

最近の米国 ETF 業界におけるイノベーション

—スマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発—

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 2015年2月末、米国ETFの市場規模は2兆ドルを突破し、現在、ETFは資産運用業界の中で、最もイノベーションが生まれている分野である。特に注目すべきはスマートベータ型ETFおよびアクティブ型ETFの台頭である。
2. スマートベータ型ETFとは、①ファクターへの投資、②非時価総額加重方式による指数の算出、③ルール・ベースの運用、という3つの特徴を有する指数に連動するETFを指す。年金基金だけではなく、SMAやファンドラップなど、個人投資家向けの金融サービスの投資対象に組み入れられている。
3. アクティブ型ETFとは、通常のETFのようにインデックスに連動するのではなく、あるアクティブ運用のポートフォリオをETFの形で提供するものを指す。機関投資家および個人投資家が保有しているアクティブ運用のポートフォリオの安価な代替商品として注目されている。
4. さらに、2014年11月、保有銘柄の開示を、通常の投信と同頻度とするよう工夫を施したノン・トランスパレント・アクティブ型ETFが開発された。当該商品の評価には時間を要するが、アクティブ運用の安価な代替商品は魅力的であり、中長期的には既存のアクティブ運用の在り方が問われるであろう。

I. はじめに

2015年2月末、米国ETFの市場規模は2兆ドルを突破した¹。ETFは、1993年に米国で登場して以降、拡大し続けており、現在では資産運用業界において確固たる地位を確立した。2020年の見通しによると、世界のETFの市場規模は5兆ドルに達すると予想されており、ETFは資産運用業界において最もイノベーションが生まれている分野である²。特に

¹ ICIよりデータ取得。

² PwC, "ETF 2020 Preparing for a new horizon," January 2015.

注目すべきは、スマートベータ型 ETF およびアクティブ型 ETF の台頭である。

スマートベータとは、①ファクターへの投資、②非時価総額加重方式による指数の算出、③ルール・ベースの運用、という3つの特徴を有する運用手法を指す³。具体的には、ファンダメンタル・インデックス、最小分散インデックス、高配当インデックス、クオリティ・インデックス等が株式の代表的なスマートベータとして分類される。近年では、米国のカルパース、スウェーデンの AP2、オランダの PGGM はスマートベータ型インデックス運用を導入し、米国のオレゴン州公務員年金基金やカナダの CPPIB はアクティブ運用の位置づけでスマートベータを導入している⁴。

一方で、アクティブ型 ETF とは、通常の ETF のように日経平均株価や東証株価指数といったインデックスに連動するのではなく、あるアクティブ運用のポートフォリオを ETF の形で提供するものを指す。機関投資家および個人投資家が保有しているアクティブ運用のポートフォリオの安価な代替商品として注目されている。また、アクティブ型 ETF は、通常の ETF と同様に証券取引所に上場し、日々、保有銘柄を開示することが義務付けられているため、日中の流動性が高い点も魅力である。

スマートベータ型 ETF は、従来アクティブ運用がアルファと捉えてきたバリューやサイズといったファクターをインデックスに取り込む動きであり、アクティブ型 ETF は、ベンチマークを上回るリターンを追求するアクティブ運用を、インデックス運用を主眼としてきた ETF の形で提供するものである。つまり、スマートベータ型 ETF 及びアクティブ型 ETF の台頭は、現在の資産運用業界における潮流がアルファとベータの境界線の曖昧化であると解釈することもできる⁵。

II. ETF 化により投資家層が多様化するスマートベータ運用

1. スマートベータの発端

スマートベータは、時価総額加重方式の指数構築に疑問を呈した欧米の年金基金がポートフォリオに組み入れたことで注目された。日本においては2014年4月、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国内株式運用受託機関選定の見直しを発表し、その中で従来の伝統的アクティブ運用と別枠でスマートベータ型アクティブ運用を採用した。その後、2014年7月、地方公務員共済組合連合会及び国家公務員共済組合連合も、国内株式アクティブの選定結果を公表し、スマートベータを導入している。

実務の世界において認知される以前に、実証研究として最初にスマートベータの概念を

³ 岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号（ウェブサイト版）を参照。

⁴ 各年金基金によるスマートベータの導入手法の詳細は脚注3論文を参照。

⁵ アルファとはベンチマークを上回る収益率（超過リターン）を得る源泉のうち、銘柄固有を分析することによって付加価値として得られる部分を指す。一方で、ベータとは超過リターンを得るための源泉のうち市場変動に基づく部分を指す。

