

# わが国上場投資信託市場の現状と課題： 主要国との比較を通じて

中央大学商学部教授 原 田 喜美枝

## 目 次

- 1. はじめに
- 2. ETF 市場の誕生と発展
  - 2.1 世界のETF市場の成長と発展
  - 2.2 日本のETF市場の歴史
- 3. グローバルETF市場と規制動向
  - 3.1 米国ETF市場の投資家
  - 3.2 重複上場を推進するアジアのETF市場
  - 3.3 ETFをめぐる規制動向
- 4. わが国ETF市場の課題
- 5. おわりに

## 1. はじめに

ETFはExchange Traded Fundの頭文字を取った略語であり「上場投資信託」と呼ばれ、その名の通り、証券取引所に上場して取引される投資信託（あるいはファンド）である<sup>(1)</sup>。ETFの組み入れ対象別では圧倒的に株式が多いにも関わらず、株式市場との連動性は高くなく、世界金融危機後も成長を続けている。

世界の株式市場は2008年に入り大暴落した。米国ダウ工業株30種平均(以下、ダウ平均)は2007年10月に月間終値が13,930ドルを超えた後下落し、2008年1月には13,000ドルを割れて下落を続け、2009年2月には7,062ドルをつけた。その後変動を繰り返し、13,000ドルに回復したのは4年以上経過した2012年3月であった。

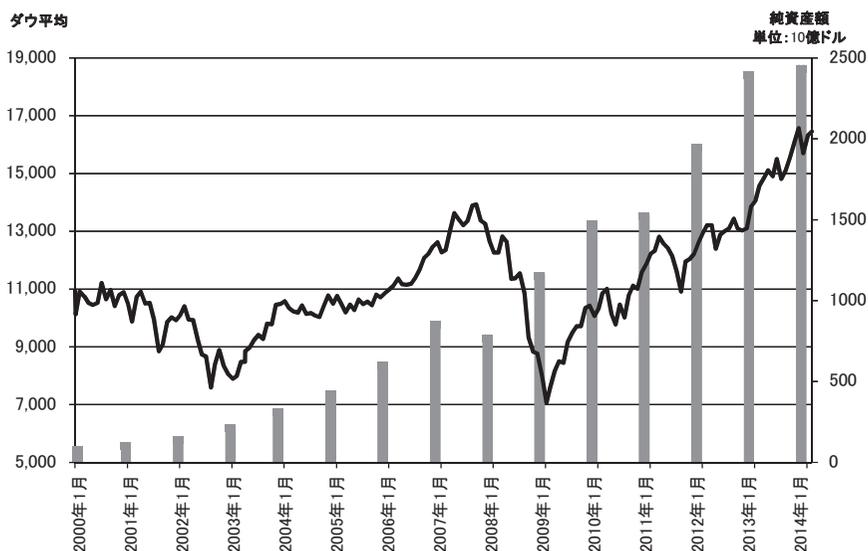
株式取引所に上場されているETFも2008

年の株価下落の影響を受けたが、その影響は軽微かつ短期間であった。回復は著しく、欧米の市場を中心に、ETFは着実に残高を伸ばしてきた。米国ETF市場の純資産残高(棒グラフ、右軸、単位：10億米ドル、年)とダウ平均株価(折線グラフ、左軸、各年1月の調整済終値)を比較すればこの点は明らかである(図1)。

2008年9月の所謂リーマン・ショックと、その後の欧州債務危機を経て株価の下落は続いたが、ETFの純資産残高は2008年に若干減ったものの、その後一貫して増え続け、2008年の7,740億米ドルから、2012年には2兆3,980億米ドル、2013年には2兆4,400億米ドルの市場規模にまで成長している。

後で示すように、米国のETF市場は世界のETF市場の純資産残高の約7割を占めることから、米国のETF市場の動向は重要である。米国と同様、欧州、アジアのETF市場は成長を続けてきたが、日本のETF市場

図1 米国ETF市場の純資産残高とダウ平均の推移



出所：NYSE ウェブサイトの Historical Data、S & P DOW JONES INDICES 社より、筆者作成。

は永らく伸び悩んできた。

本稿では、わが国の上場投資信託市場(ETF)を概観し、世界を牽引する米国ETF市場、特徴あるシンガポールETF市場と比較し、最後に本邦ETF市場の現状と課題について整理する。次節では、ETF市場の誕生と発展について、近年も成長を続けるETF市場を牽引している投資家について、規制について考察する。第3節では、世界のETF市場の7割以上のシェアを占める米国のETF市場における投資家の特徴を把握し、地理的に近いアジアの市場について概観し、近年の規制動向についても把握する。成長を続ける市場に対して、金融監督規制に係る国際機関等から懸念が表明されるようになってきており、市場の何が問題視されているのか明確にする。その上で、わが国ETF市場の課題についてまとめる。

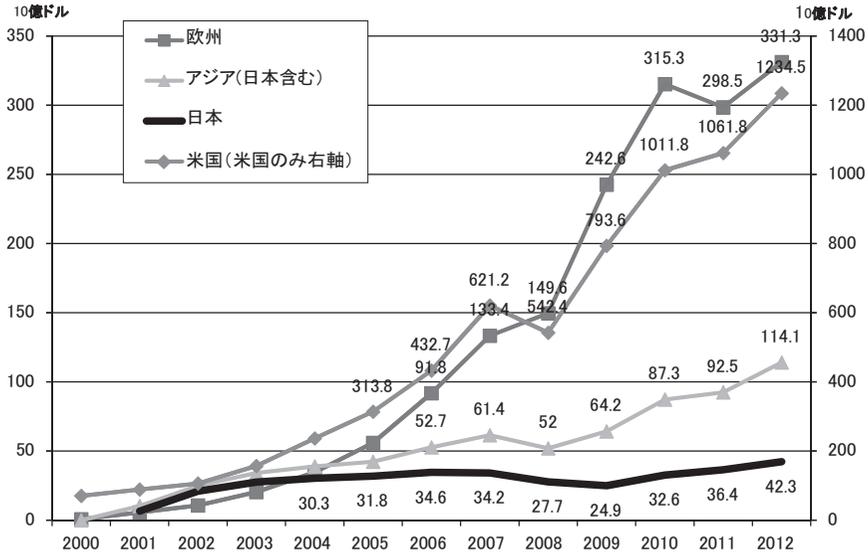
## 2. ETF市場の誕生と発展

### 2.1 世界のETF市場の成長と発展

グローバル金融危機後、世界の株式市場は低迷したがETF市場は一時的な落ち込みの後、急成長した。図1には米国市場の株価推移とETFの純資産残高が示されているが、主要ETF市場の純資産残高の推移を見ても同じ傾向が読み取れる(図2)。どの市場も2008年に若干落ち込んだが、その後急速に回復している。

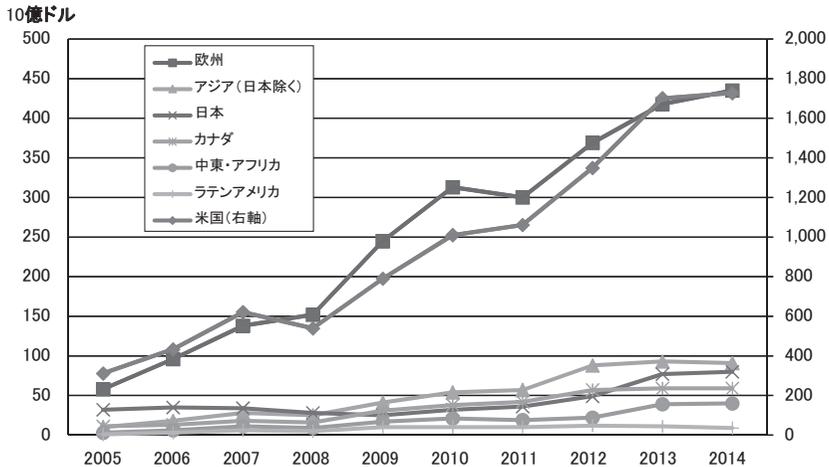
2007年に6,212億ドルの純資産残高だった米国ETF市場は、2012年には2倍近く残高を伸ばしている。同時期に欧州のETF市場は、1,334億ドルから3,313億ドルへと2.5倍以上も成長している。グローバル金融危機の震源地だった米国と欧州では証券化市場をはじめ資本市場が大きく縮小したが、ETF市場にその影響は及ばなかった。この理由について、石井(2011)は、米国の個人投資家がコストや透明性に対して厳しい目を持つよう

