



# 日本のETFの現状と課題

日興アセットマネジメント  
商品企画部 ETFセンター長

今井 幸英

## 1. はじめに

1990年、トロント市場、1993年、アメリカン証券取引所に株式のバスケット取引を効率的に行うトレーディングツールとして導入されたETF（含むETP）は（注1）、2011年10月末現在、全世界で4,152本、総資産1兆5,775億米ドルの市場規模（注2）となり、2008年のリーマンショック、2011年の欧州債務危機を経ても順調に成長してきている。海外の資産

### 〈目次〉

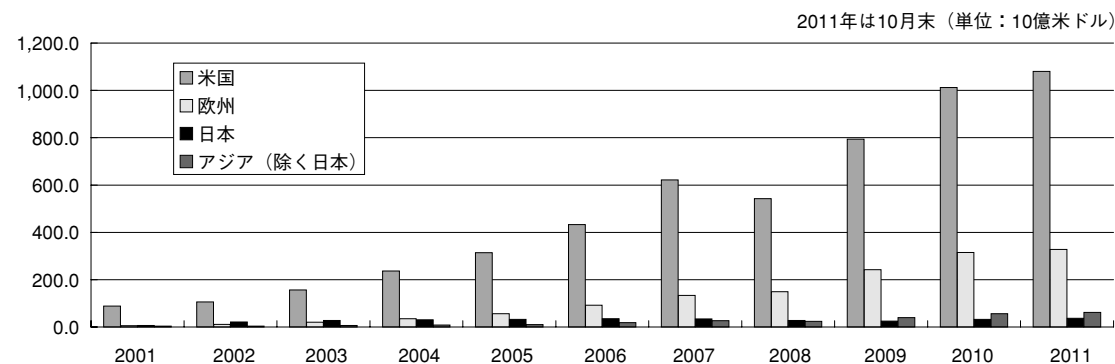
1. はじめに
2. 日本のETFの現状 = 海外市場と比較した普及度合い
3. ETF普及の阻害要因 = 流動性等に関する誤解
4. ETF普及の阻害要因 = 保有・管理上の認識
5. 終わりに

運用業界において、大手資産運用会社（PIMCO、Fidelity等）のETF市場の参入や昨今の市場環境の悪化にもかかわらず、継続的な資金流入（注3）が続いていることからETF脅威論（ETFがミューチュアルファンドに取って代わる）まで取沙汰される。

一方、日本のETF市場（内国籍ETF）は、2001年の本格的なETF導入（注4）以降、2007年6月22日に6兆3,060億円の純資産残高のピークを付けた後、2010年8月25日に2兆646億円のボトムを打ったものの、そのピークを超えられないままである。2007年12月の金融庁より公表された「金融・資本市場競争力強化プラン」による諸法令・規則の改正によりETFの商品組成面の規制緩和は進展（注5）して、上場ETF数は増加したが諸外国のETF市場の順調な成長とはかなり様子が違った状態にあるように見受けられる。

筆者はETFの商品開発・業務推進に携わるようになってから4年が経過したが、日本

(グラフ1) 世界主要ETF市場の純資産残高推移



(出所) BlackRockデータより作成

(表1) 世界主要ETF市場の純資産残高推移 (グラフ1データ)

2011年は10月末 (単位: 10億米ドル)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
米国	88.4	106.3	156.8	236.6	313.8	432.7	621.2	542.4	793.6	1,011.8	1,079.9
欧州	5.7	10.7	20.4	34.7	56.0	91.8	133.4	149.6	242.6	315.3	327.6
日本	6.6	21.0	27.6	30.3	31.8	34.6	34.2	27.7	24.9	32.6	36.4
アジア(除く日本)	3.7	3.8	6.6	8.6	10.5	18.1	27.1	24.3	39.3	56.1	61.5

(出所) BlackRockデータより作成

のETF市場発展の実感が乏しいことから、すでに市場は成熟して飽和しているのではないかとの疑念がよぎる。本稿では、まず日本のETF市場の世界市場における位置づけを確認、普及度合いを比較し、その理由・問題点を考察したい。

