

2023年5月29日 全8頁

諸外国におけるアクティブETFの動向

諸外国では開示をめぐる議論はあるものの、資金流入が続く

金融調査部 研究員 瀬戸佑基
研究員 森 駿介

[要約]

- 東京証券取引所（以下、東証）は2023年6月をめどに、アクティブ運用型ETF（連動対象となる指標が存在せず、ベンチマークを上回る成果を目指して運用が行われる上場投資信託。以下、アクティブETF）の上場制度を整備すると発表した。
- すでに諸外国ではアクティブETFが導入されている例が多い。2022年末時点で、全世界24カ国、32の取引所でアクティブETFが取引されており、純資産残高は約4,880億ドルに上るとい調査結果もある。投資信託に比べて低コストであることや、市場価格で取引できることなどのメリットを受け、投資信託からETFに資金が流入したようだ。
- アクティブETFをすでに導入した国々においてしばしば議論される論点として、どの程度の頻度でポートフォリオの開示を求めるのか、という点が挙げられる。東証はポートフォリオの日次の開示を求める予定だ。ポートフォリオの日次の開示により、ETFの構成銘柄や価格に対する透明性が高まる一方、ファンドの運用戦略が分析・模倣されてしまう可能性がある、といったデメリットがあり、諸外国では対応が割れている。
- 米国においては、原則として日次のポートフォリオ開示が求められているが、特殊な仕組みを用いてポートフォリオの日次開示に伴うデメリットを克服したETFが上場しているなど、様々な工夫が見られる。

新たに東証で取引が始まるアクティブETF

東京証券取引所（以下、東証）は、2023年6月をめどに、アクティブ運用型ETF（以下、アクティブETF）の上場制度を整備すると発表した。本レポートでは、アクティブETFの特徴や諸外国における現状、またアクティブETFに関する主要な論点を簡単に紹介したい。

連動対象となる指標が存在しないアクティブ ETF

ETF とは「上場投資信託」を意味する“Exchange Traded Funds”の頭文字をとったもので、その名称の通り、投資信託が上場した商品だ。ETF は一般的な投資信託と異なり、取引価格がリアルタイムで変動し、指値・成行注文や信用取引が可能であるなど、株式に近い形態で取引が可能である点に特徴がある。このETFのうち、連動対象となる指標が存在せず、ベンチマークを上回る成果を目指して運用が行われるものをアクティブETFという。

東証には、特定の指標に連動するタイプのインデックス運用型ETF（以下、インデックスETF）のみが上場しているが、諸外国ではアクティブETFが導入されている例が多い。東証は「昨今の多様化した投資ニーズに的確に応えた商品を提供する環境を整備し、もって、本邦の金融・資本市場の国際競争力を維持・向上させるため」¹にアクティブETFの上場制度を整備するとしている。一般的な投資信託やインデックスETFとアクティブETFの特性を比較したものが**図表1**だ。

図表1 一般的な投資信託とインデックス運用型ETF・アクティブ運用型ETFの違い

	一般的な投資信託	インデックス運用型ETF	アクティブ運用型ETF
連動指標	インデックス運用型：あり アクティブ運用型：なし	あり	なし
取引価格	基準価額	市場価格	市場価格
取引価格の変動頻度	1日に1回	リアルタイムで変動	リアルタイムで変動
注文方法	基準価額が不明な状態で注文	指値・成行注文可	指値・成行注文可
信用取引	不可	可	可
購入時の手数料	要	要	要
信託報酬	一般に、アクティブ運用型>インデックス運用型 一般的な投資信託>ETF		

