

J-REIT市場における 小口化の進展と流動性向上



東京証券取引所 マーケット営業部 調査役 **山中 孝太郎**
同 上場推進部 調査役 **柴田 崇史**

1. はじめに

2001年にスタートした東京証券取引所（以下、「東証」）のJ-REIT市場は、上場銘柄数の増加や運用資産の多様化を進めながら時価総額10兆円を越す規模に成長し、売買代金の増加等、流動性も向上してきた（図表1）。東証においても、日本取引所グループの中期経営計画における重点戦略「J-REIT市場の拡大」を受け、世界第3位のREIT市場確立を目指し、J-REIT商品の多様化と投資促進に取り組んでいる。

〈目次〉

1. はじめに
2. 小口化の進展
3. 小口化による効果
4. おわりに

その中で、J-REITの投資口価格（株式会社の株価に相当）^{（注1）}は一般の上場会社の株式と比較をすると高い水準にあったが、2012年12月以降、1口当たり10万円程度の水準での新規公開（以下、「IPO」）や投資口分割など、投資単位の小口化が進んでいる。本稿では、J-REIT市場における小口化の状況を整理するとともに、その効果についていくつかの点から考察したい。

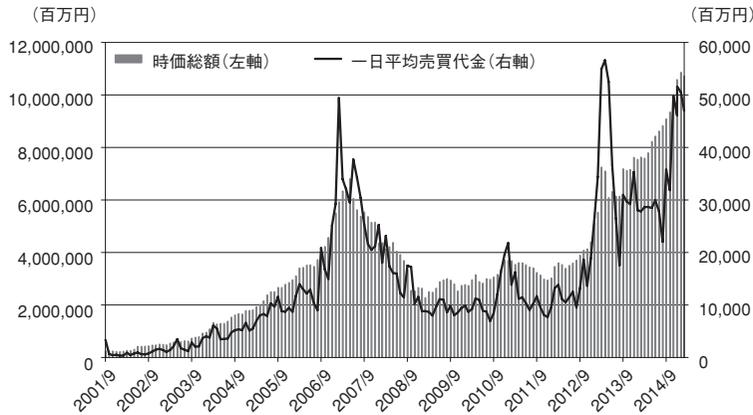
なお、本稿における意見部分は筆者らの個人的見解であり、筆者らの所属組織とは無関係である。

2. 小口化の進展

（1）IPO市場における投資単位の小口化

2012年12月21日に上場したGLP投資法人（以下、「GLP」）の発行価格は60,500円であり、J-REIT市場開設来最小の価格でのIPOであっ

(図表1) J-REIT市場の時価総額と一日平均売買代金



(出所) 東証、Bloombergデータより東証作成

た。GLP以前の公開価格^(注2)の水準は50万円程度であったため、先進的な取組みであった。

図表2は、J-REIT市場開設来2015年3月までに実施されたIPOの一覧であるが、GLPより前の公開価格と比較するとGLP以後の公開価格は大きく低下していることがわかる。

なお、東証は、2014年4月に上場審査基準の形式要件を見直した^(注3)他、小口でのIPOを推奨しており、J-REITの主幹事取引参加者各社においてはその意向を踏まえた上で公開指導をいただいている。その効果もあり足元では10万円の水準など小口でのIPOが続いているが、今後もこの傾向が続くことを期待したい。

(2) 投資口分割による投資単位の小口化

J-REITの投資口分割は、2012年12月、大和ハウス・レジデンシャル投資法人によって

初めて公表された^(注4)。それ以降、2015年3月までに投資口分割が20件実施されている(図表3)。

2014年に16件(効力発生日ベース)の投資口分割が実施され、投資単位の小口化の動きが加速している。特に、同年1月より導入された少額投資非課税制度(NISA)の年間非課税投資枠100万円が意識され^(注5)、前半に相次いで実施された。中長期の投資資金を呼び込むというNISA導入の目的を踏まえれば、個人投資家にとっては年間非課税枠を活用して、長く保有できる資産に分散投資することが望ましいと考えられる。その点では、投資口価格が年間非課税枠100万円を超過する銘柄だけでなく、枠内に収まる銘柄においても投資口分割が実施されている。

