■論 文――■

アクティブETFに係る上場制度の改正について

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 志村 一樹

1．はじめに

東京証券取引所（以下、「東証」という）は、2025年５月に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）について、投資者にとってより良い多様な商品を提供することによって、投資者のニーズに応じた資産形成を支援することを目的として、上場制度の見直しを行った。日本におけるアクティブETFは2023年６月の制度改正によって解禁されたもので、同年９月に上場した日本初のアクティブETF６銘柄をはじめとして、2025年５月時点で14銘柄が上場している。

本稿では、アクティブETFの制度改正を行った背景と、今般の改正概要及びその意義について説明することとしたい。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。

〈目 次〉

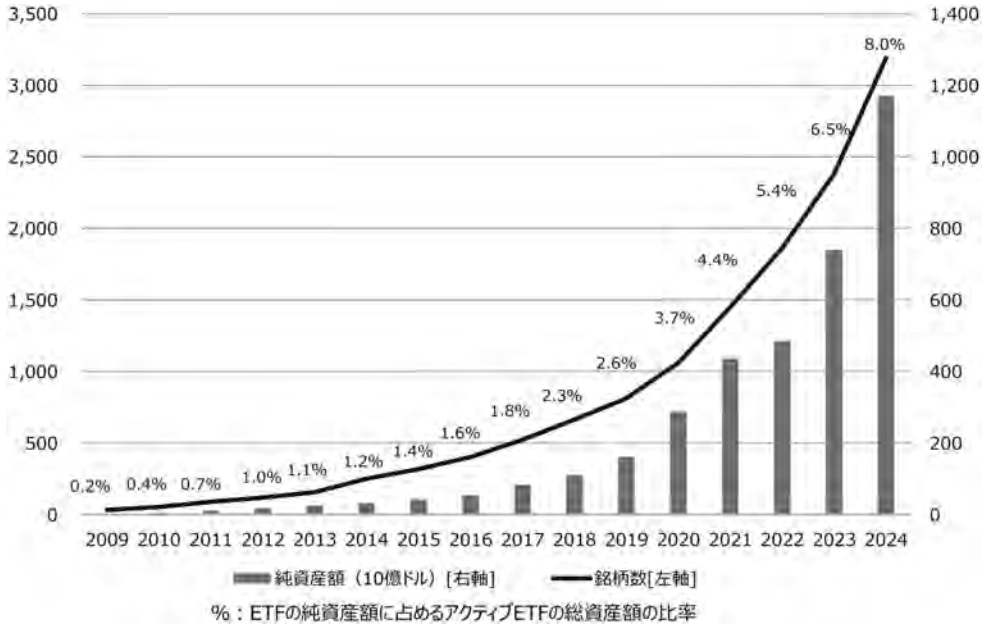
１．はじめに
２．本制度改正の背景
３．改正後のアクティブETFに係る上場制度
４．おわりに

2．本制度改正の背景

(1)世界におけるアクティブETFの登場

アクティブETFの歴史は2008年、米国SECが初めてアクティブETFを承認したことから始まる。当初はポートフォリオの模倣による影響が少ないと言われる債券運用のETFでの活用が進んだが、テーマ型株式運用のETF（注１）が高パフォーマンスを示したことで一躍人気が高まった。その後、大手運用

（図表１）世界のアクティブETFの純資産額・銘柄数



（出所）ETF GI数値より東証作成

会社の参入が進んだことや非上場投信からの転換が商業的成功を収めたこと（注２）で市場規模は急拡大した。これ以降、世界的にもアクティブ運用型ETFの制度整備は進んでおり、2024年末時点で全世界のアクティブETF銘柄数は3,192（ETF全体比27％）、純資産総額は約170兆円（ETF全体比8.0％）に達している（図表１）。こうした世界のトレンドもあり、日本においても2023年にアクティブETFが誕生することとなった。

⑵東証アクティブETFの開始当初制度の概要

アクティブETFは、従来の指標連動型ETFと違い、連動対象となる指標が存在しない。指標連動型ETFでは指標に紐づいた適格性と連動性の要件をもって上場審査が行われるが、アクティブETFでは別の観点で上場商品としての品質を保つ必要がある。具体的には、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」という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された（注３）。

i. 商品性

投資者にとって分かりやすい商品であることを求める。例えば、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

