

「アクティブ運用型ETFの上場制度の整備について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

当取引所では、アクティブ運用型ETFの上場制度の整備について、その要綱を2023年3月29日に公表し、同年4月28日までの間、広く意見の募集を行い、その結果、12件のコメントが寄せられました。

本件に関してお寄せいただいたコメントの概要及びそれに対する当取引所の考え方は以下のとおりです。

(*) 英文でご提出いただいたご意見については、当取引所において原文を和訳したうえで、その概要をご紹介します。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	1. 上場審査基準	
	(1) 投資信託約款の記載内容	
1	<ul style="list-style-type: none"> (h) に関する備考に、「同規則第17条の3（信用リスク集中回避のための投資制限の例外）の要件を満たしても、左記の要件を満たしたことはありません。」とありますが、17条の3第1項第3号に規定されている、いわゆる特化型運用は、アクティブETFにおいては認められないという理解でよろしいでしょうか。 	<ul style="list-style-type: none"> 「投資信託等の運用に関する規則」（一般社団法人投資信託協会）第17条の3第1項3号に規定されている、いわゆる「特化型運用」の投資信託は、「内国アクティブ運用型ETF」として上場することはできません。
	2. 情報の開示等	
	(1) 適時開示	
2	<ul style="list-style-type: none"> 「上場内国アクティブ運用型ETFの純資産総額の年間平均が10億円未満となった場合」について、適時開示実施の期限があればお示しください。 また、一度10億円未満となった後、残高が回復して上場廃止を免れた際の適時開示は規程上必須ではなく、あくまで各社判断に委ねられるという理解でよろしいでしょうか。 	<ul style="list-style-type: none"> 「純資産総額の年間平均」とは、前年4月1日から3月末日までの1年間における日々（休業日を除外します。）の純資産総額の単純平均をいいます（以下、この項において「年間平均純資産総額」といいます。）。 上場内国アクティブ運用型ETFの管理会社は、当該ETFが上場後5年を経過した銘柄である場合には、年間平均純資産総額を把握し次第、直ちに、当取引所に対し、同期間における当該ETFの日々の純資産総額を記載した書面を提出するとともに、年間平均純資産総額が10億円未満となっているときには、直ちに適時開示することが求められます。

		<ul style="list-style-type: none"> その際の適時開示に当たっては、次の事項について記載が求められます。 ✓ これより翌年3月末まで上場廃止にかかる猶予期間に入り、翌年2月最終営業日を目途に、前年4月1日から2月末日までの11か月間における日々（休業日を除外します。）の純資産総額の単純平均の経過開示を行うこと ✓ 翌年3月末日を基準日として上場廃止基準の適否にかかる審査が行われること また、「残高が回復して上場廃止を免れた」際においても、上記適時開示の経過開示として、適時開示が求められます。
	(2) 情報の開示	
3	<ul style="list-style-type: none"> 「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」について、「運用方針の概要、投資リスク、これらを踏まえた想定投資者属性又はポートフォリオ情報の提供方法に変更が生じたときは、変更後直ちに変更後の報告書を提出するもの」とありますが、「変更後直ちに」とは変更が”実施”された後直ちに、ということでしょうか。もしくは、変更が”決定”された後直ちに、ということでしょうか。 	<ul style="list-style-type: none"> 上場内国アクティブ運用型ETFに係る管理会社は、当該ETFの上場後、当該ETFの運用方針の概要、投資リスク、これらを踏まえた想定投資者属性又はポートフォリオ情報の提供方法に変更が生じたときは、変更後直ちに変更後の「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」を当取引所に提出する必要があります。 この「変更後直ちに」とは、「変更が実施された後直ちに」という意味です。 ただし、上記の変更にあわせて、投資信託約款の変更を行うことについての決定をした場合には、直ちに、投資信託約款の変更に係る適時開示を行う必要がありますので、ご注意ください。
4	<ul style="list-style-type: none"> 新規上場申請時における想定ポートフォリオ（組入上位銘柄）の開示について、先回りの買いが発生し結果的にETFの投資家にとって不利になるリスクや、設定時のポートフォリオとの差異が生じることについて投資家の誤認を招く恐れがあることなどから、記載は 	<ul style="list-style-type: none"> 上場承認日に公衆の縦覧に供される「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」における想定ポートフォリオ（組入上位銘柄）の記載は、同報告書の「7. 上記の他、取引所市場にお

