレター制度）

ETFs は米国法上の「有価証券」<sup>7</sup>であり「投資信託」<sup>8</sup>である。有価証券は 1933 年証券法（以下「33 年法」）第 6 条の登録届出書、投資信託は 1940 年投資会社法（以下「40 年法」）第 8 条の登録通知書による SEC の企業金融局への登録義務があり、両法に基づく登録を受けるためには、原則として各々の登録手続を踏む必要がある。（但し、40 年法第 24 条<33 年法に基づいて行われる有価証券の登録>による特例（手続の簡素化）が認められている。）

さらに、登録・上場後の ETFs は両法のほか、1934 年証券取引所法（以下「34 年法」）<sup>9</sup>及び同法規則に定められた禁止条項等、投資者保護を目的とした様々な取引上の制限・制約を受けることになる。そこで、ETFs 取引の実情にそぐわない制限・制約については、その設立者が SEC の市場規制局に対して、個別に該当法規適用除外の認可申請を「ノーアクションレター制度」に従って上記登録申請と同時に行う必要があり、同制度に基づく申請は、本認可が下りるまでに（25 日間のコメント期間を含み）相当な時間を要しているのが現状である。

これに対し、SEC のハーベイ・ピット委員長（当時）は 2002 年 5 月、債券指数型 ETFs（後述）の認可審査にあたり、今後申請される ETFs の認可手続を迅速化するための新規則（new generic rule）の導入を示唆した<sup>10</sup>。

### 2) 債券指数型 ETFs の登場

#### (1) 米国財務省証券・米国社債指数連動型 ETFs

ETFs 運用大手の「バークレイズ・グローバル・インベスターズ（以下「BGI」）<sup>11</sup>は、

<sup>7</sup> 米国法上の「有価証券」とは、33 年法第 2 条の「証券（security）」の定義に該当するものをいう。

<sup>8</sup> 米国法上の「投資信託」とは、40 年法第 3 条の定義に該当するものをいい、その種類は同法第 4 条により大きく 3 つに分類される。米国の既存 ETFs は当該 3 分類中、「単位投資信託（unit investment trust）」に該当するものと「管理型投資会社（management investment company）」に該当するものがある。

<sup>9</sup> 34 年法は「継続開示条項」のほか、相場操縦の禁止取引、信用取引の価格規制、ブローカー・ディーラーの登録と規制等を規定したオムニバス法である。

<sup>10</sup> Judith Burns, “SEC Approves Bond-ETF Request” *The Wall Street Journal*, 05/30/2002.

<sup>11</sup> BGI は 2000 年 11 月 22 日に、カナダ政府発行の 5・10 年債に連動する世界初の債券 ETFs をカナダ・トロント証券取引所に上場しているほか、「iShares」のブランド名で AMEX や NYSE に（運用会社で最大の）

Lehman Brothers 社と Goldman Sachs 社が公表する、高格付で信用力の高い米国財務省証券、あるいは米国社債等で構成される代表的な特定債券指数に近似の連動を目指す米国初の「債券指数型 ETFs」（以下「債券 ETFs」）<sup>12</sup>を開発した。BGI は株式相場が下降トレンドの最中にあった 2001 年 1 月に、当該債券 ETFs の 7 本について、33 年及び 40 年法に基づく登録と「信用取引の価格規制」（34 年法・第 11 条 d 項（1））や「相場操縦の禁止取引」（Regulation M）等、該当法規適用除外の認可申請（ノーアクションレター）を SEC に対して行った（形式上の申請は 2002 年 7 月 25 日付の市場規制局・リスク管理統制室のアシスタントディレクター James A. Brigagliano 氏宛レター）。

当初の申請から 1 年半が経過した 2002 年 7 月 25 日（形式上の申請日当日）、ノーアクションレターへの回答がなされ、申請した全ての債券 ETFs に対する設立・上場の認可が下りた。これを受け BGI は翌 26 日、当該 7 本のうち Lehman Brothers 米国財務省証券指数の 1-3 年、7-10 年、20 年超と Goldman Sachs 米国社債指数の GS \$ InvesTop<sup>TM</sup> Index に連動する 4 本の債券 ETFs（図表 7）を、既存投資会社「iShares Trust」（後述）の追加シリーズとして AMEX に同時上場した。折しも株式相場が調整局面に入っていたこともあり、本債券 ETFs は、公社債市場の動向をフォローする新たな投資手法として注目された。