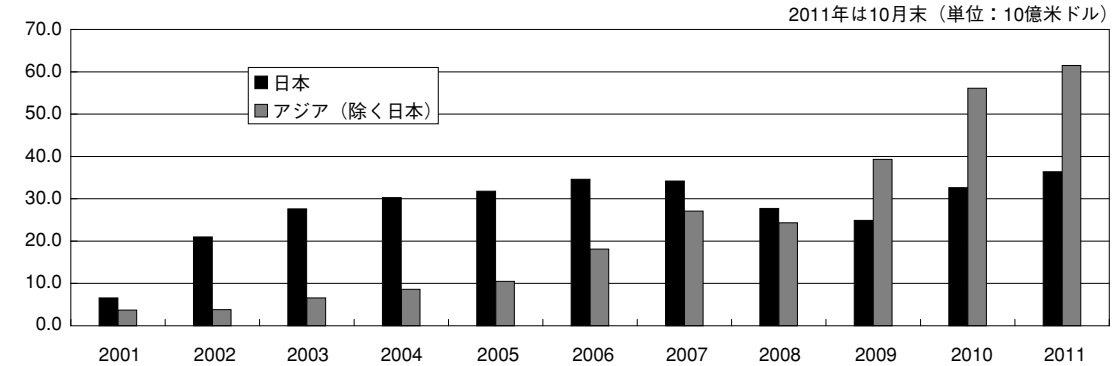
## 2. 日本のETFの現状 = 海外市場と比較した普及度合い

2011年12月末現在、東京・大阪・名古屋の各取引所に合計99本、純資産 2兆7,276億円のETF (内国籍ETF、重複上場を除く) が

上場している。海外市場との市場比較においては2008年のリーマンショック前は欧米同様に成長トレンドに入るように見られたが、リーマンショック後は足踏み状態に陥り、その後アジア市場 (除く日本) にも抜かれて置いていかれたような状態である。さらに、このような国際間の比較は米ドルベースで比較することから、昨今の円高もあり、2011年は増加しているように見える (グラフ2) が、円ベースでは横ばいという表現が適当である (グラフ3)。

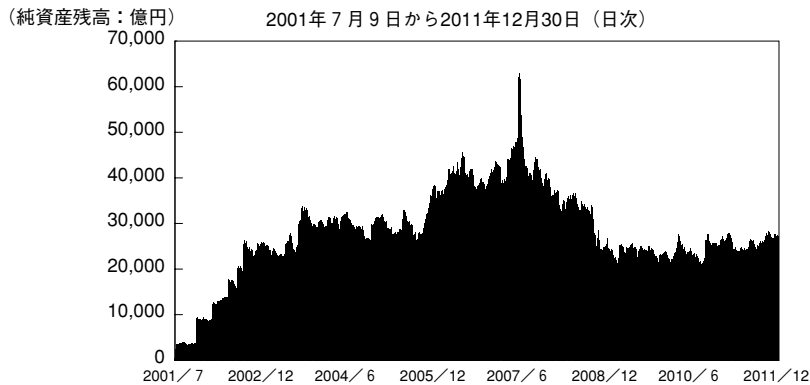
また、2010年12月から日銀が市場への流動性供給対策として購入したETFの2011年の

(グラフ2) 日本とアジアのETF市場の純資産残高推移



(出所) BlackRockデータより作成

(グラフ3) 内国籍ETFの純資産残高推移



(出所) 投信協会データより作成

(表2) 2011年日本のETF市場概況

(単位: 億円)

2010/12/30	ETF純資産総額	26,104
2011/12/30	ETF純資産総額	27,286
	増減	1,182
	資金流入	5,956
	(内日銀)	8,003
	(内その他)	-2,047
	市場要因	-4,775

