

ホワイトレーベルETFの今後について

～欧米の先行事例と日本市場における活用～



東京証券取引所 上場推進部調査役

志村 一樹

1. はじめに

東京証券取引所（以下、「東証」という。）は、これまで投資家のニーズに応じた商品選択肢の拡充を目指し、様々な取組を行ってきた。その結果、2026年3月末時点における東証上場ETFの銘柄数は419銘柄に達している。特に、去年は年間上場本数として過去最多を記録するなど、銘柄数の面では順調に拡大しているといえる。

一方で、投資家に対してさらなる多様な商

品を提供していくためには、新たな運用業者の東証ETF市場への参入も不可欠である。しかしながら、政府が掲げる資産運用立国実現プラン^(注1)においては、日本における資産運用業への新規参入が限定的である点が指摘されており、その背景として参入障壁の存在が挙げられている。

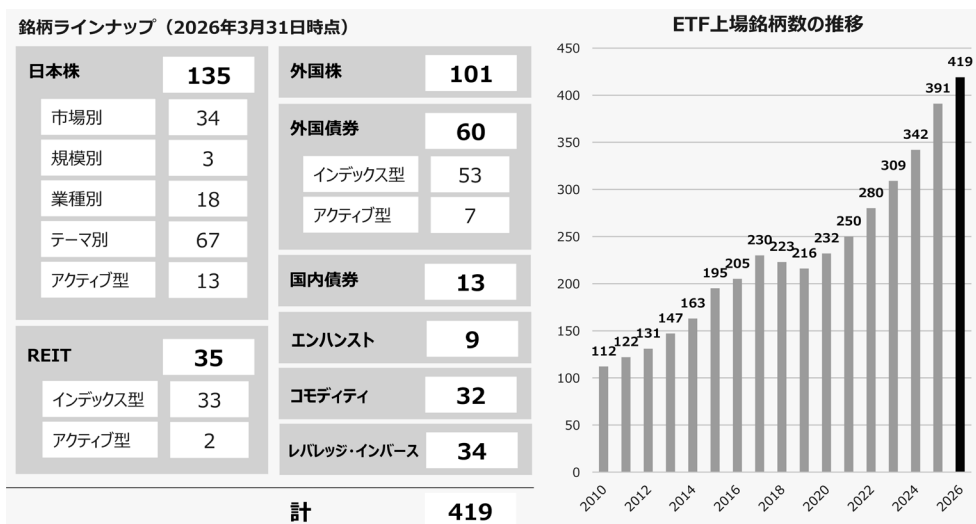
これに対応する施策として、日本版EMPの策定や、日本独自のビジネス慣行・参入障壁の是正が掲げられているところであるが、こうした取組とは別のソリューションとして、近年、欧米で活用が進んでいるホワイトレーベルETFの存在が注目されている。

本稿では、このホワイトレーベルETFについて解説するとともに、欧米における活用事例を通じて、日本市場への示唆について考察する。なお、本文中の意見に関わる部分は、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. ホワイトレーベルETFの概要
3. 欧米での活用事例
4. 日本におけるホワイトレーベルETFの展望
5. おわりに

(図表1) 東証上場ETFの銘柄ラインナップと銘柄数推移



2. ホワイトレーベルETFの概要

ホワイトレーベルETFとは、ETFの組成・上場・運営に必要となるミドル・バックオフィス業務や制度対応を、専門の第三者事業者(以下「ホワイトレーベル業者」という。)が担い、ETFを立ち上げたい運用者が、主として投資戦略の設計、運用判断、商品コンセプトの提示に専念する形で提供されるETFを指す。

通常、ETFを自社で組成・上場する場合、運用会社は以下のような多岐にわたる機能を自前で整備する必要がある。

- ・投資信託委託会社としての登録および内部管理体制

- ・ファンドの法的スキーム構築(信託契約等)
- ・受託銀行、保管機関、会計機関との契約
- ・指数提供者やAP(証券会社)、マーケットメイカーとの調整
- ・上場審査への対応、継続的な情報開示および運営管理
- ・日々の基準価額算出、コンプライアンス対応

