

米国 ETF 市場の競争環境と次のフロンティア ーアクティブ型 ETF とダイレクト・インデックスー

関田 智也

■ 要 約 ■

1. 米国の上場投資信託（ETF）市場は、順調に拡大を続けている。同市場の大部分がインデックス型の商品で占められている一方、近年では、プレーンバナリなインデックス型運用では捉えきれなかったニーズに応える金融商品及びサービスの拡大が観察されている。
2. まず、アクティブ型 ETF 市場の拡大が鮮明になっている。アクティブ型 ETF は、日中流動性や透明性といった ETF の利点を維持しつつ、特定の指数に連動する値動き以外の運用成果を目指す金融商品である。
3. また、ダイレクト・インデックスと呼ばれるサービスへの注目も高まっている。ダイレクト・インデックスは、セパレートリー・マネージド・アカウント（SMA）において、特定の指数の構成銘柄のうち一部、または全部を買い付けることを通じて当該指数に連動する値動きの確保を目指しつつ、ポートフォリオのカスタマイズやリバランス等の調整、節税効果を楽しむための取引等を行うサービスである。
4. アクティブ型 ETF 及びダイレクト・インデックスは、米国においても発展途上の段階にあり、これらが資産運用業界の大きな潮流に繋がるかは未知数である。しかし、投資家に新たな付加価値を提供し得る商品・サービスが台頭していることは、米国同様に手数料の低下トレンドに直面する日本の資産運用業界にとっても、注目に値しよう。

- ・岡田功太「米国 ETF の生態系を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号。
- ・岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号。

I はじめに

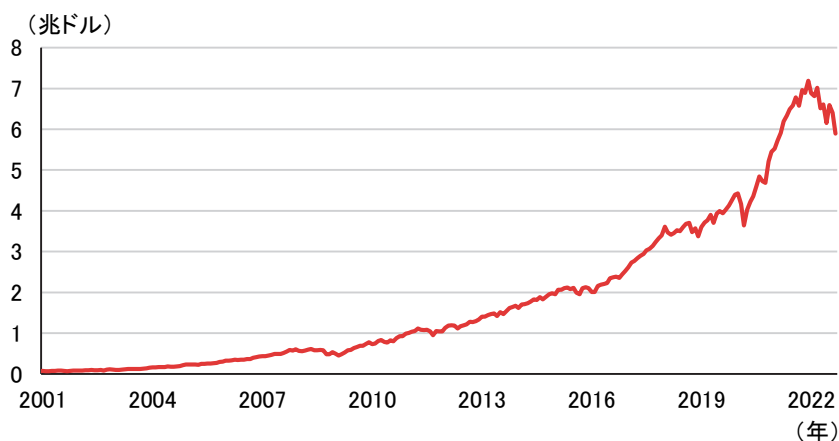
米国の上場投資信託（ETF）市場は、運用資産残高が2021年末に7兆ドルの大きさに達するなど、順調なペースで拡大を続けている（図表1）。1993年に米国初のETFが設定されて以来、ETF市場の9割以上はインデックス型の商品で占められてきた。つまり、米国ETF市場の拡大は、インデックス型ETFの拡大とほぼ同義であったといえる。しかし近年、プレーンバナナなインデックス型運用では捉えきれなかったニーズに応える金融商品、及びサービスの拡大が観察されている。

まず、アクティブ型ETF市場の拡大が鮮明になっている。アクティブ型ETFは、日中流動性や透明性といったETFの利点を維持しつつ、特定の指数に連動する値動き以外の運用成果を目指す金融商品である。アクティブ型ETFは、証券取引委員会（SEC）の規制対応による後押しや資産運用会社の取り組み等を背景に、ファンド数や運用資産残高を着実に伸ばしている。

また、ダイレクト・インデックスと呼ばれるサービスへの注目も高まっている。ダイレクト・インデックスは、セパレートリー・マネージド・アカウント（SMA）において、特定の指数の構成銘柄のうち一部、または全部を買い付けることを通じて当該指数に連動する値動きの確保を目指しつつ、ポートフォリオのカスタマイズやリバランス等の調整、節税効果を楽しむための取引等を行うサービスである。ダイレクト・インデックスは、インデックス型のミューチュアルファンドやETFへの投資を通じて得られるものと同様の分散効果を提供しつつ、個別銘柄レベルでのポートフォリオ調整を通じて、投資家が持つ多様なニーズにきめ細かく対応できるという利点を持つ。

本稿では、足もとにおける米国ETF市場の競争環境を概観した上で、米国資産運用業界の次のフロンティアとなり得るアクティブ型ETF及びダイレクト・インデックスについて、それぞれの背景及び動向を紹介する。

図表1 米国ETFの運用資産残高推移



（出所）米国投資信託協会（ICI）データより野村資本市場研究所作成

II 拡大するアクティブ型 ETF

1. 米国 ETF 市場の競争激化と資産運用会社の対応

米国のETF市場は、順調なペースで拡大を続けている。米国ETFへの純資金流入額は、記録的な規模の資金流入がみられた2021年からは減速しているものの、幅広い金融資産の価格が下落する厳しい市場環境下にあつて、2022年においても増加基調を維持している。

2021年末時点で米国ETF市場の95%前後を占めるインデックス型ETF市場では、熾烈な市場競争が行われている。インデックス型ETF市場は、ブラックロック、バンガード、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（SSGA）の資産運用会社3社による寡占市場となっている。これら3社が提供するETFの手数料水準は非常に低く、当該分野の競争環境は厳しいものとなっている。特に、ETFの運用資産残高で第2位（2022年11月時点）のバンガードが運用するETFの平均経費率は5bpであり、手数料の引き下げ余地は極めて限定的といえる（図表2）。

厳しい競争環境を受け、これら3社を除く米国資産運用会社の一部は、プレーンバニラなインデックス型ETF以外の分野で、成長著しいETF市場への足掛かりを確保することを図っている。例えばフィデリティは、ブラックロックと提携し、アイ・シェアーズ・ブランドのインデックス型ETFを取引手数料無料で提供している。一方で、グループの資産運用会社であるフィデリティ・マネジメント・アンド・リサーチが運用するETFラインアップも拡大している。当該ETFラインアップは、所謂「セミトランスペアレント」の仕組みを備えたアクティブ型ETF（後述）や、メタバース及び暗号通貨等に関するテーマ型ETFといった、自社の運用調査機能を活かした商品によって構成されている。フィデリティのこうした取り組みは、プレーンバニラなインデックス型ETFの運用を外部の資産運用会社に任せつつ、差別化が見込める独自のETF運用のキャパシティ確保・発展も図る事例といえよう。

図表2 米国における主なETF運用会社

ETF 運用会社名	ETF 運用資産残高 (10 億ドル)	ETF ファンド数	平均経費率 (%)
ブラックロック	2,106	395	0.17
バンガード	1,819	82	0.05
ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	896	139	0.13
インベスコ・キャピタル・マネジメント	327	242	0.30
チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメント	248	29	0.08
ファースト・トラスト・ポートフォリオズ	119	192	0.66
JP モルガン・アセットマネジメント	84	47	0.24
ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ	65	27	0.23
プロシエア・アドバイザーズ	57	136	0.81
ワールド・ゴールド・カウンシル	55	2	0.37

(注) 2022年11月14日時点のデータに基づく。平均経費率は、運用資産残高加重で算出されている。

(出所) VettaFi (資産運用会社向けサービスプロバイダー) データより野村資本市場研究所作成

また、アメリカン・センチュリー・インベストメンツ（ACI）は近年、アクティブ型ETFビジネスを拡大している。同社は2019年、アバンティス・インベスターズを傘下の資産運用会社として設立した。アバンティス・インベスターズは、定量分析を活用した運用に強みを有するディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ（DFA）出身のエデュアルド・レペット氏を最高経営責任者（CEO）に据えており、「トランスペアレント」なアクティブ型ETF及びミューチュアルファンドの運用を行っている¹。さらにACIは翌2020年、自社が運用する「ノントランスペアレント」アクティブ型ETF（後述）のラインアップをローンチした。当該ラインアップはACI自身の運用調査機能を活用したアクティブ運用の提供を目的としており、アバンティス・インベスターズが運用するアクティブ型ETFラインアップとの棲み分けがなされている。