示したのは、2009年12月に公表された「ノルウェー政府年金基金グローバルのアクティブ・マネジメントの評価」と題された研究論文と言われている⁶。同論文は、世界第2位の運用資産総額（以下、AUMとする）を有する年金基金であるノルウェー政府年金基金グローバルによる委託調査研究であり、同基金の過去の運用実績に関する分析を行い、アクティブ運用の位置づけを評価している。そして、同論文は、1998年から2009年において、同基金がとったリスクのうち、ベンチマーク・リターンへのリスク要因が99.1%で、アクティブ・リターンのリスク要因が0.9%のみであり、アクティブ・リターンは統計的に優位ではないことを示した⁷。さらに、アクティブ・リターンに関しては約70%がファクター効果によって説明可能であり、結果的に同基金のパフォーマンスは、ほぼベンチマークとファクターによって説明できることを明示し、ファクターに対するエクスポージャーをベンチマークに組み入れることを提案した⁸。これは、まさにスマートベータの導入を推奨しているものと言える。

2. スマートベータ型ETFの台頭

前述の実証研究の結果を受け、ファクターをベンチマークに組み入れた商品として、スマートベータ指数に連動するスマートベータ型ETFが注目を集めている。スマートベータ型ETFは2000年に登場し、AUMは約3600億ドルに達し、米国ETF市場の約20%を占めている（2014年6月末時点）⁹。スマートベータ型ETFの提供者上位3社はブラックロック、バンガード、パワーシェアーズであり、全体の約70%を占めている（図表1）。運用手法別の内訳は、バリューが47%、高配当が30%、マルチファクターが6%と、上位3手法で全体の8割を占める（図表2）。

近年、スマートベータ型ETFに投資することで、様々なファクターにエクスポージャーを有する年金基金が登場している。例えば、アリゾナ州公務員年金基金は、2013年10月、米国株のポートフォリオにおいて、iShares MSCI 米国モメンタム・ファクターETF、iShares MSCI 米国バリュー・ファクターETF、iShares MSCI サイズ・ファクターETF、iShares MSCI クオリティ・ファクターETFの4つのスマートベータ型ETFに投資を開始した。

図表1 スマートベータ型ETFの提供者ランキング（2014年6月末）

	提供者	AUM（百万ドル）	シェア（%）
1	ブラックロック	142,470	39.61
2	バンガード	75,534	21.00
3	パワーシェアーズ	36,592	10.17
4	ウィズダム・ツリー	33,521	9.32
5	ファースト・トラスト	20,770	5.77

（出所）モーニングスター資料より野村資本市場研究所作成

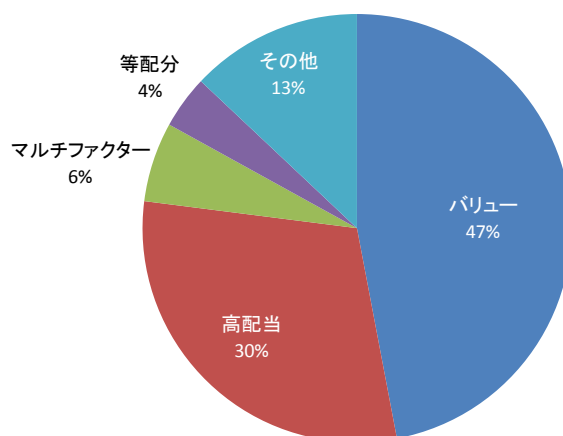
⁶ Andrew Ang, William N. Goetzmann and Stephen M. Schaefer, "Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund-Global," December 2009.

⁷ 同論文は、アクティブ・リターンをポートフォリオのリターンとベンチマークのリターンの差と定義している。

⁸ 同論文が用いたファクターは、バリュー、サイズ、モメンタム、ボラティリティなど10種類ある。

⁹ Morningstar, "A Global Guide to Strategic-Beta Exchange-Traded Products," September 2014.