限定されており、外国籍ETFについては設定・解約が国外で行われる等、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対象外となっている。また、デリバティブでの運用についてはヘッジ目的等に限定することが求められた（注5）。この点は、上場株式等と同じように取引されるETFの性質を踏まえ、レバレッジ・インバース型ETF（注6）のような投資勧誘にあ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ものである。加えて、指標連動型ETFに求められていた銘柄分散の趣旨を踏まえ、１つの発行体への投資額をファンド純資産の10％以下にすることが必要とした。

ⅱ．透明性

指標連動型ETFにおいては対象指標の指標値・構成銘柄の公表が求められていることから、これと同等の透明性を確保するために、アクティブETFにおいてはファンドが保有する銘柄を毎日開示することを求めている。指標連動型ETFにおける保有銘柄情報の公表は、その大半で行われており、マーケットメイカーによるETFの理論価格の推定において重要な役割を担っているところ、アクティブETFにおいては開示を義務付けている（注7）。なお、現在、一部の銘柄ではインディカティブNAV（iNAV）と呼ばれる、取引時間中のETF保有資産に係る１口あたり推定価値も配信されている。ただし、アクティブETFに関しては、米国でも配信の義務付けまではされていないこと等から、必須事項ではなく努力義務としている。

また、運用会社には「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」の開示が義務付けられている。同報告書には、運用方針・運用体制の状況・投資リスク・想定投資者属性などを記載することとなっており、これらの情報は公衆の縦覧に供される。加えて、上場後は運用実績をまとめ、月次レポートとして公表することで、投資者の皆様への投資判断情報を提供するよう求めている。

ⅲ．健全性

指標連動型ETFでは、採用する指標の客観性・公正性などが求められるが、アクティブETFでは、ファンドマネージャーが運用方針の範囲内で、銘柄の選定に裁量を利かせることができる。この違いを踏まえ、アクティブETFにおいては、運用会社があらかじめ定めた運用方針を適切に遂行できる体制が整備されているかを確認することとなっている。例えば、運用に関するノウハウ・実績のある人材の有無や、運用を適切に行うための内部管理体制・法令等遵守体制が確保されているか、等を上場審査において確認することとなっている。

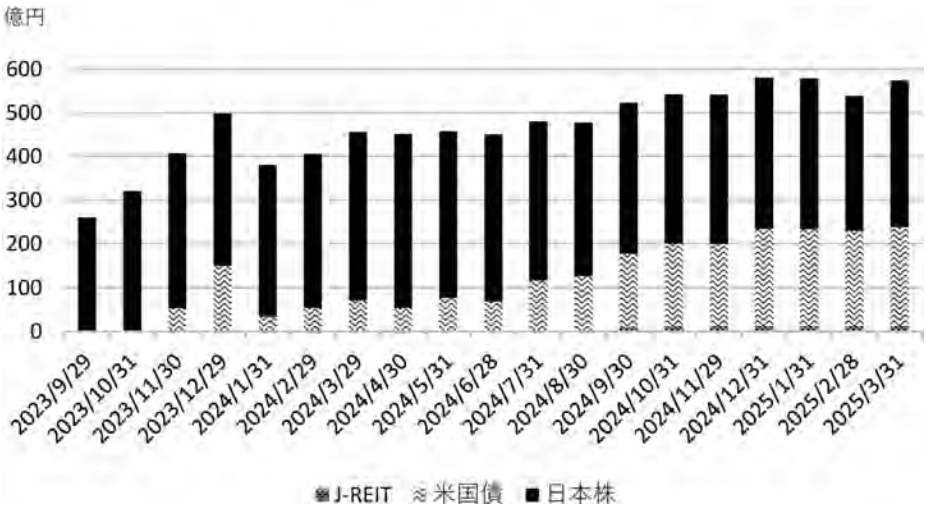
⑶東証における上場銘柄の状況

2025年５月現在、東証では、７社から14銘柄のアクティブETFが上場している。今般の制度整備について解説する前に、まずはこ

（図表２）アクティブETF上場銘柄一覧（アセットクラス別）

アセットクラス	運用会社	銘柄名
日本株	シンプレクス	PBR1倍割れ解消推進ETF
		政策保有解消推進ETF
		投資家経営者一心同体ETF
	野村	NEXT FUNDS 日本成長株アクティブ上場投信
		NEXT FUNDS 日本高配当株アクティブ上場投信
	三菱UFJ	MAXIS 高配当日本株アクティブ上場投信
	三井住友DS	SMDAM Active ETF 日本高配当株式
		SMDAM Active ETF 日本グロース株式
	三井住友トラスト	SMT ETF 日本好配当株アクティブ
		SMT ETF 日本株厳選投資アクティブ
債　券	日興	上場Tracers 米国債0-2年ラダー（為替ヘッジなし）
	大和	iFreeETF 米国国債7-10年（為替ヘッジなし）
		iFreeETF 米国国債7-10年（為替ヘッジあり）
J-REIT	三井住友トラスト	SMT ETF 国内リート厳選投資アクティブ