これまでETFビジネスへの本格参入を見送っていた複数の大手資産運用会社も、相次いでETF市場に参入している。2020年以降、ティー・ロウ・プライス、DFA、フェデレーテッド・ハーミーズ、ニューバーガー・バーマンといった資産運用会社が、ETFビジネスを新たに立ち上げた。2022年3月には、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが、ETFラインアップを立ち上げる方針を明らかにした²。同社は、2021年にモルガン・スタンレーが買収したイトン・バンスが有するミューチュアルファンドのブランドを活用し、環境・社会・ガバナンス（ESG）に特化した運用を行う4本のアクティブ型ETFをローンチする予定となっている³。多くの資産運用会社がアクティブ型ETFビジネスを立ち上げ、及び拡大していること等を背景に、2021年には新規に設定されたETFのうち半数以上がアクティブ型となった。これは、米国初の出来事であった⁴。

資産運用会社によるETFビジネスへの参入が増加している主な要因として、資産運用業界を取り巻くビジネス環境が挙げられる。米国の資産運用業界は、長年に亘り手数料低下トレンドに直面し続けている。モーニングスターの調査によれば、米国の投資家がファンドに支払う平均経費率（運用資産残高加重）は過去20年に亘って低下を続けており、2021年におけるミューチュアルファンド及びETFの平均経費率は40bpまで低下した。これは、2001年における同87bpの半分以下の水準である。また、近年米国において、ミューチュアルファンドからの資金流出とETFへの資金流入が、ともに継続的にみられている（図表3）。こうした資金流入のトレンドはETFが持つ低コスト、税効率の高さ、使い勝手の良さといった要因に後押しされており、今後もこの傾向は持続するとみる向きもある⁵。米国の資産運用会社がこれらのトレンドを座視すれば、収益低下圧力の影響が深刻化することは不可避となる公算が大きい。こうした状況に対する危機感が、資産運用会社各社によるETFビジネスへのコミットメントを促していると考えられよう⁶。

¹ DFA についての詳細は、神山哲也「独自の低コスト戦略で台頭するディメンショナル」『野村資本市場クォーターリー』2011年夏号を参照。

² “Fund industry heavyweights muscle in on ETF market,” *Financial Times*, May 30, 2022.

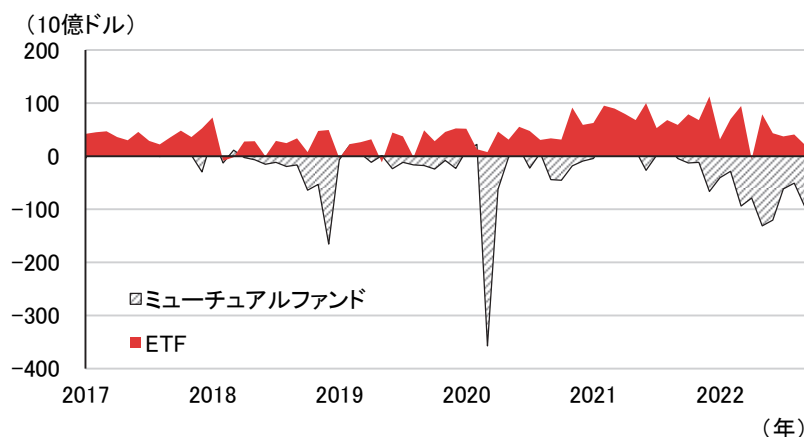
³ “Morgan Stanley files to offer its own ETFs,” *InvestmentNews*, August 17, 2022.

⁴ “Debuts in active ETFs surge as US investors’ appetite grows,” *Financial Times*, December 31, 2021.

⁵ “Market sell-off puts mutual funds on track for \$1 trillion of outflows in 2022,” *InvestmentNews*, October 17, 2022.

⁶ 2020年以降に資産運用会社によるETFビジネスへの参入が活発化している背景には、2019年のSECによる規制対応によって、ETF設定のハードルが大きく低下した影響も大きいと推察される。詳細は次章を参照。

図表 3 ミューチュアルファンド及び ETF の純資金流入額推移



(出所) ICI データより野村資本市場研究所作成

2. アクティブ型 ETF を後押しした規制環境

1) ETF ルールの導入

SEC による規制対応は、米国におけるアクティブ型 ETF の市場拡大を後押ししてきた。その代表例が、2019 年 9 月に最終化された 1940 年投資会社法規則 6c-11 (以下、ETF ルール) である⁷。SEC は、新たに一貫性・透明性・効率性が高い規制の枠組みを導入することで、適切な投資家保護を維持しながら、過剰な規制のハードルを排除することを目指した。

ETF ルールが ETF 業界、特にアクティブ型 ETF の拡大に大きく寄与した理由は、当該ルールが①ETF 設定手続きの簡素化及び透明性向上、②カスタム・バスケット利用の容認、という二つの特徴を備えていたためであると考えられる。

(1) ETF 設定手続きの簡素化及び透明性向上

ETF ルールは、ETF の設定手続きを簡素化するとともに、ETF の商品認可を巡る要件の透明性を向上させた。従来、資産運用会社は ETF の設定にあたって、SEC から都度、1940 年投資会社法の適用除外を得ることが必要であったが、この適用除外の要件は必ずしも一貫していなかった。つまり、規制対応の透明性という点で問題があった。

ETF ルールは、図表 4 が示す要件を満たす商品を、当該ルールに準じた ETF として認めることにより、適用除外の取得を不要とした。ETF の設定手続きが簡素化されたことにより、資産運用会社による ETF 設定のハードルは大きく低下した。また、SEC による商品認可を巡る要件の透明性向上によって、規制対応の予見性が確保されたことは、米国 ETF 業界の競争条件の公平化に寄与した。

⁷ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 210, 232, 239, 270 and 274, Release Nos. 33-10695; IC-33646; File No. S7-15-18, RIN-3235-AJ60, September 25, 2019.

図表 4 ETF ルール適用の主な要件

ETF に関する以下の情報(毎営業日分)につき、一般に公開され、無料で利用できるウェブサイト上で明確に開示する
<ul style="list-style-type: none"> ● 1株あたり純資産価額(NAV)の計算根拠となる情報。具体的には、全保有資産の説明・ティッカー・数量及びウェイト等。これらの情報は前営業日終了時点のデータを開示するものとし、取引所での取引開始前に開示される必要がある ● 前営業日終了時点における1株あたりNAV、市場価格、プレミアム/ディスカウントの値 ● 直近の暦年及び四半期について、当該ETFがプレミアム/ディスカウントで取引された営業日数を示すテーブル ● 直近の暦年及び四半期について、当該ETFのプレミアム/ディスカウントの値の推移を示す折れ線グラフ ● 当該ETFのビッド・アスク・スプレッド(直近30営業日分のデータの中央値) ● 当該ETFのプレミアム/ディスカウントが7営業日以上連続して2%を上回った場合、その事実及び合理的な説明を記載した声明。この声明は、少なくとも1年間ウェブサイト上に掲載し続ける必要がある
当該ETFにつき、設定・交換に用いられるバスケットの構築方法とその手続きに関する方針を予め文書化し、それを実施する。当該ETFがカスタム・バスケットを活用する場合、より詳細な情報を盛り込むことが求められる
レバレッジ/インバース型ETFについては、ETFルール適用の対象外となる

(出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成

アクティブ型ETF拡大への寄与という観点では、図表4の要件に、当該ETFがインデックス型か否かという要件が含まれていないことが重要である。この点についてSECは、ETFルールが求める要件が満たされていれば、投資目的及び戦略の違いは運用オペレーション上の大きな違いを生まず、アクティブ型ETFの認可に追加的な要件を課す必要性は認められないと主張した⁸。この主張は、①既存のアクティブ型ETFについて、裁定メカニズムが問題なく働いていると判断されたこと⁹、②スマートベータETF等、高度にカスタマイズされた指数に基づくインデックス型ETFの開発・普及によりインデックス/アクティブ型ETFの間の境界線が曖昧になっていること、の2点を根拠としている。