#### ① iShares Trust の構成

BGI は、40 年法に基づくオープン・エンドの管理型投資会社として、デラウェア籍のビジネス・トラスト「iShares Trust」を 1999 年 12 月 16 日に設立したが、4 本の債券 ETFs は、iShares Trust 傘下の 70 を超える ETF インデックス・ファンズ（以下「ファンズ」）の一部として新たに加えられたものである。BGI は、ポートフォリオ・マネージャーや投資ストラテジスト等の専門チームを擁する 100%出資子会社 Barclays Global Fund Advisors（以下「BGFA」）に当該ファンズの運用を委託している。BGFA は投資アドバイザー契約に基づき、自らの運用のほか、カスタディアン等の販売（分売）を除くファンズ運営に係るすべての機能を管理・統括し、その対価として所定の信託報酬をファンズより徴収している。なお、カスタディアン、トランスファー・エージェント等の管理実務は Investors Bank & Trust Company が担当するほか、ファンズの販売（分売）は、SEI Investments Distribution Company（以下「SEI」）が、契約を締結した特定の者との間においてのみ行う（図表 8）。

---

81 本を上場している。日本市場においても「iShares 日経 225」、「iShares TOPIX」、「iShares S&P TOPIX150」の 3 本が東京証券取引所に上場されている（2002 年 11 月末現在）。

<sup>12</sup> BGI に続き「ETF Advisors」が Ryan Labs 社の公表する米国債指数（1・2・5・10 年物）に連動する 4 本の新 ETFs 「FITRs（Fixed-Income Trust Receipts）」を開発し、2002 年 11 月 1 日に AMEX への上場を果たしている。

図表 7 BGI の債券 ETFs (4 本) の商品概要

iShares Lehman 1-3 Year Treasury Bond (SHY)			
指数(構成債券)属性		ファンド現況(03.1.6現在)	
指数名称	Lehman 1-3 Year TB	純資産(百万ドル)	901.6
公表開始	1992年1月1日	出来高(万シェア)	13.3
信用格付(S&P)	AAA+(平均)	上場来1日平均出来高	12.5
償還年限	1.77年(加重平均)	価格(終値・ドル)	81.96
クーポン・レート	4.58%(同上)	運用手数料	0.15%

(注) 2002年11月末時点の構成債券は31銘柄で当該構成は毎月末(暦日)に見直される。

iShares Lehman 7-10 Year Treasury Bond (IEF)			
指数(構成債券)属性		ファンド現況(03.1.6現在)	
指数名称	Lehman 7-10 Year TB	純資産(百万ドル)	593.0
公表開始	1992年1月1日	出来高(万シェア)	21.5
信用格付(S&P)	AAA+(平均)	上場来1日平均出来高	11.3
償還年限	8.55年(加重平均)	価格(終値・ドル)	84.72
クーポン・レート	5.98%(同上)	運用手数料	0.15%

(注) 2002年11月末時点の構成債券は12銘柄で当該構成は毎月末(暦日)に見直される。

iShares Lehman 20+ Year Treasury Bond (TLT)			
指数(構成債券)属性		ファンド現況(03.1.6現在)	
指数名称	Lehman 20+ Year TB	純資産(百万ドル)	491.6
公表開始	1992年1月1日	出来高(万シェア)	3.6
信用格付(S&P)	AAA+(平均)	上場来1日平均出来高	16.9
償還年限	24.16年(加重平均)	価格(終値・ドル)	86.25
クーポン・レート	6.30%(同上)	運用手数料	0.15%