(出所) 投信協会データ・日銀発表から作成

累計残高が12月末で8,003億円となっているが、この日銀の購入分を除いた資金流出入状況は▲2,047億円となっており、2011年も

ETFの利用が広がっているとは読みにくい。今度は市場間の比較とは別に、それぞれ各国における金融市場や家計の金融資産との対

(表3) 2010年12月 金融資本市場とETF市場の対比

	金融資本市場規模 (兆米ドル)	ETF純資産残高 (10億米ドル)	比率
米国	64.2	1,011.8	1.6%
欧州	83.6	315.3	0.4%
アジア (除く日本)	23.4	54.8	0.2%
日本	29.5	32.2	0.1%

(出所) IMF統計、BlackRock 「ETF Landscape Industry Highlights」 End October 2011データから作成

(表4) 2010年12月 投資信託市場とETF市場の対比

	投資信託市場規模 (10億米ドル)	ETF純資産残高 (10億米ドル)	比率
米国	11,820.7	1,011.8	8.6%
欧州	7,902.8	315.3	4.0%
アジア (除く日本)	2,281.8	54.8	2.4%
日本	785.5	32.2	4.1%
欧州 (除くLux)	5,390.0	315.3	5.8%

(出所) ICI統計、BlackRock 「ETF Landscape Industry Highlights」 End October 2011データから作成

比でETFの普及状況を確認してみたい。ETFは機関投資家から個人投資家まで幅広い投資家層に保有されていることから、金融資本市場（株式時価総額+債券市場残高+銀行資産）との比較を行ったのが上の（表3）である。尚、データ収集の制約から、現在、比較可能なのが2010年末であることにご留意いただきたい。この世界の主要金融市場における対比でも、日本市場におけるETFの普及が進んでいないことが確認できる。

次に、機関投資家から個人投資家まで投資ツールとして普及している投資信託市場との対比（表4）を行う。

この対比で見ると、投資信託そのものの普及が日本は低いという側面もあるが、欧州並

みにETFが普及しているように見られる。しかしながら、欧州の投資信託市場を見るときに注意しなければならないのは、ルクセンブルクやアイルランドのようにオフショアファンドの一大設定地が含まれていることである。特にルクセンブルク籍ファンドは日本に多く持ち込まれていることを勘案すると、欧州のETF市場の比率はもっと上にあることが推測されるし、日本のETF市場の比率はもっと下方に位置することが考えられる。日本市場におけるETFの普及が進んでいないことは変わりがないように思える。

さらにマクロ経済的な視点から比較してみる。様々な金融資産収益の最終的な受益者は資金の出し手であることから家計の金融資産

(表5) 家計の金融資産額とETF市場の対比

	家計の金融資産額	ETF純資産残高	比率
米国	47.7 兆米ドル	969 10億米ドル	2.0%
欧州	18.9 兆ユーロ	245 10億ユーロ	1.3%
日本	1,471 兆円	2.63 兆円	0.2%

※欧州は2011年6月、日米は2011年9月

(出所) 日銀「資金循環日米欧比較」2011年12月21日、投信協会統計、BlackRock「ETF Landscape Industry Highlights」  
H1 2011データから作成

額との比較ではどうか。こちらデータの場合、比較時点が2011年6月と9月となってしまいが、上の(表5)を参照いただきたい。

こちらの比較では、あきらかに日本市場におけるETFの普及が進んでいないことが確認できる(注6)。

### 3. ETF普及の阻害要因＝流動性等に関する誤解

では、何故日本市場におけるETFの普及が進まないのでしょうか。諸外国のETFの投資家・取引参加者等に、諸外国でETFが普及している理由を問うと、一番の理由として「流動性が高い」ということを挙げる人が多い。一方、日本の機関投資家がETFに投資しない理由にETFは「流動性が低い」ことを挙げるが多く見受けられる。これは何故なのであろうか。