これらはいずれも高度な専門性を要するほか、一定規模の人的・システム投資が必要となるため、とりわけ中小規模の運用会社や海外運用会社が新規参入するにあたっては大きな参入障壁となってきた。

ホワイトレーベルETFの枠組みでは、こうした投資判断とは切り離された業務をホワ

イトレーベル業者が一括して担うこととなる。これにより、運用主体は投資判断やポートフォリオ管理といった資産運用そのものに集中することが可能となり、いわば「付加価値の構築」に専念できる点が大きな特徴である。

ホワイトレーベル業者はETFの名義上の発行主体となり、規制当局や取引所との関係、運営インフラ、業務フローをあらかじめ整備しておくことで、ETFの立ち上げを目指す運用者に対し、比較的短期間かつ低コストでのETF組成を可能にしている。

このように、ホワイトレーベルETFは、資産運用業における一種の分業化を体現した仕組みとして位置付けられ、ETF市場の裾野拡大を支える重要なインフラであるといえる。

■ 3. 欧米での活用事例

(1) 欧州におけるホワイトレーベルETF

欧州では2018年に初めて本格的にHANetfによりホワイトレーベルETFが組成されたが、2022年まで欧州におけるホワイトレーベル業者は同社のみだった。

これはHANetfが既に欧州でETF組成業務に長年務めて熟達した人物により創業されており他社よりもノウハウの面で優位だったという要因が大きい。UCITSはEEA域内で販売できるパスポートを有する一方、欧州では

市場・決済インフラが国ごとに分断的であるため、販売・取引面の利便性確保の観点から複数市場での登録・上場が選好されることが多い。そのため構造的にコストが高くなりがちであり、安易な新規参入はできなかった。

もともと、だからこそホワイトレーベル業者のニーズは高かったといえる。ETF市場に新規参入しようとする中小規模の運用会社としては、最初の一步としてETFを1本上場させようとするときの労力は大きい。その点、ホワイトレーベル業者が一括してミドル・バックオフィス業務や制度対応を担う態勢は人気を博し、2026年3月時点で63銘柄、AUMは約92億ドルまでに拡大している^(注2)。

また、2022年には近年のアクティブETFの急拡大を背景として、Waystone ETFsやGoldman Sachsがホワイトレーベル事業に参入することとなった。現在ではこのほか、Universal InvestmentやAmundiもホワイトレーベル業者として名を連ねている。

(2) 米国におけるホワイトレーベルETF

世界で最もETFの盛んな国と評価される米国だが、やはりホワイトレーベルETFの誕生も米国が最初だった。その起こりは2011年、Exchange Traded Conceptsによってもたらされた。同社はホワイトレーベルETFに特化したSEC登録投資顧問会社として、運用会社が自社ブランドでETFを上場できるモデルを確立したとされている。

米国ETF市場は世界最大規模を誇る一方、1940年投資会社法に基づく登録、独立した理事会運営、継続的なコンプライアンス対応などが求められ、ETFの組成・維持には一定の固定費と高度な専門性を要する構造となっており、こうした背景をもとにホワイトレーベル業者が誕生した。

その代表例として挙げられるのが、2012年に設立された Tidal Financial Group である。同社はETF業界出身者により創業され、ETFの商品設計支援から、法務・コンプライアンス、ファンド管理、売買執行、さらにはマーケティングや販売支援までを一体的に提供するフルスタック型のサービスとして急拡大していった。

また、Alpha Architectは、自社の運用戦略をETFとして展開するとともに、ETF組成機能を提供してきた運用会社である。Tidal Financial Groupが純粋なホワイトレーベル業者として機能するのに対し、Alpha Architectは運用会社自らがホワイトレーベル機能を内製・展開した事例と位置付けられる。この事例は、ホワイトレーベルETFが新規参入時の「暫定的な手段」とどまらず、運用会社にとって持続的なETFビジネスの基盤となり得ることを示している。