（出所）東京証券取引所、投資信託協会などより大和総研作成

東証には以前から、TOPIXなどの幅広い銘柄を含んだ指標に連動するタイプのETFに加え、原指標の変動率に一定の正の倍数を乗じた指標に連動する「レバレッジ型」、負の倍数を乗じた指標に連動する「インバース型」のETFや、高配当・低ボラティリティといった特定の特性を持った株式を組み込んだ指標に連動するETF（「スマートベータ型」などと呼ばれることが多い）、特定のテーマに沿った投資対象を組み込む「テーマ型」ETFなどが上場している。これらはいずれもインデックスETFであり、連動対象となる指標が存在する点がアクティブETFと異なる。しかし、連動対象指標の多様化により、以前から東証に上場しているインデックスETFと、今回新たに上場制度が整備されるアクティブETFとの境界は徐々に曖昧になっている。

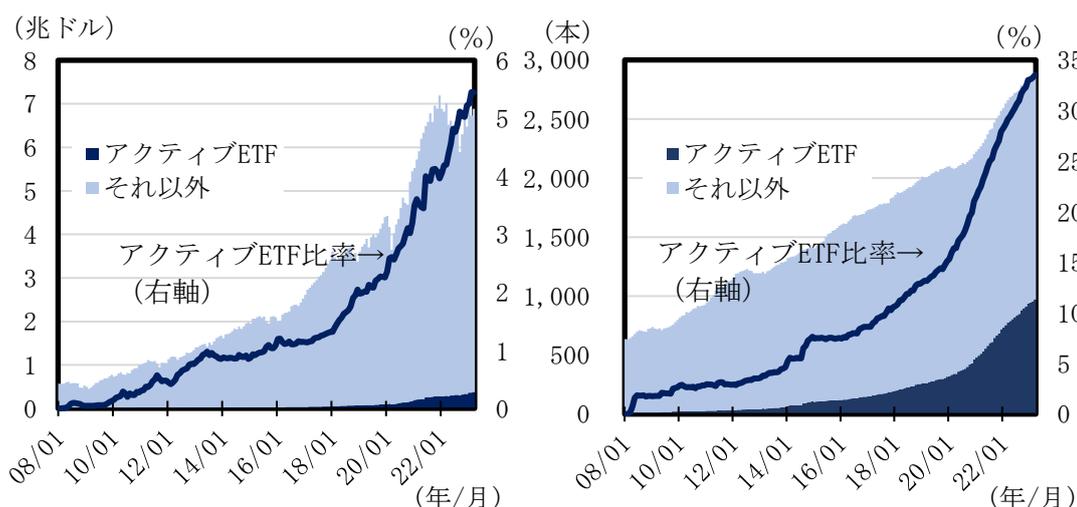
¹ 東京証券取引所「[パブリック・コメント アクティブ運用型ETFの上場制度の整備について](#)」（2023年3月29日）

諸外国におけるアクティブETFの動向

ETFに関する調査会社であるETFGIによると、2022年末時点で、全世界24カ国、32の取引所でアクティブETFが取引されており、純資産残高は約4,880億ドルに上るといふ²。なお、インデックス運用型なども含めた全てのETFについては、2022年末時点の純資産残高が合計9.2兆ドル³である。規模の面でいえばアクティブETF市場は相対的に小さいが、アクティブETFへの純流入額は2022年12月に33カ月連続でプラスとなっているなど、市場は成長段階にある。

特にアクティブETFが活発に取引されている米国の状況を見ると、アクティブETFの純資産残高は年々増加しており、2023年3月末時点で約3,749億ドル、またETFの純資産残高対比でみたアクティブETFの純資産残高は5%を超えている（図表2左）。また、ファンド数も急速に増加しており（図表2右）、2023年3月末時点では全体の35%近くを占めている。運用会社のアクティブETF市場への参入意欲の強さがうかがえる。

図表2 米国でのアクティブETFとそれ以外のETFの純資産残高（左）、ファンド数（右）の推移



(出所) Bloomberg より大和総研作成

足元では、インフレや金融引き締めなどで株式市場の不確実性が増大し、主要株価指数が不安定に推移している。このような状況下でも高い利益率を維持できる企業を厳選する必要があることや、国や地域によりマクロ経済状況にばらつきがあるため、状況に応じて柔軟に投資先を見直す必要性が高まっていることから、投資家がアクティブ運用を見直す動きが広まっている可能性が挙げられる。また手数料の低さやリアルタイムで価格が変動するなどのメリットが好感され、一般的な投資信託に比べETFが選好される流れ⁴が見られることもあり、アクティブETF