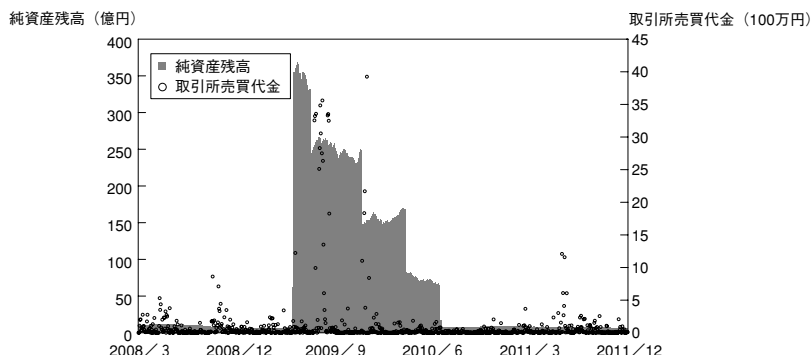
流動性を議論する場合、取引できる量と価格を考える必要があるが、まず、量を考察したい。

一般にはETF＝株式といったETFへの誤解があるように思われる。株式では第三者割

当増資でもしなければありえないが、ETFは純資産残高10億円のETFを350億円購入することも可能な「流動性の高い」金融商品なのである。この実例が(グラフ4)である。

グラフ上、面は当ETFの純資産残高であり、点は取引所売買代金である。設定・上場当初、10億円程度の純資産残高で、取引所の売買代金も4,000万円を超えないETFが、50億円、300億円の設定を受けて、100億円単位の解約を行っている。このような対応が可能となっている背景は、ETFの仕組みが順次追加設定・解約が行える追加型の投資信託(合同運用スキーム)となっていることによる。つまりETFが投資対象とする資産の流動性が高ければ、ETFの追加設定・解約が容易になる(流動性が高くなる)のである。これは非上場の投資信託と同じ性質である。さらに、ETFの場合、ETF自体を取引所で売買、店頭市場での相対の売買も可能になっている(注7)。このような特性を捉えて「流動性の拡張スキーム」であると表現される。また、通常取引所取引をする視点から、取引所の売買高といった流動性を「見える流動性」と表現し、店頭売買の流動性や設定・解約によ

(グラフ4) 上場インデックスファンドTOPIX100日本大型株 (1316)  
純資産残高と取引所売買代金



(出所) 日興アセットHP開示、Bloombergデータより作成

って生み出される流動性を「隠れた流動性」と表現することがある。以上のようにETFの流動性を理解する場合、ETFが投資する資産の流動性がどの程度なのか把握することが重要なのである。そして、指定参加者と呼ばれるETFの設定・解約ができる証券会社のなかでも、取引所にそのETFを上場させるときに円滑な売買を成立させる確約を行った2社以上の証券会社と、ETFの取引価格とETFが投資する資産価格・先物価格との間で裁定取引を積極的に行う「マーケットメーカー」と呼ばれる外国人が、取引所でのETFの売買成立を助ける役割を果たしている。これらを総称して「ETFエコシステム」と呼ばれることがある。

欧米では、リーマンショック後の流動性が低い、価格発見が難しい金融商品への投資の反省と相まって、このようなETFの特性が高く評価され、一段と普及が進んだのである。一方、日本の機関投資家（主に金融機関）は、

リーマンショック後、様々な市場悪化要因も重なったことからリスク回避姿勢が一層強くなり、ETFをはじめとする価格変動型（市場性）金融商品への調査・研究が滞っている。そのため上述のようなETFの基本特性の理解も進まないように見受けられる。また、価格変動型（市場性）金融商品の情報伝達の重要な役割を担う証券会社も十分に機能していない（注8）。金融機関の機能にある情報・リスクの仲介・配分・負担機能が低下している典型的な事例であると思う。そのため日本の株式市場は、売買が細り、主体別売買動向では外国人に席卷され、また、諸外国市場に比較して割安に放置されている。日本は巨大な家計の金融資産を貯めながらもリスクマネーの供給が滞る結果になっているのである。

そのようななか2010年12月から開始された日銀のETF購入について、開始後、継続的な市場下落のため評価損が発生していることが批判の対象になっているが、前述の金融機

(表6) 日銀ETF買付額と当日の市場内取引額と市場外取引額

(単位:億円)