さらに近年では、地域・制度をまたいだ連携モデルも現れている。その代表例が、欧州におけるホワイトレーベル業者である HANetf と Tidal Financial Group との提携である。両社は2023年に提携を公表し、HANetfはTidal

の顧客に対してUCITSへのアクセス機会を提供する一方、TidalはHANetfの顧客に対して米国市場における1940年投資会社法に適合したETFの組成を支援する枠組みを構築した^(注3)。

この提携により、資産運用会社は同一の投資戦略をUCITS ETFと米国ETFの双方で展開することが可能となり、地理的制約や制度差を考慮することなく、グローバルなETF展開を検討できる環境が整いつつある。これは、ホワイトレーベルETFが単なる「国内市場向け参入支援」とどまらず、グローバルな商品展開を支える戦略的インフラへと発展していることを象徴する事例といえる。

米国市場において特に注目されるのは、こうしたホワイトレーベル業者の存在が、アクティブETF、オプション戦略、マネージド・フューチャーズ、複合的な投資手法を用いたETF等の高度で新規性の高い戦略の実装を後押ししている点である。ホワイトレーベルETFは、多様な投資アイデアを迅速に市場に供給するための実務的な基盤として定着していると言えるだろう。

■ 4. 日本におけるホワイトレーベルETFの展望

(1) ホワイトレーベル業者の誕生

2025年6月にJAMPファンド・マネジメントが日本で初めてETFのホワイトレーベル事業への参入を表明した^(注4)。

これまで日本においてホワイトレーベル業者が存在していなかった理由としてはいくつか考えられるが、例えばそもそもETFを上場させるためのハードルを越えようと考え、また実際にそのハードルを越えられる会社はそれほど多くないということが挙げられるだろう。

ETFを組成・運用するためには一般社団法人資産運用業協会の会員たる運用会社であることを前提としたうえで、2. で挙げたような様々な体制整備が必要となってくる。

これを満たすことができる会社は基本的には公募・私募の投資信託を既に組成している会社である可能性が高く、そのような会社がETF市場への参入を企図するのであればまずはそのノウハウを活かして自社のETFを組成することを第一に考えるのが自然である(注5)。実際、日本でETFを組成している会社の大半がいわゆる一般的な投資信託も組成している会社であり、Global X JapanのようにETF専門の会社はほとんどない。

また、こうした既にETFを組成している会社からすれば、自社のリソース(ミドル・バックオフィス機能)を活用して、他社の運用戦略を実現するホワイトレーベルETFを組成・運用しようとした場合、持ち込まれるアイデアが自社商品との競合になってしまう可能性が懸念される。

実際にはほかにも様々な要因があるものと考えられるが、このような状況下、ホワイトレーベル業者はこれまで誕生してこなかっ

た。JAMPファンド・マネジメントの登場により既存のETFにはなかった新たな投資アイデアのETFの誕生が期待できるだろう。

JAMPファンド・マネジメントによれば以下の3つのスキームが想定されている(いずれの図もJAMPファンド・マネジメントHPより筆者作成)(注6)。

① 投資助言ストラクチャー

JAMPファンド・マネジメントが設定・運用・管理する国内籍ETFを立ち上げ、その運用判断についてサービス利用者からの助言をもとに行うもの。

② 投資運用再委託ストラクチャー

JAMPファンド・マネジメントが立ち上げた国内籍ETFの管理をする点では①と同様だが、運用権限をサービス利用者に委託することで、サービス利用者が直接、当該国内籍ETFの運用を行うもの。