	<p>不要、あるいは任意とした方が良いのではないのでしょうか。なお、記載する場合には、実際のポートフォリオとは異なる可能性を説明の上で実施する必要があるかと考えております。</p>	<p>ける投資判断に資する情報」欄での任意記載事項といたします。</p> <ul style="list-style-type: none"> • なお、上場審査における投資信託財産等の運用等の健全性に係る審査の中で、管理会社に対し、開示しないことを前提として、想定ポートフォリオの提出を求めています。
5	<ul style="list-style-type: none"> • 「投資信託財産等に投資信託等の受益証券等が含まれることが想定される場合においては、上記の「運用方針の概要」欄において、投資先投資信託等を特定し、」とありますが、補完的にETF（指標連動型／アクティブ運用型いずれも含む）を活用する場合等においては、事前に銘柄を特定できないケースも考えられることから、ある一定以上の比率で組み入れる場合のみ特定する形として頂けないでしょうか。 • また、投資対象の入替があるようなF o F型（当取引所注：ファンド・オブ・ファンズ型）アクティブETFは認められないということでしょうか。もしくは、入替があった場合には直ちに変更後の運用体制等に関する報告書を提出することで、F o F型アクティブETFの設定も可能になるということでしょうか。 	<ul style="list-style-type: none"> • 投資信託財産等に投資信託等の受益証券等が含まれることが想定される場合においては、「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「運用方針の概要」欄において、当該投資先投資信託等を特定の上、その運用方針の概要（主な投資対象や投資地域等を含みます。）や投資制限の内容を説明いただきます。 • ただし、投資信託財産等の一口あたりの純資産額の変動率を特定の指標の変動率に一致させるよう運用する投資信託等に係る受益証券等であって国内の金融商品取引所に上場しているものや、これに類する投資信託等の受益証券等であって外国金融商品取引所等に上場しているものなどについては、上記の特定及び説明は不要です。 • 上記の投資信託等の受益証券等に投資する限りにおいては、補完的に活用するなどの目的の如何に関わらず、また、投資先に入替があるとしても、上記の特定及び説明をすることなく運用に用いることが可能です。 • 他方で、上記以外の投資信託等の受益証券等にあっては、デリバティブの利用目的を明らかにする必要があることなどから、補完的に活用する場合であっても、上記の特定及び説明が必要となると考えます。 • 上記以外の投資信託等の受益証券等を入れ替えて運用するファンド・オブ・ファンズ型の内国アクティブ運用型ETFについては、投資先投資信託等を特定している「運