	日銀買付額	市場内取引	市場外取引
2010/12/15	142	87	155
2010/12/30	142	147	154
2011/1/21	146	181	171
2011/1/28	146	121	46
2011/1/31	146	110	57
2011/2/22	141	186	299
2011/3/2	159	198	129
2011/3/7	159	153	133
2011/3/10	159	184	86
2011/3/14	159	539	348
2011/3/15	159	526	447
2011/3/17	192	396	252
2011/3/29	192	157	109
2011/4/5	184	154	65
2011/4/12	184	147	94
2011/4/19	184	130	139
2011/5/6	194	72	113
2011/5/23	194	147	139
2011/6/2	201	163	101
2011/7/12	221	96	85
2011/8/2	241	99	286
2011/8/3	241	182	301

	日銀買付額	市場内取引	市場外取引
2011/8/5	241	307	344
2011/8/8	241	244	220
2011/8/9	256	413	329
2011/8/11	256	295	261
2011/8/19	256	179	181
2011/9/2	223	76	202
2011/9/5	223	74	120
2011/9/6	223	102	171
2011/9/12	223	131	119
2011/9/20	223	91	128
2011/9/22	223	161	80
2011/9/26	223	320	184
2011/10/3	223	141	113
2011/10/4	173	106	149
2011/10/5	173	245	156
2011/10/18	173	105	100
2011/11/2	164	292	187
2011/11/10	164	192	180
2011/11/18	164	107	163
2011/12/13	178	138	192
2011/12/15	178	102	137

※市場内取引、市場外取引は、日銀の買付対象の国内籍TOPIXおよび日経225ETFの取引金額の合計(出所)日銀発表及びBloombergデータを基に作成

関・証券会社の機能不全を補っている側面を見れば、大いに評価されるものであると思う。

ところで、何故、日銀は市場流動性供給のための購入対象を、株式バスケット( TOPIXバスケット、日経225バスケット)ではなく、ETFにしたのであろうか。日銀の買取りスキームは信託銀行の金銭信託を受け皿にしていることから、その信託契約の内容にもよるが、保有株式の配当処理(受取り・納税・再投資)や議決権行使がTOPIXバスケットでは1,700銘柄にもおよぶことから、その業務・リスク管理のコスト・手間を考えるとETFはその手間を大幅に低減させることが可能であるし、また、前述のETFが流動性の拡張スキームである点もあったのではないかと推測している。上の(表6)をご覧ください。日銀は市場内外<sup>(注9)</sup>の取引合計額を超える買付を実

施している日もある。これは、通常では相当なインパクトが出る金額であるが、難なく取引が行われているのは、設定を通じた隠れた流動性を活用しているからである。

このETFの隠れた流動性があることにより、株式・株式バスケットでも行われる取引手法に加えて、ETF特有の取引方法として①NAV取引、②i-NAV(インディカティブNAV)取引が可能となっている。①のNAV取引とは、ETFの売買をその基準価額を基に値決めを行う取引である。非上場の投資信託の買付(解約)は、その追加設定(一部解約)に使われる基準価額(NAV: Net Asset Value、純資産価格)を基に行われるが、ETFの設定・解約もこの基準価額で行われる。指定参加者(ETF販売証券会社)が基準価額に何がしの手数料を要求することになるが、ETFの純資産価格を基

に売買することから、需給要因による値段の乖離が避けられることや、一般に設定・解約を通じた流動性を提供し易い取引になる。②のi-NAV（インディカティブNAV）取引は、日本では取引所が15秒毎に配信しているi-NAV（インディカティブNAV：推定純資産価格）<sup>(注10)</sup>を基にETF売買の値決めを行う取引である。i-NAV（インディカティブNAV：推定純資産価格）とは、ETFが保有している資産を、その現在の時価で洗い替えたもので、その時点のETFの理論的な純資産価格であり、その時点のETFの理論取引価格になる。この取引は前述の①NAV取引に比して、機動的な取引が可能となることがメリットである。さらに、現物バスケットの取引でも多く使われる先物価格を基としたETF売買の値決めを行う取引もよく行われる。ここで留意が必要なのは、設定・解約を通じた流動性を使うのに①のNAV取引に限定されないことであり、リアルタイムの約定でも設定・解約を通じた流動性を活用することは可能である。但し、取引の相手方の証券会社にETFの在庫、また、ETF設定用のバスケットが無い場合、T+3の通常の受渡しができないことがあり、T+4以上といった受渡しスケジュールを要求されることがある。これは、値決めをした後、証券会社（指定参加者：ETF販売会社）がETF設定用のバスケットを準備（T+3）してからETFを設定（バスケット準備完了+2）し、ETFの受益権設定を確認した後、買い方にETFを渡すといった手順をとった場合