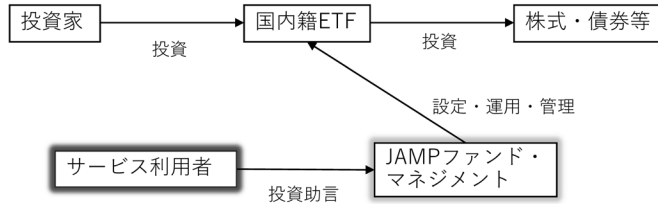
③ Fund of Fundsストラクチャー

JAMPファンド・マネジメントは国内籍ETFを立ち上げ、当該ETFはサービス利用者が運用を行っている外国籍の投資信託・ETFへの投資を行うもの。

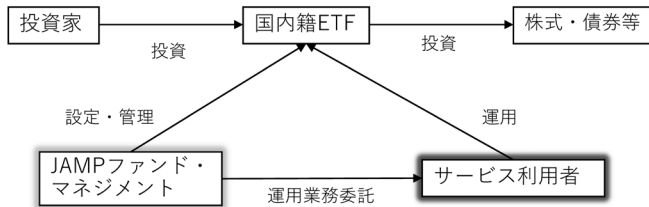
①②については主に新たにETF事業を開始したいと考える国内の資産運用会社・投資助言会社の利用が、③については主に既に海外で資産運用事業を行っていて、新たに日本のETF市場への進出を計画している会社の利用が見込まれるだろう。

実際、既にJAMPファンド・マネジメント

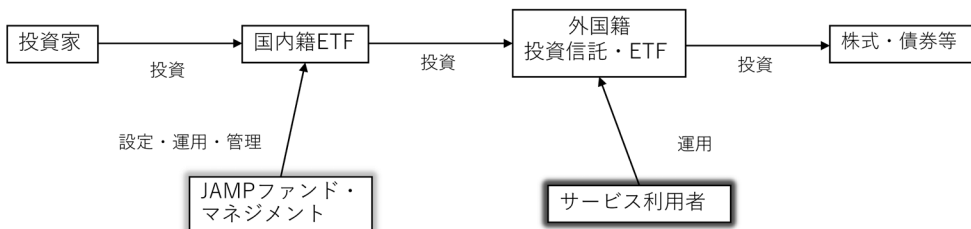
(図表 2) 投資助言ストラクチャー



(図表 3) 投資運用再委託ストラクチャー



(図表 4) Fund of Fundsストラクチャー



から公表されている（注7）第1号案件では、国内業者である日本バリュー・インベスターズが投資助言を行う①のスキームを利用することとされている。これにより同社はETFに係る組成・管理業務をJAMPファンド・マネジメントに任せ、自身はこれまでの投資経験を活かした投資判断に集中することが可能になる。

また、③については新たに日本進出を企図する海外の資産運用会社にとって大幅なコスト減に資することが予想される。これまでも様々な海外の資産運用会社が日本への進出を検討してきたが、自社商品の売れ行きに正確な見通しが立たない中で、新たに日本拠点を作りスタッフを雇用してETFを組成するという事は大きなハードルとなっていた。そ

ここでホワイトレーベル業者を利用することで、比較的成本を抑えて日本のETF市場に参入することが可能となる。

(2) 期待される効果

資産運用立国実現プランにおいては、資産運用業の改革として「資産運用力の向上」が掲げられている。ホワイトレーベル業者を利用したETFの分業により、自らの得意分野である投資判断のみに注力する会社の誕生や、あるいは独立したアセットマネージャーによるETFの組成も可能となることは、この記載と整合的と言えるだろう。

また、ホワイトレーベル業者を利用した海外の資産運用会社による日本参入が加速してくれば、国内外の各運用会社が互いに競い合うこととなる。資産運用立国実現プランでは「資産運用業の競争力の源泉は人材にある」とも指摘されている。運用力の向上とはいわば運用に係る分析能力の向上や運用手法の高度化とも言えるが、ホワイトレーベル業者の登場により各運用会社の運用部門・アセットマネージャーのこれらの能力の競争が進めば、それがひいては投資者にとって魅力的な商品の誕生につながると考えられる。

