

アクティブETFの 上場制度の整備について



東京証券取引所 上場推進部

上場推進部長 **荒井 啓祐**

調査役 **小阿瀬達彦**

1. はじめに

東京証券取引所（以下、「東証」という）は、これまで、すべてのETF（上場投資信託）について、その基準価額が特定の適格指標に連動することを上場要件として求めてきたが、昨今の多様化した投資ニーズに的確に応えたETF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・向上させるために、本年6月30日、連動対象となる指標が存在しないアクティブ運用型ETF（以下、「アクティブETF」という）の

上場制度の整備を行った。9月7日、日本初のアクティブETFが上場し、その後、本邦のアクティブETFは運用会社4社7銘柄、合計純資産残高は約320億円（10月12日時点）と好調な滑り出しを見せている。

本稿では、アクティブETFの上場制度整備の背景及びその内容を説明することとした。なお、文中意見にわたる部分は、筆者の個人的見解であることをあらかじめお断りしておく。

2. 本制度整備の背景

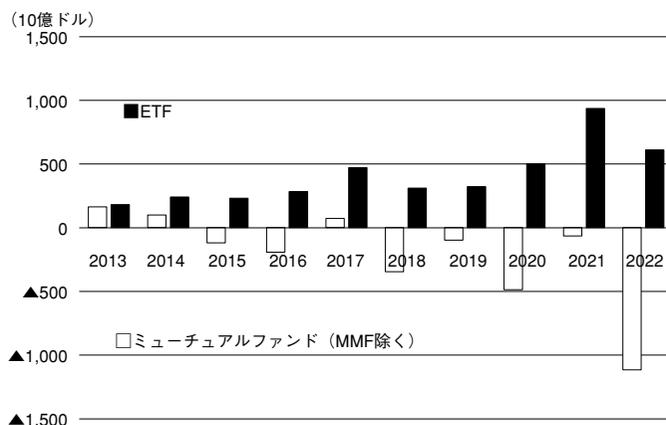
(1) 投資者ニーズの高まり

東証では、投資者の「欲しい商品を、好きなタイミングで、適切な価格で売りたい」というニーズに応じていくために、投資者に対してどのようなETFに投資したいかヒアリングを行ってきた。ヒアリングで多く聞か

〈目次〉

1. はじめに
2. 本制度整備の背景
3. アクティブETFの上場制度
4. おわりに

(図表1) 純資金流入額の推移 (米国のETF・ミューチュアルファンド (MMF除く))



(出所) ICI Investment Company Fact Book 2023 Data Tables (Table13、17) から著作作成

れたのは、連動対象となる指数の数が限定的である債券やマルチアセットを組み入れたETFや、例えば、高配当やバリュー・グロース等の特定のファクターやESG分野など、運用会社の知見を存分に活かしたETFのラインナップ拡充への期待の声であった。こういったETFの組成を柔軟に行うことができるように、米国において近年急速に普及もした(後記2(2)(b)参照)アクティブETFの上場制度を整備することとなった。

(2) 米国市場の動向

(a) 従来の投資信託からETFへ

世界最大の市場規模を持ちトレンドの先端を行く米国市場では、最近10年間、ETFは従来型の非上場の投資信託(ミューチュアルファンド)に対して常に純資金流入額が上回っており、競争優位に立っている(図表1)(注1)。

