

ETF市場の最近の動向と その発展に向けた東証の取組み



株式会社 東京証券取引所 上場推進部

課長 **木村 亮太**
調査役 **亀井 達彦**

1. はじめに

1990年代初頭に誕生したETF（Exchange Traded Fund：上場投資信託）市場の発展は目覚しく、2012年4月末時点では全世界で4,490銘柄、純資産総額1兆7,156億ドルの市場規模（注1）にまで成長した。ETF市場の成長は日本においても例外ではなく、2001年にTOPIX及び日経平均株価に連動するETFが登場することによって本格的に市場がスタートして以来、多くの市場関係者の市場活性

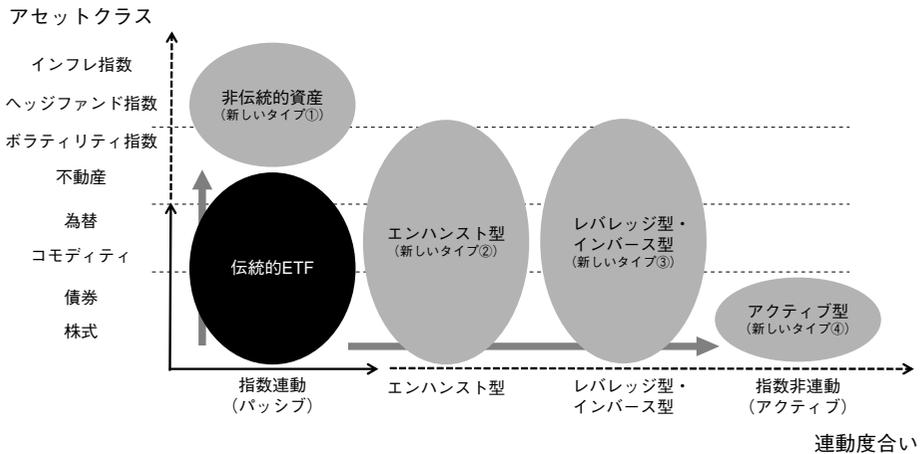
—目次—

1. はじめに
2. ETFの連動対象指標の多様化
3. 一定の信用リスクを有するETFに対する対応
4. 新しい商品の売買動向
5. おわりに

化に向けた努力（注2）により、総合株価指数に連動するETFのみならず、業種別・規模別・テーマ別の株価指数に連動するETFや、外国株、債券、REIT及び金・銀等コモディティの価格に連動するETFといったように様々なアセットクラスを対象としたETFが上場することになった。また、2011年8月には、ETFと同様に株価指数やコモディティの価格など特定の指標に連動する新たな商品としてETN（Exchange Traded Note：指標連動証券）も登場し、2012年4月末現在、東京証券取引所（以下「東証」という。）のETF市場は、120銘柄（ETN10銘柄を含む）、純資産総額1兆9,197億円（注3）にまで成長した。

我が国のETF市場は、銘柄数、純資産総額の規模といった点では全世界の一部に過ぎず、その大部分を占める欧米諸国の市場からは大きく劣るものの、ETFが連動を目指すアセットクラスという観点では概ね諸外国と同

(図表1) 新しいタイプのETFの概念図



(出所) T&C Financial Research USA, Inc.の表現を一部加工の上転用。

水準の商品を受け入れる環境が整備されたものと考えている。一方で、欧米諸国ではこうしたアセットクラスの拡充に加えて更なる連動対象指標の多様化が図られ、新しいタイプのETFが次々と上場していることから、我が国のETF市場においても更なる拡大が期待される場所である。他方で、ここ最近のETFの多様化やETF市場の活況の裏側で、諸外国においては一部のETFに関して、商品の分かりにくさや規制のあり方の是非を問う声が出てきていることも事実である。このような諸外国の動向を見据えつつ、我が国のETF市場においてはどのような対応をとるべきか、そのあり方について適切に考え、必要な環境整備を行うことは重要である。

