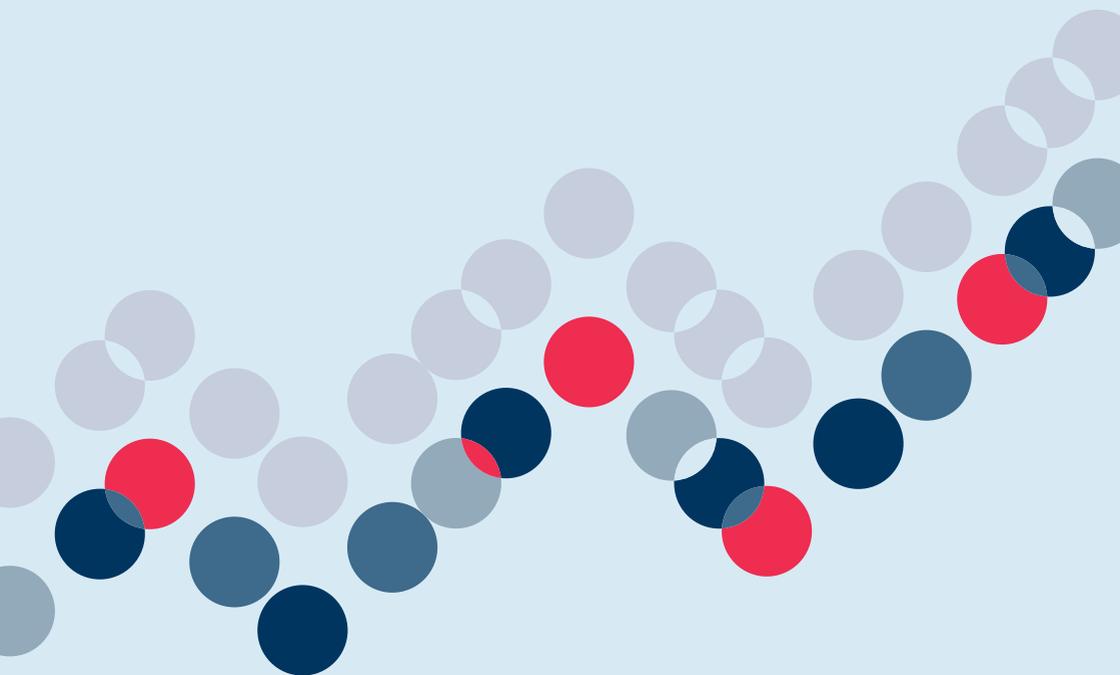


ETF

ハンドブック

上場投資信託に関する実践的ガイド



目次

| | | |
|---|------------------------|----|
| 1 | イントロダクション | 3 |
| | ETF現象 | 5 |
| | ETFのメリット | 6 |
| | 低コスト投資の重要性 | 7 |
| 2 | ETFの特徴 | 9 |
| | ETFの仕組み | 11 |
| | 発行市場 | 11 |
| | 流通市場とETFの価格設定 | 12 |
| | プレミアムとディスカウント | 13 |
| | ETFの流動性 | 14 |
| | 画面上の流動性 | 14 |
| | 非表面的流動性 | 14 |
| | 潜在的流動性 | 14 |
| 3 | ETFの取引方法 | 17 |
| | 取引のヒント | 19 |
| | 立会時間に注意すること | 19 |
| | 原資産の取引市場に注意すること | 19 |
| | ブロックレードとリスクプライシング | 19 |
| 4 | ETFの利用法 | 21 |
| | 戦略的利用 | 23 |
| | 資産配分 | 23 |
| | 流動性管理 | 23 |
| | ポートフォリオの完成 | 23 |
| | 戦術的利用 | 24 |
| | 戦術的調整 | 24 |
| | 現金のエクイティ化 | 24 |
| | 暫定的ベータ | 24 |
| | レバレッジ&インパース投資 | 24 |
| | L&I商品について | 25 |
| 5 | ETFのデューデリジェンス | 27 |
| | エクスポージャー | 29 |
| | 運用スタイル | 29 |
| | レプリケーション手法 | 30 |
| | 流動性 | 31 |
| | パフォーマンス | 31 |
| | コスト | 32 |
| | 取引コスト | 32 |
| | 保有コスト | 32 |
| | 税への注目 | 33 |
| | 香港におけるETFおよび課税：競争優位の源泉 | 34 |
| | ETFデューデリジェンスのチェックリスト | 35 |
| 6 | ETFの今後 | 37 |
| 7 | アジアのETF市場 | 41 |
| 8 | 用語集 | 45 |

イントロダクション

1

イントロダクション

上場投資信託（ETF）は、1990年にカナダで初の商品が上場されて以来急増しています。ETFに投資する投資家が増えてきたことで、ETFの独自性や仕組み、デューデリジェンスの実施方法を理解することが重要になっています。本ハンドブックの目的は、ETF初心者およびベテラン投資家を対象にETFについて詳細な解説を行うとともに、ETFをポートフォリオに組み込む際に必要となるツールを提供するためのものです。

ETF現象

ETFは世界で最も急速に成長している投資商品の1つであり、投資家による金融市場へのアクセス、また投資ポートフォリオ構築の手法を一変させています。2008年には全世界で1,500以上のETFが存在し、対象資産金額は7,000億米ドルを少々上回る規模でしたが、2017年12月には5,000以上のETF、対象資産金額は4兆5,000億米ドルまでも達しています¹。

5,000以上の
ETFが存在し、そ
の対象資産金額は
4兆5,000
億米ドル以上

比較的最近まで、ETFは主に北米および欧州市場で人気を集めていました。しかし、低コストで効率性・流動性に優れ、証券取引所で取引可能という特徴を持つETFは、アジア・太平洋地域の投資家の間でも人気が高まっています。

グローバルETF資産の成長



出典：ETFGI Industry Insights Global, December 2017

¹ 出典：ETFGI Industry Insights Global, December 2017.