なお、東証は2013年12月3日、株式投資単位の望ましい水準(5万円以上50万円未満)^(注6)に倣った投資単位への移行及びその維

(図表2) J-REITにおけるIPOの一覧

上場日	銘柄コード	銘柄名	公開価格	初値(始値)	高値	安値	終値	売買高	売買代金
2001/9/10	8951	日本ビルファンド	625,000	625,000	636,000	603,000	616,000	19,757	12,384,780,000
2001/9/10	8952	ジャパンリアルエステイト	525,000	535,000	550,000	525,000	545,000	19,456	10,508,490,000
2002/3/12	8953	日本リテールファンド	470,000	450,000	452,000	440,000	449,000	2,346	1,051,991,000
2002/6/12	8954	オリックス不動産	520,000	500,000	503,000	496,000	500,000	3,997	1,998,291,000
2002/6/14	8955	日本プライムリアルティ	200,000	201,000	202,000	199,000	200,000	6,794	1,361,137,000
2002/9/10	8956	プレミア	480,000	480,000	483,000	480,000	483,000	1,143	549,266,900
2003/9/10	8957	東急リアル・エステート	530,000	530,000	531,000	508,000	522,000	6,773	3,531,040,000
2003/9/25	8958	グローバル・ワン不動産	510,000	495,000	505,000	494,000	501,000	1,558	778,002,300
2003/12/4	8959	野村不動産オフィスファンド	500,000	505,000	515,000	505,000	510,000	11,458	5,843,364,000
2003/12/22	8960	ユナイテッド・アーバン	480,000	484,000	488,000	481,000	483,000	8,854	4,294,634,000
2004/2/13	8961	森トラス総合リート	730,000	753,000	757,000	750,000	753,000	9,477	7,129,700,000
2004/3/2	8962	日本レジデンシャル	500,000	509,000	516,000	509,000	516,000	7,136	3,653,002,000
2004/5/17	8963	東京グローブリート	395,000	400,000	401,000	394,000	395,000	1,183	470,668,300
2004/8/9	8964	フロンティア不動産	550,000	598,000	599,000	586,000	588,000	18,072	10,701,540,000
2004/12/15	8965	ニューシティ・レジデンス	550,000	570,000	572,000	561,000	561,000	16,482	9,382,572,000
2005/3/8	8966	クレッシェンド	500,000	530,000	544,000	530,000	541,000	7,338	3,939,693,000
2005/5/9	8967	日本レジステクスファンド	550,000	650,000	678,000	650,000	674,000	20,529	13,595,440,000
2005/6/21	8968	福岡リート	880,000	900,000	910,000	886,000	890,000	13,978	12,558,370,000
2005/7/12	8969	プロスベクト・レジデンシャル	480,000	475,000	480,000	441,000	465,000	8,305	3,868,426,000
2005/7/13	8970	ジャパン・シングルレジデンス	530,000	520,000	533,000	511,000	531,000	6,011	3,167,909,000
2005/7/21	8972	ケネディクス不動産	580,000	600,000	600,000	586,000	596,000	10,960	6,524,410,000
2005/7/28	8973	ジョイント・リート	530,000	550,000	586,000	550,000	576,000	9,980	5,593,395,000
2005/9/7	8974	イーアセット	500,000	490,000	499,000	485,000	494,000	4,276	2,108,218,000
2005/10/12	8975	FCレジデンシャル	475,000	445,000	445,000	405,000	426,000	8,997	3,880,602,000
2005/10/19	8976	DAオフィス	515,000	495,000	495,000	446,000	458,000	11,470	5,466,982,000
2005/10/26	8977	阪急リート	620,000	630,000	643,000	630,000	642,000	15,475	9,787,655,000
2005/11/22	8978	(旧) アドバンス・レジデンス	480,000	446,000	449,000	442,000	443,000	3,345	1,489,387,000
2005/11/30	8979	スターツプロシード	200,000	200,000	201,000	193,000	195,000	1,253	247,930,900
2006/2/15	8981	ジャパン・ホテル・アンド・リゾート	520,000	598,000	600,000	580,000	599,000	21,723	12,804,150,000