本稿では、そのような観点を踏まえつつ、最近の東証におけるETF市場の多様化や信頼性向上のための制度整備について解説する

こととしたい。なお、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、法令や歴史等の理解が不十分なことによる内容の誤りなどについては、東証に帰属するのではなく、筆者に帰属するものであることをあらかじめお断りしておく。

2. ETFの連動対象指標の多様化

ETFの連動対象指標の多様化について、ここでは“連動を目指すアセットクラス”と“アセットに対する連動性（連動度合い）”という2つの切り口から説明することにした。

(図表1)はETFの種類に関する1つの概念図であり、縦軸にアセットクラス、横軸にアセットに対する連動度合いを表現している。ETFのアセットクラスは株式、債券といった有価証券から、為替、不動産と徐々に

(図表 2) 米国のETF市場における新しいタイプのETFの銘柄数及び純資産総額

| | 銘柄数 | | 純資産総額 (百万ドル) | |
|------------------------|-------|--------|-----------------|--------|
| | | 占有率 | | 占有率 |
| 伝統的ETF | 919 | 74.4% | 1,041,354 | 96.2% |
| 非伝統的資産 新しいタイプ① | 15 | 1.2% | 2,535 | 0.2% |
| エンハンスト型 新しいタイプ② | 55 | 4.4% | 1,411 | 0.1% |
| レバレッジ型・インバース型 新しいタイプ③ | 223 | 18.0% | 34,279 | 3.2% |
| アクティブ型 新しいタイプ④ | 24 | 1.9% | 2,391 | 0.2% |
| ETF市場全体 | 1,236 | 100.0% | 1,081,970 | 100.0% |

(※ 1) 2011年 5月25日時点。

(※ 2) 出所：T&C Financial Research USA, Inc.の表現を一部加工の上転用。

拡大し、近時ではボラティリティ指数に連動するETFなども登場している（縦軸方向の拡大）。また、アセットクラスに対する連動度合いについても、単一のアセットクラスにバシブに連動する伝統的なスタイルのETFに加えて、複数のアセットクラスを組み合わせるなどして特定の投資戦略を表現した指標に連動するETF（以下「エンハンスト型ETF」という。）、レバレッジを効かせて数倍の変動率で連動するETF又は指数や価格が下落するとETFの価値が上昇するような逆の動きをするETF（以下「レバレッジ型・インバース型ETF」という。）、ひいては特定の指標に連動せずベンチマークをアウトパフォームすることを目的としたETF（以下「アクティブ型ETF」という。）なども登場してきている（横軸方向の拡大）。(図表 2) のとおり、例えば米国のETF市場においては、このような新しいタイプのETFは純資産総額ではわずか4%程度にとどまるものの、銘柄数では市場全体の4分の1を占めるまで増加してきた。

一方、我が国のETF市場の状況はどうか。再び(図表 1) にあてはめて考えてみると、我が国のETF市場は冒頭触れたとおり、TOPIX及び日経平均株価などの伝統的な株価指数に連動するETFに始まった後、累次の法改正や制度整備を経て、国内外の株価指数や債券、REIT、コモディティなど伝統的な資産に連動するETFはもちろんのこと、株式市場のボラティリティに連動するETFといった非伝統的資産を対象としたETFが上場している。したがって、アセットクラス（縦軸方向の拡大）という観点からは、欧米諸国に見られるヘッジファンド指数に連動するETFのように一部上場がないETFも存在するものの、既に相当幅広いアセットクラスを対象としたETFが上場し、それらに投資できる環境は整っていると考えられる。

他方、アセットに対する連動度合い（横軸方向の拡大）という観点から見ると、これまで、我が国のETF市場では、伝統的な株価指数やコモディティ、不動産など単一のアセットクラスに連動するETFしか存在せ