ETFのメリット

ETFには従来のミューチュアルファンドと比較して注目すべきメリットがあり、投資家がそれらに気付き始めたことで人気が高まってきました。



アクセス性

各種アセットクラス（株式、債券、コモディティ、不動産など）、市場（地域、セクターなど）、戦略（ファクター、レバレッジ&インバース、ESGなど）への安易なアクセスが可能



利便性

標準化されたアセットクラスのため、証券会社や取引プラットフォームを通じて上場株式と同様の取引が可能



コスト効率性

同等のミューチュアルファンドよりも経費率が低く、ETF取引は原証券のバスケットの取引よりも安価なのが一般的



分散性

ETFは1回の取引で株式バスケットへの投資が可能



透明性

定期的に保有分が公表され、取引時間中は基準価額がアップデートされる



低コスト投資の重要性

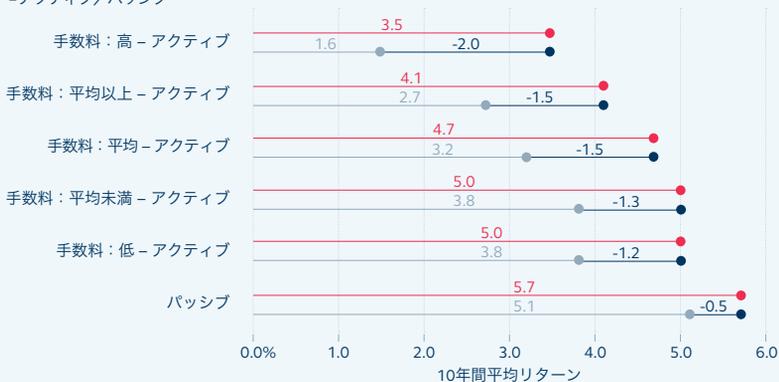
ETFの主なメリットの1つとして、低コストでの取引が挙げられます。ファンドのコストは、投資の予想リターンを算出する際もっとも大切な指標の1つであるため、これは重要な意味を持ちます。調査の結果、投資のタイミングを考慮した場合、高価なファンドほどファンドの時間加重利益率と投資家が手にする実際のリターンの間にギャップが大きいことが判明しています²。

ETFがパッシブなファンドであるかどうかに関わらず、標準化、透明性、競争激化の効果で、同等のミューチュアルファンドに比べ、より多くに低コストのエクスポージャーを各種投資戦略に触れさせらることを提供を意味します。たとえば2016年には、株式に投資する米国のミューチュアルファンドの平均³経費率は0.63%（投資分100ドルにつき63セント）でしたが、それに比べて株式インデックス型ETFの平均経費率は約3分の1（0.23%）でした⁴。

2016年では、株式に投資する米国のミューチュアルファンドの平均経費率が**0.63%**であるのに対し、ETFの平均経費率は**0.23%**であった

パッシブ投資でより大きなトータルリターンと小さなリターンギャップを実現

モーニングスター手数料レベル ● 10年間の投資家リターン - 10年間のトータルリターン = ● リターンギャップ
-アクティブ/パッシブ



出典：モーニングスター

² 出典：Morningstar, "Mind the Gap - Asia, 2017", May 2017

³ 出典：米国投資信託協会 (Investment Company Institute) による資産加重ベース。

方法論の詳細はhttp://www.icifactbook.org/ch5/17_fb_ch5を参照。

⁴ 出典：http://www.icifactbook.org/ch5/17_fb_ch5#etf

ETFの特徴

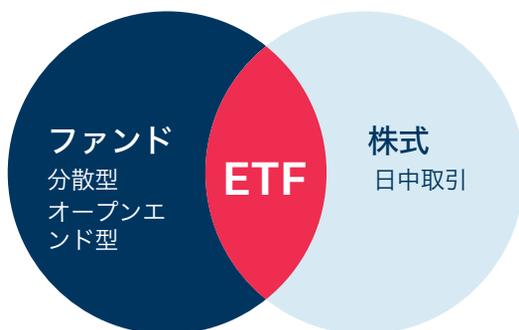
2

ETFの特徴

ETFは、ミューチュアルファンドと株式両方の特徴を兼ね備えたハイブリッド有価証券です。ミューチュアルファンドと同様に、ETFは投資目的や戦略に応じて集められた有価証券のポートフォリオで構成されるオープンエンド型ファンドです。

株式と同様に、ETFの株式は証券取引所の立会時間中いつでも取引可能です⁵。これに対し、ミューチュアルファンドやユニットトラスト投資は売買注文処理の頻度に制限（一般的に1日に1回）があることが多くなっています。

ETFとは？



ETFの仕組み

発行市場

ETFを流通市場で取引可能とするには、発行市場の当事者による協議を経て発行されます。

ETFの起点となるのが発行者（資産運用会社）です。ETFの場合、指定参加者（AP）はETF（受益証券）の発行を発行者に申し込み可能で、大口の設定が一般的です。AP（参加ディーラーまたはPDとも呼称）には、大手銀行やブローカー／ディーラー、専門のトレーディング会社があるのが一般的です。

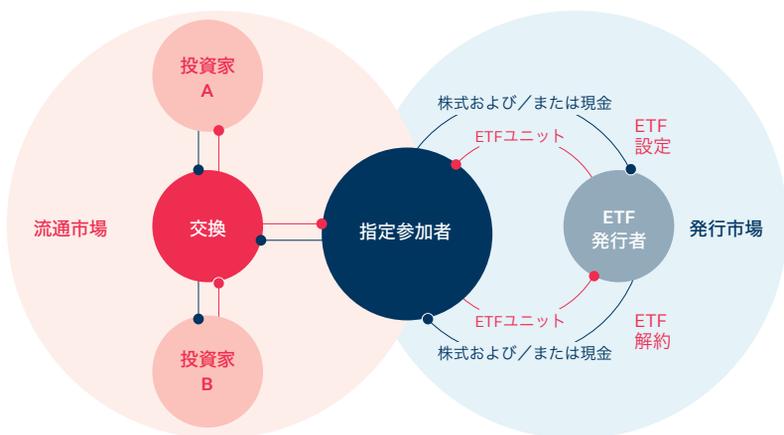
ETF（受益証券）設定時、APは発行者にインデックスの原株式および／または現金を拋出し（「設定バスケット」、バスケットは毎日発行）、代わりにETF（受益証券）を受け取ります。その後、APが投資家にETF（受益証券）を販売します。

