

アクティブ ETF の海外動向

Short Review
2023 年 8 月資産運用研究所
野澤 光希

1. はじめに

2023 年 3 月 29 日、東京証券取引所（以下、東証）は、多様化した投資ニーズに応える商品を提供するための環境整備を目指し、連動対象となる指標が存在しない上場投資信託（ETF、Exchange Traded Fund）であるアクティブ ETF の上場を可能とする制度整備を実施すると発表した。

日本でアクティブ ETF を上場するには東証の有価証券上場規程の改正が必要であったことから、これまでの ETF を「内国指標連動型 ETF」と称する一方で、アクティブ ETF を「内国アクティブ運用型 ETF」と称して「投資信託財産等の一口あたりの純資産総額の変動率を一致させるべき特定の指標が存在しない投資信託に係るもの」とするなどの改正案を公表し、2023 年 3 月 29 日から 4 月 28 日にかけてパブリック・コメントを募集した。

6 月 29 日、東証はパブリック・コメントの他、アクティブ ETF で先行する米国 ETF 市場の状況などを参考にしたうえで有価証券上場規程の一部改正を行い、6 月 30 日からアクティブ ETF の新規上場申請の受付を開始すると発表した。

そこで、本稿では、国内のアクティブ ETF の制度概要をパッシブ ETF や、ETF を除くファンド（以下、ファンド）と比較し、先行する海外のアクティブ ETF の市場動向¹について調査した結果を報告する。

2. 国内のアクティブ ETF の制度概要

国内におけるアクティブ ETF の制度概要をパッシブ ETF とパッシブファンド、アクティブファンド²と比較して確認する（図表 1）。まず、ファンドと ETF の違いとして、ファンドは非上場であり、運用会社、銀行、証券会社などの金融機関で購入することができる一方で、ETF（上場投資信託）は、その名前が示すとおり上場する投資信託であるため、株式と同様に証券会社を通じて証券取引所で取引することができ、ETF の取引時間は株式と同様に国内では平日の 9 時から 11 時半（前場）、12 時半から 15 時（後場）³となっている。

取引価格は、ファンドが 1 日に 1 回の基準価額で決まる（毎営業日に市場が閉じた後に計算される）一方で、ETF は、株式と同様に場中の市場価格（リアルタイム）で価格が決定する。そのため、ETF は

1 Morningstar Direct に収録されたインデックス・ファンドに該当しない ETF が対象。

2 パッシブファンドとアクティブファンドは、ETF を除いたファンドが対象。

3 2024 年 11 月 5 日から証券取引所における後場の取引終了時間を 15 時半まで延長予定。

ファンドと比べて、より機動的に売買することが可能となる。

パッシブ ETF とパッシブファンドはベンチマークの値動きに連動する投資成果を目指す一方で、アクティブ ETF とアクティブファンドは、ベンチマークを上回る投資成果を目指す運用を行う。そのため、アクティブ運用にかかるコストは、パッシブ運用と比べて経済動向や企業分析など幅広い調査が必要となることから、一般的に高めとなることが知られている。

実際に、海外のアクティブ ETF の信託報酬は、パッシブ ETF とパッシブファンドより高い一方で、アクティブファンドより安い水準となっている（詳細は第 5 章の図表 6 を参照）。一般的に、ファンドの信託報酬は販売会社の運用管理費用が含まれているが、ETF の信託報酬には販売会社分がない。そのため、ETF の信託報酬はファンドと比べて安いことなどから、国内においてもアクティブ ETF の信託報酬は、パッシブ運用のファンドや ETF より高く、アクティブファンドより安い水準となることが予想される。

保有銘柄情報の開示については、ファンドは原則的に決算期ごとに公表しているが、アクティブ ETF は一般的にパッシブ ETF と同様に日々開示するため、ファンドと比べて開示頻度が高い分、透明性も高いといえる。