2006/3/1	8982	トップリート	550,000	578,000	587,000	566,000	575,000	31,893	18,377,340,000
2006/3/15	8983	クリード・オフィス	500,000	475,000	476,000	426,000	449,000	16,043	7,324,375,000
2006/3/22	8984	ピ・ライフ	500,000	450,000	460,000	440,000	449,000	5,554	2,491,801,000
2006/5/23	8980	エルシービー	460,000	441,000	446,000	416,000	425,000	5,657	2,429,021,000
2006/6/14	8985	日本ホテルファンド	480,000	460,000	460,000	445,000	447,000	4,313	1,968,923,000
2006/6/22	8986	リプラス・レジデンシャル	450,000	420,000	429,000	396,000	411,000	5,152	2,108,549,000
2006/6/27	8987	ジャパンエクセレント	520,000	540,000	561,000	540,000	556,000	15,122	8,261,108,000
2006/8/4	3226	日本アコモデーションファンド	580,000	590,000	594,000	580,000	592,000	8,170	4,804,441,000
2006/8/29	3227	MIDリート	510,000	492,000	498,000	487,000	495,000	9,121	4,491,730,000
2006/9/26	3229	日本コマージュ	470,000	471,000	477,000	470,000	472,000	26,407	12,471,100,000
2006/11/30	3234	森ヒルズリート	750,000	874,000	894,000	867,000	880,000	21,714	19,103,590,000
2007/2/14	3240	野村不動産レジデンシャル	630,000	992,000	992,000	892,000	892,000	24,922	23,476,280,000
2007/10/18	3249	産業ファンド	480,000	460,000	481,000	457,000	475,000	8,032	3,747,677,000
2012/4/26	3278	ケネディクス・レジデンシャル	190,000	182,300	184,500	180,300	181,000	7,685	1,399,198,000
2012/6/13	3279	アクティビア・プロパティーズ	460,000	445,000	446,500	442,000	443,500	14,724	6,543,628,000
2012/11/28	3263	大和ハウスリート	500,000	504,000	507,000	501,000	503,000	11,313	5,700,297,000
2012/12/21	3281	GLP	60,500	62,500	64,900	62,000	63,600	418,958	26,386,850,000
2013/2/6	3282	コンフォリア・レジデンシャル	550,000	607,000	625,000	606,000	622,000	21,577	13,211,040,000
2013/2/14	3283	日本プロロジスリート	550,000	700,000	710,000	667,000	682,000	55,852	38,331,530,000
2013/6/12	3285	野村不動産マスターファンド	100,000	96,700	97,400	93,800	93,800	214,433	20,651,840,000
2013/7/12	3287	星野リゾート・リート	510,000	570,000	608,000	563,000	589,000	11,794	6,842,367,000
2013/10/9	3290	SIA不動産	450,000	429,000	435,500	411,500	435,000	14,739	6,280,800,000
2013/11/22	3292	イオンリート	105,000	115,000	115,000	111,000	113,600	193,634	22,039,880,000
2014/2/7	3295	ヒューリックリート	108,000	122,000	130,700	122,000	130,500	209,930	26,172,690,000
2014/4/24	3296	日本リート	252,000	262,000	269,900	260,500	261,100	57,117	15,074,790,000
2014/6/5	3298	インベスコ・オフィス・ジェリート	103,000	108,900	111,500	108,500	108,500	135,401	14,802,210,000
2014/11/5	3308	日本ヘルスケア	150,000	222,200	224,900	206,700	222,600	23,721	5,209,739,000
2014/11/27	3451	トーセイ・リート	103,000	115,000	119,200	111,000	111,600	46,063	5,310,639,000
2014/12/3	3309	積水ハウス・リート	110,000	135,000	136,000	131,000	132,000	186,236	24,976,280,000
2015/2/10	3453	ケネディクス商業リート	230,000	260,500	269,600	260,100	266,100	98,306	25,854,980,000
2015/3/19	3455	ヘルスケア&メディカル	110,000	170,000	172,200	160,100	162,600	59,008	9,879,840,000

