

ETF の仕組みと年金運用への可能性

ETF（株価指数連動型上場投資信託受益証券）の取引が始まった。ETF は、証券取引所に上場され、取引される投資信託で画期的な金融商品と言えよう。ETF の概要を解説する。

ETF(Exchange Traded Funds)は、証券取引所に上場されている投資信託で、特定の株価指数に連動することを目的に運用される。金融庁長官が4種類の株価指数（TOPIX、日経300、日経225、S&P/TOPIX）を指定したが、現在、TOPIX連動型が3本、日経225連動型が2本の計5本が、3つの投信委託会社より提供されている（図表1）。

図表1 ETFの種類

TOPIX連動型

コード	名称	委託会社	上場場所
1305	ダイワ上場投信ートピックス	大和証券投資信託委託	東京証券取引所
1306	TOPIX連動型上場投資信託	野村アセットマネジメント	東京証券取引所

日経225連動型

コード	名称	委託会社	上場場所
1320	ダイワ上場投信ー日経225	大和証券投資信託委託	大阪証券取引所
1321	日経225連動型上場投資信託	野村アセットマネジメント	大阪証券取引所
1330	上場インデックスファンド225	日興アセットマネジメント	東京証券取引所

(注) このほか、既存の日経300上場投信がある。

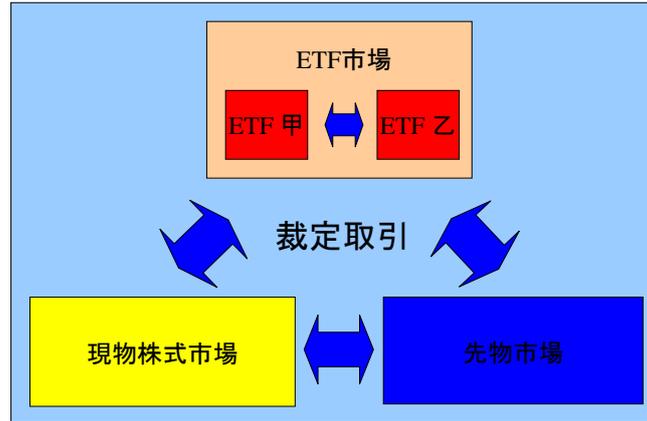
投資家は、通常、株式の売買と同様に、証券取引所でETFの売買ができる。売買価格は、ETFに対する需要と供給を反映した価格となる。個人投資家のような少額資金（7月末現在、約13万円）でも、低コストで市場全体の値動きに連動する運用が可能となる金融商品である。

また、金融機関や年金基金など、大規模な投資家は、証券会社を通じて、現物株式による追加設定（ETFの買付け）、交換（ETFの売付け）も可能である。公表されるある一定の株式ポートフォリオによってETFの取得や、ETF受益証券を現物株式に交換ができるため、機関投資家が、保有するポートフォリオのパッシブ化や、裁定取引等にも利用できる。

ETFは、1990年にカナダのトロント市場に上場されたのが初めて、現在では米国のアメリカン証券取引所（AMEX）が、100銘柄に及ぶETFを積極的に上場し、純資産額は約800億ドルに達している。S&P500指数やダウ工業株30指数に連動するETFが、個人や機関投資家に幅広く利用されているようである。

ETFには、①指数に対する連動性が高い、②低コスト、③マーケット・インパクトが小さい、④個別銘柄の入れ替えが不要、⑤最低売買単位が低い、などの特徴がある。目標とする指数に対する連動性は、ETFが現物株式ポートフォリオによる追加設定、交換ができることから、ETF間、ETFと現物株式間、ETFと先物市場間の裁定取引などを通じて、確保される（図表2）。

図表2 裁定取引による指数との連動性維持



コスト面では、在来のインデックス型投資信託のコスト（運用報酬と資産管理報酬の合計）が年0.5～1.0%であるのに対して、ETFは約0.25%程度と低コストである。しかし、ETFの誕生を手放しでは喜べない。

日本で新しい投資信託が導入される場合は、当局の政策判断や企業の要請などの、いわゆる供給サイドのニーズに基づく場合が多く、投資家のニーズによって新商品ができることは少ない。有名な例では、中期国債が1970年代後半から80年代にかけて大量に発行されると、「中期国債ファンド」が設定され、中期国債消化の役割を担うことになった。

最近の例では、「不動産投資信託」があげられよう。これは、主に不動産を投資対象とし、購入した不動産の賃料収入や売却益を投資家に分配する投資信託であるが、不動産へ投資したい投資家が増えて生まれたというよりも、不良債権の受け皿的役割が期待されていると言えるのではないだろうか。

今回のETF導入も例外ではないだろう。企業や金融機関が保有する持ち合い株を、時間差を利用し、市場インパクトを小さくして、個人投資家等へ円滑に移転させる役割が期待されている面もあろう。しかし、その成り立ちがどのようなものであれ、ETFが画期的な金融商品であることは変わらない。

規模が大きい年金基金がパッシブ運用を行う際には、インハウス運用や、大規模な外部運用委託を行うことで、規模の利益により、低コストでの運用が可能であろう。しかし、中小規模の年金基金では、ETFの利用を選択肢の一つとして考慮できるだろう。また、厚生年金基金で代行返上を行う際に、特定の株価指数に連動するポートフォリオで物納することが可能となりそうだが、その際、ETFの利用も考えられる。

東京証券取引所は、AMEXと戦略的な提携を結んでおり、近い将来、海外のETFも東京市場で取引できる可能性がある。そうすれば、国内株式だけでなく、外国株式のパッシブ運用にもETFが利用できるようになり、投資家にとって利便性が向上するだろう。