である。ETF設定用のバスケットが借りられる場合は短縮<sup>(注11)</sup>されることもある。

次に流動性のもう1つのポイントである価格について考察したい。

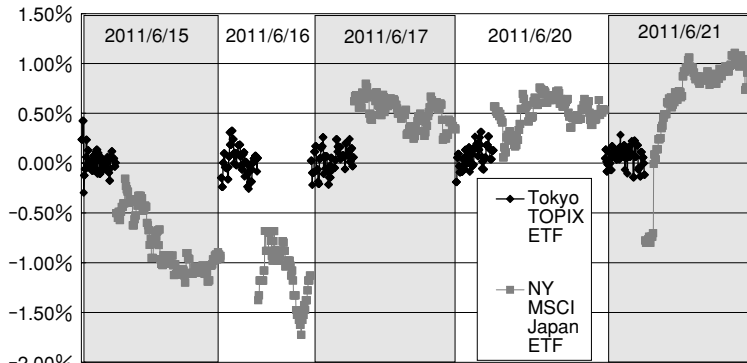
その導入として「見える流動性（取引所の売買高）」について、注意を要することを指摘したい。通常、同種のETF（同じ資産に投資するETF）であれば、取引所取引が活発なほうが好ましいというのは、正しい選択かもしれない。しかしながら取引される時間をよく考える必要がある。

NYSEに日本株のインデックス（MSCI Japan）に連動を目指すETFが上場している。2011年の1日当たり取引所平均売買金額が250億円を超え、純資産残高4,500億円を超える売買の活発なETFである。一方、東京証券取引所に上場している日興アセットのTOPIX<sup>(注12)</sup>ETF（1308）は純資産残高2,600億円超、2011年の1日当たり取引所平均売買金額は3億円弱で、売買金額にあっては80倍以上の差がある。この場合、特に日本の投資家（アジア時間に活動している投資家）はNYSEの日本株ETFに投資すべきであろうか。次の（グラフ5）をご覧ください。

このグラフは、前出のi-NAVと取引所での取引価格の差を見たものである（比較的マーケットが落ち着いていた任意の1週間を見たもの）。一目でお分かりいただけるように、東京上場のETFはi-NAV近辺で取引が成立しているが、米国上場のETFはi-NAVから離れたところで取引が成立している。これは



(グラフ5) NYSE上場と東京証券取引所上場の日本株ETFの取引価格とi-NAVとの乖離



(出所) Bloombergデータより作成

東京市場と米国市場の取引時間の差（時差）に起因するものである。i-NAVの算出根拠となっているETFの保有株の取引所取引は東京時間で取引され、米国市場の取引時間では取引時間外で価格が止まっているのである。米国上場のETFは米ドル建てであるので、円ドル為替の評価洗い替えてi-NAVは動いているが、株価は止まっており、評価価格としては陳腐化している。よって米国時間での取引では、取引が動いているシカゴ市場の日本株先物や、相関性のある米国株の動きを参考にしつつ取引が行われている。しかしながら、基本的には価格形成は需給によることとなり、i-NAVを基にした取引は難しい。この関係はS&P500のETFを東京時間で取引する場合も同様である。ETFの取引時間とETFの投資対象の取引時間が一致している場合にi-NAVを活用した値決めが有効なのである。また、この場合、ETF投資対象資産の売買が可能な時間帯なので、設定・解約