		<p>用方針の概要」に変更が生じたとき、変更後直ちに、変更後の「内国アクティブ運用型E T Fの商品特性及び管理会社の運用体制等に関する報告書」を提出する運用とすることであれば、設定は可能です。なお、組み入れられる可能性がある投資信託等をあらかじめ特定の上、上記の説明を記載しておくことも妨げてはおりません。</p>
6	<ul style="list-style-type: none"> 「信託報酬率が1.0% (税抜) (投資信託財産等に海外資産が含まれる場合には1.5% (税抜)) を上回る場合には、信託報酬率の決定理由を記載するものとします。」について、この1.0%や1.5%に、レンディングを行った場合の報酬やその他のファンドが負担する費用等は含まれますでしょうか。 	<ul style="list-style-type: none"> ここにいう「信託報酬率」は、E T Fの有価証券報告書等に記載される信託報酬の前提となる料率のことをいいます。 「レンディングを行った場合の報酬」や、その他の費用・手数料は含まれません。
	(3) 投資者への情報提供	
7	<ul style="list-style-type: none"> アクティブ運用型E T Fの「ポートフォリオ情報」の提供方法は、現行通り管理会社のウェブサイトや情報配信ベンダーへの開示委託を想定していると記載があります。アクティブ運用型E T Fは連動する指数が存在しないことから、投資対象資産が多様化することが見込まれます。その日時で開示されるファイル形式や銘柄識別コード形式が管理会社や情報ベンダーごとに異なる場合、ポートフォリオ情報の把握が複雑化していくことが懸念されます。上場株式の場合は特定が容易である一方で、債券の場合は銘柄の把握が複雑になることが想定されます。例えば、債券はI S I Nコードに統一するなど、東証側で「ポートフォリオ情報」の提供方法にかかるガイドライン作成を図っていただきたい。 	<ul style="list-style-type: none"> 内国アクティブ運用型E T Fの管理会社は、日々売買立会開始前までに確定したポートフォリオ情報を公衆による閲覧ができる方法により投資者に提供することが義務づけられますが、ポートフォリオ情報には、当該E T Fに関する情報のほか、組入資産に関する次の事項が含まれている必要があることといたしました。 <ul style="list-style-type: none"> a 名称又は銘柄コードその他の有価証券、デリバティブ取引若しくは商品投資等取引に係る権利又は通貨の内容を特定できる情報 b 前aにより特定された各組入資産の数量又は金額 c 前aにより特定された各組入資産の単価 仮に、管理会社や情報ベンダーから、内国アクティブ運用型E T Fの組入資産の内容を特定するに足りない情報しか配信されていないのであれば、当該E T Fの管理会社は開示義務を果たせていないということになりますが、組入資産の内容を特定するに足りる情報が配信されていることを前提に、識別コードを特定のものに統一すべきか否かは、当取引所市場に参加する多くの関係者の

		意見を踏まえながら、必要に応じて検討・対応して参ります。
8	<ul style="list-style-type: none"> 月次レポートに記載される項目は取引所が定めることになっているが、具体的にどのような項目が求められるのか示していただきたい。一般のアクティブ投信と同様、運用担当者コメント等の定性的な情報提供等が要件になると、運用会社側に負担が増え、その分、信託報酬を高くなる等、コスト面での投資家への影響も出かねないと考えている。 	<ul style="list-style-type: none"> 月次レポートの記載項目は、「内国アクティブ運用型ETF上場の手引き」において定めます。 その内容は、一般社団法人投資信託協会「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」第18条に準じたものとなりますが、さらに、次の記載を行うこととしています。 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 基準価額推移のグラフ、期間別騰落率について、ベンチマークを明記していないETFについても、株価指数等の参考指標と併記して表示することが望ましい。商品の性質上、そのどちらも併記することが望ましくない場合は、その具体的な理由を注記その他の方法により表示するものとする。 ✓ 当該ETFの運用成果等に関する運用責任者の自己評価や市場環境の見通し、これらを踏まえた今後の展望等、投資者の投資判断に当たり有益と判断される情報を記載することが望ましい。 ✓ 管理会社における、当該ETFの想定投資者に応じた、ETFの円滑な流通及び公正な価格形成に関する現在の認識、及び、それを踏まえた今後の取組みを簡潔に記載することが望ましい。 上記で「望ましい」とした事項は、投資者の投資判断や円滑な流通及び公正な価格形成に資する情報を充実する観点から望ましいと考えられる情報であり、各管理会社において、対応コストを踏まえつつ、積極的な記載が望まれます。
	3. 上場廃止基準等	
9	<ul style="list-style-type: none"> 「上場内国アクティブ運用型ETFの純資産総額の年間平均が、10億円未満となった場合において、1年以内に10億円以上となら 	<ul style="list-style-type: none"> 「純資産総額の年間平均」とは、前年4月1日から3月末日までの1年間における日々（休業日を除外します。）