⁵ETF店頭での取引が可能で、立会時間外および市場外でも、大量の売買を行う機関投資家が主に利用するオークションやその他の方法による場外取引が可能です。P.17の「ETFの取引方法」を参照ください。

反対にAPがETF（受益証券）を保有（例：流通市場で投資家から購入）し、それらを処分したい場合は、原株式のバスケットおよび／または現金と交換でETF発行者にETF（受益証券）を渡します（「解約バスケット」）。

ETFはオープンエンド型ファンドであるため、市場の需要に応じたETF（受益証券）設定および解約能力は、ETFと株式の流動性を差別化する重要な要因となります。これについては、ETFの流動性セクションで詳しく説明します。

ETFの設定および解約プロセス



流通市場とETFの価格設定

流通市場では、投資家は証券会社または取引プラットフォームを通じて証券取引所でETF（受益証券）を売買可能です。

（香港などの）多くの市場では、証券取引所はETFの流動性を向上させるためのマーケットメイク制度を導入しています。マーケットメイカー（流動性供給者）が市場で価格を提示することで、投資家は効率的かつ低コストでの取引が可能となります。マーケットメイカーは同時にAPとなることも可能ですが、必ずしもそうではありません。

ETFの価格は、売手の「Bid（売値）」価格と買手向けの「AskまたはOffer（買値）」価格の間をレンジとしてマーケットメイカーによって値付けされます。Bid-Askスプレッドの重要性は、投資家の目的や予想される保有期間によって異なってきます。

一般に、ETFの流動性が高くなるとスプレッドは小さくなり、ポジションの設定および解消が容易になります。

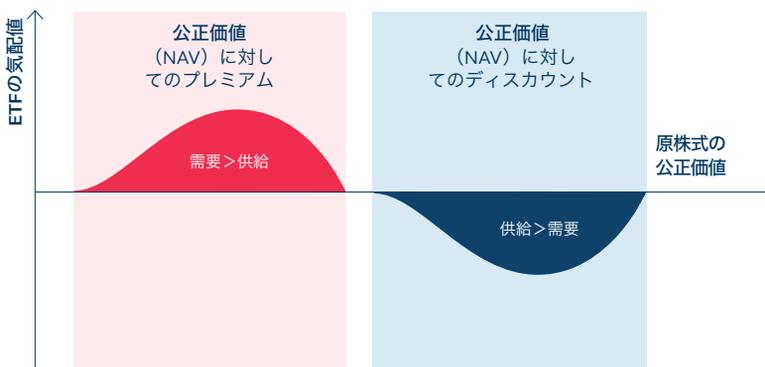
プレミアムとディスカウント

立会時間中、ETFの価格は市況に基づいて日中に見積もられる原株式の「公正価値」の周辺で変動します。投資家はこの公正価値を算出可能ですが、日中における理論的公正価値の推定にはインディカティブNAV (iNAV、IOPV またはIIV) はあまり使用されません。iNAVを利用する投資家は、公正価値の算出にどのような要素が使用されているかを理解しておく必要があります。

見積公正価値は理論値であり、実行不能な価格です。ETFの価格はETFの需給などの要因に基づいてプレミアムまたはディスカウント付きで取引されるため、公正価値から乖離する可能性があり、実際には乖離します。

発行市場におけるETFのNAVと流通市場における取引価格についての裁定取引を行うAPは、ETFの公正価値維持に重要な役割を果たしています。ETFがNAVに対してプレミアム状態（例：需要が供給を上回る場合）で取引される場合、APは流通市場でETF（受益証券）の空売りをを行いながら、原株式を購入して発行者と連携してETF（受益証券）を設定することができます。反対に、NAVに対してディスカウント状態（例：供給が需要を上回る場合）で取引される場合、APは原株式の空売りをを行いながら、流通市場でETF（受益証券）を購入して、発行者とETF（受益証券）を解約します。両方のメカニズムによりETFは公正価値に戻り、流通市場におけるより効率的な取引が実現します。

プレミアム/ディスカウントの仕組み



ETFの流動性

ETFの価格との関係性という点では、流動性は投資家が考慮すべき重要な要因であり、その重要性は取引頻度などの要素によって変動します。オープンエンド型ファンドであるETFには（株式と異なり）多層的な流動性があることを覚えておくことが重要で、それらの層を理解することで投資機会を広げることができます。

画面上の流動性

投資家が「画面上」で入手可能な流通市場に関するデータはETFの流動性の一部を反映しているにすぎず、往々にして最小の値となっています。画面上の流動性は、通常の取引時間中の取引のために提供される目に見えるETF（受益証券）の量を示しています。これには小売業者、仲介業者、機関投資家、マーケットメイカーなどの売手および買手が含まれます。投資家は1日平均出来高（ADV）などの一定期間に関する指標を活用して、流通市場の流動性を判断します。ETFの流動性を正しく理解するためには、投資家は流通市場の流動性以外の要素にも目を配る必要があります。

非表面的流動性

画面上の流動性は氷山の一角にすぎません（P.15参照）。非表面的流動性は、その他2つの重要な源（市場に出ていないマーケットメイカーの在庫と、店頭プラットフォームや有価証券借入で利用可能な在庫）を反映しています。

潜在的流動性

発行市場の設定および解約プロセスを通じて変動する潜在的流動性は、ETFの流動性に関するもっとも深層かつ重要な源です。市場需要で決定されるように、APは必要に応じてETF（受益証券）の設定および解約を行います。ETFはその原株式と同様の流動性を有していると理解しておくことが重要です。

潜在的流動性はアセットクラスによって変動します。たとえば、株式は債券よりも流動性が高いのが一般的です。債券は証券取引所で取引されず、幅広いBid-Askスプレッドを持ち、これらがETF原株式の価格算出に反映されます。

日中の資産流動性は取引時間帯にも左右されます。投資家は、海外資産が取引されている市場が閉まっている場合には価格形成が行われな可能性であることを認識しておく必要があります。