を通じた流動性の提供も行い易い。以上は、「見える流動性（取引所の売買高）」が多いことで取引価格がこなれているということに繋がらないことに注意を要する事例である。

#### ■ 4. ETF普及の阻害要因＝保有・管理上の認識

日本市場におけるETFの普及が進まないもう1つの大きな要因は、日本の重要な機関投資家である銀行の経理上の扱いが十分に認識されていない、あるいは明確にされていないことにあるとも考えられる。

事実、ETFより非上場の投資信託（特に私募投資信託（市場規模は28兆円を超える））が選好される傾向が見られる。その理由は、銀行協会通達「勘定科目内訳表」において、「投資信託の期中収益分配金等（解約、償還時の差益を含む）」については「有価証券利息配当金」の科目に含めるとあるからである。

ポイントは解約、償還時の差益が「有価証券利息配当金」として処理できるところであり、投資信託を活用しないとキャピタルゲインとして処理しなければならない収益がインカムゲインとして処理することができることにある。「有価証券利息配当金」などのインカムゲイン系の収益を好む銀行は非上場の投資信託を選好するのである。但し、買い付けた非上場の投資信託の基準価格が下落した場合、分配金は特別分配金という投資元本の払戻しとされ、「有価証券利息配当金」として認識ができなくなる。一方、ETFには特別分配金概念は無く、ETFからの分配金については、あくまでも「有価証券利息配当金」として認識される。しかしながら、現物設定・償還型ETF（現金設定・現物償還型ETF）<sup>(注13)</sup> においては、解約・売買どちらの方法を使っても投資元本を回収した場合に発生した損益項目については、その他経常収益中の「株式等売却損益」として処理される。但し、現物設定・償還型ETFのなかでもJ-REITに投資するETFや金銭設定・償還型のETFに関しては、明文規定が無く、商品特性や現物設定・償還型ETF（現金設定・現物償還型ETF）、非上場投資信託の扱いの趣旨に基づく検討を行うこと（個々の銀行の会計士との相談事項）になる。個別J-REITの売買損益は、その他業務収益中の「国債等債券売却損益」で処理されるが、J-REITに投資するETFはJ-REITバスケットを単純に保有している商品性に鑑み同様の処理が可能とされる。金銭設

定・償還型のETFの市場内外での売却については、その投資対象の有価証券の性質に応じて、「株式等売却損益」または「国債等債券売却損益」で処理を行い、解約・償還については、非上場の投資信託同様に金銭が戻ってくることに着目して「有価証券利息配当金」で処理することができるが、現物設定・償還型ETFと同様に上場投資信託であることを重視してその投資対象の有価証券の性質に応じて、「株式等売却損益」または「国債等債券売却損益」と処理をすることも考えられる。

以上を整理すると次の（表7）のようになる。

以上のように、分配金は「有価証券利息配当金」に、金銭設定・償還型のETFの解約・償還益も同じく「有価証券利息配当金」にできるなど、インカムゲイン系の収益を好む銀行にもETFの活用余地は大きいと思われる。この状況を確認できるような通達文書が出るだけでもETF普及の強い支援になるのではないかと思っている。

## ■ 5. 終わりに

ETFの普及に熱心な東京証券取引所の方々のご好意もあって、昨今、様々な投資家からETFの普及の妨げとなっているであろうことをお聞きする機会に恵まれた。ETFの名前は知られているが、その内容についてはあまり知られていないというのが実感である。その中心がETFの流動性および経理処理の理

(表7) 銀行の経理上の扱いまとめ

	非上場の投資信託	現物設定・償還型ETF 金銭設定・現物償還型ETF	金銭設定・償還型のETF
分配金	「有価証券利息配当金」但し、特別分配になる可能性あり	常に「有価証券利息配当金」	
売買損益	(注7) 参照	「株式等売却損益」 投資対象によっては、 「国債等債券売却損益」	「株式等売却損益」 投資対象によっては、 「国債等債券売却損益」
解約・償還損益	益は「有価証券利息配当金」、 損は「国債等債券売却損」	「株式等売却損益」 投資対象によっては、 「国債等債券売却損益」	益は「有価証券利息配当金」、 損は「国債等債券売却損」 または 投資対象の有価証券の性質に 応じて、「株式等売却損益」か 「国債等債券売却損益」