図2 世界のETF市場の純資産残高推移 (2002~2012) 単位:10億ドル



出所: BlackRock 社 ETF Landscape Industry Highlights August 2012、今井 (2012a) より筆者作成。

図3 世界のETF市場の純資産残高推移 (2005~2014)



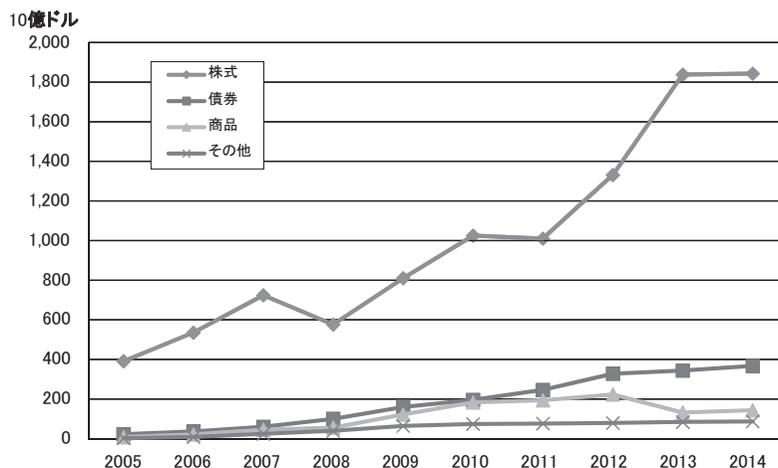
出所: S&P DOW JONES INSICES 社資料より筆者作成。

になり、低コストで流動性に優れたETFが注目されるようになったことが背景にあると考察している。

図2 (2000年から2012年) からは、アジアのETF市場も2008年を境に成長に転じてい

ることがわかる。日本のETF市場の純資産残高は、2012年に入り伸びたが、この図からは日本のETF市場が取り残されてきた構図が浮かび上がる。日本のETF市場は国際的にみて早い段階に創設されたにも関わらず、

図4 世界のETFの組み入れ対象別残高（単位：10億米ドル）



出所：S&P DOW JONES INSICES 社資料より筆者作成。

市場規模は大きくなかったのである<sup>(2)</sup>。近年の地域別の伸びを示した図3（2005年から2014年2月）からは、日本市場がようやく成長し始めていることが読み取れる。

ETFの組み入れ対象別では圧倒的に株式の組み入れが多く、約8割を株式が占めている（図4）<sup>(3)</sup>。この8割を占める株式は、各国の国内株が5割弱、外国またはグローバル株式が3割弱となっている。残る組み入れ対象は債券、商品、合成指数である。

## 2.2 日本のETF市場の歴史

わが国のETF市場は、2001年にTOPIX及び日経平均株価に連動するETFが導入されたことによって本格的にスタートしている<sup>(4)</sup>。その後、業種別、規模別、テーマ別の株価指数に連動するETFや外国株、債券、REITや金等のコモディティ価格に連動するETFが登場してきた。2011年からは、ETN（Exchange Traded Note、指数連動証券）も取引されている。2014年7月末時点で158銘柄（ETN23銘柄を含めると181銘柄）となっている。銘柄数で見れば、2006年の13銘柄から飛躍的に増えている。

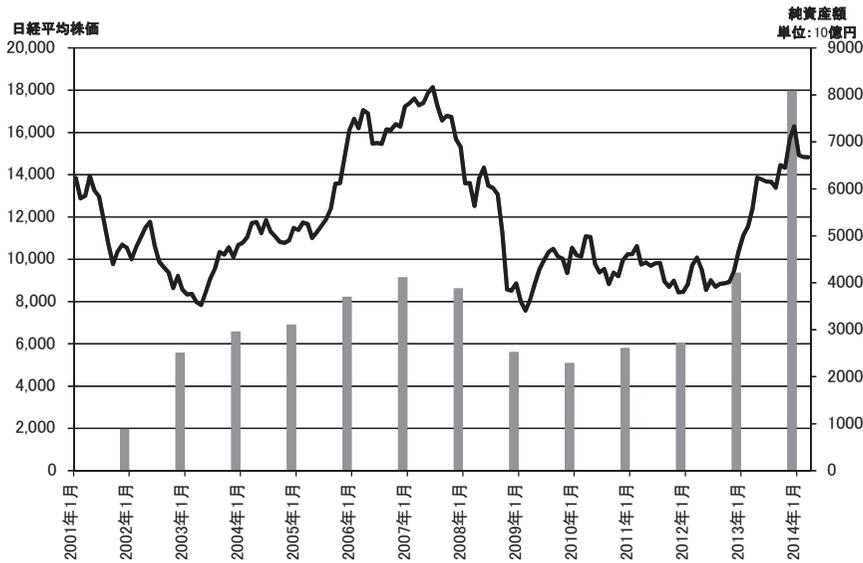
世界の主要なETF市場は成長を続けてき

たが、日本のETF市場は銘柄数が増えても純資産残高が増えず、伸び悩んできた時期が長かった。2013年に入りこの傾向が変わり、市場は大きく成長した。2010年の世界シェアは3%、純資産残高は2.6兆円であったが、2013年末にはシェア4%弱、8.1兆円へと増えている。

2001年から数年間は、日経平均株価の伸びほどにはETF市場は成長しないまま推移した。日経平均株価が18,000円を回復した2007年末の市場規模は約3.9兆円であった。しかし、2008年9月のリーマン・ショック後、株価は暴落、ETF純資産残高も大幅に縮小し2.5兆円となった（36%の減少）。危機の震源地である米国では、ダウ平均が12,650ドル（2008年1月）から8,001ドル（2009年1月）へと1年間で37%下落したにもかかわらず、同時期のETFの純資産残高は7,740億ドルから11,580億ドルへと49%増加しており、日本の市場とは対照的であった。

日本でETF市場の発展が遅れた背景について考察している先行研究としては、社団法人投資信託協会（2011）、今井（2012a）、舞田（2010）、杉田（2010）などがある。投資信託協会（2011）が2011年夏に行った首都圏

図5 わが国ETF市場の純資産残高と日経平均株価の推移



出所：投資信託協会（純資産総額）、日経 FinancialQuest（日経平均株価）より、筆者作成。

の居住者を対象に実施した調査では、投資家のETF認知度が低いことに留まらず、ETFへの興味について質問された回答者のうち70%以上もの方が「詳しく知らないのでわからない」と答えた。同アンケートでは、ETF保有率は1%に過ぎなかった。今井（2012a）は、ETF普及の阻害要因として、「流動性が低い」という誤解が機関投資家の間にあることを指摘している<sup>(5)</sup>。また、ETFをはじめとする価格変動型金融商品に対する調査・研究が滞っていること、金融商品の情報伝達の重要な役割を担う証券会社が十分に機能していないことも阻害要因として挙げられている。舞田（2010）では、投資家の利便性を向上させることが不可欠であること、杉田（2010）では、品揃えの充実が必要であること、なども指摘されている。投資家の認知度不足等の他にも、日本株の魅力低下、販売チャネルが証券会社に限られること、顧客から手数料を受け取って資産管理を助言する専門家の不在、などが問題点として挙げられることが多かった。