ETFは原株式と同等の**流動性**を備える

ETFの取引方法

3

ETFの取引方法

ETFは株式と同様の取引が可能のため、投資家は取引実行のために成行注文（時間優先）や指値注文（価格優先）などさまざまな種類の注文が可能です。また、投資家は株式のようにETFの空売りも可能です⁶。

取引のヒント



立会時間に注意すること

ETFの取引を行う投資家は、タイミングの重要性を認識する必要があります。市場での取引開始時は、ETFの原株式の取引開始からあまり時間が経っていない可能性があり、つまりマーケットメーカーが価格を判断するための情報が少ないため、Bid-Askスプレッドは大きくなる可能性があります。取引時間終了が近づくとつれて市場参加者はリスクとエクスポージャの最小化を目指すことから、最終的には流動性が減少するため、スプレッドが大きくなる可能性もあります。



原資産の取引市場に注意すること

ETFが海外有価証券のインデックスと連動している場合、原資産の取引時間はETFの取引時間と異なるため、価格が変動する可能性があります。



ブロックトレードとリスクプライシング

投資家は相手方との店頭取引でブロックトレードをすることができ、通常では何百万ドルの倍数での取引となります。ブロックトレードはリスクを織り込んだ取引手法で、投資家の狙いは市場リスクを直ちに相手方に移転させ、取引実行前に価格変動リスクを軽減させることにあります。

ETFは流通市場での薄商いおよび／または原株式の流動性が低い場合、ブロックトレード／リスクプライシング取引が有効となる可能性があります。

⁶空売り制限は市場によって異なるため、投資家は空売り実施前に現地市場のルールを理解しておく必要があります。

ETFの利用法

4

ETFの利用法

ETFの人気が高まり種類も豊富になるにつれ、投資家は自らのポートフォリオにおけるETFの使用用途を拡大させています。ETFは非常に汎用性が高く、戦略的および戦術的な目的での利用が可能です。

戦略的利用



資産配分

ETFは株式、債券、コモディティなどの主要なアセットクラス間の長期的な資産配分に活用可能なほか、小型株、新興市場債券、特殊な種類のコモディティまたはその他多くのカテゴリを対象としたアセットクラス間の戦略的調整に活用可能です。



流動性管理

ETFの利用法として、長期保有の構成銘柄に影響を与えることなくポートフォリオのポジションを改善することができ、予想外および緊急のニーズに対する流動性の確保が可能となります。アセットマネジャーはポートフォリオ内にETFを組み込むことで、ファンドのスタイルあるいは目的の見直しなどより広範な戦略的シフトが必要となる場合、または市場ストレスもしくは大幅な資金流出期間における「流動性の確保」が可能となります。



ポートフォリオの完成

ETFは、市場の特定分野へのエクスポージャーを含めた理想的な配分、または理想的なスタイルもしくは戦略を実現させるためのポートフォリオ内のギャップ解消に役立ちます。これは、単一のアセットまたはサブアセットの配分という観点だけでなく、全体的なエクスポージャーを検討し、バランスをとるか、調整する方法を模索する際に重要となります。

社会的責任投資など、違った目的でもETFの作成は増えています。デューデリジェンスが適切に行われたETFを購入することによって、投資家が自らの受託者責任やガバナンス責任を果たすことができるという意味でも有効です。

戦術的利用



戦術的調整

ポートフォリオ内での主なETFの利用方法の1つに、短期的視点に基づくエクスポージャのオーバーウェイト化またはアンダーウェイト化があります。原株よりも流動性が高くなる可能性があるETFは、市場ストレス期間中のリスクを考慮しながらポートフォリオを調整することができる、効率的な手法となります。



現金のエクイティ化

ETFは、余剰資金投資によるリターンを最大化および／またはポートフォリオ内のキャッシュドラッグ（投資されていない資金）の最小化に活用可能です。取引も容易なETFは必要に応じて効率的に活用可能で、特にファンドの現金保有高に季節性が見られる場合に有効となります。



暫定的ベータ

ETFは資産配分における一時的シフトで効率的に利用可能で、それにより過渡期においてもポートフォリオは市場動向に応じた利益を継続的に享受可能となります。このアプローチはポートフォリオが運用または投資アプローチの一時的変更状態にある時に有効で、その間はETFを介した市場に対する暫定的エクスポージャが固有リスクに対する有効な保険となります。



レバレッジ&インバース投資

レバレッジまたはインバース（空売り）投資による短期的市場動向への対応策としては、レバレッジ&インバース（L&I）商品（別名L&IETF）の活用があります。

L&I商品はさまざまな戦術的目的および（多くの場合）短期的目的で利用可能であり、レバレッジ商品を利用することで日次リターンの増加、現金使用を抑えながらのベンチマークに対する目標レベルのエクスポージャの実現、または追加資金なしでのマーケットセグメントのオーバーウェイト化が可能となります。インバース商品を利用した空売りは、予想される下落に対するヘッジ、下落傾向またはマーケットセグメントに対するエクスポージャのアンダーウェイト化による収益獲得に有効となります。



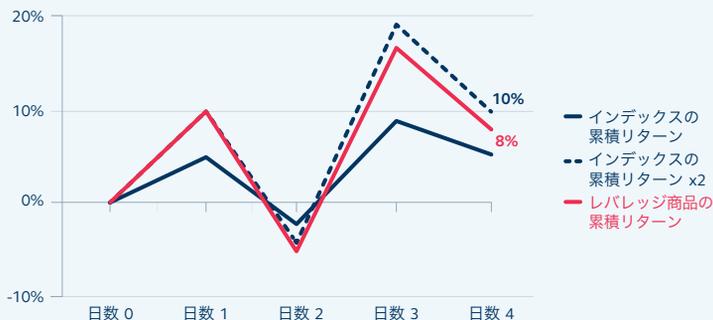
L&I商品について

レバレッジ商品とは基準となるベンチマークに関する日次パフォーマンスを正の方向に連動させるもので、インバース商品は基準となるベンチマークに関する日次パフォーマンスを逆方向に連動させるものです。

