



From the Corner of Wall Street

東京証券取引所
ニューヨーク駐在員事務所

山下 晴之

—連載（第47回）—

米国におけるミューチュアル・ファンドからETFへの転換の動き

1. はじめに

近年米国ではミューチュアル・ファンドからETFへの資金シフトが進んでおり、2022年にはミューチュアル・ファンドから1.1兆ドルの資金流出、及びETFへの6,281億ドルの資金流入を記録している。当該傾向は今後も継続すると想定されるが、同時に、米国では既存のミューチュアル・ファンドをETFに「転換」する動きが報じられている。直近では本年6月にフィデリティ・インベストメントが6本、そして直近10月ではモルガン・スタンレーも2本のミューチュアル・ファンドをETFに転換するための申請をSECに行っている。ミューチュアル・ファンドからETFへの転換の自体は2021年から見られた動きではあり、それ自体新しいものではないが、近年のETFへの好調な資金流入の一部を説明するものである。本稿では米国におけるミューチュアル・ファンドからETFへの

転換について、その背景、現状及び転換の方法や利点を説明したうえで、日本市場への示唆について筆者の考察を述べる。

2. ETFへの転換の背景及び現状

米国では、2021年3月にGuinness Atkinsonという小規模なファンドが同社のミューチュアル・ファンド2本をSmartETFsブランドのETFに転換したことが始まりである（注1）。これまでの累計総転換数は約40件で、転換総額は約600億ドルといわれている。なお、直近1年間での転換は16件、最大の転換はJPMorgan International Research Enhanced Equity ETF（JIRE）であり、現在58億ドルの運用資産を有するETFである（注2）。特にDimensional FundsやJPMorganのような認知度の高いブランドを持つ企業にとって転換戦略が成功しており（注3）、ミューチュアル・ファンド時代に培った運用成績を引き継い



(図表 1) 米国におけるミューチュアル・ファンドからETFへの転換事例

ETF Issuer	Sample Tickers (Converted Mutual Funds)
Adaptive Investments	RHRX, AQGX, RHTX, AGOX
Bridgeway	BBLU
Convergence Investment Partners	CLSE
Dimensional	DFAT, DFUS, DFAS, DFAC
Franklin Templeton	DVAL, MCSE
FundX	XCOR, XNAV
Innovative Portfolios	IPPP, IPDP
JPMorgan Chase	JCPI, JMEE, JPRE, JIRE
Motley Fool Asset Management	TMFG, TMFM
Neuberger Berman	NBCM
SmartETFs	DIVS, ADIV
Soundwatch	SHDG

(出所) ETF.com記事 (注4) より抜粋

で運用資産を伸ばしていることが見てとれる。図表 1 は2022年までに行われた主な転換事例である。

さて、米国におけるアクティブETF解禁の流れもあり、ミューチュアル・ファンドの構造を脱して、後述するようなETFの税効率の高さと幅広いアクセシビリティを実現することは、一見すると新たな投資家を惹きつけるシンプルで効果的な方法のように思える。しかし、転換に取り組もうとするミューチュアル・ファンドは、資産運用ビジネスで最も競争の激しい分野のひとつに足を踏み入れることになる。

これらの競争における勝敗を見る、つまり、ファンドへの関心と新規投資家誘致の成功を測る一つの方法としてETFの純流入額がある。図表 2 は転換日から2023年 2 月末までの

累計純流入額で、Dimensional Fundsが 7 本のETFにおいて合計で110億ドル弱の資金を獲得し、首位となっている。この 7 本はすべて課税口座向けの税金管理型ミューチュアル・ファンドであったため、より税効率の高いビークルへの転換は理にかなっていた。また、ディメンショナルはアドバイザーや機関投資家の緊密なネットワークと独占的に連携し、顧客にサービスを提供しているため、どのファンドも12b-1手数料(注5)を徴収していないという特徴もある。