2013年に純資産残高が大きく伸びた背景に

は、レバレッジ型・インバース型ETFが登場したこと、米国等の外国株指数連動型のETFが多数上場しアセットクラスが多様化したこと、機関投資家に対するプロモーション等の普及活動等があったと考えられる。

「ETF受益者情報調査」（東京証券取引所2013年7月末調査）によると、ETFの利用者は3.6%増加し、38万人を上回っている（表1）。このうち98%以上が個人・その他となっており、受益者の多くが個人となっている。受益権口数ベースでは（表2）、個人・その他の比率は9%に下がり、信託銀行が41.2%、生命保険会社10.8%、外国法人等10.2%、都銀・地銀等9.5%と続く（表1、2、3、それぞれ2013年7月末の状況）<sup>(6)</sup>。

カテゴリー別にどのETFを誰が保有しているか示しているのが表4である（同じく2013年7月末の状況）。日本株指数に連動するETFを保有しているのは主に都銀・地銀等の金融機関であり、個人は外国株指数に連動するETFを多く保有、外国法人等がETNを多く保有していることがわかる。つまり、日本のETFの保有主体は、受益権口数、

表1 ETFの所有者別受益者数

	人	%
都銀・地銀等	391	0.1
信託銀行	76	0.0
生命保険会社	32	0.0
損害保険会社	18	0.0
その他の金融機関	980	0.3
証券会社	1,250	0.3
事業法人等	2,296	0.6
外国法人等	2,295	0.6
個人・その他	375,171	98.1

出所：東京証券取引所（2014）「ETF/ETN Annual Report 2014」

表2 ETFの所有者別受益口数

	単位	%
都銀・地銀等	39,654,008	9.5
信託銀行	171,289,103	41.2
生命保険会社	45,075,648	10.8
損害保険会社	199,110	0.0
その他の金融機関	37,680,673	9.1
証券会社	32,914,962	7.9
事業法人等	9,376,406	2.3
外国法人等	42,617,717	10.2
個人・その他	37,381,589	9.0

出所：東京証券取引所（2014）「ETF/ETN Annual Report 2014」

純資産総額ともに金融機関が中心といえる。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズがグリニッチ・アソシエイツに依頼した調査によると<sup>(7)</sup>、機関投資家の中でも信託銀行と都市銀行の存在が大きい。都市銀行の取引高が大きい背景には銀行に対する規制が影響している、と説明されている。銀行が株に投資できるのはTier1自己資本比率と同額までに制限されるが、ETFは株ではなくファンドと見なされることから、ETFに投資することで株に投資することが可能とな

表3 部門別保有純資産総額

	億円	%
都銀・地銀等	6,853	10.8
信託銀行	27,192	42.9
生命保険会社	5,735	9.1
損害保険会社	39	0.1
その他の金融機関	6,032	9.5
証券会社	4,952	7.8
事業法人等	1,355	2.1
外国法人等	5,787	9.1
個人・その他	5,363	8.5

出所：東京証券取引所（2014）「ETF/ETN Annual Report 2014」

っているのである<sup>(8)</sup>。投資信託よりもETFへの投資を増加させる都市銀行が増えている背景には、投資信託よりも流動性が高い、マーケットの情報にアクセスしやすいといった利便性が評価されたため、とされている<sup>(9)</sup>。

「ETF・ETN Annual Report 2014」では、残念ながら、資産クラスごとの残高は示されていないが、イボットソン・アソシエイツジャパン資料によると、圧倒的に多いのが、日経225連動型、TOPIX連動型のETFである。その他の資産クラスの伸びは非常に限られる（図6）。

図6によると、日経平均連動型のETFの残高は全体の51.2%、TOPIX連動型ETFの残高は全体の38.8%を占める（2014年2月末時点）。両者の合計は90%であり、株式型のETFの人気が高いことが伺われる。残る10%の残高で見れば、その他の国内株式、外国株式、外国REITはシェアを落としているが、デリバティブ、国内REIT等のシェアは増加している（図7参照）。

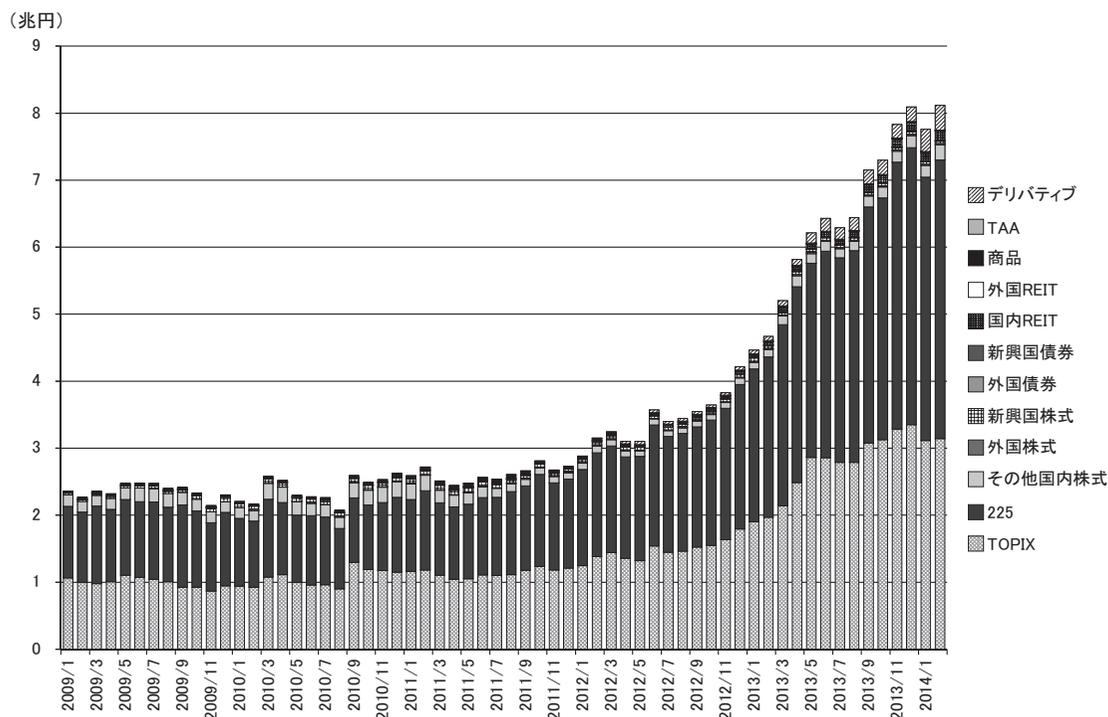
資産クラス毎の残高ベースでは株価指数連動型のETFが90%を占めるが、取引額で見れば興味深い結果が示される。2013年にデリバティブ型ETF（レバレッジETF）の取引が急拡大しているのである（図8、9）。

表4 カテゴリー別にみた所有者別受益権口数

	日本株指数 (74銘柄)	REIT指数 (3銘柄)	外国株指数 (21銘柄)	その他 (11銘柄)	ETN (19銘柄)
都銀・地銀等	38,766,464	881,152	6,392	-	-
信託銀行	170,210,997	11,568	71,457	955,081	-
生命保険会社	45,075,648	-	-	-	-
損害保険会社	198,110	-	1,000	-	-
その他の金融機関	36,992,499	210,113	426,759	47,980	3,322
証券会社	31,046,631	135,535	1,262,596	443,779	26,421
事業法人等	7,769,672	110,317	229,200	1,254,287	12,930
外国法人等	38,314,437	398,711	833,392	800,839	2,270,338
個人・その他	27,017,173	1,006,094	4,999,820	4,000,513	357,989