(図表 3) 適格指標の要件 (～2012年 3月)

| | 内 容 |
|---------|---|
| 適格指標の要件 | (a) 算出方法が客観的で、かつ、公平を欠くものではないこと |
| | (b) 多数の銘柄の価格の水準を総合的に表すものであること (有価証券の価格に係る指標の場合) |
| | (c) 構成銘柄の変更があり得る場合、変更の基準及び方法が公正を欠くものではないこと (有価証券その他の資産の価格に係る指標の場合) |
| | (d) 指標及びその算出方法が公表されているものであること |
| | (e) 構成銘柄 (その変更があり得る場合にはその基準及び方法を含む。) が公表されているものであること (有価証券その他の資産の価格に係る指標) |
| | (f) 新規上場申請銘柄の純資産額の変動率を当該指標の変動率に一致させるために必要な有価証券又は商品の売買が円滑に行われると見込まれる銘柄又は種類で構成されていること (その構成銘柄の有価証券又は商品に対する投資として運用する場合) |
| | (g) 新規上場申請銘柄の純資産額の変動率を金融指標や商品指数の変動率に一致させるために必要なデリバティブ取引等が円滑に行われると見込まれるものであること (当該デリバティブ取引に係る権利等に対する投資として運用する場合) |

(※ 1) 投資信託及び投資法人に関する法律施行規則第19条、東証有価証券上場規程第1104条第 1 項第 2 号d参照。

(※ 2) 2012年 3月12日より上記適格指標の要件は一部改正された。

ず、欧米諸国のような横軸方向の拡大がされてこなかった。その理由として、我が国のETF市場では、ETFが最終的に連動を目指す指標の存在とその指標の適格性 (以下「適格指標の要件」という。(図表 3) 参照) が求められていることが考えられる。例えば、欧米市場に上場しているようなアクティブ型ETFは、そもそも特定の指標に連動しないことから、我が国のETF市場ではETFとしての要件を満たすことができず、また、エンハンスト型ETFやレバレッジ型・インバース型ETFについても、それらのETFが最終的に連動を目指す指標が果たしてこの適格指標の要件を満たすこととなるのかどうか、今一度解釈の整理や制度整備が必要と考えられていた。

こうした背景から、我が国のETF市場は、ETFの多様性という点において、上述の縦

軸方向の拡大は図られてきたものの、横軸方向の拡大は限定的であり、欧米諸国はもちろんのこと、後発の韓国にも後塵を拝する状況にまでなっていた。しかしながら、ETFの更なる多様化を求める声は、ETFの組成・発行サイドはもちろんのこと、個人投資家やETFを運用対象とする機関投資家からも多く寄せられている。東証としては、こうしたニーズに応えるとともに、国際的な整合性を確保し、投資者にとって魅力ある投資対象となる金融商品を提供する環境を整備していくことで、我が国の金融・資本市場の国際競争力を維持・向上させる必要があると考え、投資者保護を図るための一定の方策を講じた上で、この度、エンハンスト型ETF及びレバレッジ型・インバース型ETFの上場を可能とするための制度整備を行うこととした。

(1) エンハンスト型ETFの上場に向けた対応

エンハンスト型ETFとは、複数のアセットクラスを組み合わせたリ、一定の基準に基づきその構成銘柄を変更し資産配分を行うことなどによって一定の投資成果を実現するための投資戦略を表現した指標（以下「エンハンスト型指標」という。）に連動するETFである。

このエンハンスト型指標自体は既存の適格指標の要件の範疇で解釈することが可能と考えられたため、特段の法令・上場制度上の対応を行わず、東証による規則解釈の明確化^(注4)によって上場することが可能であると整理し、平成23年11月22日から適用することとした。