あらゆるL&I商品は、投資目的達成のための3つの重要な特徴、すなわち日々の投資目的、日次リターンの複合効果（1取引日以上保有する場合、パフォーマンスがベンチマークの累積リターンの倍数から乖離する可能性があること）、および（主に先物またはスワップでの）デリバティブの活用を有しています。

投資家は、L&I商品とは基準となるベンチマークの日々の動きに対してリターンを生み出すよう設計されていることを常に留意しておく必要があります。長期的には、L&I商品のパフォーマンスは倍加され、ベンチマークから乖離するおそれがあります。

例を挙げますと、不安定な上昇トレンド時にレバレッジ商品を1取引日以上保有している場合、そのパフォーマンスは基準となるベンチマークの累積パフォーマンスの2倍以上悪化する傾向がみられます。



| 日数 | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---------------|-----|-------|-----|-----|
| インデックス： | | | | |
| 日次リターン | 5% | -7% | 12% | -4% |
| 累積リターン | 5% | -2.4% | 9% | 5% |
| 累積リターン x 2 | 10% | -4.7% | 19% | 10% |
| レバレッジ商品 (2x)： | | | | |
| 日次リターン | 10% | -14% | 24% | -8% |
| 累積リターン | 10% | -5.4% | 17% | 8% |

4日目には、インデックスの累積リターンは5%になっています。投資家は同期間中のレバレッジ商品保有でリターンは倍化（例：10%）していたと予想するかもしれませんが、日次リターンの複合効果により、レバレッジ商品への投資リターンは8%となっています。

ETFのデューデリジェンス

5

ETFのデュエリジェンス

2017年末時点で65か所以上の証券取引所で5,000以上のETFが存在しており、その数と種類は増え続けています⁷。あらゆるオプションを検討している場合は、ETFの物色は非常に面倒な作業となってしまいます。本セクションでは、投資家の適切なETF選択をサポートするための使い易いフレームワークを紹介します。

エクスポージャー

ETFを選定中の投資家がまず検討すべきなのが、目標とするエクスポージャーと自身の目的とETFの適合性です。ETFの名前を参考にするのも良いですが、それだけでは不十分です。投資家は、ファンドの投資戦略、ファンドのパフォーマンス確保手法、パフォーマンスの主要指標を常に把握しておく必要があります。

運用スタイル

大半のETFは対象インデックスのパフォーマンスとの一致を目指すパッシブ型ですが、ポートフォリオの構成およびウェイトを含むアクティブ投資戦略は、ファンドマネジャーの裁量で決定され、パフォーマンスもそれらに基づきます。以下はもっとも一般的なETFの構成要素です。

| パッシブ | | アクティブ | |
|----------|---|-------|---------------------------|
| アプローチ | 説明 | アプローチ | 説明 |
| 時価総額重視 | ファンドの構成銘柄は時価総額で決定 | 裁量的 | 構成銘柄はファンドマネジャーの裁量で配分および調整 |
| 均等加重 | ファンドの構成銘柄は均等な割合で配分 | | |
| ファクターベース | ファンドの構成銘柄は、企業のファンダメンタル（「価値」や「質」）、配当実績、株価の軌跡（「成長」、「勢い」、ボラティリティまたはバリエーション）などの時価総額以外のファクターで配分。 | | |
| 戦略的 | 通貨ヘッジ、レバレッジ&インバース商品など。 | | |
| テーマ性 | ESG、インフラ、理念ベース、破壊的産業など。 | | |

⁷ 出典：ETFGI Industry Insights Global, December 2017.

レプリケーション手法

理想とするエクスポージャーまたは戦略を実現させるETFの設定にはいくつかの手法が存在します。

| 手法 | アプローチ | メリット | デメリット |
|-------|---|---|---|
| 現物 | <p>インデックスと一致させるための資産を直接購入</p> <p>インデックス全体との相関性が高いインデックス構成銘柄の代表サンプルの購入も可</p> | <p>カウンターパーティリスクなし</p> <p>簡潔さ</p> | <p>限定市場または現物証券保有が現実的でない場合の連動が困難</p> |
| 合成 | <p>ベンチマークの現物証券は保有せず</p> <p>代わりに、スワップ契約などのOTCデリバティブをベンチマークと一致させるために利用</p> | <p>限定市場との連動時または現物資産保有が現実的でない時に有効</p> <p>複雑な戦略時に活用可能</p> | <p>OTCデリバティブの利用によるカウンターパーティリスクの発生の可能性</p> <p>OTCデリバティブに関連するその他のコストが発生するか検証する必要がある</p> |
| 先物ベース | <p>先物契約へ投資</p> <p>契約は繰り延べ（ファンドは現物資産を保有せず）</p> | <p>コモディティに対する、または直接投資は高コストもしくは現実的でない可能性がある（保管コストなし）その他のエクスポージャー／資産に対するエクスポージャーが発生</p> | <p>先物契約の「繰り延べ」ではコストが毎月発生するのが一般的</p> |

上記表中のメリット&デメリットは単なる指針であり、投資家は投資前に必ずETFの構成を調査する必要があります。

流動性

ETFの流動性を評価する投資家は、以下の原則を検証する必要があります。

- ETFの完全流動性＝画面上の流動性＋非表面的流動性＋潜在的流動性
- ETFの流動性は原株式の流動性と同レベル
- 一般に、ETFが流動的であるほど取引スプレッドは縮小し、ポジションの設定および解約が容易に。