出所：東京証券取引所 (2014) 「ETF/ETN Annual Report 2014」

図6 ETF資産クラス毎の残高

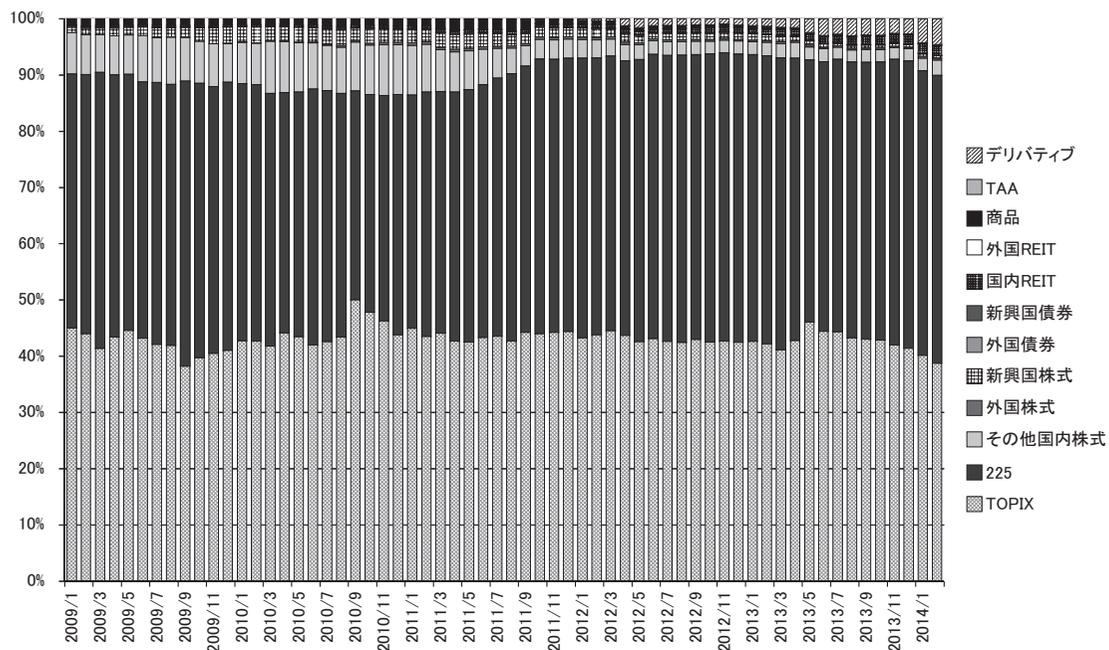


出所：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン。

2013年の月次取引金額を足して平均を求めると、TOPIX 連動型ETFの取引額は全体の42.1%、日経平均連動型ETFは9.3%、デリバティブ型ETFは26.5%の比率を占める。

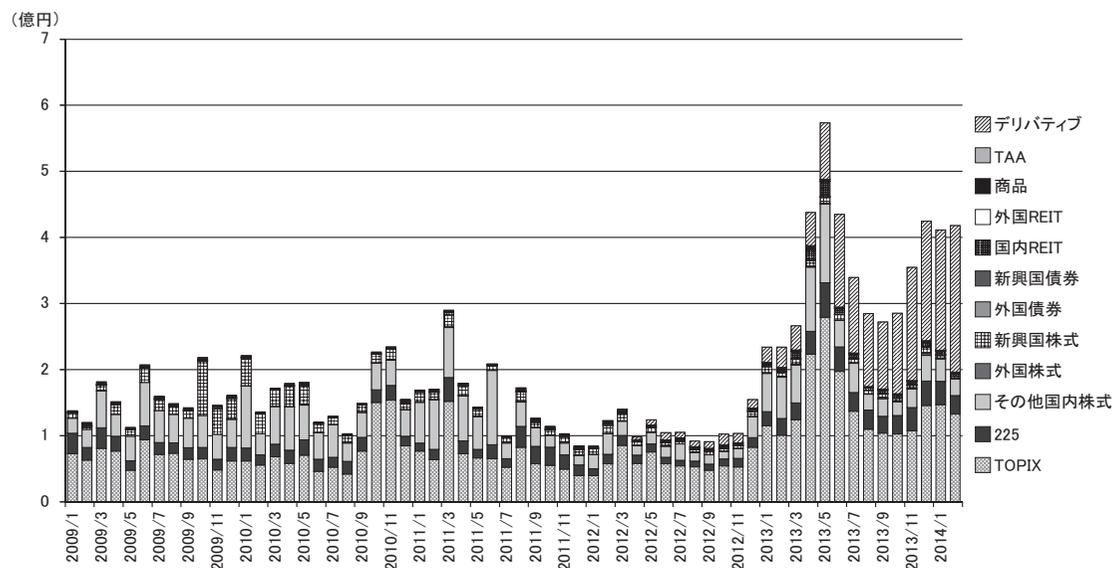
2014年2月に限定すれば、TOPIX型が31.8%、日経平均型が6.7%なのに対し、デリバティブ型ETFの取引額は52.3%もの比率を占めており、商品の多様化が功をなしている

図7 ETF資産クラス毎のシェア



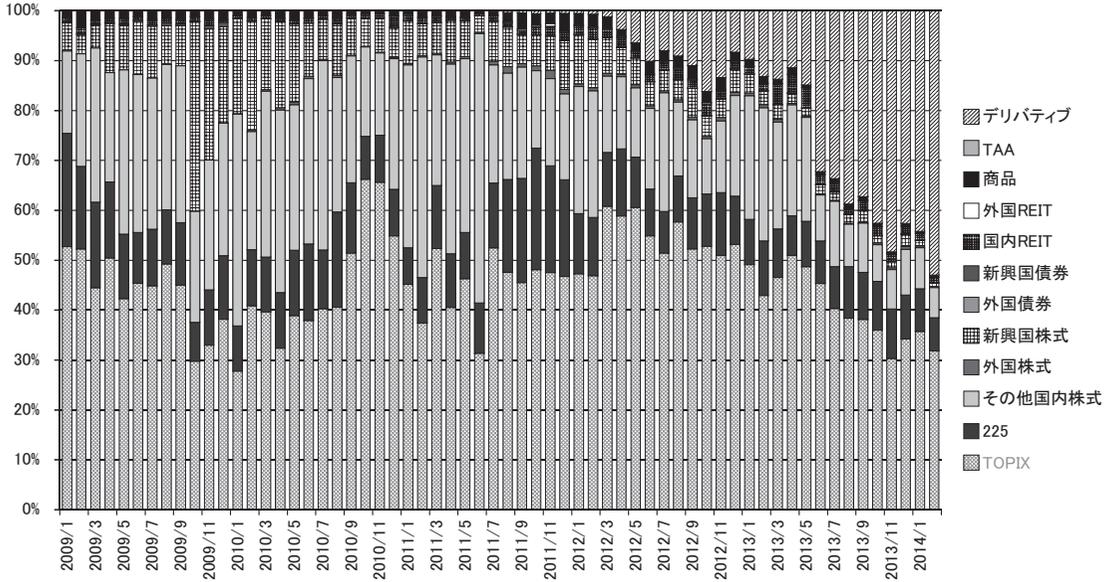
出所：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン。

図8 ETF資産クラス毎の取引額



出所：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン。

図9 ETF資産クラス毎の取引額のシェア



出所：イボットソン・アソシエイツ・ジャパン。

表5 年間売買高トップ5のETF

(単位：千円)

	コード	略称		年間売買代金	年間売買高
第1位	1570	日経レバETF	レバレッジ型・インバース型	10,816,847	1,223,110,652
第2位	1321	225投信	日本株 (市場別)	3,137,349	224,054,564
第3位	1330	上場225	日本株 (市場別)	1,929,818	136,002,000
第4位	1306	TOPIX 投	日本株 (市場別)	1,693,585	1,472,753,960
第5位	1568	TPX2倍	レバレッジ型・インバース型	1,602,100	87,172,120