一方で、それ以外のファンドは苦戦を強いられている。下位28ファンドは合計で約10億ドルの資金流出に見舞われ、38ファンド中16ファンド(42%)が資金流出を報告した。転換後わずか7カ月でクローズに追い込まれたファンドもある。ETFへの転換により税効

(図表2) 各ミューチュアル・ファンドにおける転換後以降の累積ネットフロー

Life as an ETF Hasn't Been Easy for Most Converts	
ETF	Cumulative Net Flow Since Conversion Date (\$, millions)
Dimensional US Core Equity 2 ETF DFAC	5,145
Dimensional US Targeted Value ETF DFAT	1,806
Dimensional US Small Cap ETF DFAS	1,579
Dimensional US Equity ETF DFUS	740
Dimensional International Value ETF DFIV	662
Dimensional World ex US Core Equity 2 ETF DFAX	465
Dimensional US Marketwide Value ETF DFUV	446
Kovitz Core Equity ETF EQTY	110
Neuberger Berman Commodity Strategy ETF NBCM	87
Adaptive Alpha Opportunities ETF AGOX	76
All Others	-1,076

Source: Morningstar Direct. Data as of February 28, 2023.

(出所) Morningstar.com記事より抜粋

率は向上するかもしれないが、その成否は、ファンド自体が優れた商品かどうか結局のところ依存しており^(注6)、単にETFへの転換の流れに乗っただけではファンドの長期的な存続や、新たな投資家の獲得が保証されるものでは決してないことがわかるだろう^(注7)。

3. ETFへの転換の方法及びその利点

ミューチュアル・ファンドからETFへの転換の方法は、大きく直接転換 (direct conversion) と再編成 (Shell reorganizations) の2通りの方法があるとされている。直接転換は、転換後も既存の信託に留まるケースであり、ファンド文書等を適宜修正することに

より実現可能である。転換に際し委任状の取得が必須とされないため顧客に対して働きかける必要が無いというメリットがあるとされている。再編成は、ミューチュアル・ファンドの資産が新たなシェルETFに移管されるスキーム^(注8)で、シェルETFに転換対象のミューチュアル・ファンドが合併される形となる。この場合、直接転換と異なり、株主からの委任状を得る手続きが発生することになるとされている^(注9)。

このように多かれ少なかれオペレーション上の負担を要する転換作業をあえて行うのには、言わずもがなETF特有の大きなメリットがあるからであろう。具体的には、市場においてリアルタイムに売買できるという機動性や、販売会社手数料分が抑えられるという



(図表 3) 投資信託及びミューチュアル・ファンド、並びにETFに係るファンドの解約に伴う税制上のメリット

	日本	米国
投資信託/ ミューチュアル・ファンド	<p>税制上導管性あり</p> <p>ファンド側：ファンド内の全てのキャピタルゲインに課税されないため、ファンドの解約の発生に伴って売却した構成銘柄のキャピタルゲインが発生した場合においても課税対象外</p> <p>→ 投資家側では通常のインカムゲインを除き自身が売却するまで課税イベントは発生しない。</p>	<p>税制上導管性なし</p> <p>ファンド側：ファンドの解約の発生に伴って売却した構成銘柄のキャピタルゲインの課税を避けるために、投資家に収益を分配する。</p> <p>→ 投資家は毎年分配金に課税される。つまり、他者都合の解約に起因して強制的に課税イベントにさらされる。</p>
ETF	投資信託と特段の違いは無い	ETFの場合、現物設定交換ゆえに解約に伴うキャピタルゲイン自体が発生しない(注12)。そのため、自身が売却するまで課税イベントは発生しない。

(出所) 各種情報より筆者作成

理由があるが、米国において関係者から最も大きく聞かれる理由が課税の繰り延べである。

(課税の繰り延べ)