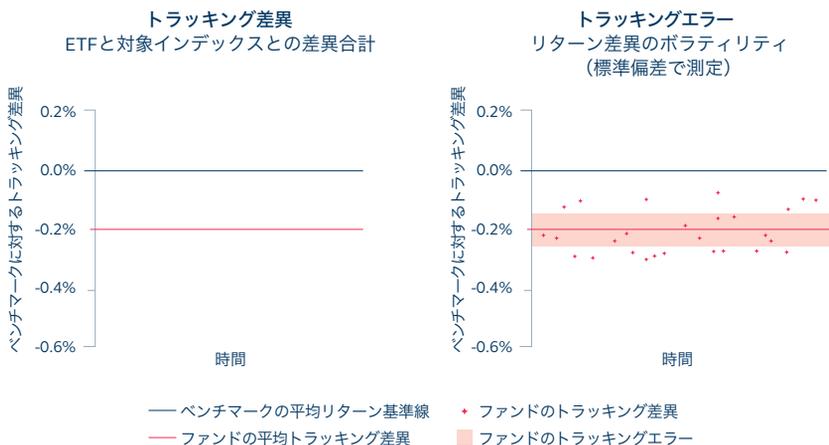
P.14のパート2「ETFの流動性」の記述も参照ください。

パフォーマンス

インデックス連動型ETFのパフォーマンスはそのベンチマークと近似する傾向にありますが、必ずしもそうなるわけではありません。パッシブファンドのパフォーマンスを評価する投資家は、2つの重要なパフォーマンス指標およびその選択基準との関連性を検討する必要があります。

トラッキング差異とトラッキングエラー

トラッキング差異は、一定期間におけるファンドのリターンとそのベンチマークとの差異の規模を表しています。トラッキングエラーは、同一期間におけるファンドパフォーマンスのボラティリティ（トラッキング差異の標準偏差で測定）を測定したものです。



一般に、パッシブETFはトラッキング差異とトラッキングエラー両方の最小化を目指しますが、投資家をもっとも適切な指標を選ぶ必要がある場合は以下に従うことを推奨します。

- トータルリターンが最優先の場合はトラッキング差異
- パフォーマンスの継続性が最優先の場合はトラッキングエラー

コスト

ETF投資を行う投資家は購入前にETF投資に関するあらゆる潜在的コストを把握しておく必要がありますが、これはETFの総保有コスト（TCO）として容易に定量化可能です。

ETFに関する実際のコストは総経費率（TER）だけでなく、取引コストと保有コストに分割可能です。

| 総保有コスト（TCO）＝ | | | | | | | | |
|---|---|---|----------|---|---------|---|--|---|
| 取引コスト | + | 保有コスト | | | | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • Bid/askスプレッド • 証券会社手数料 | | <table border="1"> <thead> <tr> <th>トラッキング差異</th> <th>+</th> <th>投資レベル課税</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td> <ul style="list-style-type: none"> • 総経費率 • 有価証券貸借 • 投資/ファンド課税 • トランザクションコスト • その他 </td> <td></td> <td> <ul style="list-style-type: none"> • 配当/利息に関する源泉徴収税（WHT） </td> </tr> </tbody> </table> | トラッキング差異 | + | 投資レベル課税 | <ul style="list-style-type: none"> • 総経費率 • 有価証券貸借 • 投資/ファンド課税 • トランザクションコスト • その他 | | <ul style="list-style-type: none"> • 配当/利息に関する源泉徴収税（WHT） |
| トラッキング差異 | + | 投資レベル課税 | | | | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> • 総経費率 • 有価証券貸借 • 投資/ファンド課税 • トランザクションコスト • その他 | | <ul style="list-style-type: none"> • 配当/利息に関する源泉徴収税（WHT） | | | | | | |

取引コスト

取引コストには、Bid-Askスプレッド、証券会社手数料、証券会社の取引実行サービス料が含まれます。

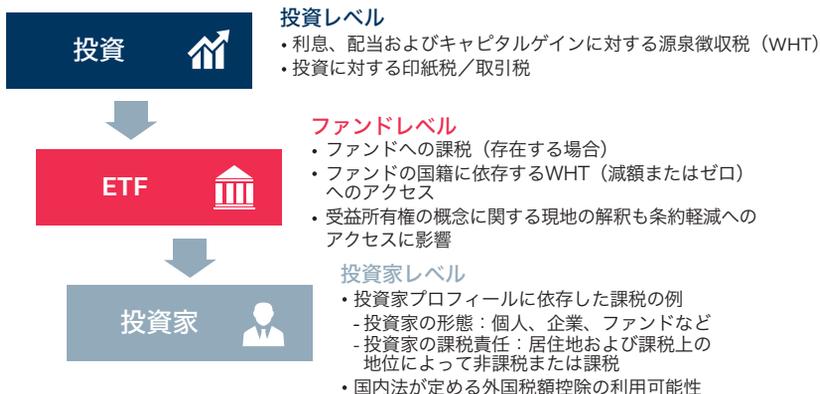
保有コスト

保有コストは、トラッキング差異と投資家レベル課税という2つの重要コンポーネントに分解可能です。前セクションで説明しているように、トラッキング差異はファンドのパフォーマンスとそのベンチマークとの差異を測定します。ファンドのトラッキング差異に主な影響を及ぼすファクターには、総手数料、有価証券貸借収入、投資およびファンドレベル課税、トランザクションコストがあります。トラッキング差異に影響を及ぼし得るファクターはこれら以外にも存在します。

税への注目

大半の投資家にとっては、リターンの最大化が最重要の目的となります。その目的を実現させるべく投資家は投資すべき戦略の発見に膨大な時間を費やしていますが、戦略自体の中でリターンを最大化させることにはほとんど時間を費やしていません。「低コスト投資の重要性」セクションでも説明しているように、コストは投資リターンの最大化に重要な役割を果たしています。そして、重要ながあまり理解されていないコストの1つに課税があり、理解しがたくも潜在的に大きなコストとなっています。

3層での課税



これらの税源はミューチュアルファンドとETF両方に適用されます。

これらの問題で重要となるのがETF／投資家／原株式の国籍ですが、これらのうち最も重要なのが投資および投資家レベルの源泉徴収税（WHT）率、ファンドレベルの税率（存在する場合）、租税条約へのアクセス要件（これにより投資家は支払税額に対する控除を受けられる可能性がある）が決まるETFの国籍です。広範な条約ネットワークと有利な国内税ルールを持つ香港は、ETF投資に関する節税メリットを有する場所となっています（P.34「香港におけるETFおよび課税：競争優位の源泉」を参照）。



香港におけるETFおよび課税： 競争優位の源泉

アーンスト・アンド・ヤング（EY）社パートナーで取引税を専門とするロフィット・ナルラ（Rohit Narula）は、ETF投資家にとって香港が税務上有利な場所である理由を説明しています。