ただし、エンハンスト型指標の一部においては、例えば上値が限定されるといったように、これまでの伝統的な指標に比べてその動き方が異なる指標もあることや、複数の資産を組み合わせるエンハンスト型指標の場合、その組み合わせ方法は事実上無数の組み合わせが存在することから、投資者保護上適切ではない指標も論理的には算出することが可能となる。このため、東証では、取引所上場商品としての適格性を確保する観点から、指標の算出対象となる資産の種類として、有価証券（株券、債券、REIT等）、デリバティブ取引、商品、商品デリバティブ取引、現金及び現金同等物などの伝統的な資産に限定するとともに、その資産に関して公正な価格形成メカニズムがあると認められる場合^(注5)に限定することとした。併せて、エンハンスト型指標につい

ては、従来型の指標に比べて投資者の馴染みが薄いと考えられることや、その特性上、投資戦略的な要素を組み込んでいる指標もあることから、仮に指標算出の方法などが明確に公表されていたとしても、従来型の指標との推移や期待投資成果が異なることなどにより、従来型の指標と混同されるおそれや、結果として「分かりにくい」ととらえられるおそれもある。そこで投資者保護の観点から、有価証券届出書等の法定開示書類やTDnetを用いた適時開示（日々開示）を活用して指標の特性について説明の充実を求めることとした^(注6)。

こうした説明の充実については、ETFの発行会社のホームページにおいて周知が図られるよう求めるとともに、日本証券業協会からも各証券会社において広範な周知が図られるよう要請が行われたところである。

(2) レバレッジ型・インバース型ETFの上場制度の整備

レバレッジ型・インバース型ETFとは、ある指標（以下「原指標」という。）の変動率などに一定の数値を乗じることなどの方法により、原指標の騰落を増幅又は反転させた指標（以下「レバレッジ型・インバース型指標」という。）に連動するETFである。

こうしたレバレッジ型・インバース型ETFの上場を可能とするためには、レバレッジ型・インバース型指標に係る適格指標の要件を新たに追加するほか、その原指標についても適格指標の要件に合致することが必要

として整理を行った。

また、レバレッジ型・インバース型指標は、従来型の指標（例：TOPIXなど）と比較した場合、主として、相対的な価格変動幅が増幅するという特性や、複利効果によって2日以上の変動率を比較した場合には、原指標と完全な正相関・逆相関とならず、特に一定レンジ内で原指標が上下して推移するような場合、指標が逓減するといった特性を有している。加えて、レバレッジ（倍率）に関して一定の制約を設けないこととした場合には、無限定にレバレッジを掛けることが可能となることから、過度に投機的な指標になり得るおそれがある。

こうした特性を踏まえると、ETF市場の健全な成長を促す観点からは過度に投機的なETFの上場を控えることが望ましいと考えられるほか、投資者保護の観点から、エンハンス型指標と同様に、指標の特性についての説明の充実を図ることが望ましいと考えられる。

このため、レバレッジ型・インバース型ETFの上場にあたっては、現行の値幅制限制度の趣旨等に鑑み、レバレッジ型・インバース型指標が、過去の実績等から試算して、当取引所の定める呼値の制限値幅を頻繁に超過すると見込まれるようなものでないことを求めることで実質的なレバレッジ規制を設けることとした。その上で、次のとおり、こうしたレバレッジ型・インバース型ETFの上場を可能とするための適格指標の要件を別途追加する制度整備^(注7)を行い、平成24年3月12

日から適用することとした。

- ① 原指標を公正な価格形成メカニズムがある場合^(注8)に限定すること
- ② 原指標が現行の適格指標の要件に適合するものであって、かつ、既にレバレッジ（マイナスを含む。）が掛けられた指標ではないものに限定すること

なお、レバレッジ型・インバース型ETFについても、エンハンス型ETFと同様、その特性を踏まえ、有価証券届出書等の法定開示書類やTDnetを用いた適時開示（日々開示）を活用した投資者への説明の充実を求めることとした。

また、こうした説明の充実に関しては、ETFの発行会社のホームページにて周知が図られるよう求めるとともに、日本証券業協会からも各証券会社においても広範な周知が図られるよう要請が行われたところである。