（図表３）アクティブETF純資産残高の推移



れらについて足元の状況をご紹介したい（図表２、３）。

アセットクラスについて、制度開始当初は日本株のみであったところ徐々に広がりを見せ、現在は米国債やJ-REITまで広がっている。また、全体の純資産残高は500億円超まで拡大している。ただし、図表３の純資産残高推移をご覧いただければ分かる通り、その伸びは小康気味と言える。また、アクティブETF制度開始にあたって期待されていた多様な投資戦略はそれほど見られない状況で、高配当やバリュー日本株のような比較的プレ

ーンな商品のほか、あらかじめ定めたルールに沿って運用を行う債券ETFが多くあった。

この状況は、当初のプレーンな商品群から制度適用を始めようとしたことに起因する。アクティブETFは、連動対象となる指標の存在を前提としていた指標連動型ETFとは、指標の有無という点で大きく異なる。そのような全く新たな性質の商品が上場することを認めるに際して、制度開始当初においては、販売にあたり追加的な商品説明を要するものを除いた商品から始め、徐々に上場可能な商品の範囲を広げていくことが望ましいという哲学のもと、アクティブETFの解禁を行った。

つまり、アクティブETF解禁は元より制度を見直していくことを前提とした制度整備によって成されたものであった。今般の改正は、これまでのプレーンな商品で、流動性や値付けに問題が発生しないことを確認したうえで、投資者及び運用会社からのニーズに応えることをねらいとしたものである。

3．改正後のアクティブETFに係る上場制度

上述の通り、アクティブETFは上場後一定の盛り上がりを見せたものの、足元では銘柄数・残高共に停滞気味であった。そこで、投資者にとって魅力的かつ品質が確保された商品のラインナップ、運用会社が投資者の運用力向上に資する商品をリリースすることのできる環境を整えるため、制度改正を行った。具体的には「デリバティブ利用」と「特化型運用」の解禁である。

(1)デリバティブ利用の解禁

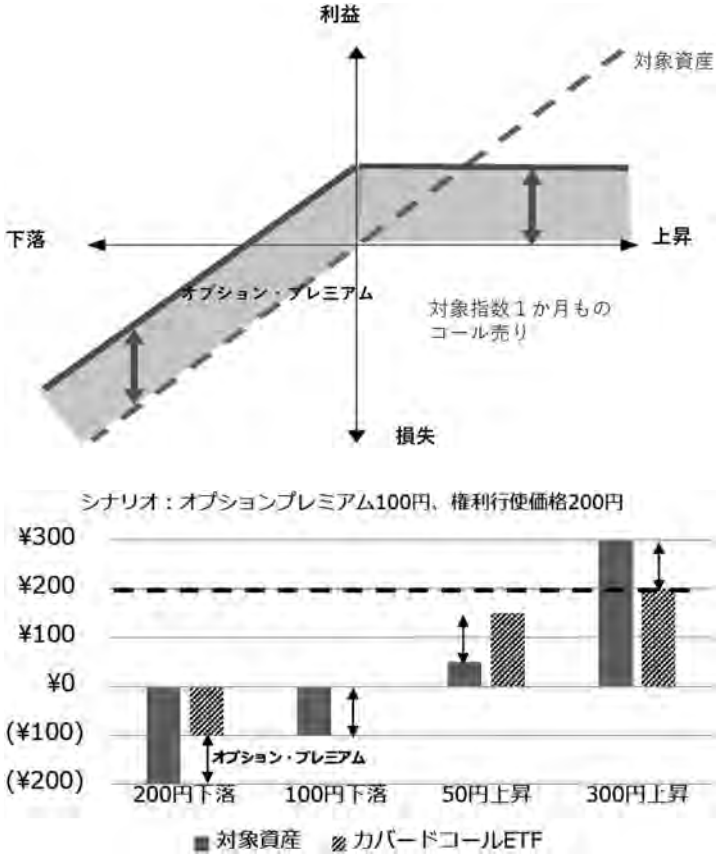
当初制度では、デリバティブの利用はヘッジ目的・原資産代替目的に限定されていた。すなわち、オプションを利用したインカム獲得やリスク抑制型のアクティブETFを組成することができなかったのである。