	全体		GLP前		GLP以後	
	公開価格	売買代金	公開価格	売買代金	公開価格	売買代金
平均値	440,775	9,073,259,657	510,111	6,297,113,431	232,767	17,401,698,333
中央値	500,000	6,062,082,000	500,000	4,491,730,000	110,000	15,074,790,000
最大値	880,000	38,331,530,000	880,000	23,476,280,000	550,000	38,331,530,000
最小値	60,500	247,930,900	190,000	247,930,900	60,500	5,209,739,000

(出所) 各社公表資料、Bloombergデータより東証作成

(図表 3) 投資口分割の一覧

公表日	銘柄コード	銘柄名	分割比率	効力発生日	投資口価格	
					(権利落日前日)	(権利落日)
2012/12/17	8984	大和ハウス・レジデンシャル	2分割	2013/3/1	757,000	377,000
2013/1/17	8954	オリックス不動産	5分割	2013/3/1	531,000	105,500
2013/11/13	8951	日本ビルファンド	2分割	2014/1/1	1,158,000	578,000
2013/11/18	8952	ジャパンリアルエステイト	2分割	2014/1/1	1,064,000	535,000
2013/11/21	8987	ジャパンエクセレント	5分割	2014/1/1	584,000	117,600
2013/12/10	8964	フロンティア不動産	2分割	2014/1/1	968,000	493,500
2013/12/17	8967	日本ロジスティクスファンド	5分割	2014/2/1	1,129,000	229,000
2013/12/18	3234	森ヒルズリート	5分割	2014/2/1	674,000	135,600
2013/12/19	3283	日本プロロジスリート	5分割	2014/3/1	1,072,000	221,300
2013/12/19	8957	東急リアル・エステート	5分割	2014/2/1	628,000	127,100
2014/1/15	3226	日本アコモデーションファンド	2分割	2014/3/1	726,000	353,000
2014/1/22	8968	福岡リート	5分割	2014/3/1	868,000	171,000
2014/1/29	8973	積水ハウス・S I	5分割	2014/4/1	535,000	107,300
2014/1/29	3263	大和ハウスリート	2分割	2014/3/1	859,000	421,500
2014/2/21	8961	森トラスト総合リート	5分割	2014/4/1	796,000	159,800
2014/2/27	8958	グローバル・ワン不動産	2分割	2014/4/1	685,000	325,000
2014/6/17	3282	コンフォリア・レジデンシャル	4分割	2014/8/1	769,000	187,700
2014/8/18	3249	産業ファンド	2分割	2015/1/1	1,096,000	546,000
2014/10/28	8977	阪急リート	5分割	2014/12/1	727,000	142,900
2015/1/23	8984	大和ハウス・レジデンシャル	2分割	2015/3/1	552,000	271,200

(出所) 各社公表資料、Bloombergデータより東証作成

持を積極的に検討いただくため、全J-REIT及び資産運用会社に対して通知を行っている。安定的で活力あるJ-REIT市場の確立には多様な投資判断を有する個人投資家の市場参加が不可欠であり、投資口分割の有効性についてJ-REIT各社に理解を求めた。分割後の目指すべき投資口価格の水準を東証が示したことも2014年におけるJ-REIT各社の投資口分割を後押ししたと言えるだろう^(注7)。

3. 小口化による効果

J-REITによる投資単位の小口化が投資家にどのような効果をもたらしたのかを、個人投資家及び機関投資家の視点から観察することとする。

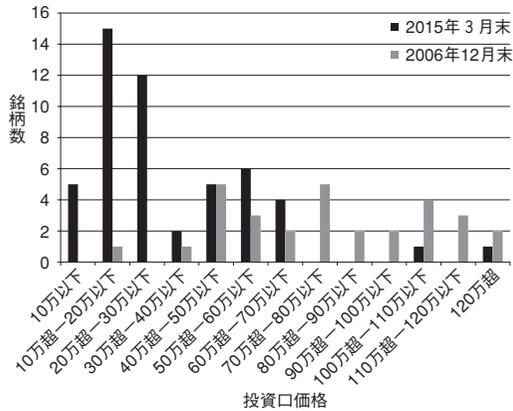
(1) 個人投資家への効果

個人投資家にとっての最大のメリットは、J-REITへの投資が始めやすくなったことであろう。図表4では、2015年3月末時点と2006年末時点^(注8)でJ-REITの投資口価格帯別の銘柄数の分布を比較している。

2006年末時点で銘柄数が最も多い投資口価格の価格帯は、40～50万円と70～80万円であり、100万円を超す銘柄も9銘柄が存在していた。2015年3月末時点で100万円を超えるJ-REITは2銘柄のみであり、10～20万円の銘柄が最も多い。2015年3月末時点では、20万円以下の資金で32銘柄が投資可能であり、相対的に少額の価格帯において銘柄選択の幅が広がった。