(2) カスタム・バスケット活用の容認

ETFルールは、資産運用会社に対して「カスタム・バスケット」の活用を容認したことにより、アクティブ型ETFの拡大をさらに後押しした。ETFの発行市場では、資産運用会社と指定参加者(Authorized Participants, AP)¹⁰の間で、ファンドの受益証券と、現物資産のバスケットもしくは現金との交換が行われている(設定・交換)。カスタム・バスケットとは、設定・交換でやり取りされる現物資産のバスケットのう

⁸ 前掲脚注7資料を参照。

⁹ ETFには、流通市場での取引価格である「市場価格」と、ファンドの総資産残高から総負債残高を除き、それを単位口数に換算することによって算出される「基準価額(一口あたりNAV)」の二つの価格が存在する。市場価格と基準価額は必ずしも一致しないものの、両者の乖離は、ETFの発行/流通市場双方に参加する指定参加者(AP)やマーケットメイカーに対して、裁定機会を提供する。そして、APやマーケットメイカーがこうした裁定機会を活用することにより、市場価格と基準価額の乖離は縮小する。SECは、ETFの裁定メカニズムが正常に作用するためには、APがETFの資産価値をリアルタイムで把握できることが必要であるとの認識を示してきた。ETFの裁定メカニズムについての詳細は、岡田功太「米国ETFの生態系を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

¹⁰ ETFの受益証券は、ミューチュアルファンド等とは異なり、個人投資家から直接の設定・解約を受け付けていない。その代わりに、ETFの運用会社はAPと呼称される金融機関と契約を締結する。一般に、APは大手証券会社である。APのみが、クリエイション・ユニットと呼称される売買単位に基づき、ETF受益証券の設定・交換をETFの発行市場において行うことができる。

図表 5 ETF のカスタム・バスケット活用に係る追加要件

バスケットの構築方法及びその手続きに関する方針を記載する文書に、以下の追加情報を盛り込む ● ETF 及び投資家の最善の利益に資するカスタム・バスケットを構築するにあたり、利用されるパラメータの詳細情報 ● ETF のカスタム・バスケットが上記パラメータに沿って構築されているかについての検証を担当する責任者についての情報

(出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成

ち、①ETF の保有資産を代表しないもの、または②ETF の保有資産を代表しているが、同一取引日における取引開始時点で用いられていたバスケットとは異なる内容のもの、を指す。カスタム・バスケットの活用が認められたことにより、ETF の運用会社は、設定・交換を通じたポートフォリオのリバランスが行えるようになった。従来、ポートフォリオのリバランスは専ら市場での直接取引を通じて行われてきたことから、ETF ルールによるカスタム・バスケット活用の容認は、ETF の運用会社によるリバランス取引の柔軟性を高めるものと言える。

ETF の運用会社は、ETF ルールにおけるカスタム・バスケット活用の容認が、アクティブ型 ETF ビジネスの推進を後押ししたとの認識を示している。例えば DFA は、2020年に同社が行ったアクティブ型ETFのラインアップ立ち上げの判断に際してETFルール、特にカスタム・バスケット活用の容認が多大な影響をもたらしたと述べている。DFA は、カスタム・バスケットを活用することにより、日々行われるポートフォリオのリバランス取引のオペレーションに柔軟性がもたらされ、これが取引コストの低減、ひいてはリターンの上昇に寄与しているとの見方を示した¹¹。

SECは従前、ETFの運用会社によるカスタム・バスケットの活用に対して慎重なスタンスを示していた。APがETFの運用会社に対して特定の有価証券をバスケットに加えたり、バスケットから除外したりするよう圧力を掛け、最終投資家の利益を損なう恐れがあるからである。しかし、SECはETFルールの規則案において、取引コストの節約や節税効果といったメリットを理由に、カスタム・バスケットの利用を認める方針に転換することを明示した¹²。その結果、ETFルールの最終規則では、図表5の要件の下、カスタム・バスケットの活用を容認する旨が盛り込まれたのである。

2) ノントランスペアレント/セミトランスペアレントETFの開発

ETFの運用会社が、これまで述べてきたETFルールのメリットを享受するためには、ファンドが前掲の要件を満たしている必要がある。この要件の中には、ETFの保有資産が完全に「透明（トランスペアレント）」であること、つまりファンドの全保有資産の内容が日次で公に開示されることが含まれている。

¹¹ Dimensional Fund Advisors, “Dimensional Equity Investing in an Active ETF Structure,” November 17, 2020.

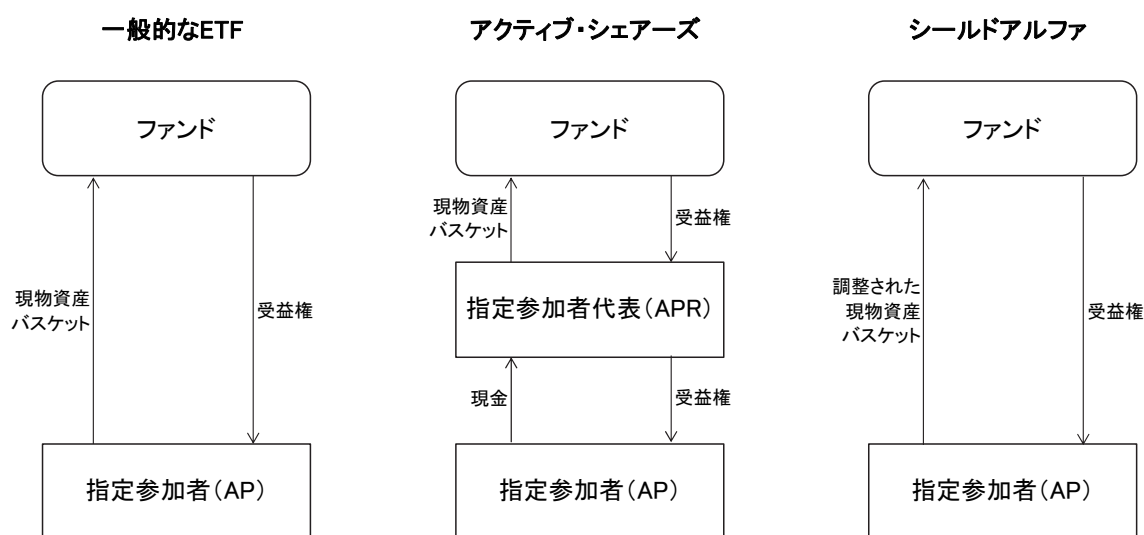
¹² Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 239, 270 and 274, Release Nos. 33-10515; IC-33140; File No. S7-15-18, RIN-3235-AJ60, June 28, 2018.

一部の資産運用会社にとって、保有資産の透明性確保を求める要件の存在は、アクティブ型 ETF 推進の阻害要因となってきた。アクティブ運用の重要な付加価値の源泉である銘柄選択の詳細が日次で開示されてしまえば、戦略が模倣されたり、フロントランニングを引き起こしたりする懸念を排除できないためである。他方で、SEC の観点からは、ETF の保有資産を巡る透明性が低下すれば、ETF の裁定メカニズムがうまく働かなくなるとの懸念が拭えないという事情があった。

こうした中、資産運用業界では、両者の懸念に対応するための新たな仕組みが模索されてきた。例えばプレシディアン・インベストメンツは、アクティブ・シェアーズと呼称される仕組みを考案した。アクティブ・シェアーズは、ETF の設定・交換プロセスに指定参加者代表 (APR)¹³ という新たなプレイヤーを介在させることにより、ETF 保有資産の機密性と裁定メカニズムの有効性の双方を確保することを可能とする仕組みとされている (図表 6)。

トランスペアレントな ETF の運営において、AP は、日々公開されている ETF の保有資産情報を基に設定・交換を実行する。一方、アクティブ・シェアーズの仕組みでは、ETF の保有資産情報を日次で得て、設定・交換を実行できるのは APR のみである。AP は、ETF 保有資産のバスケットの現物ではなく、保有資産のバスケットを買い付けるために必要な金額である「検証済インディカティブ日中価額 (VIIV)」を用いて、APR との間でファンド受益権と現金の交換を行う。この際、取引日における VIIV は毎秒の頻度で提供されるため、AP による裁定取引の機会は担保されるとし