図表 2 スマートベータ型 ETF の運用手法別内訳 (2014 年 6 月末)



(出所) モーニングスター資料より野村資本市場研究所作成

また、スマートベータ型 ETF は年金基金などの機関投資家だけではなく、個人投資家にも普及し始めている。現在、米国では個人投資家向けの資産運用ビジネスの一種である SMA やファンドラップが台頭している。これは、残高フィー型ビジネスと呼ばれ、個人投資家が売買することで収益を上げるコミッション型ビジネスとは異なり、個人投資家の AUM に応じて手数料を獲得するものである。残高フィー型ビジネスにシフトしている米国の金融機関は、顧客の資産の成長を実現し、かつ、自身の収益を最大化するべく、顧客にとっての最適なアセット・アロケーションに関する研究に凌ぎを削っている。そして、2008 年の金融危機を経て、より安価で分散されたポートフォリオの構築を達成する手法として多様な ETF の活用が注目されている。事実、米国の SMA 及びファンドラップの投資対象資産の内訳は、2008 年と 2013 年を比較すると、個別の有価証券の比率が減少する一方で、ETF の組み入れ比率が 6.7% 増加した (図表 3)。その中に、スマートベータ型 ETF も組み入れられており、個人投資家にも普及している。

図表 3 米国の SMA 及びファンドラップの投資対象資産別内訳

投資対象資産	2008 年	2013 年
投信等	75.4%	68.5%
個別の有価証券	19.8%	18.9%
ETF	2.8%	9.5%
現金等	2.0%	3.0%

(出所) セルリー資料より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 積極化するアクティブ型 ETF への取り組み

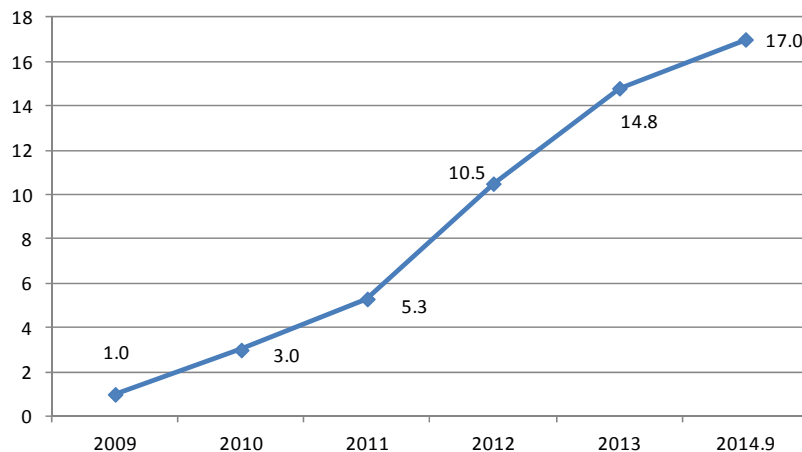
1. アクティブ型 ETF の概要

資産運用業界における2つ目のイノベーションとして、アクティブ型ETFが挙げられる。マッキンゼーは、アクティブ型ETFが通常のETFと同様の速度で成長すると仮定した場合、2020年にはアクティブ運用のミューチュアル・ファンドの約9%を占めると予想している¹⁰。

米国初のアクティブ型ETFは、2008年3月25日にナスダックに上場したベアースターズ・カレント・イールドETFである¹¹。通常のETFの承認プロセスと同様に、証券取引委員会（以下、SECとする）が、1940年投資会社法のexempt relief（当該法規の適用除外）を認めることによって、アクティブ型ETFを承認した¹²。その後、2012年にSECが、ETFによるデリバティブ取引の使用に関し規制を緩和したことや、PIMCOが旗艦ファンドであるトータル・リターン・ファンドのアクティブ型ETFを設定し、アクティブ運用のポートフォリオの安価な代替商品として成功したことが市場の拡大を後押しし、アクティブ型ETFのAUMは約170億ドルに達した（図表4、2014年9月末時点）。

アクティブ型ETFは、前述のとおり、通常のETFと同様に、日々、保有銘柄を開示することが義務付けられている（図表5）。そのため、株式のアクティブ型ETFの場合、日々の保有銘柄開示により、競合他社からアクティブ運用戦略を模倣される可能性があり、組成しづらい面がある。しかし、債券の場合はそのような模倣が株式に比べると容易ではないことから、結果的にアクティブ型ETFは、主に債券ETFで占められている（図表6）。

図表4 アクティブ型ETFのAUM推移（10億ドル）



（出所）P&Iより野村資本市場研究所作成

¹⁰ McKinsey & Company, “The Second Act Begins for ETFs,” August 2011.

