



**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

**山本 武**

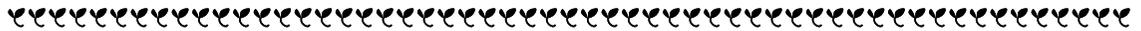
—連載（第52回）—

## 米国におけるシェアクラス型ETFの拡大可能性

### ■ 1. はじめに

昨今、米国市場においてETFへの資金流入が著しいペースで進んでいる。機動性の高さ、保有コストの低さ、透明性の高さといったETF元来の特徴に加え、米国ではETFはミューチュアル・ファンド（非上場のオープンエンド型投資信託）と比べて税効率が高く、これが主たる要因となってミューチュアル・ファンドからETFへの資産の移転が続いている。そんな中で、米国ETF市場の次なる成長のドライバーとして、シェアクラス型投資信託のETF版である“シェアクラス型ETF”に注目が集まっている。シェアクラス型投資信託とは、1つの投資信託（ミューチュアル・ファンド）を投資家の属性やニーズに合わせてカスタマイズし枝分かれさせた投資信託であり、運用を効率化させながら顧客の細かいニーズに合わせた商品を提供することができる仕組みである。そして、複数あるシェア

クラスのうち、ETFとして組成されたシェアクラス型投資信託をシェアクラス型ETFと呼ぶ。シェアクラス型ETFについては、これまで特許による保護等もあり、大手ETFプロバイダーの1社であるThe Vanguard Group（以下、バンガード）のみが利用してきたスキームだったが、2023年5月に同社が有してきた特許が切れたことで、今後は他のETFプロバイダーにおいてもシェアクラス型ETFの組成が可能になるのではないかとの期待が高まっている。既に、米国証券取引委員会（SEC）へ対し、シェアクラス型ETFの新規組成について申請を行ったETFプロバイダーも多いが、本稿を執筆した2024年8月時点ではSECから当該ETFの発行の承認が下りていないステータスである。本稿では、シェアクラス型ETFの概要や利点、事実上の解禁に向けた対応状況を解説し、シェアクラス型ETFの拡大が米国ETF市場にどのような変化をもたらすかについて考察する。



## ■ 2. シェアクラス型ETFの概要と特徴

### (1) シェアクラス型投資信託とは

シェアクラス型投資信託とは、1つの投資信託を、保有対象となる投資家の属性やニーズ等を考慮してカスタマイズした投資信託である。同じ1つの投資信託から枝分かれしたものであるため、各シェアクラスは、同一の投資内容・投資目的で運営され、リスクレベルも当然同一であるものの、運用上のテクニカルな方針、例えば利用する通貨や為替ヘッジポリシー、配当頻度等が異なる<sup>(注1)</sup>。また、最低投資金額によって異なる手数料水準を設定することもシェアクラス型投資信託では一般的である。すなわち、同じ投資内容の商品でありながらも顧客のニーズを踏まえて細かい部分で異なる運用管理を行う、提供されるサービスに差がある、というのがシェアクラス型投資信託の特徴であり、投資家の立場からすれば、自身の投資スタイルやニーズに合った投資信託を選定できるというメリットがある。

シェアクラス型投資信託は、欧米において広く浸透しており、欧州では、域内の国同士が地理的に近接していながらも、(EU加盟国を除くと)利用通貨が異なるという背景から、通貨別のシェアクラス投資信託が予てより利用されてきた。欧州系の投資信託プロバイダーのWebサイトで投資信託を検索してみる

と、同じ指数に連動する投資信託でありながらも、イギリス・ポンド建て、ユーロ建て、スイス・フラン建て等のETFがそれぞれ提供されていたりする。他方で米国においては、欧州のように通貨を分けるニーズがあまりないため、どちらかと言えば投資家層の属性に応じて、最低投資金額や手数料をカスタマイズするタイプのシェアクラス型投資信託が浸透している。

### (2) シェアクラス型ETFの誕生と変遷

シェアクラス型投資信託は主にミューチュアル・ファンドにおいて利用されるものであるが、唯一、バンガード社だけが展開する“ETFクラス”のシェアクラス型投資信託が存在する。例えば、S&P500連動型のインデックスファンドにおいては、「VOO」のティッカーで日本でも有名なETFである「Vanguard S&P 500 ETF」がシェアクラスの1つとして展開されている。

多くのETFは、1940年投資会社法に基づき、規則6c-11における適用除外商品として組成できるものだが、シェアクラス型ETFの場合は適用除外商品として広く認められたものではないため、新規組成を希望する者は個別のケースごとにSECへの発行申請を行い、SECが事実上の発行の可否を判断することとなる。また、シェアクラス型投資信託の要件については、同法の規則18f-3で規定されているが、ETFクラスについては基本的に想定されていない。こうした背景から、シ