なお、6 月 29 日に公表された「内国アクティブ運用型 ETF 上場の手引き」では、アクティブ ETF の情報の提供項目については、日々売買立会開始前までに確定したポートフォリオ情報について投資者に提供することを求めるとなっている。

図表 1 アクティブ ETF とパッシブ ETF、ファンドの比較

	アクティブETF	パッシブETF	アクティブファンド	パッシブファンド
上場・非上場	上場		非上場	
取引価格	市場価格（リアルタイム）		基準価額（1日1回）	
取り次ぎ	証券会社		金融機関	
取引時間	取引所立会時間		証券会社が定める時間	
目指す投資成果	ベンチマークを上回る	ベンチマークに連動	ベンチマークを上回る	ベンチマークに連動
運用コスト	高め	低い	高い	低め
保有銘柄情報の開示	日々		決算期ごと	

（出所）東証より日興リサーチセンター作成

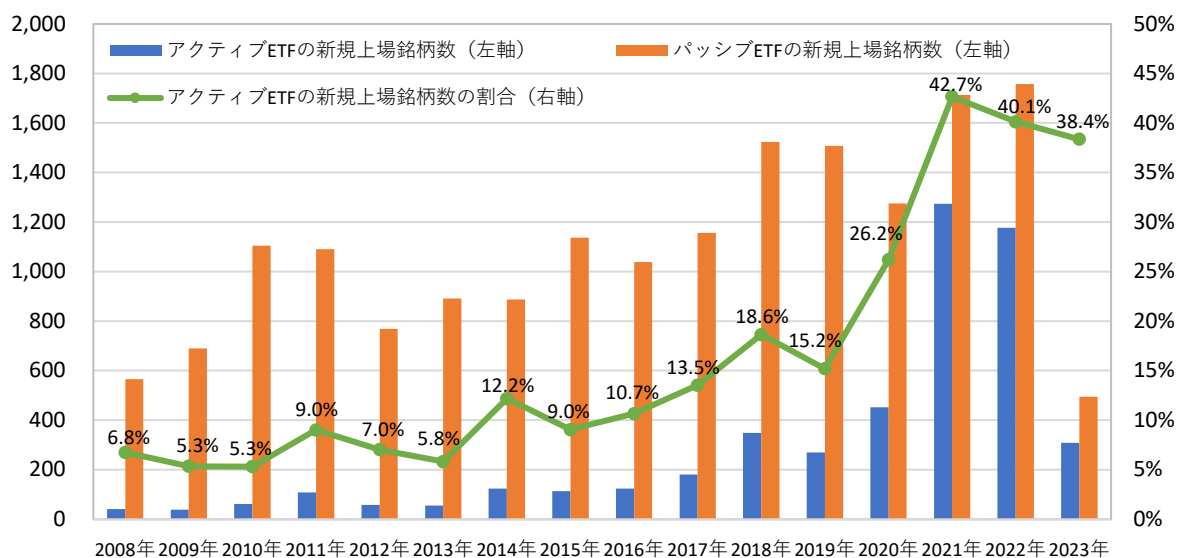
3. 海外のアクティブ ETF の資金動向

次に、国内での上場を前にアクティブ ETF の特性を把握するため、海外で既に上場しているアクティブ ETF の動向を確認する。図表 2 は、世界のアクティブ ETF⁴とパッシブ ETF の各年における新規上場銘柄数の推移である。

ファンドより低コストで投資できることや、取引時間内であればいつでも売買が可能といった利便性などから ETF が人気化しており、2008 年以降、アクティブ ETF、パッシブ ETF のどちらも新規上場銘柄数は増加傾向となっている。中でも、コストを低く抑えたうえで、アクティブ運用でベンチマークを上回るパフォーマンスを目指すアクティブ ETF が人気となっており、新規上場銘柄数の増加が顕著となっている。

2022 年の世界の ETF の新規上場銘柄数は、アクティブ ETF が 1,177 銘柄、パッシブ ETF が 1,757 銘柄であり、1 年間の ETF の新規上場銘柄数のうち、アクティブ ETF が占める割合は 40.1%と増加傾向にある。