² ETFGI “[ETFGI reports actively managed ETFs listed globally gathered net inflows of US\\$13.40 billion during December 2022](#)” (2023年1月20日)

³ ETFGI “[ETFGI reports the global ETF industry gathered US\\$856 billion in net inflows in 2022](#)” (2023年1月12日)

⁴ なおこの他、米国ではETFに節税効果があるため、ETFがより投資家から好まれる風潮がある。日本語での

の人気の高まっているといえるだろう。一般に ETF の手数料が同内容のミューチュアルファンド（米国において最も一般的な投資信託の形態）に比べて安いことから、米国においては、ファイナンシャルアドバイザーがミューチュアルファンドから ETF に資産を移動させることを選好する傾向があるとの調査結果⁵もある。

また運用企業側の目線では、インデックス運用型投資信託・ETF の手数料の引き下げ競争が激化する中、他社との差別化を行いやすいアクティブ ETF への参入が相次いでいる可能性もある。このほか、米国においては、後述のように 2019 年 6 月に行われた制度改正（ETF 登録時のプロセスを簡略化するような制度改正）の影響で ETF の設定が行いやすくなったことも（アクティブ）ETF の供給増加を支えたといえる。

ミューチュアルファンドからの資金流入や ETF への転換が続く

米国の投資銀行である Brown Brothers Harriman が 2023 年に米国・欧州・中華圏の機関投資家・ファイナンシャルアドバイザー・ファンドマネージャーに行った調査の結果⁶によると、「過去 12 カ月間にアクティブ ETF を購入した場合、その購入資金はどこから割り当てたか（複数回答可）」という設問に対しては、「インデックス運用型ミューチュアルファンド」との回答が 46%、「アクティブ運用型ミューチュアルファンド」との回答が 42%となった。低手数料、高い流動性などの投資家にとってのメリットを背景として、ミューチュアルファンドから ETF へ資金が流入している様子がうかがえる。

また、運用会社がミューチュアルファンドを ETF に転換する動きも広まっている。例えば、2022 年末時点でアクティブ ETF の最大の運用資産残高を保有するディメンショナルは、2021 年以降、ミューチュアルファンドをアクティブ ETF に転換する手法で、数多くの ETF を上場させている⁷。

債券型・株式型を問わず様々なタイプのアクティブ ETF に資金が流入

Hilliard and Le(2021)⁸によると、2020 年 5 月時点での米国におけるアクティブ ETF は課税対象債券型⁹が最も多かったという。同論文では、ETF のポートフォリオが日次で開示されるこ

平易な解説としては、東京証券取引所 東証マネ部！「[世界の残高の 7 割！米国で『ETF』が大人気なワケ](#)」（2017 年 12 月 22 日）がある。

⁵ Broadridge “[73% of Financial Advisors to Accelerate Asset Allocation to ETFs in 2020, According to New Broadridge Survey](#)”（2020 年 1 月 15 日）

⁶ Brown Brothers Harriman “[The 10th Annual 2023 Global ETF Investor Survey](#)”（2023 年 4 月 3 日）

⁷ Dimensional “[Dimensional Lists US Marketwide Value ETF after Completing Mutual Fund-to-ETF Conversion](#)”（2022 年 5 月 9 日）

⁸ Jitka Hilliard and Thanh Dat Le (2021) “Actively Managed ETFs: Are They Really Active?” [European Financial Management Association 2022 Annual Meetings](#) での発表論文。

⁹ Morningstar による分類。分配金が国税の課税対象であり、かつ場合によっては地方税の課税対象にもなり得る債券ファンドを指す。

とでファンドの戦略が分析・模倣される可能性（これをETF業界では「フロントランニング」¹⁰と呼ぶことが多い。フロントランニングについての詳細は後述）があるが、債券型ファンドはその懸念が株式型ファンドに比べて少ない、という議論を紹介している¹¹。