今般の改正ではこれを緩和し、①ブル・ベア型の商品、②通貨選択型の商品(注8)、③複雑な仕組債と同様の商品性を有する商品(注9)、④その他基準価額の変動に係るリスク及び複雑性の観点から当取引所が適当でないと認めた商品、の計4類型以外のデリバティブの利用を可能とした。①②については高リスクで長期的な投資に向かないことから、③についてはその複雑性から投資者がそのリスクを認識することが困難なことから、引き続き上場を認めないものである。

なお、これらのデリバティブを利用する場合には、その概要やリスク・リターンの特性及び留意すべき投資スタイルについて、「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」に記載することを求め、投資者に対して十分な情報提供を行うこととなっている。

今般の改正で期待されるデリバティブ利用の代表的な例として、カバードコールETFがある。カバードコールETFとは、原資産

（図表４）カバードコールETFの損益図等



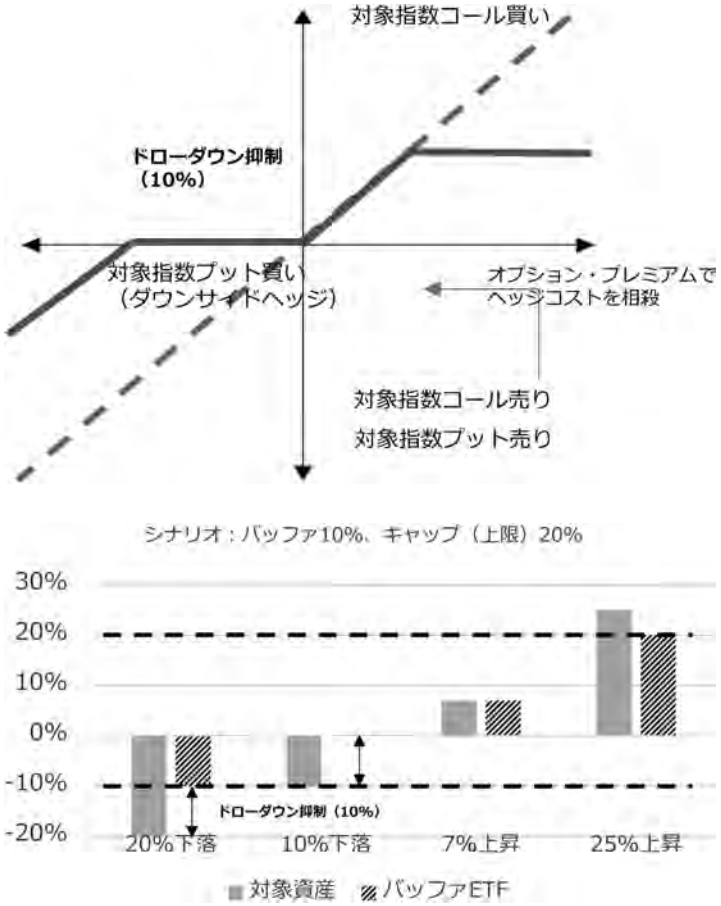
を保有しつつコールオプションを売ることで、上値が限定されるものの、全体的に損益が改善する効果をもたらすETF（図表４）であり、デリバティブ利用制限がない米国では近年人気を集めている。

また、一定の損失幅（バッファ）を設定し、市場の下落から当該バッファの範囲内まで投資者を保護しつつ、上昇時には利益を享受できるよう設計されたバッファETFの誕生も可能となった。これはコール・プットオプションを売り＋コール買いにより、上値は限定されるものの、全体的に損益が改善・ダウンサイドをヘッジする（図表５）として、リスク管理を重視する投資者からの人気を集めている。

⑵特化型運用

アクティブETFは公募投資信託と同様に投資信託協会の「投資信託等の運用に関する規則」第17条の２において分散投資規制が課されており、原則として１銘柄につきファンド純資産の10％までしか投資できないことと