図表 6 アクティブ・シェアーズ及びシールドアルファの仕組み (設定プロセスのイメージ図)



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹³ AP のケース同様、一般に大手証券会社が APR となっている。

ている¹⁴。アクティブ・シェアーズの仕組みを用いたアクティブ型ETFは、APR以外のプレイヤーに対するETF保有資産の開示が四半期に一度に限られることから「非透明（ノントランスペアレント）ETF」と呼ばれている。

他方、フィンテック企業のブルー・トラクター・グループは、シールドアルファという仕組みを考案した。シールドアルファはトランスペアレントなETF同様、ファンドの保有資産情報を日次で公開する。ただし、この保有資産情報は、アルゴリズムにより投資ウェイトが日々ランダムに調整されたものであり、真のポートフォリオとは微妙に異なる内容となっている（図表6）。従って、日々公開されるポートフォリオの変化が、アルゴリズムによるものなのか、ポートフォリオマネージャーの投資判断によるものなのか、外部から判別することはできない。これにより、アクティブ運用の付加価値の源泉たる、銘柄選択の情報が守られる。なお、アルゴリズムによる投資ウェイトの調整は、真のポートフォリオとのトラッキングエラーを可能な限り最小化するようにプログラムされている。従って、シールドアルファの仕組みを用いたETFの裁定メカニズムは、たとえそれが実際のポートフォリオとは異なる保有資産情報に基づく設定・交換により行われるものであったとしても、問題なく働くとされている。シールドアルファの仕組みに基づくETFの保有資産（真のポートフォリオの保有資産）開示は、アクティブ・シェアーズETFと同様に四半期に一度の頻度となっている。ただし、シールドアルファは、不完全な内容ではあるものの、ファンドの保有資産情報を日次で開示する仕組みを備えていることから、「半透明（セミトランスペアレント）ETF」と呼ばれている。

SECは2019年以降、アクティブ・シェアーズ及びシールドアルファを含む、ノントランスペアレント／セミトランスペアレントETFの仕組みを順次承認してきた。SECが、これらの仕組みによりETFの裁定メカニズムが担保されるとの結論に至ったことが、承認の背景として挙げられる。加えて、これらの仕組みに基づくETFは、ETFが一般に具備する利点と、アクティブ運用の利点の双方を投資家にもたらし得ると判断されたことも、SECによる承認を後押しした¹⁵。2022年11月現在、米国にはこれらの仕組みを用いたおよそ50本のノントランスペアレント／セミトランスペアレントETFが上場している。ノントランスペアレント／セミトランスペアレントETFがアクティブ型ETF全体に占めるシェアは未だ1.4%程度に過ぎないものの、これらの商品は資産運用会社のアクティブ型ETFビジネスの推進に寄与する可能性を秘めており、引き続き動向が注目されよう。

ノントランスペアレント／セミトランスペアレントETFの今後を考察する際に注目すべきポイントは、これらのETFの仕組みが、資産運用会社・規制当局・投資家

¹⁴ NYSE アーカをはじめとする証券取引所の上場規則はETFに対して、インディカティブNAV（IIV、またはiNAV）と呼称される、基準価額のリアルタイム推計値を15秒毎に公開・更新することを求めている。アクティブ・シェアーズの仕組みを用いたETFは、通常のETFよりも頻繁に基準価額の推計値を更新することにより、裁定メカニズムの確保を図っている。

¹⁵ Securities and Exchange Commission, Investment Company Act Release No. 33440; 812-14405, April 8, 2019.

それぞれのニーズを満たしているか否かという点であろう。資産運用会社の主たるニーズは、銘柄選択を巡る情報の秘匿性確保である。この点に関して、アクティブ・シェアーズの仕組みは、毎秒の頻度で提供される VIIV の値によって、保有資産の内容が解析されてしまうリスクを孕んでいるとの指摘もある¹⁶。また、規制当局の主たるニーズは、ETF の裁定メカニズムの有効性が保証されていることである。SEC の一部委員からは、ノントランスペアレント／セミトランスペアレント ETF の裁定メカニズムについて、依然として懸念が残るとの見解も挙がっている。例えば、SEC のジャクソン及びリー委員（当時）は 2019 年 11 月に公表した声明において、ノントランスペアレント／セミトランスペアレント ETF の裁定メカニズムは不完全である可能性があり、この点について引き続き注視していく必要があると主張した¹⁷。

ETF が具備する透明性と日中流動性に対するニーズは、インデックス型のみならず、アクティブ型 ETF についても一定程度存在していると思われる。保有資産の透明性の低下が投資家の需要にいかほどの影響をもたらすのか、ノントランスペアレント／セミトランスペアレント／トランスペアレント、それぞれのアクティブ型 ETF のビジネス動向を比較しながら確認していくことが重要になる。日中流動性については、イトン・バンス（2021 年にモルガン・スタンレーにより買収）が開発し、2014 年 11 月に SEC の承認を受けたネクスト・シェアーズというノントランスペアレントのアクティブ型 ETF ラインアップの例が参考になる。当該ラインアップのファンド群は、日次で算出される基準価額が定まるまで最終取引価格が明らかにならない仕組みとなっており、この点においてミューチュアルファンドに近い特徴を持つファンドである。ネクスト・シェアーズは、米国初のアクティブ型 ETF として当初注目されたが、需要の拡がりは現時点で限定的となっている¹⁸。ネクスト・シェアーズの事例を踏まえると、ETF が取引所においてリアルタイム価格で取引できるという性質を備えていることは、投資家ニーズの観点からは重要なポイントであることが示唆されよう。

3. アクティブ型 ETF 市場における注目すべき動き

米国におけるアクティブ型 ETF 市場では、大手及びブティック型の資産運用会社がともに存在感を示している（図表 7）。近年のアクティブ型 ETF 市場において注目すべき動きとしては、①大手資産運用会社が既存のミューチュアルファンドを ETF へ転換することでアクティブ型 ETF 市場に参入し、一定のプレゼンスを確保していること、②比較的小規模なブティック型の資産運用会社が、特徴的な商品開発を通じて他社との差別化を図っていること、が挙げられる。

¹⁶ “Fund Firms Got the Active ETFs They Wanted – and Now They’re Mad,” *Barron’s*, April 18, 2019.

¹⁷ Securities and Exchange Commission, “Statement of Commissioners Jackson and Lee on Non-Transparent Exchange Traded Funds,” November 15, 2019.

¹⁸ “‘Nontransparent’ ETFs coming soon, but do advisers care?,” *InvestmentNews*, January 23, 2020.

図表 7 米国における主なアクティブ型 ETF 運用会社

資産クラス	主な ETF 運用会社	アクティブ型 ETF 運用資産残高 (10 億ドル、2022 年 6 月末時点)
グローバル株式	アーク・インベストメント・マネジメント	13.8
米国株式	ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ	38.7
グローバル債券	ファースト・トラスト・ポートフォリオズ	17.5
米国債券	JP モルガン・アセットマネジメント	25.9
商品	インベスコ・キャピタル・マネジメント	8.7

(出所) ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 資料より野村資本市場研究所作成

1) ミューチュアルファンドを ETF に転換する動き

近年、米国では資産運用会社が既存のミューチュアルファンドを ETF に転換する動きがみられている。初の事例は、2021 年 3 月にギネス・アトキンソン・アセットマネジメントが 2 本のアクティブ型ミューチュアルファンドを ETF に転換したものである。その後、DFA や JP モルガン・アセットマネジメント等の大手資産運用会社が同社に続いた (図表 8)。ミューチュアルファンドを ETF へ転換する動きはその後にも継続しており、2022 年の上半期だけでも、164 億ドル分の転換が行われている¹⁹。

資産運用会社がミューチュアルファンドを ETF へ転換するモチベーションとして、主に三点が挙げられる。まず、個人投資家の需要の変化への対応である。上述の通り、米国の資産運用業界では、ミューチュアルファンドからの資金流出と ETF への資金流入が継続的にみられている。そして、この需要の変化に応えるための施策の一つとして、ETF への転換が採用されているのである。ギネス・アトキンソン・アセットマネジメントのジム・アトキンソン最高経営責任者 (CEO) は、ETF への転換を検討したきっかけとして、個人投資家による ETF 選好を挙げている。同氏は、人々の ETF 選好により、同社が運用するミューチュアルファンドは、優れた実績を持っているのにも関わらず注目されてこなかったとの認識を示した²⁰。