現在、米国を中心とする世界の主要取引所では、株式型や債券型のETFを中心としたアクティブETFが取引されており、また投資家によるアクティブETFへの投資意欲もさらに強まっている。様々なデータから、東証がアクティブETF導入理由として挙げた「昨今の多様化した投資ニーズ」の存在をうかがい知ることができる。

ニューヨーク証券取引所が公表した資料¹²によると、2022年の純流入額トップのアクティブETFは、“JPMorgan Equity Premium Income ETF”（米国の大型株とオプションの売却の組み合わせにより、値上がり益に加えインカムゲインの獲得を目指すETFで純流入額は約130億ドル）、“JPMorgan Ultra-Short Income ETF”（主として米ドル建ての投資適格債券に投資するETFで純流入額は約56億ドル）と続く。なお、3位の“Dimensional U.S. Core Equity 2 ETF”は、2021年にミューチュアルファンドからETFに転換されたファンドである¹³。

また、先述のBrown Brothers Harrimanの調査結果によると、「今年（2023年）、アクティブETFへのアロケーションを増加させることを計画しているか？」という質問に対しては、39%が増加させると回答している。「アクティブETFに組み込む可能性が最も高い資産は何か？」（複数回答可）という設問に対しては、「株式」との回答が87%、次いで「債券」が42%などとなっている。足元では、相対的に株式型ETFへのニーズが強い様子がうかがえる。

アクティブETFにまつわる議論—透明性の観点から

アクティブETFの導入にあたり、諸外国でしばしば議論となっているのが、ポートフォリオの日々の開示を求めるか否か、という点だ。ポートフォリオの開示は、ETF市場において重要な役割を持つ。

そもそもETFには、リアルタイムで変動するETFそのものの市場価格と、一口当たり純資産総額である「基準価額」が存在する¹⁴。本レポートではこの基準価額を、原資産の価格を反映した価格という意味で「原資産価格」と呼ぶ。原資産価格の算出に当たっては純資産総額の情報が

¹⁰ 金融商品取引法で禁止されているフロントランニング（金融商品取引業者やその役職員が顧客より有利な価格での自己売買を優先すること）とは異なる概念であるものの、アクティブETFにおける多くの文献で使用されている用語のため、本レポートでも用いている。

¹¹ この他にも、債券型ファンドではフロントランニング懸念が少ない、という指摘は度々なされている。State Street “[Actively-Managed ETFs](#)”（2022年12月）など。

¹² ニューヨーク証券取引所 “NYSE Active ETF Updates” より “[Review of 2022: Challenges and Opportunities](#)”（2023年1月12日）

¹³ Business Wire “[Dimensional Lists Four New ETFs Following the Industry’s Largest Mutual Fund-to-ETF Conversion](#)”（2021年6月14日）

¹⁴ 実際には、基準価額は1日1回、取引時間終了後に算出される。本レポートでは、保有銘柄の価格変動等によってリアルタイムで変動し得る価格という意味で、「原資産価格」という語を用いている。

東京証券取引所「[東証公式ETF・ETNガイドブック](#)」（2020年4月1日）

必要となり、その純資産総額の算出のためにはETFのポートフォリオ情報が必要となる。

ETF市場においては、証券会社などの指定参加者（AP：Authorized Participant）と呼ばれる市場参加者が、ETFの市場価格と原資産価格との間に価格差が生じた際に裁定取引を行うことで、市場価格と原資産価格が乖離しづらようになっていく。例えば、ETFへの需要が高まり市場価格が上昇した場合、APはETFの原資産を買い、ETFの設定（原資産を運用会社に拠出し、代わりにETFの受益権を受け取る）を行う。新たに設定されたETFをAPが流通市場で売却することで、供給が増加するETFの価格には低下圧力が掛かる一方、ETF設定のために原資産が購入されることで、原資産の価格には上昇圧力がかかる。このようなプロセスを経て市場価格と原資産価格の乖離幅が徐々に狭まる。APはETFの市場価格と原資産価格の差異が利益となる一方、投資家も原資産価格に近い価格でETFを取引できるようになる。この際、ポートフォリオが日々開示されていれば、APはETFの原資産価格をより正確に見積もることができるようになり、裁定取引がより円滑に行われるようになる。