¹¹ Daniel J. Grimm, “A Process of Natural Correction: Arbitrage and The Regulation of Exchange-Traded Funds under The Investment Company Act,” October 2008.

¹² John Yoder and Bo J. Howell, “Actively Managed ETFs: The Past, Present, And Future,” April 2013.

図表5 ETF、アクティブ型ETF、ミューチュアル・ファンドの比較図

	ETF	アクティブ型ETF	ミューチュアル・ファンド
連動・参照先	指数	アクティブ運用のポートフォリオ	なし
保有銘柄の開示	日次	日次	原則、四半期
上場・非上場	上場	上場	原則、非上場

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表6 アクティブ型ETFのランキング (2014年9月末時点)

	商品名	AUM (100万ドル)	シェア
1	PIMCO エンハンスド・ショート・デュレーション・マチュリティ	3,885.2	22.9%
2	PIMCO トータル・リターン	2,782.6	16.4%
3	ファースト・トラスト・北米エナジー・インフラストラクチャー	871.1	5.1%
4	ウィズダムツリー・エマージング・マーケット・ローカル・デット	782.5	4.6%
5	アドバイザーシェアーズ・ペリタス・ハイイールド	707.6	4.2%

(出所) P&I より野村資本市場研究所作成

2. 各資産運用会社の取り組み

急速に拡大するアクティブ型ETFだが、2014年9月23日、SECがPIMCOのトータル・リターンETFが、リターンを引き上げるために保有している債券等の資産を過大評価しているという疑いで、調査を行っていることが明らかになった¹³。具体的には当該ETFが保有し、取引量が少ないモーゲージ債等を評価するために、取引量が多い外部のモーゲージ債の資産プールを参照した結果、過大に評価していると疑われたというものである。その後、本稿執筆時点においてSECによる調査結果は公表されていないが、保有資産の評価方法が、アクティブ型ETFの一つの課題として浮き彫りになった。

そのような課題はあるものの、2013年以降、主要な運用会社が次々とアクティブ型ETFビジネスに参入している(図表7)。バンガードなど従来からETFやパッシブ運用に強い運用会社だけではなく、フィデリティ・インベストメンツのような伝統的なアクティブ運用で大手の地位を築いてきた会社もアクティブ型ETFの提供を開始している点は注目に値する。また、アクティブ型ETFの商品ラインナップを強化するために、ジャナスはヴェロシティ・シェアーズを買収し、ニューヨーク・ライフはインデックスIQを買収するなど、ETF提供会社の買収も活発化している。

¹³ “Pimco Total Return ETF faces SEC investigation,” *InvestmentNews*, September 24th, 2014.

図表7 アクティブ型ETFに関する主要な運用会社の動向

	運用会社名	アクティブ型ETFに関する動向
2013年4月	ステートストリート	SPDR SSGA インカム・アロケーションETFを含む3つのアクティブ型ETFを設定
2013年11月	フランクリン・テンブルトン	フランクリン短期デュレーションUSガバメントETFを設定
2013年11月	JPモルガン・アセット・マネジメント	同社初のETFを設定後、アクティブ型ETF市場への参入に前向きであることを表明
2014年1月	PIMCO	アクティブ型ETFのラインナップを19商品に拡大する計画を発表
2014年3月	バンガード	バンガード・ウエリントン・ファンドを含む、既存のファンドのアクティブ型ETFを複数SECに申請
2014年9月	ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	高配当株に投資するポートフォリオのアクティブ型ETFをSECに申請（2014年7月にETF関連商品の拡充を表明）
2014年10月	フィデリティ・インベストメンツ	3本の債券に投資するアクティブ型ETFを設定
2014年10月	ジャナス	ヴェロシティー・シェアーズを買収し、アクティブ型ETFを強化する方針を表明
2014年12月	ニューヨーク・ライフ	インデックスIQを買収し、アクティブ型ETFを強化する方針を表明