(b) 指標連動型ETFからアクティブETFへ

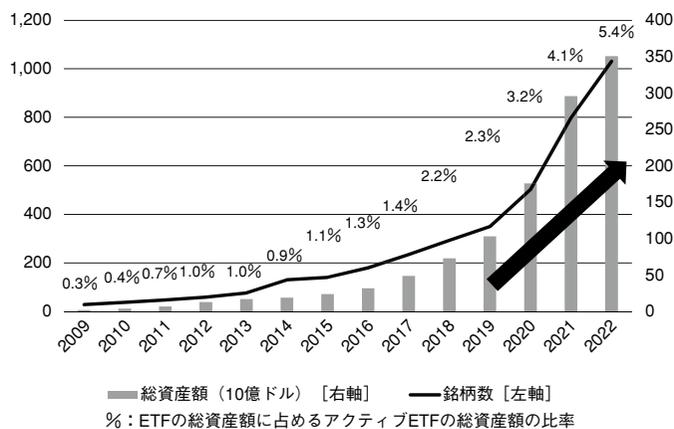
米国においてもETFは従来、指標連動運用の商品であった。2008年に米国SECによってアクティブETFが初めて承認され、2019年頃からアクティブETFの上場が増加、2021年には新規上場数ではアクティブETFが指標連動型ETFを上回り、2022年末の銘柄数は1,031(ETF全体比33.3%)、総資産総額は約46兆円(ETF全体比5.4%)に達している(図表2)(注2)。市場ポートフォリオに投資する等の指標連動型ETFに、アクティブETFを組み合わせるポートフォリオ構築を行う流れが広がっている。

3. アクティブETFの上場制度

(1) ETFの特色

指標連動型ETFとアクティブETFは、運用手法(連動対象指標の有無)にこそ違いが

(図表 2) 米国のアクティブETFの総資産額・銘柄数



■ 総資産額 (10億ドル) [右軸] — 銘柄数 [左軸]
% : ETFの総資産額に占めるアクティブETFの総資産額の比率

(出所) ETFGI発表数値から著者作成

あるが、その他の基本的な特色は共通する。

非上場の投資信託が取引を申し込んだ時点では取引価額は分からず一日一回決まった日時でしか取引できないことに比べ、ETFには上場株式と同様にリアルタイムで売買できるメリットがある。また、非上場の投資信託ではその保有銘柄の公表が決算期ごと等であるのに対して、ETFは毎日公表とより透明性が高い。加えて、ETFには投資者が負担する主要なコストである信託報酬のうち、販売会社が収受する「代行手数料」がないなど、非上場の投資信託と比較した低コスト構造を有している。さらに、個人投資家にとっては、ETFは上場株式と同様に信用取引や貸株が可能であることや、一部ネット証券の現物・信用取引の売買手数料無料化の対象であることも注目点である。

(2) 上場制度概要

東証のアクティブETFは、投資者に分かりやすい「商品性」、保有銘柄の開示等を通じた「透明性」、運用会社における運用等の「健全性」の3点が確保された商品が上場する仕組みとなるように制度整備を行った。以下、本改正の内容について概説する^(注3)。

(a) 定義等

本改正では、「法〔金商法〕第二条第一項第一〇号に規定する投資信託の受益証券であって、投資信託財産等を主として有価証券、デリバティブ取引に係る権利又は商品投資等取引に係る権利に対する投資として運用することを目的とする投資信託に係るものうち、投資信託財産等の一口あたりの純資産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」を「内国アクティブ運用型ETF」と定義し、従来の指標連動型ETFと異なる上場審査基準等を適用す

(図表 3) 従来の商品との比較

	アクティブ投資信託	アクティブETF	指標連動型ETF
取引所への上場	非上場	上場	上場
取引価額	基準価額(1日1回)	市場価格(リアルタイム)	市場価格(リアルタイム)
連動対象指標	なし	なし	あり
保有銘柄の開示	決算期等	毎日	毎日(指標構成銘柄)
信託報酬率	高め(平均1.13%*1)	中程度(0.06%~0.90%*2)	低め(平均0.30%*1)
信用取引	—	可	可

*1 投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック(2023年8月末)」掲載の数値

*2 上場アクティブETF 7銘柄のレンジを記載

(出所) 各種公表データに基づき筆者作成

る(有価証券上場規程(以下、「上場規程」という)1001条29号の2等)。この点、連動対象となる指標のないETFがアクティブETFであり、ベンチマークを上回る成果を目指した、いわゆる「アクティブ運用」を行うETFに限定した制度ではないことに留意が必要である。例えば、10月5日に上場した「上場Tracers 米国債0-2年ラダー(為替ヘッジなし)(銘柄コード:2093)」(日興アセットマネジメント)は、ラダー型運用(投資対象となる債券の残存期間に応じて等金額投資する)を行うルールベース型のETFである。