	<p>ないとき」について、1年以内に時価変動によりわずかに10億円を超えるようなケースも想定されるため、例えば「1年以内に15億円以上とならないとき」など、ある程度のバッファを設けた方が良いのではないのでしょうか。</p>	<p>の純資産総額の単純平均をいいます（以下「年間平均純資産総額」といいます。）。</p> <ul style="list-style-type: none"> 年間平均純資産総額が10億円未満となるかどうかの審査は、3月末日を基準日として毎年度行います。すなわち、年間平均純資産総額が初めて10億円未満となった次の基準日における上場廃止に係る審査も年間平均純資産総額を用いて行います。 この上場廃止基準は、上場後5年以上のトラックレコードが作られた内国アクティブ運用型ETFについて、年間平均純資産総額が10億円以上であることを上場適格として求めるものであり、ご指摘のような「バッファ」を設けるのは不相当と考えます。 仮に、純資産総額が1年以内に〇億円以上とならないことを上場廃止基準として設けた場合、追加設定と解約によって1日限りでETFの純資産総額が増加したのみでも上場廃止を回避できてしまうため、かかる基準は不相当と考えます。このような追加設定と解約によって純資産総額が上下するというETFの性質を踏まえると、日々の純資産総額の単純平均を用いて上場適格を判断することが、公平性の観点からも合理的と考えております。
10	<ul style="list-style-type: none"> 「1年以内に10億円以上とならない」の主語は純資産総額でしょうか。もしくは純資産総額の年間平均でしょうか。現在の記載ぶりですとやや不明瞭なため、明記した方が良いのではないのでしょうか。 後者の場合、仮に年間平均が一度10億円を下回ったものの、翌年に残高が増加したケースを考えたときに、その増加したタイミングによって上場維持/廃止が左右されてしまうため、前者（純資産総額が1年以内に〇億円以上とならない）の方が良いのではないのでしょうか。 	
	4. その他	
11	<ul style="list-style-type: none"> 日本もアクティブETFを導入すべきである。 	<ul style="list-style-type: none"> 制度整備の趣旨を評価いただきまして、ありがとうございます。
12	<ul style="list-style-type: none"> ETF classification について、インデックス型とアクティブ型で、商品の特徴やリスク等が大きく異なることから、投資家が一般のインデックス型ETFとの違いが容易に理解しやすくするために、ファンド名称に「アクティブ型」等、を明記することを義務化することを提案する。また、アクティブ型ETFはインデックス型と比較して、流動性が劣後する可能性があること等からも、インデックス型ETFとのリスクの違いを、開示書類に記載することを求めています。 	<ul style="list-style-type: none"> 本上場制度の整備においては、ファンド名称に「アクティブ型」等を明記することを義務化することはいたしませんでした。 他方で、内国アクティブ運用型ETFについては、「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」に「投資リスク」を記載することが求められます。

	<p>どうか。ご参考までに、オーストラリア証券投資委員会は ETP naming conventions のガイダンスを出しております。リンクはこちら。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 当取引所においても、投資者が指標連動型ETFとは異なるETFであることを識別できるよう、ウェブサイトの銘柄掲載ページでの表示等を変更する予定です。 ・ ETFの流動性は、連動対象指標の有無だけでなく、対象資産の性質や流動性にも依存するところであり、アクティブ運用型ETFの流動性が一概に劣後するとは考えてはいませんが、当取引所としては、従来ETFが指標連動型の商品であったことを踏まえると、投資者の皆様には、以下の事項を理解して、内国アクティブ運用型ETFを取引していただきたいと考えており、ウェブサイトの「投資のリスク」のページ等で必要な周知を図る予定です。 ✓ アクティブ運用型ETFが、従来のETFとは異なり、連動対象となる指標が存在しない商品であること ✓ ファンドにおける積極運用の結果、基準価額がベンチマークや相場全体の変動からでは説明できない動きする場合があること ✓ 管理会社等により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一口当たり推定純資産額（インディカティブNAV）については、ETFの適正価格に常に一致するというわけではないこと
--	--------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

提出者：1、2、3、4、5、6、9、10＝野村アセットマネジメント株式会社、7＝大和証券株式会社、8、12＝ブラックロック・ジャパン株式会社、11＝個人

以上