図表 2 アクティブ ETF とパッシブ ETF の各年の新規上場銘柄数の推移⁵



(出所) Morningstar Direct より日興リサーチセンター作成

アクティブ ETF の新規上場銘柄数が増加する背景として、株式に投資するアクティブ ETF の新規上場銘柄数の増加がある。2008 年以降のアクティブ ETF の純資産総額を投資対象別に「株式」、「債券」、「その他」に分けた推移⁶をみると、アクティブ ETF の純資産総額は毎年過去最高額を更新し、近年は「株式」が急速に増加している (図表 3)。

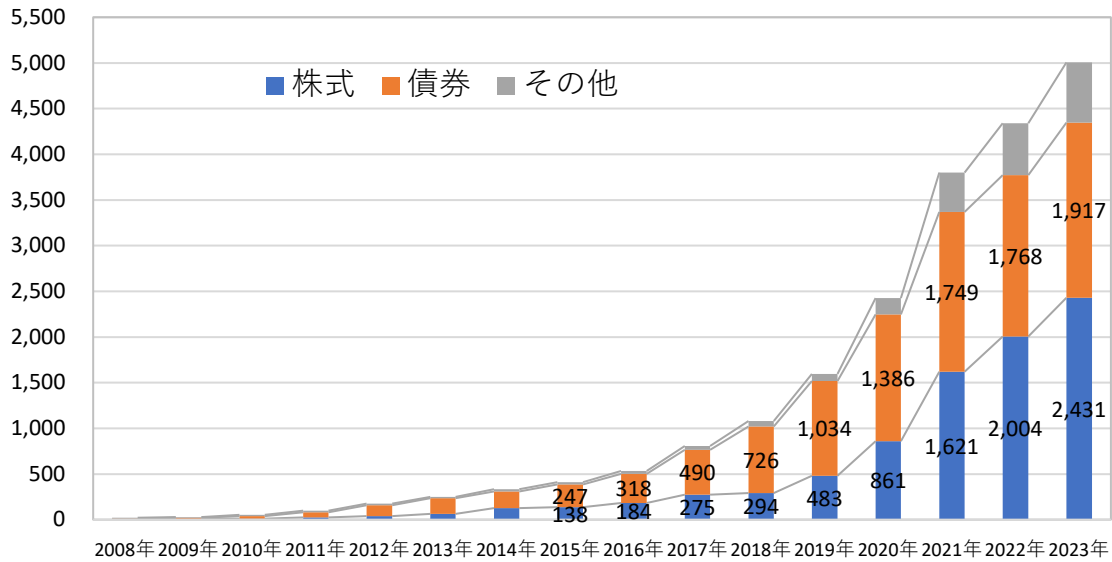
4 パッシブ ETF からアクティブ ETF に鞍替えした ETF も含む (図表 3~7 も同様)。

5 2023 年は 5 月末時点 (図表 3 も同様)。

6 純資産総額を開示しているアクティブ ETF が対象 (図表 4~5 も同様)。

純資産総額は、2021年まで「債券」が最も大きく、「株式」のアクティブETFは債券ほど増えなかった。しかし、2022年には「株式」が「債券」を逆転し、2023年5月末時点では「株式」の純資産総額が2,431億ドルと世界のアクティブETFの48.6%と半数近くを占め、「債券」は1,917億ドルと38.3%を占めている。