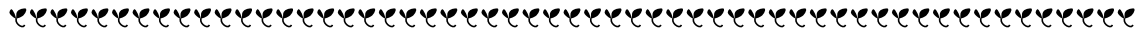
米国特有の税制により、ETFの仕組みではミューチュアル・ファンドよりも「課税対象イベント」が少なく、個人投資家がETFを「売却するまで」税負担を繰り延べることができる。これはミューチュアル・ファンドが、多額の償還が行われた際に残りの株主に「その年に」税負担が生じる可能性を有することと比べると、対照的である。

米国では、金銭設定型であるミューチュアル・ファンドはファンドの解約に対応するために構成資産の売却を行うことでキャピタルゲインが実現益となり、当該実現益はファンド側での所謂課税所得となる。そのため、ファンドは課税を避けるために当該実現益を分配金として外だしすることで、ファンド側

の課税を免れることになる(注10)。一方、現物設定型のETFの場合、そもそもファンドの解約に伴う構成資産の売却が発生しないため、ミューチュアル・ファンドでみられたような課税対象イベントは発生せず、ファンドの解約に伴う分配金も発生しない。

翻って日本では、投資信託に税制上の導管性があり、ファンド内のキャピタルゲインには課税されない(注11)と共に、ファンド内に利益を留保することを禁止する法律もないため、特段課税イベントに関して投資信託とETFの違いはない。当該税制上の導管性の有無によるETFのメリットを整理すると図表3のとおりとなる。

さて、分配金を受領した投資家はその年の所得として納税義務が生じることとなる。なお、米国における分配金に対する連邦税の課税税率は長期キャピタルゲインと同様に0%から20%とされており、所得税率によって異なる。また、州・地方政府税もこれに加えて



発生し、例えばニューヨーク市の場合は総合課税により7.1%から14.8%が加わることになる^(注13)。一般的な日本の申告分離又は源泉徴収における税負担20.3%と比較すると、特に高所得層においてその額は大きい。

奇妙なケースとして、投資家にとって含み損が発生している場合でも何故か（ファンドのキャピタルゲインに伴う）分配金に対する納税義務が発生する場合がある。保有するミューチュアル・ファンドにおいて多額の償還が行われると、当該償還に対して必要となる現金の調達のためにファンドの保有株式を売却しなければならず売却益が発生するケースもある。つまり、一般的に保有株式は相応の期間運用されており含み益が生じているため、一時的に相場が不調な年度に保有株式を売却したとしても、当該売却益は関係なく発生する。実際に2022年は約350のファンドが純資産総額の10%以上、60以上のファンドが20%以上の分配金を支払ったとされているが、これらのファンドの多くは、2022年に2桁%台の損失を計上していた^(注14)。このように自分の意思及びタイミングに無関係に他人の解約というイベントに伴って分配金が発生し課税してしまうことについて、長期保有による複利効果が棄損されることから、米国投資家は敬遠する傾向が強い。

繰り返しとなるがETFの設定・交換は現物出資で行われるため、ミューチュアル・ファンドでみられたような税制上の制約は関係ない。つまり、ファンドの解約に伴って発生

するキャピタルゲインの分配金は発生せず、アクティブ運用に伴って発生したキャピタルゲインのみの分配となる。なお、前述の転換方法のいずれにおいても基本的には転換時に課税イベントは発生しない。ただし、再編成のケースで株主が端株の精算のために現金を受領したケースの場合は、その分に限り課税されることになる^(注15)。

■ 4. おわりに

米国においてミューチュアル・ファンドからETFへの転換が一つの話題となっているとはいえ、米国のミューチュアル・ファンドの総AUMが30兆ドル規模であることに鑑みると、これまでの転換総額約600億ドルは、現時点ではまだ一部に過ぎない一方で、裏を返せば拡大のポテンシャルが大きいとも言えるだろう。