出所：東京証券取引所 (2014) 「ETF/ETN Annual Report 2014」

といえよう。

「ETF/ETN Annual Report 2014」から、2013年の年間売買代金トップ5のETFを取り出したのが表5である。2銘柄がデリバティブ型(日本取引所の分類ではレバレッジ型・インバース型)であり、ともに2012年4月に上場されている比較的新しいETFである。

### 3. グローバルETF市場と規制動向

リーマン・ショック後の2008年にETFの

残高は僅かに減少したが、その後一貫して市場が拡大していることを確認した。2014年2月時点で、世界のETFの残高は、Blackrock社の発行する“ETF Landscape, End March 2014”によると、2兆4,470億ドルである。この残高を、ファンドの設立地、組み入れ対象別、発行会社別、保有者別に確認する。そして、3.1節にて世界最大の市場である米国ETF市場を概観する。

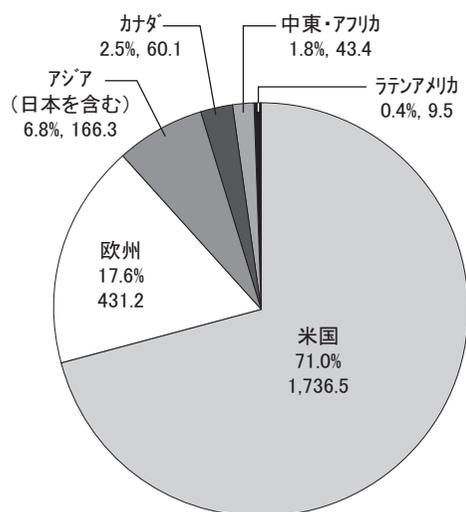
欧米とは異なり、アジア諸国は経済的な融合がまだ進んでいないことから、シンガポー

ルや香港の取引所はETFの重複上場に力を注いでいる。日本の取引所とは異なる戦略をとる両国のETF市場については、3.2節にて考察する。近年、金融監督規制に関する

国際機関等からETFに関する懸念が表明されている、この点については3.3節にて紹介する。次章では日本のETF市場における今後の課題をまとめる。

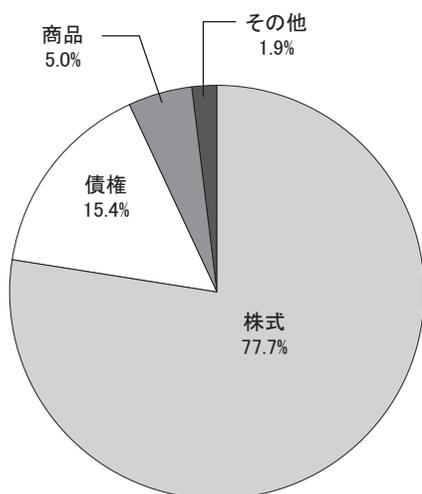
ファンドが設立される国は米国が7割以上(71%)を占める。次いで欧州が17.6%、アジア6.8%と続く(図10)。組み入れ対象別では株式が77.7%を占め、次いで債券15.4%、商品5%となっている(図11)。発行会社(=運用会社、プロバイダーとも呼ぶ)別では、上位3社の寡占状態となっている。最大のシェアを誇るのはアイシェアーズ(iShares)であり、38.8%のシェア、運用金額は6,735億ドルに達する。第二位と第三位はそれぞれステイト・ストリート(21.9%、3,798億ドル)とバンガード(20.2%、3,513億ドル)である<sup>(10)</sup>。ETFの保有者構造は国によって異なっており、米国では個人と機関投資家が約半々、欧州では機関投資家の割合が8割を占める(Ramaswamy(2011))。

図10 設立地別シェアと残高(10億ドル)



出所：BlackRock “ETF Landscape, April 30, 2014”  
より筆者作成。

図11 組み入れ対象別シェア



出所：BlackRock “ETF Landscape, April 30, 2014”  
より筆者作成。

### 3.1 米国ETF市場の投資家

世界のETF市場の7割以上を占める米国ETF市場の規模、組み入れ資産、プロバイダーは、先に見た世界の状況と似ている。ここでは、Investment Institute(2014)に基づき、ETFを保有する個人投資家の特徴について紹介する(表6)<sup>(11)</sup>。

米国でETFを保有する家計は、全米平均の家計年収(50,000ドル)の倍近く(96,800ドル)を得ており、既婚率が高く(80%、全米平均は63%)、学歴が高く(4年制大学卒以上の比率が60%、全米平均は33%)、保有金融資産が多く(45万ドル、全米平均は7万5千ドル)、IRA、DCプランに加入している比率が高いという特徴が浮かび上がる。これらの特徴は、個別株を保有する家計、投資信託を保有する家計と比べても僅かながらではあるが高い傾向にある。家長の平均年齢が若いことも特徴といえよう。つまり、米国では平均的にみて年収・学歴が高く、金融資産を

表6 ETF 保有家計の特徴

	米国の平均家計	ETF を保有する家計	投資信託を保有する家計	個別株を保有する家計
中央値				
年齢	51歳	49歳	52歳	52歳
年収	50,000ドル	96,800ドル	80,000ドル	90,000ドル
金融資産	75,000ドル	450,000ドル	200,000ドル	300,000ドル
全体に占める割合 (%)				
既婚または事実婚	63	80	76	75
配偶者死亡	11	6	7	8
4年制大学卒業以上	33	60	47	52
就業者	57	71	69	67
退職者	30	32	28	32
IRA に加入している家計	38	78	63	65
DC プランに加入している家計	53	77	85	76

出所：Investment Company Institute (2014) より筆者作成。

より多く保有する若い層がETFに積極的に投資をしているといえる。

しかし、この投資家層がETFをよく理解しているとは必ずしも言えないというサーベイ結果も存在する<sup>(12)</sup>。石井(2013)は、米国の個人投資家がETFへ注目しはじめた理由として、ETFが低コストで流動性に優れたパッシブ運用であることが金融危機後に評価されるようになったこと、その結果金融機関も営業戦略の中に取り入れざるを得なくなったことを挙げている。石井(2013)では、ブラックロック社のETFの売買取引手数料を無料にしたフィデリティの取り組み等、興味深い事例も紹介されている。星(2013)においても、ETFの運用手数料の低下と売買取引手数料無料化の動きがETFの人気を高めていくことが示唆されている。同時に、アクティブ型ETFへの関心の高まりについても指摘されているが、ETF市場の拡大とともに、金融監督規制に関係する国際機関や米国SECからETFに関する懸念が表明されるようになってきている(3.3節にて議論)。

### 3.2 重複上場を推進するアジアのETF市場

シンガポールのETF市場について概観する。2013年に入り日本のETF市場が大きく成長したことにより、日本の市場規模はアジア太平洋地域の約半分(46.9%、80億米ドル)を占めている(表7)。日本のETF市場はアジア最大の市場となったが、アジアの市場から学ぶべき点について考察する。

シンガポールや香港はマーケットサイズが小さいため、欧米だけでなく、アジアの大国である中国やインド等アジア内の取引所と提携している。ETFも例外ではなく、他国で上場されたETFを両国でも上場する重複上場が多いという特徴がある。機関投資家のアクセスが容易ではないインド等へ投資する機会としてETFが活用される等、利便性の向上に貢献している<sup>(13)</sup>。重複上場する銘柄の効率性を分析する実証研究なども存在する<sup>(14)</sup>。

日本の取引所においても重複上場されるETFは増えてきているが、2014年7月末現在、東京証券取引所に上場されている外国籍ETF(東京証券取引所の分類では「海外

で組成されたETF』)は158銘柄中25銘柄である<sup>(15)(16)</sup>。ただ、日本には、外国に上場するETFを信託財産として日本国内で発行される受益証券発行信託の受益証券(JDR、Japanese Depositary Receipt=日本型預託証券)の制度があることを考慮すると、その数は多少増えると考えられる。星(2013)によると、2010年7月に最初のJDR制度を用いたETFが上場されている(2013年8月時点で28銘柄)<sup>(17)</sup>。