(出所) 信頼できると判断した情報に基づき作成、個別の税務に関しては税理士等に要確認

解である。欧米の市場に比して認知が進んでいない日本のETF市場において、逆に認知が進めば日本のETF市場も発展する余地が大きいとの認識を強く持っている。ETF市場が活発になれば設定・解約プロセスや裁定取引を通じて現物株市場が活気付き、さらに米国市場のようにETFをベースに派生商品の売買も行われ、市場の高度化・活発化に役立つものである。もちろん投資家にとっても①高い流動性、②透明性、③比較的低コストであるというメリットがある。ETF市場の発展を通じて、日本市場の活性化に貢献したいと思い、活動を継続してゆく所存である。

尚、本稿での意見にわたる部分は、筆者の個人的な見解であって、また、法令や歴史等の理解が不十分なことによる内容の間違いなどについては、日興アセットマネジメントではなく、筆者に帰属するものである。

(注1) Laurent Deville 「Exchange Traded Funds : History, Trading and Research」 June 2006

(注2) BlackRock 「ETF Landscape Industry Highlights」 End October 2011

(注3) 同上、2011年5月10億米ドル、6月140億米ドル、7月230億米ドル、8月20億米ドル、9月50億米ドル、10月270億米ドル。

(注4) 1995年の日経300上場投信を日本初のETFとする場合もある。また、2001年4月6日の経済対策閣僚会議の金融経済対策の書面には、銀行等保有株式取得機構（当時、仮称の銀行保有株式取得機構）が買い取った株式の処分は上場投信（ETF）、投資信託、確定拠出年金を活用することが記述されている。その同じ書面に市場活性化に貢献することが期待されるETFの整備を進めるとある。1995年は市場の振興、2001年は銀行救済の出口戦略として制度が整備されている。

(注5) 舞田浩二「日本のETF市場の発展、これからの課題と展望」証券アナリストジャーナル2010. 11に詳しい解説がある。

(注6) 各国ETF市場には海外からの投資資金が流

入している。分析では、これらの数字を投資家の所在国に戻して再計算するのがそれぞれの地域のETFの普及度を見るうえでは理想であるが、統計データが無いため調整はしていない。日本の投資家の米国籍ETF等海外籍ETFの活用も多いと見られ、その数字を勘案すると、もう少し普及度合いは高いかもしれない。逆に世界中の投資家からの資金を集める米国の普及度合いは少し低くなることが予想される。

(注7) 非上場の投資信託は設定（追加設定）時の価格が解約時の課税を計算する基準の価格になり、売買を行っても、この価格が引き継がれる。そのため課税関係が不公平になることがあり、一部の例外（買取）を除いて、売買は行われない。

(注8) 大量推奨販売の禁止、適合性原則等、確かに一面では正しい規制も複層的になっており、証券会社の本来機能発揮が難しい環境となっているようであるが、市場解説や株式のセールスができなくなっている証券担当者が多くなっているという関係者のコメントには危機を感じる。

(注9) データの都合上、市場外取引の数字は速報値で、修正を反映した確報値ではないことに留意は必要。

(注10) 現状は日本株、J-REITの一部のETFに算出・配信が限定されている。

(注11) ETFの設定・解約不可日がはさまれた場合、決済期日が延びる。この不可日の説明は前出の、舞田浩二「日本のETF市場の発展、これからの課題と展望」証券アナリストジャーナル2010. 11に詳しい。

(注12) 連動を目指すインデックスがMSCI JapanとTOPIXとの違いはあるが、指数の、2011年の日次価格変動特性の相関は0.9985と限りなく1に近い。

(注13) 日本の投資信託法上のETFの組成形態は3つある。日経300上場投信のような現金設定・現物償還型ETF（投信法施行令12条1項）、日経225やTOPIX ETFのような現物設定・現物償還型ETF

（投信法施行令12条2項）、国内株式やJ-REIT以外のETFの組成に使われる金銭設定・償還型ETF（投信法）がある。