図表3 アクティブETFの純資産総額の推移（億ドル）



(出所) Morningstar Direct より日興リサーチセンター作成

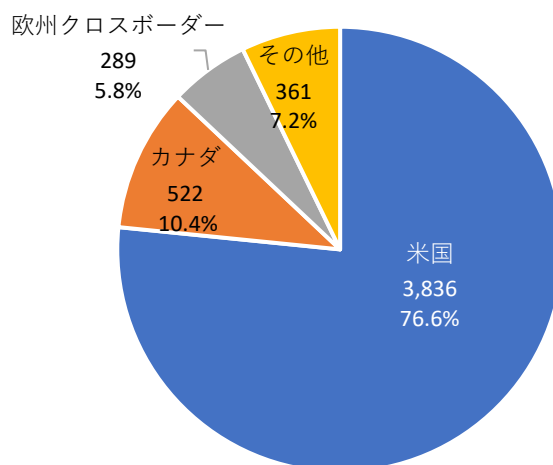
4. 主要国のアクティブETFの動向

次に、2023年5月末時点のアクティブETFの取引国・地域別純資産総額をみると、米国の純資産総額は3,836億ドルと、世界のアクティブETFの77%のシェアを占め、2位のカナダに大差をつけてアクティブETF市場拡大のけん引役となっている（図表4）。

米国では、ETFを上場申請する際に米国におけるファンドを規制するための法律である1940年の投資会社法「Investment Company Act of 1940」の免除措置の認可をSEC（米国証券取引委員会）に申請する必要があり、ETFの上場に時間と費用が掛かっていた。しかし、2019年9月にSECがETFの立ち上げや運用に関する規制を標準化した「Rule6c-11」を承認したことで免除措置を受けるための時間や費用が不要となりETFが上場しやすくなった。

2020年には米国のアーク・インベスト・マネジメントが運用する、破壊的イノベーションに関連する世界の株式に投資する「ARK Innovation ETF」などが人気化したことで「株式」の純資産総額は大きく増加した。その後もJPモルガンが運用する、主に米国の大型株とオプションの売却を組み合わせた取引を行う「JPMorgan Equity Premium Income ETF」などの人気商品が生まれ、米国において「株式」のアクティブETFが増加したことにより、米国のアクティブETF市場が拡大した。

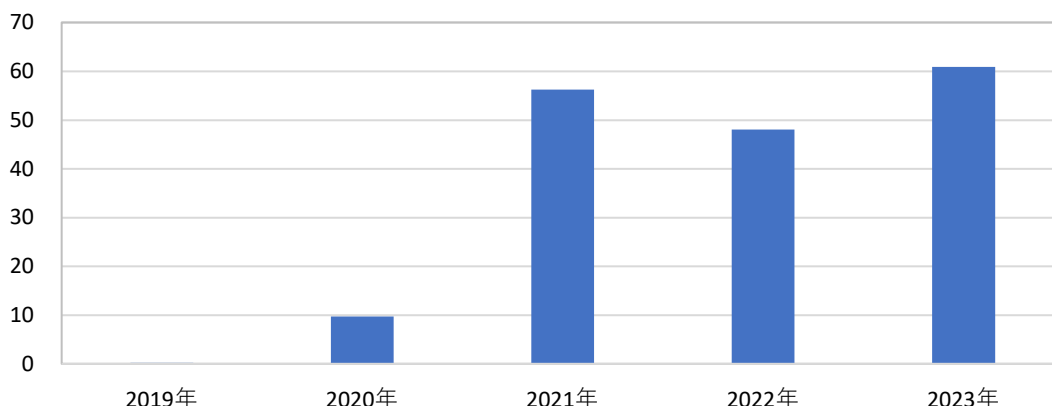
図表4 アクティブETFの取引国・地域別純資産総額⁷（億ドル、2023年5月末時点）



(出所) Morningstar Direct より日興リサーチセンター作成

また、2019年にSECは、保有銘柄情報の開示基準が緩和されたETFである非透明ETF（Non-transparent ETF）を承認した。通常のアクティブETFと比べて規模は大きくないが、2019年に初めて非透明型アクティブETFがSECに承認されて以降、保有銘柄を公表したくない運用会社にとってメリットのある金融商品となっていることから市場規模は拡大傾向となっており、2023年5月末時点の非透明ETFの純資産総額は61億ドルとなっている（図表5）。なお、2023年5月末時点で最も純資産総額が大きい非透明ETFは、米国の運用会社であるNuveen Asset Managementが、主に時価総額が10億ドル以上の米国株式に投資する「Nuveen Growth Opportunities ETF」で26.7億ドルであった。