図表 8 米国における主な ETF 転換の事例

<p>ギネス・アトキンソン・アセットマネジメント(2021 年 3 月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 米国資産運用業界で初の事例。運用資産残高計 2,100 万ドル前後の 2 つのアクティブ型ミューチュアルファンド(いずれもグローバル株式が投資対象)を ETF へ転換。同社は、投資家の ETF 需要の高まり等を背景にファンドの転換を決定
<p>ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ(2021 年 6 月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 運用資産残高計 290 億ドル前後の 4 つのアクティブ型ミューチュアルファンド(いずれも米国株式が投資対象)を ETF へ転換。同社は、ファンド転換による運用資産残高の増加等を背景に、2022 年 6 月末時点で米国最大のアクティブ型 ETF 運用会社となっている
<p>JP モルガン・アセットマネジメント(2022 年 6 月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 運用資産残高計 90 億ドル前後の 4 つのアクティブ型ミューチュアルファンド(米国内外株式、米国不動産投資信託、米国債券等が投資対象)を ETF へ転換。同社は、ファンドの転換によって取引の柔軟性及び透明性の向上、手数料の削減等が投資家にもたらされるとした

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁹ NYSE, “Review of First Half 2022: Growth Despite Headwinds,” July 14, 2022.

²⁰ “Is Everything Turning Into an ETF Now? No, It Just Seems That Way.,” *Barron’s*, April 23, 2021.

保有しているミューチュアルファンドが ETF に転換された場合に、個人投資家にもたらされ得る主なメリットとして、日中流動性の確保及び費用控除後リターンの向上が挙げられる。前者について、上述の通り、個人投資家は ETF が上場株式のようにリアルタイムの価格で取引できるという特徴に対して、一定の便益を見出していると考えられる。後者については、主に三つの要因から、費用控除後リターンの向上が期待できる。一つ目の要因は、12b-1 手数料と呼ばれるマーケティング及び販売手数料である。同手数料は、取引所で取引される ETF では徴収されないことが一般的であり、ここに手数料圧縮の余地が生まれる。二つ目の要因は、ファンドの現金比率である。ミューチュアルファンドは、投資家からの解約に対応するために一定割合の現金を保有することが一般的である。一方で、ETF はその仕組み上、解約対応の現金をファンド内で保有しておく必要性が相対的に低い。したがって、ETF はミューチュアルファンドと比較してフルインベストメントに近い投資を行うことができる。これにより、同一の投資戦略を採用するファンドの場合、ETF への転換が期待リターンを引き上げる可能性がある。三つ目の要因は、税効率の高さである。ミューチュアルファンドは、投資家からの解約に対応するため、保有資産の売却を行う。この際に発生したキャピタルゲインは課税対象となり、投資家のリターンを押し下げる要因となる。他方で、現物資産のバスケットで設定・交換を行う ETF については、ポートフォリオのリバランス時等を除いて保有資産を市場で売却する必要がないため、これが ETF の税効率を相対的に高め得る要因となる。

ETF への転換は、資産運用会社にも一定のメリットがある。具体的には、資産運用会社が既存のミューチュアルファンドの運用資産やトラックレコードを転換先の ETF に引き継ぐことで、当該資産運用会社や ETF が競争優位性を確保できる可能性が高まる。運用資産残高は、ETF を含むファンドの運用ビジネスの持続可能性を高めるために、最も重要な指標の一つである。そして、長期かつ良好なトラックレコードは、運用資産残高を確保するための一助となり得る²¹。DFA は 2021 年 6 月に、運用資産残高及びトラックレコードが計 290 億ドル／最長 20 年以上に及ぶ 4 本のミューチュアルファンドを ETF に転換したことで、米国内における最大手のアクティブ型 ETF 運用会社となった。

前述の SEC による ETF ルールの策定も、ETF への転換を後押しする要因となっている。ETF ルールによって ETF の設定手続きが簡素化・透明化されたことで、資産運用会社が ETF への転換を行う際のオペレーション及びコンプライアンス面のハードルは大きく低下した。さらに、SEC がノントランスペアレント／セミトランスペアレント ETF の仕組みを承認したことで、保有資産情報等の秘匿性を維持しながら、既存のアクティブ型ミューチュアルファンドを ETF へ転換する道が開かれた。実際、

²¹ 例えば、ETF のマーケットメイカーや、個人投資家に対して投資助言を行うファイナンシャル・アドバイザー (FA) は、類似のファンド群から特定の ETF を選定する際に、ミューチュアルファンドとして運用されていた時期を含むトラックレコードを参考にすることがある。

弁護士事務所ロプス&グレーのETF法務担当者は、2020年以降にETFへの転換を巡る資産運用会社の動きが活発になった背景として、ETFルールをはじめとするSECの規制対応の影響が大きいと指摘した²²。

今後もETFへの旺盛な需要が持続するならば、資産運用会社によるETFへの転換の動きが続く公算が大きい。ブルームバーグ・インテリジェンスのエリック・バルチュナス氏は、2021年からの10年間で合計1兆ドル規模の転換が行われる可能性があると予想している²³。ETFへの転換が活発化すれば、投資家の需要の変化、すなわちミューチュアルファンドからの資金流出及びETFへの資金流入という近年のトレンドをさらに加速させることにも繋がり得る。

一方で、既存のミューチュアルファンドの中には、必ずしもETFへの転換に適していないものも存在する。例えば、インデックス型のミューチュアルファンドの多くは手数料水準が低く、ETFへの転換による手数料引き下げ余地は限定的である。また、インデックス型ETFの市場ではブラックロック、バンガード、SSGAの3社による寡占状態が長らく続いており、これら以外の資産運用会社が競争優位を確保できる可能性は低いものと考えられる。また、販売チャネルやシェアクラス構造が複雑なミューチュアルファンドも、ETFへの転換に適さないと考えられる。前者については、転換にあたってのオペレーションが煩雑化する可能性があること、後者については、転換にあたりファンドのシェアクラスを一つにまとめる必要があることが、追加的なハードルとなり得るためである。

以上から、ETFへの転換は、アクティブ型であり、かつ販売チャネルやシェアクラス構造が比較的単純なミューチュアルファンドにおいて検討されやすいといえよう。実際、2021年にETFへの転換を行ったギネス・アトキンソン及びDFAのミューチュアルファンド群は、いずれもこれらの条件を満たしていた²⁴。アクティブ型ミューチュアルファンドを運用する大手資産運用会社がファンドを転換する動きは、ETF業界の構図を短期間で大きく変える可能性を秘めており、今後も注目すべきといえよう。

2) テーマ型ETFの運用で存在感を示すアーク

フロリダ州セント・ピーターズバーグに本社を構えるアーク・インベストメント・マネジメント（以下、アーク）は、テーマ型のアクティブ型ETFの運用で高い存在感を示している。同社の創業者かつCEOであり、最高投資責任者（CIO）も兼務するキャシー・ウッド氏は、テーマ型ETFのビジネスを立ち上げるためにアライアンス・バーンスタインを退職し、2014年にアークを創業した。以来同社は、「破壊的イノベーション」をテーマとした、トランスペアレントなアクティブ型株式ETFラインアップの運用を事業の中心に据えている。アークは、2020年に旗艦ファンドで150%

²² NYSE, “Q&A with Ropes & Gray on MF-ETF Conversion,” February 11, 2021.

²³ “A \$1 Trillion Mutual Fund-to-ETF Bonanza May Be Getting Started,” *Bloomberg*, June 16, 2021.