東証はアクティブETFの上場審査基準の一つとして「(前略)ETFの組入資産の明細として当取引所が定める事項が記載された情報(中略)に関して日々売買立会開始前までに確定した内容(中略)が、投資者へ継続的に提供される見込みがあること」を挙げている。この「組入資産の明細として当取引所が定める事項」は「各組入資産(中略)を特定できる情報、その数量又は金額及びその単価などのこと」¹⁵を指しているため、東証はETFのポートフォリオを日々開示することを求めていると解釈できる。

他方、特定の指標に連動するような運用を行うインデックスETFとは異なり、アクティブETFではポートフォリオ自体が他のファンドと差別化できる点であり、収益の源泉となる。ポートフォリオを日々公表することで、運用戦略が他の運用会社や投資家に分析・模倣されるという(ETF市場における意味での)フロントランニングが発生する可能性もあるため、日々の開示が求められる場合、運用会社にとって、アクティブETFを組成し上場させるハードルは高くなる。

ポートフォリオの「透明性」を確保すると、フロントランニングが発生し得るというトレードオフに対処するために、一部の国・地域では、開示に関するルールを一定の条件下で緩めている場合がある¹⁶。以下では、諸外国の例を紹介する。

米国におけるRule 6c-11の承認と非・半透明型ETFの登場

ニューヨーク証券取引所によると、米国では、2019年9月の米国証券取引員会Rule 6c-11の承認が、アクティブETF市場活性化の一つの契機となったという¹⁷。Rule 6c-11は、特定の条件

¹⁵ 東京証券取引所「[パブリック・コメント アクティブ運用型ETFの上場制度の整備について](#)」(2023年3月29日)

¹⁶ ポートフォリオを日々開示するメリットが存在するため、必ずしも限定的な開示が望ましいわけではない。アイルランド中央銀行が2017年に公表したディスカッションペーパー等で詳細な議論がなされている。Central Bank of Ireland「[Discussion Paper 6 – Exchange Traded Funds](#)」(2017年5月15日)

¹⁷ ニューヨーク証券取引所「NYSE Active ETF Updates “より” [Introduction to the NYSE Active ETF Update – A refresher on the market](#)」(2020年7月1日)

を満たすETFについて登録時のプロセスを簡略化する規則である。ETFの登録にあたり、WEBサイトにおける日々のポートフォリオ開示などが求められている一方で、Rule 6c-11の適用にあたりETFが特定の指標に連動するか否かは問われない。

また、SECは2019年ごろから、「非透明（ノントランスペアレント）型ETF」や「半透明（セミトランスペアレント）型ETF」と呼ばれるタイプのETFを承認している。これはポートフォリオの開示と、それによるフロントランニング懸念の双方に対応するために、ポートフォリオを開示せずとも適切なマーケットメイキングが行われるように工夫を凝らした新たなタイプのETFだ。代表的なものとしては、指定参加者の代表者（AP Representative）が設定され、その代表者にのみポートフォリオ情報が開示される“ActiveShares”という仕組みや、真のポートフォリオのパフォーマンスとのトラッキングエラーが最小限に抑えられるように設計された“Proxyポートフォリオ”のみを公表する仕組みなどが挙げられる。

ただし、半透明型ETFの純資産残高は、数十億ドルにすぎないと指摘もある¹⁸。これはアクティブETF全体の純資産残高の1%程度であり、足元の米国におけるアクティブETFへの急速な資金流入は、「透明型」ETFがけん引したものと考えられる。