(図表 1) バンガードのシェアクラス型投資信託ラインナップ (S&P500連動型インデックスファンド)

ティッカー	シェアクラスの名称	最低投資金額	経費率
VFINX	インベスターシェア	N/A	0.14%
VFIAX	アドミラルシェア	\$3,000	0.04%
VINIX	機関投資家シェア	\$ 5 mil.	0.035%
VIII	機関投資家プラスシェア	\$100mil.	0.02%
VFFSX	機関投資家セレクトシェア	\$ 5 bil.	0.01%
VOO	ETFシェア	N/A	0.03%

(バンガードのWebサイトより作成)

シェアクラス型ETFは組成が困難なものと考えられていたが、バンガードが2000年にSECから免除措置を受け、インデックス連動型投資信託のシェアクラスの1つとしてETFを組成することについて承認された。特筆すべき点は、バンガードがシェアクラス型ETFを運用するために考案した独自のスキームについて特許を取得していたことであり、これにより、他社がバンガードの手法を真似ることでSECに対して免除申請を提出することができなくなったことである。以降、別の管理手法でシェアクラス型ETFの発行を許可された他のプロバイダーはおらず、事実上シェアクラス型ETFはバンガードが独占するスキームとなった<sup>(注2)</sup>。しかし、当該特許が2023年5月に失効したため、バンガードの手法に似せた形で他社プロバイダーによるシェアクラス型ETFの新規組成を目論む動きが活性化し、今日に至る。

### (3) シェアクラス型ETFの利点

ETFを単独の商品としてではなく、シェアクラス型商品として組成することについて

は、どのような利点があるのだろうか。主に発行体側のメリットに焦点を当てると、最大の利点は、運用の効率化を通じて、ファンド立ち上げ時から競争力のある手数料設定がしやすくなる点だと考える。通常の独立したETFを新たに立ち上げる場合、当然ながら専門のファンドマネージャーやアドミニストレーション担当者を新たに立てる必要がある一方で、巨大なファンドのシェアクラスの1つとしてETFを組成する場合、既存の運用体制に相乗りして管理運営コストを抑えることが可能になる。同じファンド下の他のシェアクラス型商品とファンド運営に係る費用を分担して負担することもできるため、通常のETFよりもコストが削減できることは明らかである。そして、コストを削減した分、ファンドの経費率(信託報酬率)を低く設定することが可能になるため、発行体としては、コスト競争が厳しいETFにおいて、他社よりも有利な競争力のある手数料設定ができるだろう。

加えて、販売面におけるマーケティング力の向上も大きな利点だと考えられる。通常、



ETFとミューチュアル・ファンドは異なる販売チャンネルを通じて提供される。しかし、シェアクラス型ETFの場合は、シェアクラス内の1つのラインナップとして、他のシェアクラス型投資信託とともに販売されるものと考えられるため、従来主にシェアクラス型のミューチュアル・ファンドへの投資を行ってきた、あるいは今後投資を検討しているような投資家にもリーチしやすいと考えられる。特に、ミューチュアル・ファンドビジネスに強い発行体にとっては、既存のミューチュアル・ファンドの顧客に対して、効率的に販促活動を展開することが可能になるはずだ。

### ■ 3. シェアクラス型ETFを巡る直近の動向

#### (1) シェアクラス型ETFの上場を狙う動き

前述した2023年のバンガードの特許切れを契機として、一部の発行体がシェアクラス型ETFの新規組成を目指してSECに対し発行申請を提出する動きが顕在化している。2023年2月8日、Perpetual US Services LLC（以下、パーペチュアル）は、シェアクラス型ETFを組成すべく発行申請（1940年投資会社法の適用除外申請）をSECへ提出した。パーペチュアルの申請を皮切りに、フィデリティやディメンショナル等、約10社が同様の申請を提出した状況である（注3）。しかし、2024年7月末時点において、SECはこれらの