²⁴ 前掲脚注20資料を参照。

という高水準のパフォーマンスを達成したことによりその知名度を大きく高め、米国におけるアクティブ型 ETF 運用会社大手の一角を占めている。

ウッド氏は、アークの創業哲学として、二つの方針を掲げている。一つ目は、「破壊的イノベーション」に焦点を当てた運用の提供である。アークは、破壊的イノベーションを、世界の仕組みを変え得る製品及びサービスと定義している。その上で、ウッド氏は、インデックス運用が中心となっている近年の上場株式市場において、破壊的イノベーションの恩恵を受ける企業が過小評価される傾向があると主張している。そして、従来のアクティブ運用における株式調査の体制及びプロセスは、破壊的イノベーションが及ぼす影響を評価するには不向きであるとした。例えば、ある企業が新たな技術を開発した際に、特定のセクターのみを担当するアナリストは、当該技術の他のセクターへの影響を見過ごしてしまう可能性がある。そこで、アークでは、アナリストをセクターではなくテーマ毎に配置し、各アナリストが担当テーマについてトップダウン／ボトムアップ両方の観点から調査を行う体制を敷いている（図表 9）。

アークが創業哲学として掲げる二つ目の方針は、リサーチのオープンソース化である。ウッド氏は、かねてより資産運用業界におけるリサーチの秘密主義に対して疑問を抱いており、投資判断の根拠となる専門知識や情報を社内に留めておくべきではないと考えていた。またウッド氏は、アライアンス・バーンスタインでの運用経験を通じて、パフォーマンスが低迷している局面においても投資家との綿密なコミュニケーションを維持することで、ファンドの資金流出圧力を緩和することができるとの考えに至っていた。そこでアークは、同社のリサーチの内容をウェブサイト上やソーシャルメディア・プラットフォーム上で広く共有するとともに、投資環境や投資戦略に関する頻繁な情報発信を行っている。さらに、同社は代表的な保有銘柄の株式評価モデルを、オープンソースの開発プラットフォームである GitHub 上で公開しており、投資家自身が同社の提示する株価見通しを詳細に検証できるようにしている。ウッド氏

図表 9 アーク・インベストメント・マネジメントの主なアクティブ投資戦略概要

投資戦略名	運用資産残高 (10 億ドル)	経費率 (%)	具体的な投資テーマの例
アーク破壊的イノベーション	7.6	0.75	DNA 技術、エネルギー貯蔵、自動運転技術、次世代インターネットサービス、金融サービスの効率化等
自律型技術&ロボティクス	0.9	0.75	エネルギー貯蔵、輸送、製造業の自動化等
ゲノム革命	2.4	0.75	DNA 配列決定、遺伝子編集、標的療法、バイオインフォマティクス、農業生物学等
次世代インターネット	1.3	0.83	インターネットを利用した製品及びサービス、新たな決済方法、ブロックチェーン技術、ビッグデータ等
フィンテックイノベーション	0.8	0.75	金融産業の仕組みを変えたり、金融商品及びサービスへのアクセス向上を実現したりするイノベーション
宇宙探索	0.3	0.75	再利用可能なロケット、人工衛星、ドローン等

(注) 運用資産残高及び経費率は、2022 年 10 月末時点における各テーマ型 ETF の数値。

(出所) アーク・インベストメント・マネジメント資料より野村資本市場研究所作成

はこれらの取り組みを「リサーチのオープンソース化」と呼称しており、アークは資産運用の分野における史上初のシェアリング・エコノミー企業であると述べている²⁵。

アークによるリサーチのオープンソース化と積極的な情報発信については、投資家の定着率を高めることに寄与しており、結果的に同社及びウッド氏が訴える長期投資を促しているとの指摘がある。実際、アーク・イノベーション ETF の基準価額は、2022 年の上半期で 50%以上下落した一方で、同ファンドはこの期間で 15 億ドルの純資金流入をみた²⁶。一方で、アークによる積極的な情報発信を問題視する向きもある。同社が運用する全てのアクティブ型 ETF は、トランスペアレント ETF である。すなわち、ファンドの銘柄選択を含む投資行動は、同社自身が「オープンソース化」する投資判断の根拠と共に全て公になっている。これにより、同社のファンドを巡っては、フロントランニングが容易に行える状況が生み出されており、投資家がリターン悪化を通じた悪影響を被っているのではないかとの批判がある²⁷。アクティブ運用の付加価値の源泉であるリサーチの内容や投資行動の詳細を取って積極的に「オープンソース化」する戦略が、同社のビジネスやファンドのパフォーマンスにどのような影響を及ぼすのか、今後の動向が注目されよう。この点は、前章でも取り上げたノントランスペアレント/セミトランスペアレント ETF を含めたアクティブ型 ETF の透明性の在り方を巡る議論に対しても、少なくない影響を与えることになるものと考えられる。

III 注目高まるダイレクト・インデックス

1. ダイレクト・インデックスの概要

ダイレクト・インデックスとは、株価指数に代表される特定の指数構成銘柄の一部、または全部を買い付けた上で、当該指数への連動性維持や、その他投資家ニーズを反映するためのポートフォリオ調整を行うサービスを指す。一般に、ダイレクト・インデックスは SMA 上で行われ、FA や証券会社を通じて個人投資家にサービスの提供がなされる。ダイレクト・インデックスの手数料については、例えばチャールズ・シュワブが提供するもので年率 0.4%であり²⁸、プレーンバニラなインデックスファンドと比較して高い水準に設定されている。

個人投資家はダイレクト・インデックスを活用することにより、インデックス型のミューチュアルファンドやETFへの投資と同様に、分散投資の効果を得ることができる。加えて、ダイレクト・インデックスは、インデックス型のミューチュアルファンドやETF

²⁵ “Cathie Wood Still Thinks Tesla Is Going to \$6,800. Why?,” *Institutional Investor*, April 15, 2020.

²⁶ “Cathie Wood’s flagship Ark fund draws in \$1.5bn even as tech stocks tumble,” *Financial Times*, July 7, 2022.

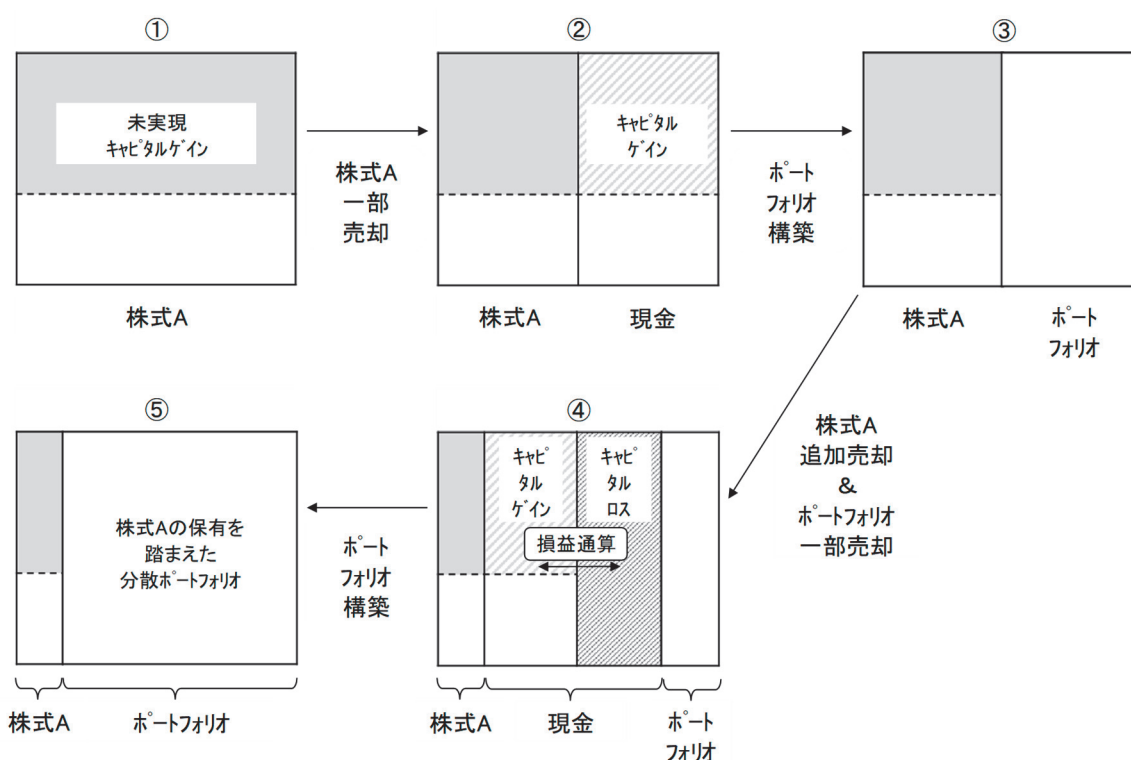
²⁷ “Ark Invest CEO Cathie Wood on everything from deflation to Elon Musk,” *Financial Times*, March 3, 2022.