シンガポール取引所に上場されているETFはかなりの部分が重複上場である<sup>(18)</sup>日本では外国株式や外国債券、外国投資信託等を売買する際は外国証券取引口座を開設しなければならないことから、外国籍かどうかを区別しているが、シンガポール取引所ではこのような区別はない(付録2は、シンガポールの取引所に上場されている重複上場銘柄一覧、

Bloomberg 端末にて検索<sup>(19)</sup>)。シンガポールの場合は、52銘柄中41銘柄が外国籍と分類された。

両国はもともと欧米で組成された投資信託を国内で取り扱ってきたという歴史があり、重複上場を受け入れやすい環境であった<sup>(20)</sup>。海外市場で実績があるETFを自国市場に上場し、マーケットの活性化を図っているといえる。

日本で重複上場ETFが増えない背景には、日本の取引所の法制、実務の両面で海外ETFの重複上場に対するハードルが依然高いことを示している。上場する際に必要な日本語のドキュメント作成、日本語での開示がコストになるという意見もある。日本ではJDRを活用することによって、外国ETFを上場させるなどの施策も有益であろう。

表7 アジア太平洋地域のETF市場

	ETF 銘柄数	資産残高 (単位：百万米ドル)	シェア (%)
オーストラリア	69	6,294	3.7%
中国	83	23,796	13.9%
香港	94	33,736	19.8%
インド	39	1,807	1.1%
インドネシア	4	44	0.0%
マレーシア	4	304	0.2%
ニュージーランド	5	307	0.2%
フィリピン	1	18	0.0%
シンガポール	31	2,516	1.5%
韓国	148	17,477	10.2%
台湾	19	4,266	2.5%
タイ	16	175	0.1%
アジア太平洋地域合計	513	90,740	53.1%
日本	132	80,043	46.9%
日本を含むアジア太平洋地域合計	645	170,782	100.0%

出所：S&P Dow Jones Indices 社の統計より筆者作成。

### 3.3 ETF をめぐる規制動向

2011年以降、金融監督規制に関係する国際機関等からETFに関する懸念や報告書が出されるようになってきている。IMF(International Monetary Fund, 国際通貨基金)、FSB(Financial Stability Board, 金融安定理事会)、BIS(Bank for International Settlements, 国際決済銀行)、IOSCO(International Organization of Securities Commissions, 証券監督者国際機構)の各機関からETFに関する報告書類が公表されている。IMF(2011)は、“Global Financial Stability Report Durable Financial Stability Getting There from here”の中にある付録 Annex 1.7 “Exchange-Traded Funds: Mechanics and Risks”にて、ETFのシステムック・リスクについて触れている。FSB(2011)は、7ページからなる報告書“Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)”を公表している。BISからは、Srichander Ramaswamy氏のワーキングペーパー・No.343、“Market structures and systemic risks of exchange-traded funds”が関連する本稿ではRamaswamy(2011)として扱う<sup>(21)</sup>。2012年にはIOSCO専門委員会から市中協議文書IOSCO(2012)も出されている。これらについては、門前(2011)、杉田(2012)、今井(2012b)、大橋(2012)等で取り上げられている。

Ramaswamy(2011)は、米国をはじめ世界のETF市場では現物拋出型のETFが多いが、欧州ではデリバティブを利用したシンセティック型ETFが急増していることを問題視している。シンセティック型ETFは構造上の特徴として、目標とするインデックスに必ずしも含まれていない銘柄を含む資産を運用し、得られる利回りと同インデックスのリターンをカウンターパーティとスワップする形態が多い。このことから、インデックスを複製するコストも高くなるため、発行体の信用リスクを勘案するべきとの考えである。ま

た、Ramaswamy(2011)では、銀行がシンセティック型ETFを利用することにより、バーゼルⅢの流動性カバレッジ比率の分母の構成要素を低下させることができ、結果として流動性カバレッジ比率を高める効果があると説明している。

FSB(2011)については、杉田(2012)で要約されている。FSB(2011)のポイントは、大きく分けて2点あり、一点目はデリバティブを活用するシンセティック型ETFが急増している点を問題にしている。このため、カウンターパーティ・リスク(信用リスク)が存在すること、流動性が枯渇し金融システムに悪影響を及ぼす可能性があること、利益相反の恐れがあることを指摘している。二点目として、ETFの発行会社は、ETFの運用報酬率が低いため、証券貸付によって収益を得ようとするインセンティブが働くことから、大規模な換金売りが原証券の市場に影響する可能性があることである。杉田(2012)によると、FSB(2011)の意見は、ETFの複雑な仕組みや担保証券の明細について、投資家向けディスクロージャーを充実させるとともに、当局向けの報告要件を強化するべき、という主張にまとめられる。

IOSCO(2012)の市中協議文書“Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds, Consultation Report”は、規制当局の主要な規制上の問題について考察し、規制当局と実務家の双方にとっての指針となる15の原則を提案している。IOSCO(2012)については大橋(2012)にて詳細に解説されているのでそちらに譲りたい。本稿で概説したRamaswamy(2011)、FSB(2011)と同様に、レバレッジ型ETF、インバース型ETF(ともにデリバティブを利用したシンセティック型ETF)に関わるリスクが懸念されているが、さらなる調査研究が必要であることを述べている。

#### 4. わが国 ETF 市場の課題

様々な観点からETF市場について考察してきた。日本のETF市場をアジアの中核に成長させるためには、JDRを活用するなど、更なる環境整備をすすめることは必要であろう。

投資信託協会（2011）、舞田（2010）が指摘するように、投資家への啓蒙活動は今後も重要になると考えられる。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズがグリニッチ・アソシエイツに依頼した調査でも、日本の投資家に向けてより多くの情報とノウハウを提供する意義が大きいことが指摘されている。同調査では、日本の国債利回りが極めて低水準であることから債券よりも株のETFが今後さらに伸びるとみられている。投資信託協会（2011）の調査においても投資家のETF認知度が低いことが明らかであった。

その他の課題として、我が国ETF市場における価格形成の非効率性を指摘する研究もある。欧米ETF市場では、非効率な価格形成に関する研究は多く存在するが、同種の研究は日本では非常に限定的である（岩井（2011）、Iwai（2011）等が存在）。岩井（2011）は、非効率性の程度を計測し、その発生原因を考察し、流動性の低さや制度面での不備等が原因としている。

近年、株価の伸びとともに、ETF取引量も急増してきた。2.2節で確認したように、日経平均連動型のETFとTOPIX連動型ETFの残高を合計すると総資産額は90%に達しており、残高でみれば株式型のETFの人気は高い。しかし取引額でみれば、直近はデリバティブ型ETFの取引がETF全体の50%を超えることも珍しくない。商品の多様化が進んだことを歓迎する反面、デリバティブ型ETFの構造上の問題についても考察する必要性も高まっている。欧米の規制当局は早くからシンセティック型ETF（デ

リバティブを利用したETF）のリスクを指摘してきたが（IMF（2011）、FSB（2011）、Ramaswamy（2011）、IOSCO（2012））、日本ではまだ議論は進んでいない。シンセティック型ETFが抱える構造、発行体の信用リスク、金融システムに与える影響、利益相反の問題、ディスクロージャーのあり方等について、議論する必要は早晚生じるであろう。

#### 5. おわりに

本稿では、わが国のETF市場を様々な角度から概観して現状を明らかにし、課題について整理した。世界を牽引する米国ETF市場、特徴あるシンガポールETF市場と比較し、金融監督規制に関係する国際機関等から発表されたETFに関する懸念や報告書についても確認した。グローバル金融危機後も成長を続けるETF市場であるが、その中でもデリバティブを利用したETFの急増がもたらす問題、競争激化による原証券市場に与える問題等に関する懸念が表明されている。