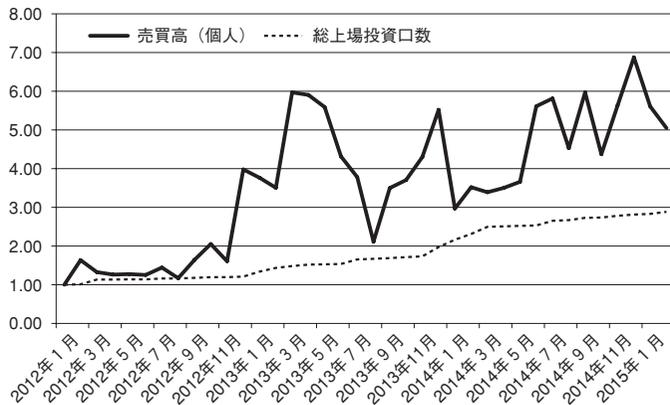
図表5は、個人投資家の売買高と上場投資

(図表 4) 投資口価格帯別の銘柄数の分布



(出所) Bloombergデータより東証作成

(図表 5) 個人投資家の売買高



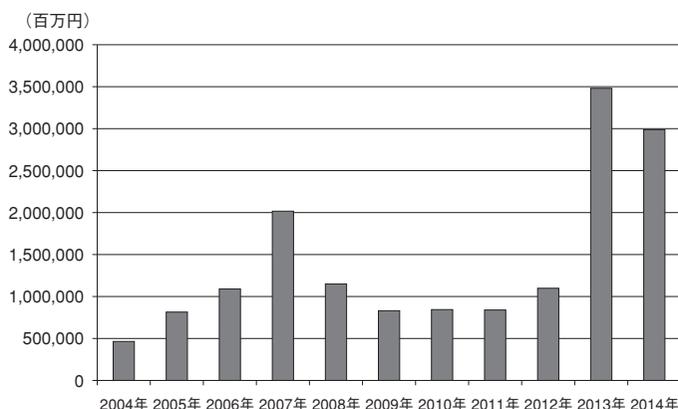
(出所) 東証

口数をそれぞれ指数化したものの推移を示している(注9)。IPOや投資口分割だけでなく、PO等により増加する上場投資口数に対して、個人投資家の売買高は高い伸び率を見せている。また、図表6の個人投資家の年間売買代金の推移をみると、投資単位の小口化が進んだ2013年以降、個人投資家の売買代金は大幅

に拡大している。

J-REITの投資単位が小口化したことで、NISA口座による個人投資家の投資環境が整った。金融庁の調査結果を基にした図表7のNISA口座における買付額の商品別内訳では2015年3月末時点の買付額は409億円に達している。

(図表 6) 個人投資家の売買代金



(出所) 東証

(図表 7) NISA口座の開設・利用状況等調査 (注10)

	2015年3月末時点		2014年3月末時点	
	NISA買付額 (2014年3月末からの増加率)	商品別比率	NISA買付額	商品別比率
総額	4兆4,109億8,051万円 (339.6%増)	100.0%	1兆344億4,608万円	100.0%
上場株式	1兆3,983億7,632万円 (283.6%増)	31.7%	3,645億1,357万円	36.3%
投資信託	2兆9,154億358万円 (369.3%増)	66.1%	6,212億822万円	61.9%
ETF	562億7,281万円 (518.1%増)	1.3%	91億417万円	0.9%
REIT	409億2,780万円 (374.8%増)	0.9%	86億2,012万円	0.9%

(出所) 金融庁公表資料より東証作成

また、NISA導入当初は、2014年1月から特定口座及び一般口座での取引に係る税率が引き上げられることに伴うNISA口座への投資資金の移動もあったと推察されるが(注10)、2014年3月末時点から2015年3月末にかけてのJ-REIT買付額は順調に増加しており、NISA口座を利用した新規のJ-REIT投資は継続している。

(2) 機関投資家への効果

機関投資家にとっては、仮に投資単位が100万円の水準から20万円の水準になったとしても、その投資額から大きなポジティブインパクトはない。一方で、個人投資家の市場参加が促進され、市場の流動性が向上すれば機関投資家にもメリットとなろう。ここで一定金額を投資した場合の価格感応度を測るため、ILLIQ (注12) を用いて小口化による流動