香港国内の課税ルールおよび拡大を続ける条約ネットワークは、香港国籍のETFへの投資を通じてその他のアジア市場および世界市場へのエクスポージャー獲得を目指す香港およびその他のアジア諸国を拠点とする投資家に多大なメリットをもたらします。

ETFに関するその他の一般的な形態としては、アイルランドのUCIT、ルクセンブルクのSICAV/SICF、米国のRICがあります。個々のETFは米国など特定の市場において有利な税引き後リターンを獲得できる可能性があるものの、S&Pパン・アジア（日本・オーストラリア・ニュージーランド以外）指数やS&Pアジア・太平洋新興BMI指数などの一般的なアジアのインデックスにおける税引き後リターンに関する当社の分析では、香港のETFは高い競争力を有する商品であることが証明されています。

EYは先日、アジア・太平洋は地理的拡大という点でこれまで以上に重要なターゲットになっていると記した『2017 Global ETF Survey』を発表しており、アジアのより多くのアセットマネジャーがアジア初のETFを発売することを期待しています。当社が見るに、日本およびオーストラリア以外のアジアの金融機関は流動性に劣るアジアのETFよりも米国または欧州のETFを好む事例が多くみられています。しかし、アジアのプロモーターはよりローカルまたは地域をテーマにした商品からメリットを享受可能と当社は考えています。

香港政府は主な貿易パートナーとのさらなる租税条約を交渉中であり、先日はアジア地域有数の新興市場であるインドと条約を締結しました。オーストラリアとの租税条約交渉の結果も重大な意味を持っています。アジアベースのETFに関する香港と主要投資市場との租税条約の増加および香港に従来から存在する有利な国内税ルールは、アジアに着目した新たなETFの設定に最適な場所としての香港の地位を向上させられると思われれます。

中国本土の資産へのアクセスを求める投資家にとって、香港は常に重要な存在でした。しかし、租税条約が拡大中という状況を見ますと、香港はその他の市場へのアクセスにおいて同様に有意義な場所となっていることを投資家は理解する必要があります。

ETFデューデリジェンスのチェックリスト



- ユニバース
- 運用スタイル
- 投資アプローチ



- 現物
- 合成
- 先物ベース



- 画面上の流動性
- 非表面的流動性
- 潜在的流動性



- トラッキング差異
- トラッキングエラー



- 取引コスト
- 保有コスト
- 課税

ETFの今後

6

ETFの今後

現在、ETF資産の4分の3以上はパッシブ運用の株式指数連動型ETFであり、エクスポージャーとアプローチという観点でのファンドの多様性は急速に拡大しています。これは、ETF投資に関する障壁が下がりつつあるとともに革新的なファンドに対する需要が増加しているという事実と関連しています。

ETFはさらなるアセットクラスおよび投資スタイルを取り込みながら着実に進化しています。債券ETFと同様に急増しているのが「スマートベータ型」ファンドですが、時価総額以外の要素で構成銘柄を決定するこのファンドは実質的にパッシブとアクティブの両投資スタイルのハイブリッドといえます。スマートベータ型株式ファンドは分散化の一例にすぎず、インデックス運用に関する同様の定量化戦略はコモディティ、債券およびマルチアセットファンドに応用可能です。

また、アクティブな運用を行うETFも設定されています。これらのETFはインデックス連動型ではなく、ポートフォリオ開示要件に従うファンドマネジャーの裁量に依存しています。

現在のトレンドが続くとすれば、あらゆる種類のETFの活用は拡大し続けると思われます。実際、商品バリエーションの拡大のみならず、ETFのメリットと可能性を理解する投資家の増加、および誰でも気軽に取引ができるデジタルプラットフォームの台頭と連動したETF投資に伴う障壁の低下に伴い、このトレンドは加速してゆく可能性があります。

アジアのETF市場

7

アジアのETF市場

香港はアジアのETF市場として急成長しています。香港は多様かつ流動的、そして節税効果の高いETF商品を提供しており、アジア各国の投資家は各々の取引時間中にそれらのETF商品を気軽に購入することができます。



アクセス性

さまざまなアセットクラス、市場および戦略に対応した130以上8のETFおよびL&I商品



流動性

日次出来高は6億米ドル以上⁸



節税性

投資家により多くのリターンをもたらす広範な租税ネットワーク

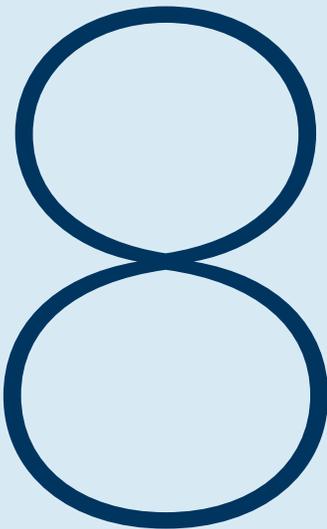


取引時間

アジア各国の取引時間中にETF商品を取引可能

⁸ 出典：HKEX（2017年12月現在）

用語集



用語集

| | |
|---------------|--|
| 指定参加者 (AP) | ETF (発行体) の設定および解約をすべくETF設定者から認可・指名された大手金融機関で、参加ディーラー (PD) とも呼称。 |
| アクセス性 | さまざまなアセットクラス (株式、債券、コモディティ、不動産など)、市場 (地域、セクターなど)、戦略 (要素、レバレッジ&インパース、ESGなど) へのアクセスのし易さ。 |
| アクティブファンド | ポートフォリオマネジャーが投資ベンチマークを上回る成績を目指す投資戦略。 |
| 資産配分 | リスク最小化を目的とした、アセットクラスまたは地域間の拡大または配分。 |
| 1日平均出来高 (ADV) | 1日の特定時間内に取引される各有価証券の平均量。 |
| Bid-Askスプレッド | Bid (買手が支払いたいと考える最高値) とAsk (売手が売りたいと考える最安値) の価格差。 |
| ブロックトレード | 相手方への市場リスクの迅速な移転および価格変動リスクの軽減を目的とした、リスク考慮型の店頭取引。 |
| 現金のエクイティ化 | 余剰資金の投資によるリターンの最大化および/またはポートフォリオ内のキャッシュドラッグ (投資されていない資金) の最小化。 |
| 利便性 | 株式のように証券会社または取引プラットフォームを経由し、証券取引所で取引可能なように標準化されたアセットクラス。 |
| コスト効率性 | 一般に、ETFは類似のミューチュアルファンドよりも経費率が低く、有価証券で構成される対象バスケットの取引よりも安価で取引可能。 |
| 設定 | 有価証券で構成される対象バスケットおよび/または現金から新たなETF (受益証券) を生み出すプロセスで、発行市場が担う主な活動の1つ。 |
| 多様性 | ETFは、1回の取引でバスケットを構成する有価証券全体にアクセス可能。 |
| 上場投資信託 (ETF) | 証券取引所で売買可能なオープンエンド型ファンド。 |
| 非表面的流動性 | マーケットメイカーおよびその他の機関投資家の勘定で保有され、電子取引システムには表れてこないETFの在庫。 |