翻って、わが国ETF市場は近年残高を伸ばしており、株価指数に連動するETFが多く、一見順調に成長している。しかし、デリバティブを利用したETFの取引額がETF全体の過半を占めることもあり、欧米が抱える問題についても無視できない状況になってきた。成長を続ける市場に対してさらに注視すべきであろう。主要国のトレンドを概観しつつ、わが国のETF市場について調査研究が進んでいくことを期待する。

#### 付録1：ETFについて

ETFはExchange Traded Fundの頭文字を取った略語であり「上場投資信託」と呼ばれ、東京証券取引所等の規則において定義されている。似た用語としてETN（Exchange Traded Note）があり、これは「上場投資証券」と呼ばれる債券型の商品であり、日本には2011年8月から取引が行われている（両者

の違いは下記の表参照)<sup>(22)</sup>。ETFの定義には、“指数に連動する”ことが加えられていたが、近年は指数を上回るパフォーマンスをめざすアクティブ運用型のETFも存在することから、ETFを“指数に連動する”とは定義できない(杉田(2012))。

	ETN	ETF
金融商品の種類	債券(国内では預託証券)	投資信託
裏付けとなる資産	なし	あり
指数との連動性	償還価額と指数は連動する	基準価額と指数の連動に誤差が生じることがある
信用リスク	発行体の信用リスクを投資家が負う	裏付けとなる資産は分別管理されており、投資家は運用会社の信用リスクは負わない

また、上記に加え、通貨上場投資信託(ETC)、コモディティ上場投資信託(これもETCと略される)を含む広義の商品名としてETP(Exchange Traded Product)という呼び名があり、上場取引型金融商品と呼ばれることもある。上場投資信託の商品に関する定義は、各国の市場で統一されていない。日本においては、東証有価証券上場規定により6つに分類される<sup>(23)</sup>。

付録2：シンガポールの外国籍ETF

略称	Bloomberg ティッカー	時価総額
シンガポール国内外のETF		
DBX MSCI CHINA	LG9 SP Equity	260,277,616
DBX MSCI IND	XMIN SP Equity	120,293,160
DBX MSCI INDIA	LG8 SP Equity	106,576,992
DBX MSCI THAIL	LG7 SP Equity	49,807,500
LYXOR UCITS ETF	ASI SP Equity	45,259,332
LYXOR-UC ETF AS	AEJ SP Equity	36,301,212
DBX AUD CASH	KV5 SP Equity	35,618,588
DBX AUD SSA BOND	K6Y SP Equity	33,188,576

DB X-TR II-IBX \$	XUTD SP Equity	32,579,528
DBX MSCI MALAY	LG6 SP Equity	29,184,750
DBX CSI 300	XCSI SP Equity	23,573,160
DBX MSCI WLD	XMWO SP Equity	15,750,400
DBX MRKT ABF SNG	KV4 SP Equity	15,313,377
DBX ABF KOR BOND	KT2 SP Equity	14,461,026
LYXOR ETF COMMOD	CRB SP Equity	12,400,960
DBX MSCI EM	XMEM SP Equity	9,426,450
LYXOR ETF COMMOD	CRN SP Equity	7,744,001
DBX SNG USD CSH	XSGO SP Equity	7,587,686
LYXOR-ETF TAIWAN	TWN SP Equity	7,499,279
DBX BRAZIL	XMBR SP Equity	7,121,400
LYXOR ASIAJP-\$	APEX SP Equity	6,695,911
LYXOR NASDAQ-\$	NDX SP Equity	6,497,153
LYXOR-ETF JAPAN	JPN SP Equity	6,336,574
LYXOR-LATIN AM-E	LTM SP Equity	5,895,335
DBX MSCI RUS CAP	XMRC SP Equity	5,556,340
LYXOR UCITS ETF	HSI SP Equity	5,429,255
DBX DBLCI OY BAL	JOS SP Equity	4,957,500
LYXOR-ETF DJ I-B	DJI SP Equity	4,447,301
LYXOR-MSCI K-USD	KRW SP Equity	4,438,777
LYX-MSCI MALAY-B	MAL SP Equity	4,244,566
DBX EM ASIA	XMAS SP Equity	4,094,040
LYXOR-MSCI WOR-E	WLD SP Equity	3,428,442
LYXOR-ETF RUSSIA	RUS SP Equity	3,008,522
DBX PACIFIC EXJP	XPXJ SP Equity	2,721,600
LYXOR MSCI INDO	INDO SP Equity	2,682,193
DBX AUD CASH	KV7 SP Equity	2,510,955
LYXOR ETF MSCI-B	MEU SP Equity	2,304,798
LYXOR ETF THAI	SET SP Equity	2,230,170
LYXOR-EAST EUR-B	CEC SP Equity	2,198,669
DBX AUD CASH	KV6 SP Equity	2,002,601
DBX MRKT ABF IND	SH8 SP Equity	1,630,589
シンガポール国内のETF		
ISHRS-MSCI INDIA	INDIA SP Equity	724,814,976
SPORE-BOND IDX F	SBIF SP Equity	515,592,544
SPDR STI ETF	STTF SP Equity	425,039,968
NIKKO STI ETF100	DBSSTI SP Equity	115,070,696
ISHA ASIA H/Y BD	AHYG SP Equity	83,333,264
CIMBFTSE ASEAN40	ASEAN SP Equity	48,994,500
UNTD-SSE 50 CH	USSE50 SP Equity	48,440,596
ISHRS-US ASIA BD	AJAC SP Equity	48,142,804
CIMB S&P ASIA DV	CIMBDVD SP Equity	17,968,500
ISHRS-AS LOC BD	ABLCL SP Equity	9,305,064
ISHA ASIA 1-3	ASHY SP Equity	1,706,103

**【参考文献】**

- 石井康之 (2011) 「金融危機後に米国個人投資家へ浸透するETFとリテール金融機関」『野村資本市場クォーターリー』2011 Spring
- 今井幸英 (2012a) 「日本のETFの現状と課題」『月刊資本市場』No.319
- 今井幸英 (2012b) 「知られていないETF投資の実際」週刊金融財政事情5月/21号
- 岩井浩一 (2010) 「ETF市場における価格形成の一考察」『証券アナリストジャーナル』VOL.48, NO.11
- 岩井浩一 (2011) 「日本のETF市場における非効率性とその発生原因」『金融庁金融研究センター』
- 大橋善晃 (2012) 「IOSCO 専門委員会による市中協議報告書「ETFの規制にかかわる原則」について」『証券レビュー』第52巻第6号
- 木村亮太・亀井達彦 (2012) 「ETF市場の最近の動向とその発展に向けた東証の取組み」『月刊資本市場』
- 杉田浩治 (2010) 「金融商品としてのETFの特性」『証券アナリストジャーナル』VOL.48, NO.11
- 杉田浩治 (2012) 「世界のETF・二〇年の変遷と今後の展望」『証券レビュー』第52巻第1号 公益財団法人日本証券経済研究所社団法人投資信託協会 (2011) 『投資信託に関するアンケート調査報告書』
- 杉田浩治 (2010) 「金融商品としてのETFの特性」『証券アナリストジャーナル』2010年11月号
- 藤川克己・國澤太作 (2010) 「グローバルETF市場について－海外においてETFの利用が活発化する理論的な背景について－」『証券アナリストジャーナル』
- 星治 (2013) 「活用広がるJDR～受益証券発行信託の大きな可能性～」『月刊資本市場』No.338
- 星隆祐 (2013) 「ETF市場の更なる拡大を牽引するアクティブ型ETF」『野村資本市場クォーターリー』2013 Summer
- 舞田浩二 (2010) 「日本のETF市場の発展、これからの課題と展望」『証券アナリストジャーナル』VOL.48, NO.11
- 舞田浩二 (2010) 「日本のETF市場の発展、これからの課題と展望」『証券アナリストジャーナル』2010年11月号
- 門前太作 (2011) 「ETFのシステミック・リスクに関する国際機関の報告書」『野村資本市場クォーターリー』2011 Summer
- 樋口航・長瀬威志 (2011) 「ETFの法的構造及び法規制の概要」『月刊資本市場』No.307
- 樋口航・宮下昌彦 (2013) 「JDRの上場制度の概要」『月刊資本市場』No.338
- Bank for International Settlements (2011) “Market structures and systemic risks of exchange-traded funds”, Working Papers No 343
- BlackRock (2012) “ETP Landscape Fixed Income Special Report August 2012”
- Charoenwong, Charlie and Chee Ng (2009), “Benefits of co-trading: evidence from Australia and Singapore Stock Exchanges” Capital Markets Review, vol. 17
- Koichi Iwai (2011), “Why Does the Law of One price Fail in Japanese ETF” Financial Research Center, FSA
- Financial Stability Board (2011), “Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)”, 12 April 2011
- International Monetary Fund (2011) “Global Financial Stability Report Durable Financial Stability Getting There from here” Annex 1.7 “Exchange-Traded Funds: Mechanics and Risks” April 2011
- International Organization of Securities Commissions (2012), “Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds, Consultation Report” CR05/12, March