こういった米国での状況を受け、単純に日本においても転換の流れが波及するかは疑問の余地が残る。前述のとおり、日本は投資信託に税制上の導管性があり、現物出資の性質を持つETFの税効率上の相対的な優位性はない。また、米国においては独立系FAによる投資アドバイザーが一般的であり、レベルフィー・フィデューシャリー^(注16)の要件を満たすような営業担当者のインセンティブが働いていることから、忠実義務に従い低コストであるETFを使うインセンティブが高いのに対し、窓口販売が一般的な日本ではそ

のようなインセンティブが生じにくい。金融庁が進める顧客の利益を最優先するプロダクトガバナンス強化の取組みや中立的なアドバイザーの制度に関する議論等により適正なコスト水準の設定と検証を求める動きもあるが、日本において米国のような潮流を形成するには税制面等抜本的な制度変更が伴うことが条件となるだろう。

(注1) 対象ETFは SmartETFs Dividend Builder (DIVS) 及び SmartETFs Asia Pacific Dividend Builder (ADIV).

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-29/history-made-as-first-mutual-fund-formally-converts-into-an-etf>

(注2) J.P. Morgan 「2023 J.P. Morgan Global ETF Handbook」より

(注3) <https://www.etf.com/sections/blog/mutual-fund-etf-conversions-may-accelerate-cfra-says>

(注4) <https://www.etf.com/sections/blog/mutual-fund-etf-conversions-may-accelerate-cfra-says>

(注5) 日本における投資信託の代行手数料に相当する。投資会社法規則12b-1に基づき規定されている。販売手数料と同様な販売時のサービス、購入後の継続的な投資家サービス等、販売関連サービスの対価として支払われる。

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2006/2006sum14.pdf>

(注6) この点、Bloomberg Intelligence社の Eric Balchunas氏は、「犬はボウルの中の餌を欲しがめるものだ。悪い戦略なら、どんなボウルに入れても売れないだろう」と比喻しており、中身の重要性を強調している。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-13/mutual-fund-to-etf-conversions-failed-to-attract-investors-in-2022>

(注7) <https://www.morningstar.com/funds/what-make-recent-trend-converting-mutual-funds-etfs>

(注8) <http://www.mfdf.org/docs/default-source/default-document-library/archive-material/etf-conversion.pdf>

(注9) <https://etfarchitect.com/mutual-fund-to-etf-conversions-to-proxy-or-not-to-proxy-that-is-the-question/>

(注10) 内国歳入法851条によりが規定する規制投資会社の要件（所得の少なくとも90%が配当・利子・証券の売却益等から成ること、分散投資要件を満たすことなど。）を満たし、収益の90%以上を分配すれば分配収益についてファンド段階は非課税となるためとされている。

<https://www.toushin.or.jp/fileadmin/open/kouhou/file/statistics/paper/%E6%8A%95%E8%B3%87%E4%BF%A1%E8%A8%97%E3%81%AE%E5%88%B6%E5%BA%A6%E3%83%BB%E5%AE%9F%E6%85%8B%E3%81%AE%E5%9B%BD%E9%9A%9B%E6%AF%94%E8%BC%83%EF%BC%88%E7%AC%AC3%E9%83%A8%EF%BC%89.pdf>

(注11) 所得税法所得税法176条は信託について特例を定め、信託銀行等が証券投資信託等の信託財産について利子や配当を受け取る場合には、一定の手続のもとで所得税の源泉徴収はなく、信託利益が投資家に分配される際にのみ源泉徴収が行われることとしている。

<https://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/kk20-1-6.pdf>

(注12) 現物設定型のETFの場合に限る。

(注13) https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/income/risi03.pdf

(注14) <https://www.wsj.com/articles/mutual-fund-capital-gains-distribution-11670546397>

(注15) <http://www.mfdf.org/docs/default-source/default-document-library/archive-material/etf-conversion.pdf>

(注16) 資産残高の一定率または定額など取引に左右されない手数料体系でアドバイスを提供するサー



ビスを指し、残高フィー型サービスが該当する。
<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/>

2019/2019win08.pdf