| | |
|----------------------|--|
| インディカティブ純資産価値 (iNAV) | 日中に発表されるETFの推定純資産価値。NAVは1日1回発表され、iNAV (別名IOPVまたはIIV) はETFが対象とする原株式の最新価格に基づく推定値 (定義は純資産価値 (NAV) を参照)。 |
| 暫定的ベータ | 固有リスクの回避を目的とした、資産配分における一時的シフトを管理する戦略。 |
| インバース商品 | ETFのように組成されたファンドで、連動するインデックスと逆方向の動き (空売り) での日次リターン確保を目的とする。 |
| レバレッジ商品 | ETFのように組成されたファンドで、レバレッジを活用して連動するインデックスからの日次リターン倍化を目的とする。 |
| 流動性 | 有価証券の価格に影響を与えることなく売買可能な程度。 |
| 流動性管理 | 長期的構成銘柄へ影響を及ぼすことなくポートフォリオポジションの見直しを行う、キャッシュフロー管理に対する戦略的アプローチ。 |
| マーケットメイカー | 有価証券の売買値を設定する市場参加者。 |
| 純資産価値 (NAV) | 個々のポートフォリオ構成銘柄の時価評価額の合計値に現金および現金同等物で保有される資産部分を加算し、そこからETFに関するあらゆる未払費用を控除したものの。 |
| 画面上の流動性 | 通常取引時間中の電子取引ターミナルでの取引用に提供され、確認可能なETF (受託証券) の量。 |
| 参加ディーラー (PD) | 「指定参加者 (AP) 」を参照。 |
| パッシブファンド | インデックスと連動させる投資戦略。 |
| 現物ETF | 対象インデックスに含まれる有価証券のすべて、または代表サンプルの物理的保有を通じてインデックスのパフォーマンスとの物理的一致を目指すETF。 |
| ポートフォリオ調整 | 市場の特定分野に対するエクスポージャーを含めた理想とする配分を実現させるための有価証券の売買。 |
| 発行市場 | 指定参加者 (AP) が有価証券および/または現金と引き換えにETF (受託証券) の設定・解約を行う市場。 |

| | |
|-------------|---|
| 解約 | ETF（受託証券）を有価証券の対象バスケットに転換させるプロセスで、発行市場が担う活動の1つ。 |
| 流通市場 | 新規株式公開後に投資家が株式の売買を行う市場。 |
| スマートベータ型ETF | 時価総額以外の指数をベンチマークとするETF。 |
| 合成ETF | スワップなどのOTCデリバティブを利用してインデックスパフォーマンスの一致を目指すETF。 |
| 戦術的調整 | 市場ストレス期間中のリスク調整済みリターンの上昇を目的とした、ポートフォリオ内資産配分の積極的調整。 |
| 課税 | 政府への強制的拋出。ミューチュアルファンドまたはETFは（1）投資レベル、（2）ファンドレベル、（3）投資家レベルという3段階の課税を受ける可能性がある。 |
| 総手数料（TER） | ファンドの運営および運用に伴う総コスト。 |
| 総保有コスト（TCO） | 取引および保有コストを合算した、ETFに関する明示的および暗黙的成本。 |
| トラッキング差異 | 一定期間における比較対象とするETFのリターンとその基準となるベンチマークとの差異。 |
| トラッキングエラー | 一定期間における標準偏差で測定されたトラッキング差異のボラティリティ。 |
| 透明性 | 立会時間中のETFに関する定期的な構成銘柄の発表と価格のアップデート。 |
| 潜在的流動性 | ETFの対象指標となる有価証券の価格に影響を与えることなくそれらの証券を売買可能な程度。 |

Disclaimer

The information contained in this document is for general informational purposes only and does not constitute an offer, solicitation or recommendation to buy or sell any securities or other products or to provide any investment advice or service of any kind. This document is solely intended for distribution to and use by professional investors. This document is not directed at, and is not intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to law or regulation or which would subject Hong Kong Exchanges and Clearing Limited ("**HKEX**"), The Stock Exchange of Hong Kong Limited ("**SEHK**") (together, the "**Entities**", each an "**Entity**"), or any of their affiliates, or any of the companies that they operate, to any registration requirement within such jurisdiction or country.

No section or clause in this document may be regarded as creating any obligation on the part of any of the Entities. Rights and obligations with regard to the trading, clearing and settlement of any securities effected on SEHK shall depend solely on the applicable rules of SEHK and the relevant clearing house, as well as the applicable laws, rules and regulations of Hong Kong.

Although the information contained in this document is obtained or compiled from sources believed to be reliable, neither of the Entities guarantees the accuracy, validity, timeliness or completeness of the information or data for any particular purpose, and the Entities and the companies that they operate shall not accept any responsibility for, or be liable for, errors, omissions or other inaccuracies in the information or for the consequences thereof. The information set out in this document is provided on an "as is" and "as available" basis and may be amended or changed. It is not a substitute for professional advice which takes account of your specific circumstances and nothing in this document constitutes legal advice. Neither of the Entities shall be responsible or liable for any loss or damage, directly or indirectly, arising from the use of or reliance upon any information provided in this document.