2012  
Investment Company Institute (2014),  
“2014 Investment Company Fact Book A  
Review of Trends and Activities in the  
U.S. Investment Company Industry 54th  
edition”  
Ramaswamy, Srichander (2011), “Market  
structures and systemic risks of exchange-  
traded funds” BIS Working Papers No.343

**【注】**

(\*) 本稿の作成に当たっては、社団法人信託協会より研究助成「信託研究奨励金」を受けた。ここに記し深く感謝の意を表したい。あり得べき誤りは筆者に帰属する。なお、本論文の内容や意見は、筆者個人に属するものであり、筆者が属する機関等の見解を示すものではない。

- (1) ETFの簡単な特徴等については付録1を参照。
- (2) 岩井(2011)では、市場創設が早いにもかかわらず2010年10月時点で世界全体の2.3%を占めるにすぎない、と述べられている。
- (3) 組み入れ資産の時系列推移については杉田(2012)が詳しい。
- (4) 日本のETF市場は2001年にスタートしたとする説が多いが、ETFに相当する商品が初めて登場したのは1995年のことであった。日経300株価指数連動型上場投資信託が1995年5月に東京証券取引所と大阪証券取引所に上場された。樋口・長瀬(2011)によると、この商品は現物設定が認められず、追加設定等に制限があり、出来高が低迷し取引は多くない。
- (5) 今井(2012a)によると、リーマン・ショック後に欧米でETFの普及が一段と進んだ理由について「流動性が高い」ことが高く評価されたからだと説明している。リーマン・ショック後に流動性が低く価格発見が難しい金融商品への投資が減り、追加

型の投資信託であるETFへの投資が増えたことを詳細に述べている。

- (6) 受益権口数では、都銀・地銀等につづく保有者として、その他の金融機関(9.1%)があげられている。この中には日本銀行による保有が含まれる。
- (7) 機関投資家向けの調査の申込フォームに登録することでダウンロード可能である。申込先は、<http://www.etfusesjapan.com/?pg=home>。
- (8) ETFの保有報告義務についても株式との違いがある。個別株式は発行済総数の5%を超えて保有する際には、5営業日以内に大量保有報告書を提出する義務があるが、ETF(日本国籍のもの)に関しては報告対象外である。
- (9) ETFに関する会計処理の方法等は今井(2012b)が詳しい。
- (10) アイシェアーズ(iShares)は、世界最大の資産運用会社ブラックロック社傘下にある。ブラックロックは、2009年に旧パークレイズ・グローバル社のETF部門を買収している。
- (11) Investment Company Institute(米国投資会社協会)は、毎年300ページ近い厚みのFactbookを出しており、この中で様々な調査結果が報告される。
- (12) “Investors clueless about ETFs: Survey”というニュース記事では、ETFを保有している個人投資家のうち、ETFについてよく理解しているという投資家は半分に満たず、インターネットからETFに関する情報を入手している投資家が過半数を占めているという結果が報告されている。  
<http://www.investmentnews.com/article/20101228/FREE/10122952#>
- (13) 第5回ETFコンファレンスのパネルディスカッションにて、シンガポール取引所シニア・バイス・プレジデントおよびデリバティブ部門代表のマイケル・シン氏は次のように述べている。「アジアの債券

- ETFを複数の通貨で上場するなど、今後はアジア各国の通貨を扱うことを視野に入れている。アジアは欧州とは異なり経済的な融合がまだ起きていないが、今後はシンガポールを中心にこれが進むと考える」  
<http://fund.nsjournal.jp/gaikyo/473.html>。
- (14) Charoenwong and Chee Ng (2009)では、効率的フロンティアを描くなどして、シンガポールとオーストラリアに重複上場する個別銘柄のメリットを実証分析している。
- (15) 東京証券取引所における重複上場銘柄のETFに関する基準値段設定等に関しては、東証外国株のページ (<http://www.tse.or.jp/rules/foreign/>) にて公開されている。「外国ETF・外国商品現物型ETF上場の手引き」は以下にて公開されている。  
<http://www.tse.or.jp/rules/etf/format/b7gje60000005re5-att/b7gje6000000hhwl.pdf>
- (16) 日本で上場されていないETFであっても、日本の証券会社で取引可能なものもある。国内で組成され、国内の金融商品取引所(東京証券取引所や大阪証券取引所等)に上場されているETFは国内籍ETFと分類される。海外で組成されたETFは外国籍ETFと呼ばれるが、国内の金融商品取引所にも上場しているものが重複銘柄にあたる。国内籍ETFと国内で上場されている外国籍ETFはどの証券会社でも売買が可能である。外国籍ETFの多くは海外の取引所に上場しており、特定の証券会社で特定の外国籍ETFを売買することが可能である。
- (17) JDR上場制度の詳細については樋口・宮下(2013)が詳しい。
- (18) シンガポール取引所のETF銘柄は以下にて確認できる。  
<http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/cfb2a4004983d70bb8befb2574a59187/ETF+Summary+InfoAug2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=cfb2a4004983d70bb8befb2574a59187>。プロバイダーとして、ドイツ銀行、リクソーの存在感が大きい(ドイツ銀行はdb x-trackersシリーズ、リクソーはLyxorと表示)。  
 香港交易所のETF銘柄は  
<http://www.hkex.com.hk/eng/etfrc/ETFTA/ETFTradingArrangement.htm>にて確認できる。
- (19) Bloomberg 端末にて、シンガポール取引所に上場されているETFの中からシンガポール籍のETFを除外したものの一覧である。なお、この検索にて東京証券取引所に上場されているETFから日本籍のETFを除外して外国籍のETF数をリストアップすると156銘柄中9銘柄であった(2014年8月末時点)。
- (20) Paul Amery “The Asian Challenge” July 28, 2009. ETF.com
- (21) 個人のワーキングペーパーであるが、他の国際機関と同時期に発表されたことから、日本では他の公的機関と同様に公的な取り扱われることが散見される。しかし、論文には「意見はすべて個人的な見解である(The views expressed in them are those of their authors and not necessarily the views of the BIS.)」ことが述べられている。
- (22) 取引所で取引されるETFの種類は、内国ETF、外国ETF、外国ETF信託受益証券、内国商品現物型ETF、外国商品現物型ETF及び外国商品現物型ETF信託受益証券に分類される(東証有価証券上場規定100条第1号)。
- (23) 種類ごとの金融商品取引法上の位置づけ等については樋口・長瀬(2011)が詳しい。

(はらだ きみえ)