ポートフォリオの遅延開示が認められている国も存在

証券監督者国際機構（IOSCO：International Organization of Securities Commissions）は、2013年に“ETF Principles (Principles for the Regulation of Exchange Traded Funds)”を公表し、さらにこのグッドプラクティスなどについての最終報告書を2023年5月に公表している¹⁹。このレポート内では、ETFのポートフォリオの開示等について議論されており、各国・地域における開示規制の在り方についても調査がなされている。IOSCOによる調査結果を一部抜粋したものが**図表3**だ。

日本や韓国など、ポートフォリオの日次開示が求められる国が存在する一方、遅延開示が認められている国も多い。また、オーストラリアではポートフォリオの知的財産権保護に必要な範囲でアクティブETFのポートフォリオの遅延開示が認められているなど、商品特性に応じた開示規制を持つ国も存在する。

IOSCOはポートフォリオの日次開示について、効率的な裁定取引メカニズムにつながるといったメリットを挙げている一方、フロントランニングなどが発生する可能性を指摘している。またポートフォリオが日次で開示されている場合であっても、そもそも機関投資家と個人投資家では、そのようなポートフォリオ情報を活用する能力に差がある可能性も指摘している。

¹⁸ 半透明型ETFの純資産残高について、ニューヨーク証券取引所独自の集計では、2022年12月時点で48億ドルとなっている。

ニューヨーク証券取引所 “NYSE Active ETF Updates” より [“Review of 2022: Challenges and Opportunities”](#)（2023年1月12日）

¹⁹ IOSCO [“Good Practices Relating to the Implementation of the IOSCO Principles for Exchange Traded Funds”](#)（2023年5月11日）

図表3 IOSCOによるETF開示に関する調査結果

ポートフォリオ開示に関する考え方	地域
完全なポートフォリオを 日次で開示する必要あり	オーストラリア（一部のアクティブETFを除く） 日本 韓国 米国（一部のアクティブETFを除く） など
完全なポートフォリオの 遅延開示が認められている （概ね1か月以下の遅延）	オーストラリア（一部のアクティブETFに限る） フランス 香港 米国（一部のアクティブETFに限る） など

（出所）IOSCO 資料を基に大和総研作成

アクティブETFには固有の課題が存在するが、メリットも多い

諸外国におけるアクティブETF市場は、ETF市場全体に占める割合こそ小さいものの、徐々に成長を遂げている分野であるといえる。他方、アクティブETFには、透明性とフロントランニング懸念への対応のトレードオフ、という固有の課題が存在している。

東証はアクティブETFのポートフォリオを日次で開示するように求めている。仮に、「半透明型」や「非透明型」ETFの上場が認可されないのであれば、フロントランニング懸念が残ることになる。もっとも、投資家にとっては高い透明性が確保されるというメリットがある上に、米国ではむしろ「透明型」ETFがアクティブETFの普及をけん引している点に鑑みると、このような懸念があるもとでも日本でアクティブETFへの資金流入が期待できるかもしれない。

ただし、米国の事例で確認したように、アクティブETFの普及は投資家側・運用会社側の双方がメリットを見出した結果である。そもそも日本においては、ETFの純資産総額のうち約8割を日本銀行が保有している状況²⁰であり、日本銀行保有分を除く実質的なETF市場の規模はあまり大きくないのが現状である。本レポートで紹介したような海外での先事例を参照しつつ、今回のアクティブETFの導入を通じて、ETF自体のメリットが見直されることで、ETF市場全体が活性化されることに期待したい。

²⁰ ETFの純資産残高は東京証券取引所・名古屋証券取引所・福岡証券取引所・札幌証券取引所「[ETF受益者情報調査結果\(2022年7月\)](#)」(2022年12月5日)より。日銀によるETFの時価保有分については、下記のレポートの試算を引き伸ばす形(時価は日経平均株価とTOPIXの動きに連動するとして試算)で推計。
中村文香「[ETFの損失への備えが不十分な日銀の引当](#)」(大和総研レポート、2021年6月30日付)