(3) その他

今回のETFに係る対応と併せて、ETNについても、エンハンス型指標やレバレッジ型・インバース型指標に連動する商品の上場を可能とするための手当てを行っている。

■ 3. 一定の信用リスクを有するETFに対する対応

我が国のETF市場は、今回の連動対象指標の多様化によって、これまで以上に様々な

指標に連動するETFの上場を可能とする環境が整備されたところであるが、その一方で、近時、諸外国、特に欧州において、ETFの組成形態に起因する商品性の分かりにくさや規制のあり方を問う議論が行われていることも踏まえて、一定の信用リスクを有するETFに対する対応を行うこととした。

(1) 諸外国での議論と我が国の状況

諸外国では、指標の構成銘柄の代わりにOTCスワップといったデリバティブやリンク債を組み込むことで指標との連動を目指す、いわゆるシンセティックETFと呼ばれるETFも多く組成されているところであるが、近時、このシンセティックETFのうち特にトータルリターン・スワップが組み込まれたETF（注9）について議論が行われている。

具体的には、例えば、トータルリターン・スワップが組み込まれたETFについて、受入担保の内容によっては、スワップ・カウンターパーティー破綻時にETFの純資産額が毀損するおそれがあるのではないかといった指摘や、受入担保の内容がしっかりと開示されないケースもあるのではないかという指摘がある。また、スワップ・カウンターパーティーリスクを懸念する声や、運用会社とスワップ・カウンターパーティーとの間の利益相反を懸念する声も見られるところである。

しかしながら、こうした最近の国際的な議論を見ると、シンセティックETFそのものを排除するというのではなく、むしろ受入

担保の適切な開示や提供担保の倒産隔離措置を図ることで特有のリスクの低減や解消を図るべきということに主眼が置かれたものとなっており、シンセティックETFのメリットや重要性を認めつつ、適切な投資者保護を図るよう促しているものと考えられる。

この点、日本におけるシンセティックETFの状況を見てみると、トータルリターン・スワップ等のOTCスワップを組み入れたシンセティックETF（以下「OTCスワップ型ETF」という。）の国内組成の実績はなく、海外との重複上場ETFの一部においてOTCスワップ型ETFが存在しているという状況である。これは、法令などの点で、OTCスワップ型ETFの国内組成を困難とする要因が存在するためとも言われており、そういった要因もあってか、日本においては、現物に投資することが難しいETFの場合（例えば、投資制限のある新興国株式やコモディティへの投資を行うETFの場合）などには、OTCスワップではなく、リンク債を活用することが一般的となっている（注10）。

このリンク債を組み入れたシンセティックETF（以下「リンク債型ETF」という。）は、当該リンク債の発行者等の信用リスクが存在するという観点では、OTCスワップ型ETFと類似のリスクを内在し、また、広義の意味でもシンセティックETFの一部と考えられていることから、国際的な議論の動向に併せて取扱いや対応を検討していくことが適当であると考えられる。

OTCスワップ型ETFについて、欧州等の国際的な議論で挙げられている論点に対する我が国ETF市場における現状の手当てや信用リスク低減策は、主に次のとおりである。このうち①及び②については取引所の上場審査基準において既に手当てがなされており、④については取引所及び日本証券業協会から各証券会社に対して、信用リスクが存在するETFに関する顧客への説明の充実に向けた要請（注11）が行われたところである。

- ① 複数のスワップ・カウンターパーティーとのスワップ契約を行っているか
- ② リスク顕在時のスワップ契約の迅速な乗換えが可能か
- ③ 担保が適切に拠出されているか、当該担保の管理が適切になされているか
- ④ シンセティックETFの特有のリスク説明の強化がなされているか

残る③の担保のあり方に関しては、我が国におけるリンク債型ETFの組入対象となっているリンク債とOTCスワップの相違点についても付言しておきたい。一般的にリンク債は、OTCスワップとは異なり、その発行者が倒産した時点で即座に償還不能となるものではないこと（注12）や、リンク債は社債市場において転売可能な一般債券であり、その満期も1年以内と短期のものが多いため、相対契約のOTCスワップと比較すると換価処分やリスクコントロールもしやすいこと、よって、リンク債発行者が倒産する前に換金し