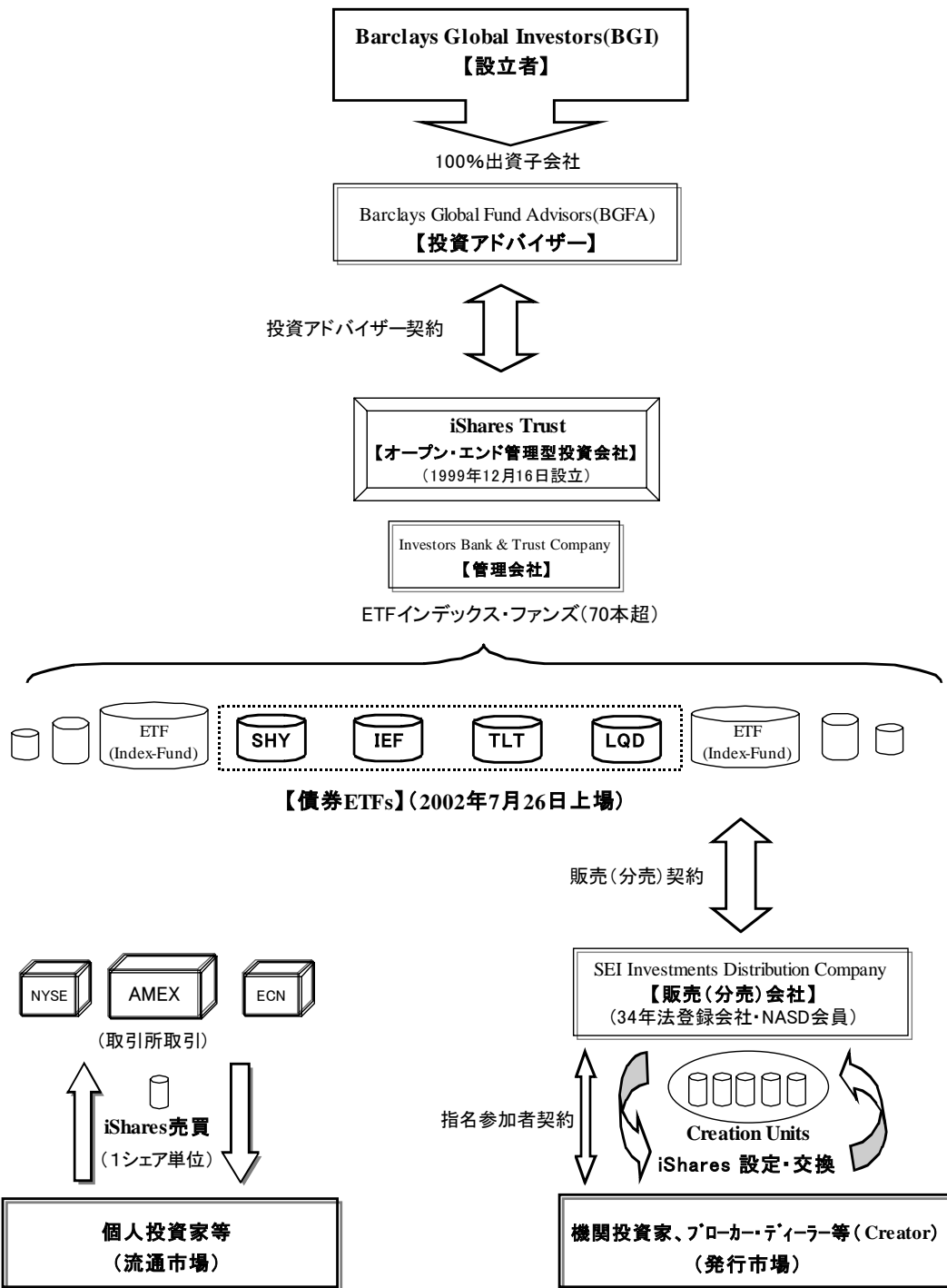
(注) 2002年11月末時点の構成債券は18銘柄で当該構成は毎月末(暦日)に見直される。

iShares GS \$ InvesTop™ Corporate Bond (LQD)			
指数(構成債券)属性		ファンド現況(03.1.6現在)	
指数名称	GS \$ InvesTop™ Corporate Bond	純資産(百万ドル)	1,855.7
公表開始	1999年1月1日	出来高(万シェア)	62.3
信用格付(S&P)	A-(平均)	上場来1日平均出来高	21.8
償還年限	10.55年(加重平均)	価格(終値・ドル)	107.89
クーポン・レート	6.41%(同上)	運用手数料	0.15%