（図表５）バッファETFの損益図等



なっている。ただし公募投資信託においては同規則第17条の３に分散投資規制の例外が定められており、組入比率10％以上の銘柄が存在する、または存在する可能性が高い場合は、投資者に明示的に開示する等の手当てを行うことで、１銘柄につきファンド純資産の35％まで投資することが許容されている。この点、アクティブETFは東証規則によって当該例外が制限され、認められていない。そこで、「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」において、組入比率10％以上の銘柄が存在する、または存在する可能性が高い旨やその影響等を明示したうえで、同一銘柄への投資をETFの純資産の20％以下まで許容することとした。

投資の集中度合いが高すぎると、ETFのパフォーマンスがその支配銘柄のパフォーマンスの影響を過度に受けてしまうことになる。投資が集中しすぎた銘柄が破産した場合

等のリスクと運用の柔軟性のバランスについて考慮のうえ、現在の10％から20％への緩和を行うこととした。

当初制度の組入比率10％までとする規制の場合、原資産価格の急激な上昇があった時を見越して余裕を持ち、実際には組入比率の管理上限を７％程度とすることが多い。本来であれば原資産価格の上昇はファンドの価値を高めることから歓迎すべきことであるにもかかわらず、一定のところで利益を手放す必要があった。組入比率20％までの例外を設けることで、より合理的に利益を追求することが可能となる。

また、日本株のアクティブ公募投資信託には、運用会社に依る独自の調査活動を通じた厳選投資を特色とするものが多くあり、特に、金融グループに所属していない独立系の運用会社では顕著である。現在東証に上場しているアクティブETFの運用会社はいずれも、指標連動型ETFで上場実績のある会社であるが、今般の改正により、公募投資信託で活躍するアクティブ運用会社の東証市場への新規参入が期待される。

⑶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、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（注10）等で必要な周知を図っており、ご参照いただきたい。

加えて、デリバティブを利用するETFでは、例えばカバードコール戦略の場合、株価が上昇した場合の値上がり益が限定されるため、株式のみに投資した場合に対して投資成果が劣後する可能性がある等、その戦略毎に留意すべき事項が存在する。

また、特化型運用では例えば、同一銘柄の株式の組入比率が高くなることから、当該同一銘柄の株式の価格が下落する場合、大きな損失が発生し、ファンドの基準価額が大幅に下落する可能性がある。

これらの留意事項については、前述の通りデリバティブ利用・特化型運用の解禁に伴い、これらを「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」に記載することとなっているため、投資者の皆様には必ずご確認をいただきたい。

4．おわりに

デリバティブ利用・特化型運用の解禁は、投資者に対してより柔軟で戦略的な投資手法を提供し、資産形成の多様化を促進すること

を企図して実施したものである。これらの制度改正は、投資者のニーズに応じた商品選択肢の拡充を目指すものであり、東証ETF市場の発展を推進する重要な一歩と言える。

今後、多様な投資戦略が登場することで、投資者の資産形成に寄与することが期待される。また、制度改正を通じて、運用会社による革新的な商品の開発が促進され、市場に提供されることが望ましい。これらの取り組みが、日本の金融市場全体の活性化につながることを願っている。

ETF業界は資産運用業のシリコンバレーとも言われる(注11)。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て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) 代表的なETFとしては、ARK Innovation ETF(ティッカー:ARKK)。

(注2) Dimensionalは、2021年にミューチュアルファンドからアクティブ運用型ETFへの転換を行い、アクティブ運用型ETF市場で最大の運用会社となった。

(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「内国アクティブ運用型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) 本審査項目は、いわゆる新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、東証がこれに関して何らかの判断を行うことはない。

(注6) 原指標の日々の変動率に一定の正・負の倍数を乗じて算出される指標を用いたETF。原指標の上昇と下落が相互に繰り返されるような相場においては、複利効果により、原指標と比較して指数のパフォーマンスが逓減して行くという特性があり、一般的には長期投資に向かないと評価される。

(注7) なお、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) 株式や債券などといった投資対象資産に加えて、為替取引の対象となる円以外の通貨も選択することができるよう設計された商品。

(注9) 投資信託協会「店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託に関する規則」で定義される、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債で運用することにより当該仕組債と同様の商品性を有することとなる商品又はこれと同様の効果を有することとなる商品。

(注10) https://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/risk/06.html

(注11) ETF Prime Host Nate Geraci.