(3) 欧米事例からの示唆

欧米におけるホワイトレーベルETFの発展から得られる示唆としては、ETF市場の成長は必ずしも大手運用会社の参入のみによってもたらされるものではなく、分業により

多様なプレーヤーが参入可能となることで加速するという点にある。

欧州においては、UCITSという厳格な共通ルールのもと、ホワイトレーベル業者が運用会社の制度対応コストを吸収する役割を果たしてきた。また、米国では、ホワイトレーベル業者がアクティブ運用や新戦略の誕生を活発化させている側面もある。いずれの市場においても、ホワイトレーベルETFは参入障壁を引き下げると同時に、イノベーションを促進する存在となっている。

日本市場においても、運用者の創意工夫や専門性を迅速に金融商品として具現化できる環境を整備することは、ETF市場の更なる発展のみならず、資産運用業界全体の競争力向上という観点からも重要な課題である。ホワイトレーベルETFは、既存制度の枠組みを前提としつつ、運用・商品開発・制度対応の分業化を進める手段として位置付けることができ、資産運用立国実現プランに掲げられている「資産運用力の向上」や「投資対象の多様化」とも整合的な取り組みといえる。

今後登場するJAMPファンド・マネジメントによる日本初のホワイトレーベルETFを契機として、欧米の先行事例で示された方向性を踏まえつつ、日本の市場慣行や投資環境に適合した形で段階的にホワイトレーベルETFが定着していくことを期待したい。

■ 5. おわりに

ホワイトレーベルETFは、ETFという投資ビークルの制度的枠組みそのものを変更するものではない一方、その活用の在り方を大きく広げる可能性を有している。本稿で概観したとおり、欧米市場では、ETFの組成や運営に係る業務を専門事業者が担うことで、運用者が本来の強みである投資判断や戦略設計に集中できる環境が形成されてきた。その結果として、従来の運用会社とは異なる背景を持つ主体や、より専門性の高い運用戦略がETF市場に持ち込まれている点は注目に値する。

日本に目を向けると、ETFの銘柄数や投資家層は着実に拡大しているものの、運用会社の参入主体という観点では、依然として限定的な側面が存在する。こうした状況のもと、ホワイトレーベルETFは、運用ノウハウや投資アイデアを有しながらも、制度対応やインフラ整備の負担を理由にETF市場への参入を躊躇してきた主体に対し、新たな選択肢を提示するものと位置付けられる。

もっとも、ホワイトレーベルETFの活用が自動的に進展するわけではなく、市場関係者による慎重な検討と実務の積み重ねが不可欠である。投資家にとって分かりやすい商品設計や十分な情報開示の確保に加え、運用責任の所在やガバナンスの在り方についても、高い透明性が求められる。

日本におけるホワイトレーベルETFは、今後の運用実績や市場の受容を通じて、その役割や意義が徐々に明確になっていくものと考えられる。欧米の経験を参考としつつ、日本の市場特性に即した形でこの仕組みが定着し、ETF市場全体の多様性と厚みを高めていくことが期待される。

(注1) https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/sisanunyou_torimatome/plan.pdf

(注2) <https://etfexpress.com/2026/04/09/key-trends-support-hanetfs-success/>

(注3) <https://etfexpress.com/2023/11/15/hanetf-partners-with-tidal-financial-group/>

(注4) <https://www.jamplatform.com/news/7056>

(注5) ただし、そもそも公募・私募の投資信託を組成している会社であったとしても、ETFの流動性確保のために重要なマーケットメイカーとの調整や投資家への情報提供のための日々の基準価額算出等、ETF特有の体制整備コストがかかる。

(注6) <https://www.jamplatform.com/jfm/service/fund-white-label>

(注7) <https://www.jamplatform.com/news/9176>