²⁸ 同社が提供する「シュワブ・パーソナライズド・インデクシング」の本稿執筆時における経費率。なお、同サービスの最低拠出額は 10 万ドルに設定されており、運用資産のうち 200 万ドル超の部分については 0.35%の経費率が適用される。

が提供しない二つの追加的な便益を提供し得る。一つ目は、個別銘柄を直接保有することに伴う便益である。例えば、個人投資家は、タックス・ロス・ハーベスティング (TLH) 等の手法を活用することによって、節税効果を享受することができる²⁹。また、インデックス型ファンドを保有する場合とは異なり、個人投資家が議決権を直接行使することも可能となる。二つ目は、ポートフォリオを細かくカスタマイズできるという便益である。例えば、個人投資家は、特定のセクターや個別銘柄をオーバーウェイト／アンダーウェイトしたり、既保有株式のエクスポージャーを踏まえたポートフォリオを構築したりすることができる。

ダイレクト・インデックスを活用することによって得られるこれらの便益について、例を用いて詳述する (図表 10)。ある個人投資家が、課税口座において株式 A の大規模な

図表 10 ダイレクト・インデックスの活用事例 (イメージ図)



(出所) 野村資本市場研究所作成

²⁹ ダイレクト・インデックスの典型的な活用事例として、保有銘柄のうち含み損が発生しているものを売却することによりキャピタルゲインや配当収益と損益通算し、税負担の軽減を図るといったものがある。この際、保有銘柄の売却によって得られた資金は、ポートフォリオの特性を維持するため、売却した銘柄との連動性が高い別の銘柄の買付に充当される。この手法は、タックス・ロス・ハーベスティング (TLH) と呼称されている。TLH の手法はファンドレベルでも活用できるものの、ダイレクト・インデックスは多数の個別銘柄への投資を行うため、TLH 活用の機会が増加する。なお、TLH において、損益通算のために売却された銘柄を買い戻さないのは、株式等の売却後 30 日以内に再び同一銘柄を買い戻す場合に、当該銘柄の含み損による損益通算を認めないことを定める通称「ウォッシュ・セール・ルール」が存在しているためである。

エクスポージャーを持っており、当該株式は長期間の保有による未実現のキャピタルゲインを抱えているとする。この投資家が株式A売却に係るキャピタルゲイン課税の負担を抑制しつつ、株式Aの売却資金を用いて十分に分散されたポートフォリオを構築したい場合に、ダイレクト・インデックスを活用することができる。まず、保有する株式Aの一部を売却し、その資金を新規開設した SMA 上におけるポートフォリオ構築に充当する。この際、新たな株式の買付を行う際の銘柄選択は、株式Aのエクスポージャーを勘案して行われる。例えば、この投資家が最終的に S&P500 指数に近い特性を持つポートフォリオを構築することを目指しており、かつ株式Aがテクノロジーセクターに分類される場合、株式Aの売却資金の大部分は、S&P500 指数を構成する銘柄のうち、テクノロジー関連株式以外の銘柄を買い付けるために使われることになるであろう。

その後、保有する株式Aを追加的に売却する際に、TLHの手法を活用することができる。具体的には、株式Aの売却に伴い発生するキャピタルゲインを、SMAにおける保有銘柄の一部（含み損を抱えている銘柄）の売却により発生するキャピタルロスで相殺（損益通算）することで、税負担の抑制が可能となる。そして、株式Aの売却資金の一部は、TLH活用のために売却した銘柄と似た値動きをする株式の買付に充当される。これにより、投資家は、節税効果を楽しみながら、保有しているポートフォリオの特性を維持することができる。以上を繰り返すことにより、投資家としては、株式Aの売却に係る課税を抑制しつつ株式Aのエクスポージャーを踏まえたポートフォリオを構築することが可能となる。

2. ダイレクト・インデックスの市場拡大と背景

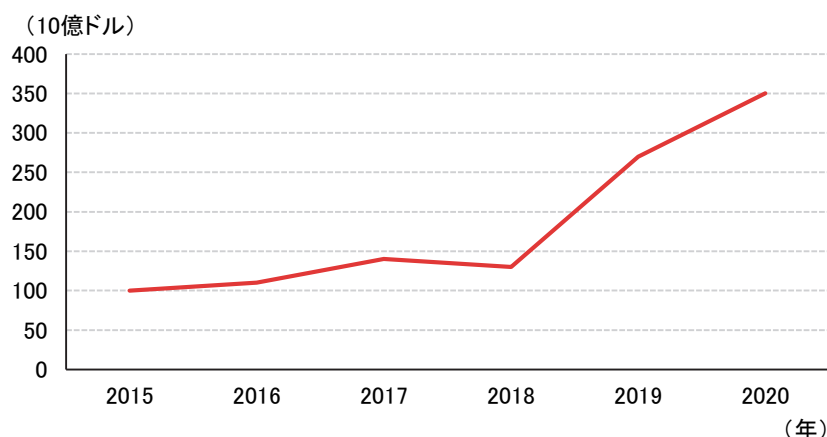
米国におけるダイレクト・インデックスの歴史はおよそ 30 年前に遡る。米資産運用会社のパラメトリック・ポートフォリオ・アソシエイツ（2021年にモルガン・スタンレーにより買収、以下パラメトリック）が 1992年にファミリーオフィス向けに提供を始めたサービスが、米国初のダイレクト・インデックスであるとされている³⁰。

以来、ダイレクト・インデックスは、最低投資金額や手数料が高水準であったことや、節税効果を主な便益としていたこと等から、主に機関投資家や富裕層顧客を対象としたサービスと位置づけられてきた。しかし、①米国における端数株式取引の広がりや株式取引手数料の引き下げに加え、②ポートフォリオ最適化ツール³¹や FA と投資家を繋ぐデジタルツールの普及といったテクノロジーの発展等に伴い、ポートフォリオのきめ細かいカスタマイズが、低コストで提供できるようになった。その結果、ダイレクト・インデックスのサービスを提供できる投資家の裾野は大きく広がり、サービスに対する需要や注目が近年急速に高まっているのである。例えばフィデリティは、2022年4月に最低拠出額を5,000ドルに設定したダイレクト・インデックスのサービス「マネージド・フィドフォリ

³⁰ “Asset managers prepare for investor shift to bespoke equity portfolio,” *Financial Times*, July 28, 2021.

³¹ ポートフォリオ最適化ツールとは、リスクとリターンに代表される諸要因を考慮した、最適なポートフォリオを求める数理モデルを実装するためのツールであり、ポートフォリオ・オプティマイザーとも呼ばれる。

図表 11 ダイレクト・インデックスの運用資産残高推移（推計値）



（出所）オリバー・ワイマン資料より野村資本市場研究所作成

オズ」の提供を開始した。当該サービスは、ダイレクト・インデックスをマス顧客層向けに拡大するものとして注目を集めた。

ダイレクト・インデックスの運用資産総額は、2020年に3,500億ドルとなり、2018年からおよそ2.7倍に増加した（図表11）。モルガン・スタンレー及びオリバー・ワイマンは、ダイレクト・インデックスが2025年に1.5兆ドルの市場へ成長すると予想している³²。また、セルリー・アソシエイツは、今後5年間におけるダイレクト・インデックスの成長率がミューチュアルファンド及びETFを上回るとの予想を発表した³³。

ダイレクト・インデックスの便益の一つであるポートフォリオのカスタマイズについて、既保有銘柄を勘案した新たなポートフォリオ構築や、個別銘柄／セクターのウェイト調整等に加え、近年注目されている分野がESG投資である。米国におけるESG投資の運用資産残高は2018年から2020年の間に42%増加し、17.1兆ドルもの規模に上るとされている³⁴。そうした中、個人投資家の多様な価値観に基づいたきめ細かいESG運用を、ポートフォリオの特性を維持しながら実現できるダイレクト・インデックスは、従来のESG投資関連サービスが満たせなかった潜在的なニーズを捉える可能性を秘めているといえよう。

3. 大手金融機関によるダイレクト・インデックス市場参入

ダイレクト・インデックスへの注目の高まりを受け、大手金融機関は、ダイレクト・インデックス及びその関連技術を提供する企業の買収によって市場参入を果たしている。2020年5月にはチャールズ・シュワブが買収を行い、その後、同年10月にはモルガン・スタンレーが、同年11月にはブラックロックが続いた（図表12）。2021年以降もこうし

³² Morgan Stanley Research and Oliver Wyman, “Competing for Growth,” June 2021.