(注) 2002年11月末時点の構成債券は100銘柄で当該構成は毎月末(暦日)に見直される。

(出所) BGI の各資料より野村総合研究所作成

図表8 BGIの投資会社「iShares Trust」のストラクチャー



(出所) BGI 「iShares Trust」 目論見書より野村総合研究所作成



## ② 債券 ETFs に係る iShares の設定と交換－発行市場

上記ファンズの投資証券（以下「シェア」）を「iShares」と総称するが、このうち4本の債券ETFsに係るiSharesは通常10万シェアを最小単位（1ユニット）として、1ユニットまたはその複数倍によってのみ当初および追加の設定<sup>13</sup>が可能であり、この設定単位を「Creation Units」と呼ぶ。債券ETFsのCreation UnitsによるiSharesの設定は、販売（分売）業者であるSEIと指名参加者契約を締結した、特定の機関投資家やブローカー・ディーラー等（以下「Creator」）に限られる。Creatorは、各債券ETFが連動を目指す特定債券指数の構成銘柄に近似した、現物の債券ポートフォリオと一部の金銭をもってiSharesの設定を受け、また交換（通常のインデックス・ファンドの「解約」に該当）の際には保有iSharesと引き換えに、現物の債券ポートフォリオと一部の金銭を受け取る。iSharesの設定・交換時の価格は、その時点の各債券ETFの純資産価額に基づき決定される。iSharesの設定・交換実務は、証券保管振替機関（以下「DTC」）及び、連邦準備制度の資金決済システム（Fedwire）を通じて行われる。

## ③ 債券 ETFs に係る iShares の売買と保有－流通市場

債券ETFsに係るiSharesは、上場取引所を中心とした流通市場<sup>14</sup>において取引時間中15秒毎に更新される売買価格によって、1シェア単位でのリアルタイム取引が可能であり、信用取引による空売りも出来ることから、個人投資家等は通常、同市場を通じて当該iSharesを売買することになる。また、証券会社等のブローカーを介して取引した場合には、株式と同様に所定の売買委託手数料が徴収され、IRA等の税の繰り延べが許容される特定口座を通じた投資でない限り、売却益には税金が課される。なお、取得したiSharesの券面は発行されず、DTCを通じたブック・エントリー方式によって所有者が識別される。

## ④ SHY・IEF・TLTの運用目的、主なリスク、分配金及びオペレーティングコスト

SHY・IEF・TLT（以下「各ETF」）は、一定の条件下で構成された米国財務省証券の加重時価総額により指数化されたLehman Brothers米国財務省証券指数（図表7）の短期（1-3年）・中期（7-10年）・長期（20年超）のセクター毎の費用前総収益率への近似の連動を目指すことを目的としている。各ETFは、その純資産の少なくとも95%を連動指数を構成する財務省証券の代表銘柄（Representative Sampling）を中心とする米国政府証券に、残りの5%を上限として政府の支払保証付レポへ投資するスタンスを採っており、2003年1月7日現在の各ETFにおける財務省証券の保有割合は、SHYが97.97%、IEFが98.45%、TLTが98.33%となっている。この様に各ETFは、指数を構成する財務省証券にほぼ100%に近

<sup>13</sup> 1ユニットを新たに追加設定する場合、財務省証券指数連動のSHY・IEF・TLTでは約800万ドル強、社債指数連動のLQDでは1,000万ドル強相当の現物債券ポートフォリオ（及び金銭）が必要となる。

<sup>14</sup> AMEXで取引されているiSharesは、「スペシャリスト」として任命された同取引所会員会社（1社以上）により、流動性が確保されている。