(図表8) 投資口分割実施銘柄における流動性の変化

銘柄コード	投資法人	分割方法	権利落日	投資口価格 (2015/3/31)	ILLIQ		
					分割前	分割後	(変化率)
8984	大和ハウス・レジデンシャル	2分割	2013.2.26	262,400	2,238.42	1,487.58	(▲33.5%)
8951	日本ビルファンド	2分割	2013.12.26	590,000	553.44	289.05	(▲47.8%)
8952	ジャパンリアルエステイト	2分割	2013.12.26	565,000	702.97	301.86	(▲57.1%)
8964	フロンティア不動産	2分割	2013.12.26	571,000	2,127.39	1,085.62	(▲49.0%)
3226	日本アコモデーションファンド	2分割	2014.2.26	456,000	2,540.40	870.69	(▲65.7%)
3263	大和ハウスリート	2分割	2014.2.26	526,000	3,798.65	1,634.60	(▲57.0%)
8958	グローバル・ワン不動産	2分割	2014.3.27	414,000	2,285.45	825.21	(▲63.9%)
3282	コンフォリア・レジデンシャル	4分割	2014.7.29	261,700	1,517.63	1,036.30	(▲31.7%)
8954	オリックス不動産	5分割	2013.2.26	172,000	1,190.67	292.24	(▲75.5%)
8987	ジャパンエクセレント	5分割	2013.12.26	156,700	2,438.85	293.22	(▲88.0%)
8967	日本ロジスティクスファンド	5分割	2014.1.29	249,300	1,687.27	370.26	(▲78.1%)
3234	森ヒルズリート	5分割	2014.1.29	169,300	1,866.41	305.09	(▲83.7%)
8957	東急リアル・エステート	5分割	2014.1.29	155,700	1,332.86	364.99	(▲72.6%)
3283	日本プロロジスリート	5分割	2014.2.26	264,400	1,233.71	190.79	(▲84.5%)
8968	福岡リート	5分割	2014.2.26	224,000	4,036.62	754.51	(▲81.3%)
8973	積水ハウス・SI	5分割	2014.3.27	129,700	2,308.62	300.04	(▲87.0%)
8961	森トラスト総合リート	5分割	2014.3.27	248,600	1,209.34	210.38	(▲82.6%)

(出所) 各社公表資料、Bloombergデータより東証作成

性の変化を捉えることとする。

図表8は、分割前後^(注13)におけるILLIQとその変化率である。ここでのILLIQは、1億円を投資した場合において平均的にいくら投資口価格を動かすかを示しており^(注14)、投資口分割を行った全J-REITにおいて数値が小さくなっている。ILLIQは数値が大きい程、一定量の注文を執行することが難しいことを意味するため、ILLIQが低下している結果は投資口分割による流動性の向上を示唆する。また、その変化率は2分割を行った銘柄に比べて5分割を行った銘柄の方がマイナス側に大きくなっている。

図表9は、2014年の投資口価格水準^(注15)とILLIQについて、散布図^(注16)を示している。投資口価格の水準が低い程ILLIQが小さくなることは上述したとおりだが、小口化の進展によりILLIQの小さい銘柄が多く見られ

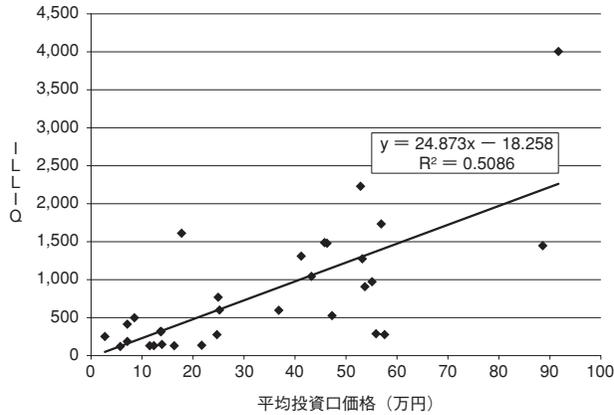
ることは、大口の注文に対する吸収力を求める機関投資家にとってメリットとなろう。

4. おわりに

J-REIT市場においては2012年12月以降、投資単位の小口化が進展している。10万円の水準でのIPOが行われているだけでなく、既上場J-REITの投資口分割も相次ぎ、投資口価格は従来に比べて低い水準にシフトした。投資単位を小口化する動きは、投資家層拡大による流動性向上を企図したものと考えられるが、本稿では投資単位の小口化が与えた効果を個人投資家と機関投資家に分けて考察した。