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

IV. ノン・トランスパレント・アクティブ型ETFの登場

今後もより多様な投資家に活用されることを目指して、ETFを巡る商品開発は続くと思われる。特に、2014年11月6日、SECがボストンに拠点を置くイートン・バンスのノン・トランスパレント・アクティブ型ETF (Non-transparent ETF) を承認したことは注目に値する¹⁴。当該商品はETMF (Exchanged Traded Managed Fundの略称) と呼称され、NextSharesというブランド名が付与されている。NextSharesの保有銘柄の開示頻度は、通常のETFとは異なり、日次で開示する必要はなく、通常の投信と同様に四半期毎に60日以上ラグをおいて開示することが許容されている¹⁵。また、NextSharesは、基準価額基準取引 (NAV based trading) と呼ばれる価格評価手法を採用している。これは、参照先のアクティブ運用のポートフォリオが1日1回算出する基準価額をもとに決定され、当商品の日中の価格は、ビッドとオファーの分だけ変動するというものである。具体的には、ある時点において、NextSharesのビッドがNAV-\$0.01でオファーがNAV+\$0.02だとすると、投資家の取引価格はNAV+\$0.02となる。そして、その日のNAVが\$20.00と確定した後に、最終取引価格は\$20.02となる。

¹⁴ Eaton Vance, "U.S. Securities and Exchange Commission Issues Notice of Intent to Grant Exemptive Relief to Permit the Offering of Exchange-Traded Managed Funds," November 2014.

¹⁵ ただし、NextSharesは保有銘柄を月次で30日のラグをもって開示する方針である。

実は、2008年に初のアクティブ型ETFがSECによって承認された頃より、保有銘柄を開示する必要のないアクティブ型ETFの可能性は検討されてきた。保有銘柄を開示し、高い透明性を確保することは、裁定取引によってETFの基準価額と取引価格を収斂させ、投資家のコストを低下させる一方で、他の市場参加者から模倣される可能性を高める。しかし、原則として、ETFは日次の保有銘柄開示が義務付けられているため、透明性を低下させることは難しい。各ETF提供者は、このジレンマをどのように解消して商品化すべきか試行錯誤してきた。例えば、2000年には、バンガードが自身のアクティブ・ポートフォリオの保有銘柄の40から50%をサンプルとして開示する手法をSECに申請した。また、2011年には、ブラックロックが「ブラインド・トラスト」と呼ばれる主体をETFの仕組みの中に設定することで、保有銘柄を外部に開示しない工夫を施した。いずれも、SECは当該商品は裁定取引が機能せず、投資家保護の観点から許容できないとして申請を受理しなかった。しかし、NextSharesは通常のETFとは異なり、ビッドとオファーの変動を除くと日中は価格変動しない。そのためSECは、保有銘柄の開示が投信と同じ水準でも問題ないと判断した。

前述のとおり、アクティブ型ETFは他社からの模倣を避けるために債券ETFが占める割合が高いが、NextSharesが承認されたことで、今後、株式の運用者もアクティブ型ETF市場に参入する可能性がある。事実、その期待からイトン・バンスの株価はNextShares承認後に約20%上昇した。また、2015年2月4日、伝統的なアクティブ運用によって地位を築いてきたキャピタル・グループが、将来的にはノン・トランスパレント・アクティブ型ETFを設定する計画があることを公表した¹⁶。

ノン・トランスパレント・アクティブ型ETFに対する投資家の反応を知るには、もう少し時間が必要ではあるが、アクティブ運用の安価な代替商品は魅力的である。イトン・バンスの調査によると、2007年から2013年にかけて、販売費用やトレーディング・コストなど、ETFとミューチュアル・ファンドの仕組み上の差異に起因する費用の差は、年間78bpsであった。全ての米株ファンドのうち、パフォーマンスが中央値であるファンド群から、過去10年間において年間78bps削減した場合、パフォーマンスは上位30%のファンドと同等の水準まで引き上がる。つまり、ビッドとオファーのスプレッドの水準次第では、ノン・トランスパレント・アクティブ型ETFが秘める成長可能性は高い。

以上のように、資産運用業界において、スマートベータ型ETFや(ノン・トランスパレント)アクティブ型ETFなどの新たな商品が開発されることで、現在の資産運用業界におけるアルファとベータの境界線の曖昧化という潮流を生み出し、中長期的には既存のアクティブ運用の在り方が問われるであろう。今後、投資家は、多様化するETF業界において、どのような商品開発が実現するのか、更に、そのイノベーションが資産運用業界全体にどのような影響が波及する可能性があるのか注視する必要があるだろう。

¹⁶ “American Funds to get approval to offer ETFs,” *InvestmentNews*, February 4th, 2015.