(b) 上場審査基準(上場規程1104条の2)

① 法令への適合(同条2号a)

本ETFの組成形態は、日本の投資信託法に基づく、金銭信託型^(注4)のETFに限定される。現物設定型^(注5)は投資信託法施行令の改正が必要となることや組成ニーズを踏まえ、本改正の対象からは見送った。また、外国籍ETFについても、設定・解約が国外

で行われるなど日本国内における流動性供給の仕組みが異なることから今回の対象からは見送ることとした。ただし、ファンド・オブ・ファンズ形式で外国投資信託などに投資する金銭信託型ETFであれば上場審査を経て上場が可能である。

② 投資信託約款の記載内容(同条2号b)

金銭信託型の指標連動型ETFに準じたものに加え、アクティブETFに特有の次の要件を満たす必要がある。

- ア (ア) 投資信託が投資の対象とする資産を保有した場合と同様の損益を実現する目的または(イ)ヘッジ目的によるものを除き、デリバティブ取引に係る権利または商品投資等取引に係る権利に対する投資として運用を行うものではない旨
- イ 投資信託協会の定める投資信託等の運用に関する規則一七条の二の要件を満たす投資制限が設けられていること

前記アは、東証として、上場株式等と同じように取引されるETFの性質を踏まえ、制

度運用開始当初は、レバレッジ型・インバース型ETFのように投資勧誘に当たり追加的な説明を要する商品等を除き、プレーンな商品群から制度適用を始めることが望ましいと考えたため、アクティブETFが用いるデリバティブ取引等に一定の制約を設けることとしたものである^(注6)。

前記イは、いわゆる分散投資規制とも呼ばれるが、適格指標連動要件にも指標に一定の分散が求められることを踏まえ、集中投資型ETFを排除する趣旨で設けたものである。

③ 投資信託財産等の範囲（同条2号e、上場規程施行規則1106条の2第1項）

ETFの投資対象資産は、上場株券、REIT、国債、社債、投資信託、デリバティブ取引など、指標連動型ETFと同様のものが認められる。ただし、レバインバ投資信託や前記②アの要件を満たしていない投資信託（プレーンな指標連動型ETFなどを除く）への投資などは認められない。

④ ポートフォリオ情報の提供（同条3号）

後記(c)①のポートフォリオ情報が、投資者へ継続的に提供される見込みがあることが求められる。詳細は、後記(c)①で述べるが、適格指標連動要件にも指標値やその構成銘柄の公表が求められていることと同等の透明性を確保する趣旨で基準を設けている。

⑤ 開示の適正性、投資信託財産等の運用等の健全性（同条4号・同条5号）

指標連動型ETFでは、指標の算出方法の客観性・公正性などが求められるが、アクテ

ィブ運用では、ファンドマネージャーが運用方針の範囲内で裁量を利かせることを踏まえると、運用方針それ自体を独立した審査項目とするのではなく、管理会社（運用会社）において個々のアクティブETFの運用方針を適切に遂行できる体制（その検証体制を含む）やETFに関する必要な情報の開示を適正に行える体制が整備されているか否かを確認することで、上場商品としての品質確保を図ることが適当であると考えた。

⑥ その他の上場審査項目

管理会社、指定参加者、円滑な流通の確保、信用状況に関する管理体制等、虚偽記載及び監査意見等、指定振替機関の取扱い、公益または投資者保護ならびに信託受託者に関する情報の把握等その他の上場審査項目に関しては、従来の金銭信託型の指標連動型ETFと同様の基準が適用される。

(c) 情報の開示等

① ポートフォリオ情報の提供（上場規程1107条の4第1項2号）

本ETFの管理会社には、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を投資者に提供することが求められる。ポートフォリオ情報とは、ETFの組入資産の明細が記載された情報をいい、有価証券上場規程施行規則で必要な情報を定義している。ポートフォリオ情報は、現在、多くの指標連動型ETFで任意に提供され、マーケットメイカーがETFの理論価格を推定するのに利用されているところ、本制度では、その提供を義