ETFについて承認のリリースを出していない。SECは、シェアクラス型ETFの新規組成にかかり、整理すべき懸念事項があることを公表している（注4）。

#### (2) SECの検討状況

SECが明言している懸念点とは、ある発行体がミューチュアル・ファンドクラスとETFクラスを並列して取り扱う際に、両者の間に潜在的な利益相反が生じ、投資家に不利益をもたらす恐れがあることである。利益相反が生じうる要因として、手数料体系の格差、一方のシェアクラスを他方より優遇する投資戦略、議決権の違いなどが挙げられている（注5）。中でも、特に懸念すべき事項として、SECはBrokerage Cost Subsidization（仲介コストの補助）を挙げている。ミューチュアル・ファンドは通常、購入と解約の手続きを全て現金で行うため、現物設定・現物交換が前提となるETFよりも多くのブローカーコスト（仲介手数料）がかかる。SECが懸念しているのは、このようなブローカーコストの一部をETFクラスの受益者が不当に負担させられる可能性があることである。例えば、ミューチュアル・ファンドが購入される際、ファンド側では投資家が拠出した現金を使って投資対象資産への投資を行うために、ブローカーコストが発生する。このようなブローカーコストはETFでは発生しない費用だが、あるシェアクラス型投資信託においてブローカーコストが発生した場合、ファンド全体の

必要運営経費という取扱いになり、ファンド下にある全てのシェアクラスの投資家が平等に負担するのが通例である。したがって、ETFクラスの受益者は、本来ミューチュアル・ファンドクラスの受益者のみが負担すべきブローカーコストを負担させられることで、ミューチュアル・ファンドクラスの受益者を補助する構造になってしまう。

この他にも、クラス間において運用上発生する余剰キャッシュの取扱いや、保有ポートフォリオの開示頻度に差異があることによって生じる懸念事項等もあり、シェアクラス型ETFの組成を希望する発行体においては、これらの事項にどのようにして対処するかについての合理的な説明ができなければ、SECから発行の承認を得ることは難しいと考えられる。

## ■ 4. 今後の展望

冒頭でも述べたとおり、今日（2024年8月）時点では、シェアクラス型ETFの発行に関するSECからの承認が下りていない状況だが、今の状態が続くことは、SECが特定の規制の1社独占を許容し続けることだけでなく、過去に一度承認したスキームが他のファンドに適用されることを否定し続けることを意味する。監督対象の業者を公平に取り扱うSECのミッション等も踏まえると、SECがバンガード以外の発行体に対してシェアクラス型ETFの仕組みを開放しない状況がこのま

ま長く続くとは考えにくいとの見方をする市場関係者も多い。

シェアクラス型ETFの新規組成が承認され、事実上解禁となった場合に予想される影響として、ミューチュアル・ファンドからETFへの資産の移行が更に加速することは容易に想像できるが、新たな変化という意味では、ETFプロバイダーの多様化がより一層進むものと考ええる。

繰り返しになるが、近年米国ではミューチュアル・ファンドからETFへの資産の移転が続いており、この10年間で、ミューチュアル・ファンドから約3兆ドルの資金が流出し、逆にETFには約3兆ドルの資金が流入した（注6）。こうした資産移行のトレンドを踏まえると、特に、これまでミューチュアル・ファンドビジネスを主軸としてきたような発行体にとっては、既存のミューチュアル・ファンドの強みを活かしながらETFビジネスへ参入できるという意味で、シェアクラス型ETFの発行が魅力的な選択肢となるだろう。

実際に、現在シェアクラス型ETFの組成を申請中のプロバイダーの顔ぶれを見てみると、フィデリティを筆頭に、ETFビジネスよりもミューチュアル・ファンドビジネスに強みを持つプロバイダーが多い。シェアクラス型ETFは、効率的な運用を実現しながら競争力の高いETFを比較的容易に展開する手段として、大手のミューチュアル・ファンドプロバイダーのETFビジネスへの進出を加速させ、米国ETF市場の純資産総額の

きさ、そして商品ラインナップの幅広さを更に強固にするものと期待される。

(注1) シェアクラス型投資信託の概要については以下記事を参照

<https://www.trackinsight.com/en/education/what-are-etf-share-classes>

(注2) シェアクラス型ETFの今日までの変遷については以下のWealthmanagement.comの記事にて整理されている。

<https://www.wealthmanagement.com/etfs/vanguard-s-one-kind-fund-design-about-get-some-competition>

(注3) 発行体のシェアクラス型ETFの申請状況については以下記事を参照

<https://www.pionline.com/exchange-traded-funds/fund-firms-line-offer-etf-share-class>

(注4) 以下SECによるリリースのP.121~123において言及あり

<https://www.sec.gov/files/rules/final/2019/33-10695.pdf>

(注5) シェアクラス型ETFに対するSECの懸念事項は以下レポートを参照

[https://www.chapman.com/media/publication/15122\\_IL-0224-Coyle-Pershkow-Warren.pdf](https://www.chapman.com/media/publication/15122_IL-0224-Coyle-Pershkow-Warren.pdf)

(注6) 以下のFinancial Times記事を参照 <https://www.ft.com/content/c096e8b2-f2df-4181-bc22-a882cb87d6c4>