図表5 非透明型アクティブETFの純資産総額（億ドル）の推移⁸



(出所) Morningstar Direct より日興リサーチセンター作成

7 「その他」のうち、2023年5月末時点で最も純資産総額が多い国は韓国（121億ドル）で、次いでチリ（85億ドル）と続く。

8 上場後に非透明型アクティブETFの運用に切り替わったETFを含む。

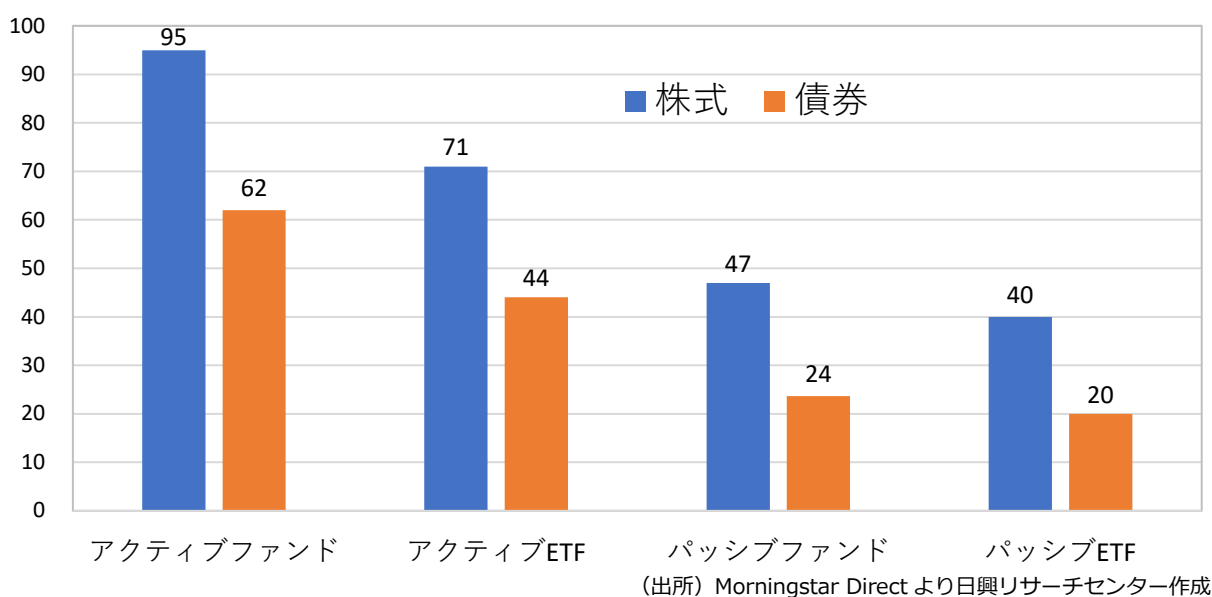
世界のアクティブ ETF シェア 2 位であるカナダのアクティブ ETF の純資産総額は、522 億ドルと世界全体の 10%となっている。カナダでは、大半のアクティブ ETF は、通常のファンドと同様に「National Instrument 81-102」のもとで規制されているため、アクティブ ETF と通常のファンドの開示ルールなどは一般的に同様となっている。そのため、アクティブ ETF の保有銘柄をその保有比率に応じて毎月または半期ごとに開示しており、保有銘柄情報を日々開示する必要がないといったメリットが運用会社にある。一方で、投資家にとっては、保有銘柄情報を日々確認できるといった透明性があることが ETF の魅力の一つであるにもかかわらず、保有銘柄情報を毎月、または半期ごととすることで商品の透明性が低下しているといったデメリットがある。