い投資を行うことで、連動指数との近似相関の達成を目指す、理論上の計算に基づく指数と実際の投資に基づく各 ETF パフォーマンスとの間には、取引コスト、マーケット・インパクト、投資タイミングの相違等によるトラッキング・エラーが生じる可能性がある。また、投資期間中の経済情勢・動向に応じた、米国政府証券の価格変動リスクの影響を受ける。ちなみに、各 ETF の設定来パフォーマンスは SHY が 1.30%（連動指数は 1.38%）、IEF が 3.38%（同 3.36%）、TLT が 4.70%（同 4.75%）となっている（いずれも 2002 年 11 月末現在）。各 ETF からの分配金は原則毎月支払われ<sup>15</sup>、（追加）設定・交換に係るオペレーティングコストは掛からないが、流通市場にてブローカーを介して取引した場合、所定の売買委託手数料が徴収される。また、保有期間中の各 ETF の平均純資産額に対する年 0.15%の信託報酬が BGFA によって徴収される<sup>16</sup>。

#### ⑤ LQD の運用目的、主なリスク、分配金及びオペレーティングコスト

LQD は、社債市場の代表的銘柄で高い流動性を確保している特定の SEC 登録社債で構成された GS \$ InvesTop<sup>TM</sup> Index（図表 7）の費用前総収益率への近似の連動を目指すことを目的としている。LQD は、純資産の少なくとも 95%を連動指数を構成する社債の代表銘柄（Representative Sampling）を中心とする米国社債に、残りの 5%を上限として政府の支払保証レポへ投資するスタンスを採っており、連動指数との近似相関の達成を目指している。LQD もまた、トラッキング・エラーのほか、投資期間中の経済情勢・動向あるいは、社債発行会社の信用評価や業績見通しの悪化等による、当該社債の価格変動リスクの影響を受ける。なお、2002 年 11 月末現在の LQD で保有する社債の S&P 格付別割合は、A 格が 61.87%と最も多く、次いで BBB 格の 27.90%、AA 格の 9.91%の順であり、設定来のパフォーマンスは 4.01%（連動指数は 4.39%）となっている。分配金は原則毎月支払われ（脚注 15 参照）、（追加）設定・交換に係るオペレーティングコストはその数量にかかわらず、当該（追加）設定・交換日 1 日につき 500 ドルの標準手数料が徴収される。また、流通市場にてブローカーを介して取引した場合、所定の売買委託手数料が徴収され、保有期間中の LQD の平均純資産額に対する年 0.15%の信託報酬が BGFA によって徴収される（脚注 16 参照）。

<sup>15</sup> 分配原資が全てネット・キャピタル・ゲイン（超過キャピタル・ゲイン）の場合には年一回の支払い。

<sup>16</sup> 当該信託報酬は投資アドバイザーである BGFA が徴収するが、各 ETF の運用・管理に係る他の全てのコストについては、投資アドバイザー契約に基づき BGFA が負担することになっている。

### 3. 今後の課題とその取り組み

以上のような債券ETFsに続き、新しいタイプのETFsが今後も登場する見込みである。例えば、インデックス・ファンド会社のProFundsは、定量・統計的手法により、金融デリバティブ取引等を利用して Nasdaq100 や S&P、Russell2000 といった代表的指数に2倍の相関を目指すレバレッジ型と、当該指数に2倍の逆相関を目指すインバース型のブル・ベア型ETFsを開発し、2001年後半にSECへ認可申請を行っている。当該ETFsは、従来のパッシブ型のETFsに対する「Enhanced ETFs」として、市場の投資タイミングを計る個人投資家のほか、ヘッジ・ファンドを手掛けるプロ投資家の間で注目されている。

さらに、採用する指数のアウト・パフォーマンスを目指す完全アクティブ型ETFs「Actively Managed ETFs」の商品化が現在業界で進められているが、SECは2001年11月8日付でコンセプト・リリースを出し、①当該ETFsの裁定取引をどの程度機能させ、そのためのポートフォリオのディスクロージャー(透明性)をどのように確保するか、②当該ETFsの現物株との交換をどの様にしてスムーズに行い、その流動性をどう確保するかを中心課題に、関係者から広く意見を求めつつ、認可の検討をしている。

このように、米国ETFs市場では、商品性の多様化への取り組みが盛んに行われており、これからもその動向が注目される。

(安島 徹)