³³ Cerulli Associates, “Direct Indexing Growth Projected to Outpace ETFs, Mutual Funds, and Separate Accounts Over Next Five Years, According to Cerulli,” August 16, 2021.

³⁴ “Sustainable investing” is surging, accounting for 33% of total U.S. assets under management,” CNBC, December 21, 2020.

図表 12 ダイレクト・インデックス関連企業の主な買収事例

買収発表日	被買収企業名	買収企業名	ダイレクト・インデックス 運用資産残高 (百万ドル、 2021年1-3月時点)
2020年5月	モチーフ・インベスティング	チャールズ・シュワブ	–
2020年10月	パラメトリック・ポートフォリオ・アソシエイツ	モルガン・スタンレー	120,005
2020年11月	アペリオグループ	ブラックロック	44,996
2020年12月 2021年6月	55ip オープンインベスト	JPモルガン	1,400
2021年7月	ジャストインベスト	バンガード	752
2021年9月	オショーネシー・アセットマネジメント	フランクリン・テンプレトン	1,227

(注) チャールズ・シュワブは、モチーフ・インベスティングが有するアルゴリズム・特許・ソースコードといったテクノロジー及び知的財産を取得。モチーフ・インベスティングが有していた顧客基盤（証券口座）はフォリオ・ファイナンシャルが取得した。

(出所) セルリー・アソシエイツ、その他各種資料より野村資本市場研究所作成

た動きが相次いでおり、2021年1-3月期時点における主なダイレクト・インデックス関連企業の多くは、大手金融機関の傘下に収まっている。2021年9月にフランクリン・テンプレトンにより買収されたオショーネシー・アセットマネジメント（OSAM）のパトリック・オショーネシーCEOは、一連の買収について、「大きなプラットフォームのシフトを引き起こす可能性があるサービスの台頭に対して、資産運用会社がこれを座視することはできない」とコメントしている。

各金融機関が買収したダイレクト・インデックス関連企業は、それぞれが異なる強みや特徴を有している。例えば、ダイレクト・インデックスの草分け的存在であるパラメトリックは、税負担の最適化に強みを有する一方、ポートフォリオのカスタマイズについては、投資家が特定のセクターについて投資除外の有無を指定するといった比較的シンプルなものとなっている³⁵。これに対して、ダイレクト・インデックス関連の新興企業であるOSAMは、投資家のニーズに応じた独自のポートフォリオをゼロから構築できるサービスを提供している³⁶。また、オープンインベストのように、ESGに関するポートフォリオのカスタマイズに強みを有する企業も存在する³⁷。

4. ダイレクト・インデックスの課題と可能性

ダイレクト・インデックスを巡っては、いくつかの課題もある。最も代表的なものとしては、多くの個別銘柄に直接投資を行うため、ポートフォリオの構築や管理が煩雑になることである。ミューチュアルファンドやETFを用いたインデックス投資は、ダイレクト・

³⁵ Parametric Portfolio Associates, “Parametric Launches Tax Harvest Core Separately Managed Accounts – Expansion of Tax Management Expertise to Advisors and Investors,” July 20, 2021.

³⁶ “How Custom Indexing Can Help Clients With Complex Tax Needs,” *ThinkAdvisor*, March 10, 2021.

³⁷ “J.P. Morgan buys OpenInvest, after missing out on Parametric, which Morgan Stanley nabbed; it’s more about ESG, less about direct indexing, firm says,” *RIABiz*, June 30, 2021.

インデックスで得られる分散投資の効果をシンプルかつ安価に実現できる。従って、ファンドを用いたインデックス投資への需要が直ちにダイレクト・インデックスへ置き換わる可能性は低いであろう。また、ダイレクト・インデックスが提供する主要な便益の一つである TLH は、繰り返し実行することによって含み損を抱える保有銘柄が少なくなり（保有銘柄の簿価が切り下がり）、さらなる TLH 活用の余地が小さくなるという性質を持っている。こうした性質から、TLH を積極的に活用する投資家は、TLH を通じて買い付けた株式を売却せず、慈善団体や相続人に譲渡する傾向もあるとされる³⁸。

しかし、こうした課題を踏まえても、ダイレクト・インデックスは資産運用業界にとって注目に値するサービスであることに変わりはない。ダイレクト・インデックスは、個人投資家の資産運用におけるカスタマイズ需要を取り込むことで、資産運用会社や FA が投資家に提供できる付加価値を大きく高める可能性を秘めている。安価なインデックスファンドの活用が定着し、株式取引手数料の引き下げ・無料化に伴う「DIY (Do-It-Yourself) 投資」が広がっている現状において、個人投資家に対する新たな付加価値提供の可能性は、資産運用会社や FA にとって活路となり得よう。

IV 日本の資産運用業界への示唆

米国におけるアクティブ型 ETF 及びダイレクト・インデックスの台頭は、日本の資産運用業界に対しても有益な示唆を含んでいる。

東京証券取引所は、日本においてもアクティブ型 ETF を導入すべく、準備を進めている³⁹。アクティブ型 ETF は、同等の投資戦略を有する投資信託と比較して手数料水準が抑制される可能性があり、投資家に対して相対的に高い費用控除後リターンを提供できるという利点を持ち得る。他方で、スマートベータ ETF やテーマ型 ETF といった、プレーンバニラなインデックス型 ETF とは異なる運用成果を目指す商品は、既に日本の市場に投入されている。日本のアクティブ型 ETF が、既存のアクティブ型投資信託やインデックス型 ETF が持たない固有の付加価値をいかに投資家へ提供できるのか、議論を深めていくことが必要であろう。

また、米国のダイレクト・インデックスが提供しているサービスは、日本の投資一任ビジネスの参考になる要素を含んでいると考えられる。近年日本においても、ゴールベースの資産管理という考え方が注目を集めており⁴⁰、個別銘柄への投資や投資家のきめ細かいニーズへの対応を行う SMA への需要が高まっている。例えば、SMA のサービスの一環として、投資家の既保有資産状況を踏まえたポートフォリオ構築を行うことができれば、サービスの付加価値向上に寄与する可能性があろう。また、日本の一部ロボアドバイザー

³⁸ “The Pros and Cons of ‘Direct Indexing,’” *Wall Street Journal*, December 2, 2021.

³⁹ ブルームバーグ「アクティブ ETF、日本市場の『地盤沈下』防ぐかー東証が来年導入」、2022年9月16日。

⁴⁰ ゴールベース資産管理の詳細は、野村証券ゴールベース研究会編『ラップロ座入門』日本経済新聞出版を参照。

は、TLH に類似した節税機能を備えている。こうした節税機能を既存のファンドラップや SMA に導入することも、検討に値しよう。

アクティブ型 ETF 及びダイレクト・インデックスは、米国においても十分な実績が積み上がっているとは言い難い段階にあり、これらが資産運用業界の大きな潮流に発展するかは未知数である。しかしながら、米国と同様に手数料の低下トレンドに直面している日本の資産運用業界にとって、新たな付加価値を提供し得る商品・サービスが台頭しやすい土壌を作ることは重要だろう。米国では、SEC がイノベーションを後押しする制度改革を進めてきたことにより、アクティブ型 ETF 市場の成長が促進された。日本においても、資産運用業界の「次のフロンティア」台頭を促すような規制・制度の整備を進めておくことが肝要であろう。