なお、全体の 6%と割合が低い欧州クロスボーダーでは、アイルランド籍が 88.2%と大半を占めている。

5. 海外のアクティブ ETF の信託報酬と米アクティブ ETF の純資産総額ランキング上位

次に、アクティブ ETF の信託報酬をパッシブ ETF やファンドと確認する（図表 6）。

図表 6 信託報酬の中央値⁹（bp、2023 年 5 月末時点）



信託報酬は、株式、債券のどちらも運用調査費用などが必要とされるアクティブファンドが最も高く、次いでアクティブ ETF が高かった。また、アクティブ ETF よりもパッシブファンド、パッシブ ETF の信託報酬は低く、パッシブ ETF は最も信託報酬が低かった。

最後に、アクティブ ETF の最大の市場である米国のアクティブ ETF の純資産総額上位 10 銘柄を確認する（図表 7）。2023 年 5 月末時点の純資産総額上位 10 銘柄のうち 4 銘柄が 1981 年に米国で創業さ

⁹ ファンドは最長シェアクラスが集計対象。

れた運用会社の「Dimensional Fund Advisors」、2 銘柄が米国ニューヨークに本社を置く「JPMorgan」であった。分類別でみると、上位 10 銘柄のうち 4 銘柄が米国債券であった。米長期金利の上昇を背景に、金利上昇による価格下落の影響を抑えるためデュレーションが短い債券が人気化したことから、4 銘柄いずれもデュレーションが短い米国債に投資するアクティブ ETF であった。純資産総額をみると、100 億ドルを超えるアクティブ ETF は 3 銘柄のみであり、純資産総額が大きいアクティブ ETF の銘柄数は少ないことがわかった。

図表 7 米国アクティブ ETF の純資産総額上位 10 銘柄¹⁰ (2023 年 5 月末時点)

No.	名称	上場日	運用会社名	分類	純資産総額 (億ドル)
1	JPモルガン・米国株式・プレミアム・インカムETF	2020/05/21	J.P. Morgan Investment Management, Inc.	株式その他	260
2	JPモルガン・ウルトラショート・インカムETF	2022/09/15	JPMorgan Asset Management Inc	米国債券	246
3	Dimensional US Core Equity 2 ETF	2021/06/14	Dimensional Fund Advisors LP	米国株式(大型ブレンド型)	189
4	PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF	2009/11/17	Pacific Investment Management Company, LLC	米国債券	87
5	First Trust Enhanced Short Maturity ETF	2014/08/06	First Trust Advisors L.P.	米国債券	81
6	Dimensional US Marketwide Value ETF	2022/05/09	Dimensional Fund Advisors LP	米国株式(大型割安型)	80
7	ARK Innovation ETF	2014/10/31	ARK Investment Management LLC	米国株式(中型)	78
8	Dimensional US Targeted Value ETF	2021/06/14	Dimensional Fund Advisors LP	米国株式(小型)	73
9	iShares Ultra Short-Term Bond ETF	2013/12/13	BlackRock International Limited	米国債券	63
10	Dimensional US Equity ETF	2021/06/14	Dimensional Fund Advisors LP	米国株式(大型ブレンド型)	62

(出所) Morningstar Direct より日興リサーチセンター作成

ここで、純資産総額上位 5 銘柄の概要を説明する。1 位の「JP モルガン・米国株式・プレミアム・インカム ETF」は、主に米国の大型株とオプションの売却を組み合わせた取引を行い、株式の配当金とオプションプレミアムを原資として毎月分配を目指す ETF である。2 位の「JP モルガン・ウルトラショート・インカム ETF」は、主に米ドル建ての投資適格債券に投資し、ポートフォリオのデュレーションを 1 年未満とする運用を目指す ETF である。3 位の「Dimensional US Core Equity 2 ETF」は、米国企業の株式へ幅広く投資する ETF である。4 位の「PIMCO Enhanced Short Maturity Active ETF」は、満期が異なるさまざまな債券（債務証券などを含む）に分散投資する ETF で、ポートフォリオのデュレーションは、通常 1 年未満としている。5 位の「First Trust Enhanced Short Maturity ETF」は、ショートデュレーション戦略を用いており、主に満期 3 年未満の米ドル建て適格投資債券に投資をする ETF である。