務づけるものである^(注7)。ポートフォリオ情報は、管理会社などのウェブサイト又はJPXのウェブサイト「インディカティブNAV・PCF情報^(注8)」などを通じて提供される。各アクティブETFのポートフォリオ情報の提供を行う媒体名及びURLは、「内国アクティブ運用型ETFの商品特性及び管理会社の運用体制等に関する報告書」に明記される。

なお、現在、一部のETFでは、取引時間中15秒毎、ポートフォリオ情報から算出される一口当たり推定純資産額（インディカティブNAV）も配信されているが、米国SEC規則6c-11などでも配信の義務づけまではされていないこと等を踏まえ、努力義務としている（上場規程1110条の2第3項）。

② 「内国アクティブ運用型ETFの商品特性及び管理会社の運用体制等に関する報告書」（上場規程1103条第2項2号、上場規程1107条の2第4項）

本報告書は、運用方針の概要、投資リスク、これらを踏まえた想定投資者属性、管理会社の運用体制の状況、ポートフォリオ情報の提供方法などの情報が記載され、上場承認後に公衆の縦覧に供され、実効性の確保に関する規定の対象にもなる（上場規程1111条）。

③ 月次レポート（上場規程1107条の4第1項3号）

現在、投資信託協会の規則では任意とされている^(注9)月次レポートについて、東証が定めるところにより作成を義務づけることと

した。

(d) **上場廃止基準等（上場規程1112条の2）**

指標連動型ETFでは指標値と基準価額との相関により上場廃止に係る判断をしているが（上場規程1112条第1項3号e）、アクティブETFでは、指標の存在を前提とした上場廃止基準は設けられないため、前記のような情報開示の充実等を図った上で、投資者に評価されず、純資産総額が積み上がらなくなったETFについては上場廃止とする仕組み（具体的には、年間平均純資産総額が10億円未満となった場合に上場廃止とする基準）を設けることとした（上場規程1112条の2第3号f）。ただし、本基準は上場後5年未満の銘柄には適用されない。

また、金銭信託型の指標連動型ETFに準じた廃止基準やポートフォリオ情報が継続して1か月間投資者に提供されていない場合など（上場規程1112条の2第3号h）、上場審査基準と裏表の関係にある廃止基準を設けている。適時開示項目に関しても、このような上場廃止基準に影響のある事項を追加している（上場規程1107条の2）。

前記のような上場、開示、上場廃止の一連の枠組みを通じて、上場商品としての品質を備えたアクティブETFが市場に残るよう意図している。

(3) **マーケットメイク制度**

2018年7月、東証はETF市場で流動性を供給する仕組みとして、所定の義務を果たし

た「マーケットメイカー」に売買代金等に応じた報奨金を支払うマーケットメイク制度を導入し、機関投資家をはじめとする幅広い投資者の要求水準に応える取引環境の整備が進んだ^(注10)。2023年6月、東証はマーケットメイク制度の対象にアクティブETFを追加した。アクティブETFに慣れた海外のマーケットメイカーが多数参加したこともあり、2023年9月の立会市場においては、各アクティブETFのデプスの平均は3,000万円～1億3,000万円程度、スプレッドの平均は0.05%～0.17%程度で板が形成されていた^(注11)。これは、比較的大きな金額の取引を理論価格に近い適切な水準で取引できることを示しており、指標連動型ETFと同じようにマーケットメイカーが常時注文の提示を行うことでアクティブETFを円滑に売買できる環境が提供されている状況と言える。

(4) アクティブETFへの投資に当たっての留意事項

アクティブETFへの投資に当たっては、①ファンドにおける積極運用の結果として、投資成果がベンチマークを下回る可能性があること、②日々開示されるポートフォリオ情報は、前日の基準価額算出の基礎となった情報でしかなく、当該情報から算出されるインディカティブNAVについては、ETFの理論価格に常に一致するというわけではないことに留意が必要である。東証としては、これらの留意事項について、ウェブサイトの「投資