一般に個人投資家のリスク資産への投資資金には金額上の制約があり、その中でもJ-REITはオルタナティブ資産としての位置

(図表 9) 投資口価格の水準による流動性の差異



(出所) Bloombergデータより東証作成

づけが強い。家計の安定的な資産形成を呼び起こすために導入されたNISA口座の年間非課税枠が100万円^(注17)であることから、小口化が進展する前のJ-REITの投資単位は個人投資家にとって高水準であったと考えられる。また、保有不動産の賃料をベースとし安定的な分配金収入を商品特性としたJ-REITは、中長期の投資に適した商品といえることができるが、投資期間が長期になる程、複数銘柄の保有や株式と組み合わせることによる分散効果は高まる。J-REITの最低投資単位が身近になり、個人投資家の利便性が向上した。当然ながら、それ以外の要素もあっただろうが、足元の個人投資家からの資金流入に少なからず寄与したことは間違いない。

また、投資単位の小口化が直接のメリットになりにくいと考えられる機関投資家にとっても、投資家層の拡大を通じた流動性向上という効果を与えた。間接的な効果は捉えにく

いため、本稿ではILLIQという指標を用いて、流動性の改善を確認した。特に、それぞれ異なる効力発生日に投資口分割を行ったJ-REITの全銘柄において、分割前後でILLIQが低下したことは、小口化による流動性向上の効果を示す材料となろう。また、2014年のデータを対象とした投資口価格とILLIQの散布図からも、ILLIQの小さい銘柄が複数存在することが確認でき、機関投資家にとって銘柄選択の幅が一定程度あると考えられる。

J-REIT市場における投資単位の小口化は、個人投資家にとっても機関投資家にとっても効果があったといえる。他方で、昨今の強い需要もあり、依然として投資口価格が高水準にある銘柄も存在する。実際に公開価格の決定や、投資口価格の水準に関しては、需給や管理上のコスト等、考慮すべき事項はあり、銘柄間において差が生じることは否定できない。しかしながら、東証としては引き続き、

J-REITの投資口価格について、関係者の理解を得つつ、株式投資単位の望ましい水準に倣った投資単位への移行及びその維持を推奨していく所存であり、そのことが幅広い投資家の市場参加を促し、活力あるJ-REIT市場の確立につながるものと期待している。

(注1) 東証に上場するJ-REITの売買単位は業務規程により1口とされているため、投資口価格は最低投資単位を表す。

(注2) IPOにおける発行価格をいい、増資を伴わないIPOの場合には売出価格をいう。

(注3) 1口当たり純資産額が5万円以上であることを求める上場審査基準(形式要件)を撤廃した。

(注4) 上場前に実施されたもの、合併等の組織再編を伴うものは除く。

(注5) 例えば、ジャパンリアルエステイト投資法人開示資料「投資口の分割及び規約の一部変更に関するお知らせ」(2013年11月18日)

(注6) 東証有価証券上場規程第445条

(注7) 例えば、日本ロジスティクスファンド投資法人開示資料「投資口の分割、規約の一部変更及び分配予想の修正に関するお知らせ」(2013年12月17日)

(注8) 東証REIT指数が2015年3月末時点と同水準の時点を比較対象として採用した。

(注9) 2012年1月の月間売買高(個人)及び2012年1月末時点の上場投資口数を1.00とし、各月の月間売買高(個人)と月末上場投資口数の相対値を求めている。

(注10) 投資信託、ETFにはJ-REITを投資対象とするものを含む。

(注11) 東証「投資部門別売買状況」調査においても、個人による2013年11月及び12月の売り越しと2014年1月の買い越しが確認できる。ただし、J-REITについては増資が多くプライマリにおける売買を加味し一定の修正を行う必要があるものの、売り

越し額の多寡からその特徴が同じく確認できる。

(注12) Amihud (2002) により提案された非流動性指標であり、日次リターンの絶対値を、売買代金

で割り算出する ($ILLIQ_j = \frac{1}{D_j} \sum_{d=1}^{D_j} \frac{|r_{j,d}|}{V_{j,d}}$ j: 銘柄、d: 営業日、r: 日次リターン、V: 売買代金、D: 約定成立日数)。

(注13) 投資口分割の権利落日をTとし、T-120~T-1の120日間を分割前、T+1~T+120の120日間を分割後としている。

(注14) 日次データを用いて簡便的に算出する指標のため、ILLIQの値そのものは1億円を投資した場合の取引コストを意味するものではない。

(注15) 2014年の平均投資口価格を用いている。

(注16) 2014年において投資口分割の権利落ちが発生した銘柄、及び、2014年に新規上場した銘柄を除外している。

(注17) 2016年からNISA口座の年間非課税枠は年額120万円に引き上げられ、新たにジュニアNISA(年額80万円)も創設される。