10 分類は Morningstar Direct のグローバル・カテゴリに基づく。「株式その他」の分類は、Morningstar Direct のグローバル・カテゴリのいずれにも当てはまらない株式市場に投資するアクティブ ETF の分類。「米国株式 (大型ブレンド型)」の分類は、米国株式市場の時価総額上位 70% の銘柄のうち、グロースとバリューのスタイルに依存しない米国株式を投資対象とするアクティブ ETF の分類。

6. おわりに

本稿では、東証が6月に国内で上場申請の受付を開始したアクティブETFの概要をパッシブETFやファンドと比較し、アクティブETFはパッシブETFと同様に、保有銘柄情報を日々開示しなくてはならないなどの商品概要を確認した。

海外のアクティブETFの市場動向については、アクティブETFが占める割合は米国を中心に年々増加傾向となっており、中でも株式に投資するアクティブETFが増加し、2022年のアクティブETFの純資産総額は、株式が債券を逆転してアクティブETFの中で最も高いシェアとなったことを確認した。

アクティブファンド・ETFとパッシブファンド・ETFの信託報酬を比べると、経済動向や企業分析など幅広い調査が必要とされるアクティブファンドが最も高く、次いでアクティブETFが高かった。ベンチマークに連動する運用を目指すパッシブファンド・ETFはアクティブETFより信託報酬が低かった。

現在のアクティブETFの市場規模はパッシブETFやファンドと比べて小さく、北米など一部の国に偏っているが、北米以外でもアクティブETFの新規上場銘柄数が増加してきている。今後は北米だけでなく、欧州やアジアなど、さまざまな国・地域でもアクティブETFの新規上場銘柄数の増加や市場規模の拡大が期待され、このような海外のアクティブETF市場の動向調査・分析することは、今後、国内でアクティブETFが新規上場した際の参考となるだろう。

参考文献

東京証券取引所[2023], 「アクティブ運用型ETFの上場制度の整備について」

<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d6/cg27su0000003ncr-att/cg27su0000003neu.pdf>

東京証券取引所[2023], 「内国アクティブ運用型ETFの上場制度に係る有価証券上場規程等の一部改正について」

<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/aocfb40000001a3i-att/gaiyo.pdf>

東京証券取引所[2023], 「内国アクティブ運用型ETFの上場制度の整備に係る有価証券上場規程等の一部改正新旧対照表」

<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/aocfb40000001a3i-att/shinkyu.pdf>

東京証券取引所[2023], 「アクティブ運用型ETFの上場制度整備に関する談話」

https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0060/aocfb40000001e76-att/danwa_cln.pdf

東京証券取引所[2023], 「「アクティブ運用型ETFの上場制度の整備について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について」

<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d6/cg27su0000003ncr-att/aocfb4000000169c.pdf>

東京証券取引所[2023], 「内国アクティブ運用型ETF上場の手引き」

<https://www.jpx.co.jp/equities/products/ETFs/format/tvdivq0000005697-att/aocfb40000001ayp.pdf>

東京証券取引所, 「内国 ETF・内国商品現物型 ETF 上場の手引き」

<https://www.jpx.co.jp/equities/products/ETFs/format/tvdivq0000005697-att/tvdivq000000u933.pdf>

Horizons ETFs, 「An introduction to actively managed ETFs」

https://www.horizonsETFs.com/horizons/media/pdfs/library/ActiveAdvantage_EN.pdf

SEC, 「MUTUAL FUNDS and ETFS」

<https://www.sec.gov/investor/pubs/sec-guide-to-mutual-funds.pdf>

SEC, 「SEC Adopts New Rule to Modernize Regulation of Exchange-Traded Funds」

<https://www.sec.gov/news/press-release/2019-190>

(END)