のリスク」のページ等で必要な周知を図っており、ご参照いただきたい。

■ 4. おわりに

「アクティブETFの組入銘柄を教えて欲しい」個人投資家から多くの電話が鳴った。今までにない反響だ。投資者は資産運用のプロが厳選した銘柄に強い関心を持っている。アクティブETFは通常の上場株式と同様に全国の証券会社にて取り扱いがあり、運用会社にとっては顧客によりダイレクトに繋がるのが可能な金融商品とも言える。来年からは新NISAがスタートする。現在、上場アクティブETF 7銘柄はいずれも成長投資枠の対象として届け出られている。本制度改正によって多様で魅力的な商品が提供され、投資者が運用会社それぞれの得意とする運用手法に容易にアクセス可能となれば本望である。

ETF業界は資産運用業のシリコンバレーともいわれる^(注12)。世界中の運用会社、指定参加者、マーケットメイカー、規制当局、取引所などが、試行錯誤を繰り返し商品を進化させる金融の最前線にある。東証も、投資者ニーズに応え、運用会社がその運用能力を存分に発揮できるよう、絶えず制度改善を図ってまいりたい。

(注1) 米国におけるETFの優位性の1つに、取引所で取引されることや現物設定・現物交換の構造により、ファンド段階での課税イベントたるキャピ

タルゲインの発生を避けられる点がある。なお、日本ではファンド段階では非課税とされておりETF固有の強みとはならない（野村アセットマネジメント編『ETF大全』（日本経済新聞出版、2021）など）。

(注2) ETFGI発表数値、ドル資産は2022年12月30日の三菱UFJリサーチ&コンサルティング発表のTTM（132.70円）により円換算。

(注3) アクティブETFの上場にあたり適用される上場審査基準、適時開示基準、上場廃止基準、上場に伴う費用などは、JPXウェブサイト掲載の「国内アクティブ運用型ETFの上場の手引き」に詳しい。<https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/format/index.html>

(注4) 現金によって設定と解約が行われる日本の投資信託において原則的な組成形態

(注5) 有価証券等の現物の拠出をもって設定が行われる組成形態

(注6) 本審査項目は、新NISAの対象となる投資信託におけるデリバティブ取引等の利用に係る投資制限の要件と重なるところがあるが、東証が新NISAに関して何らかの判断を行うことはない。

(注7) 米国SECは、2019年以降、取引時間の重なる米国株・一部のカナダ株を投資対象とするETFに限って、ポートフォリオ開示を日次で行わない（四半期開示などの）「半透明型（または「非透明型」）」のアクティブETFを個別承認している。未だ資産規模は日次開示のアクティブETFに比べて小さいものの、ファンドマネージャーが手の内を晒すことでパフォーマンスへの影響が懸念される運用手法の採用や非上場投資信託のETFへの転換を容易にすることから期待もある。なお、半透明型アクティブETFでは、マーケットメイカーがETFの理論価格を推定するために、真のポートフォリオ情報を一部マスクした上で値動きの近似する「プロキシ・ポートフォリオ」等が日次で公表される。

(注8) <https://www.jpx.co.jp/equities/products/ETFs/inav/index.html>

(注9) 投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に

関する規則20条。

(注10) この結果、マーケットメイク制度導入後、外国株式や債券を投資信託財産とするETFの純資産残高が増加している（2018年7月時点で約0.16兆円、2022年7月時点で約1.13兆円）。東京証券取引所「ETF受益者情報調査結果（2018年7月、2022年7月）」

(注11) デプスとスプレッドについては、各アクティブETFの立会時間中に、最良気配値段に提示されている注文金額（デプス）と、最良売気配値段と最良買気配値段の価格差（スプレッド）を計測し、日ごとに時間加重平均を行った日次データをもとに算出。アクティブETFが上場された9月7日から29日までの16営業日の日次データを日数で算術平均した数字を利用

(注12) ETF Prime Host Nate Geraci