他の発行者が発行するリンク債に乗り換えることや、仮に発行者が倒産した後であっても、リンク債を処分することにより一定程度の資金回収が図れるものと考えられること（注13）などの特徴を有するといわれている。

こうした状況や特徴などを踏まえ、東証では、一定の信用リスクを有するETFに対する対応を行うこととしたが、その制度整備にあたり、リンク債型ETFについては、OTCスワップ型ETFと同様の対応を一律に行うよりも、管理会社がリンク債の発行者等の信用リスクなどを適切に管理しながら、信用リスクが顕在化する前に適宜リンク債の入替えなどの対応を行っていくことが求められるというリンク債型ETFに固有の特徴も踏まえた上で、対応を図っていくことが適当であると整理したところである。

(2) 具体的な制度整備の内容

上場制度上は、まず、リンク債やOTCスワップを組み込んだ信用リスクを有するETFについて、「特定の指標に連動する投資成果を目的として発行された有価証券又は締結された特定の者との契約に係る権利を投資信託財産等に組み入れることによって、特定の指標に連動することを目的とするETF」（以下「指標連動有価証券等組入型ETF」という。）と定義することとした。

その上で、今回の制度整備は、当該有価証券の発行者及び当該契約の相手方等（以下「カウンター・パーティー」という。）の信用

状況等を上場後も継続的に把握し、適切に管理することができるための措置などを求めることとした。

具体的には、これまでこうした指標連動有価証券等組入型ETFについては、通常のETFの上場審査基準に加えて、「継続的な運用に関する上場審査」及び「信用状況等に関する管理体制やその他の適切な体制に関する上場審査」を行うことにより、信用リスクの低減等を図ってきたところであるが、こうした対応のほか、新たに以下の制度を導入することとし、先述したレバレッジ型・インバース型ETFの上場制度の整備と併せて、平成24年3月12日から適用することとした。

- ① カウンター・パーティーの信用状況等に関する管理体制等に係る報告書の提出義務化
- ② カウンター・パーティーの財務状況等に関する開示の明確化
- ③ カウンター・パーティーの信用状況等に関する管理体制等の整備努力（行動規範の新設）
- ④ 上場指標連動有価証券等組入型ETF特有の上場廃止基準の新設

①のカウンター・パーティーの信用状況等に関する管理体制等に係る報告書は、カウンター・パーティーの選定基準や財務状況等に係る管理体制、信用リスク顕在化時の運用資産の毀損の可能性を軽減させるための措置及び毀損が生じた場合の対応に係る体制、並び

にカウンター・パーティーに関する情報の配信方法を記載するものとし、当該報告書を公衆縦覧することにより投資者保護を図るものである。②は、これまでもカウンター・パーティーの格付けに変更があった場合や財務状況に関する重要な事実は適時開示の対象としていたところ、継続企業の前提に関する事項の注記がされたことや、債務超過、事業停止、解散、破産などの具体的な開示項目の明確化を行うこととしたものである。③の行動規範の新設は、管理会社に対して上場申請時のみならず上場後も継続的にカウンター・パーティーの信用状況を管理する体制等を適切に整備するように求めるものであり、④は、カウンター・パーティーの財務状況が悪化したものとして東証があらかじめ定める状態になった場合であって、その状態が1年間継続するとき（当該信託財産が当該カウンター・パーティーの発行・保証する有価証券以外の資産に変更されないとき）や、カウンター・パーティーの信用状況等に関する適切な管理体制が管理会社において整備されなくなったときには、こうしたETFを上場廃止することとしたものである。

■ 4. 新しい商品の売買動向

これらの連動対象指標の多様化によって、東証ETF市場には、エンハンスド型ETFとして、平成23年12月22日に「日経カバードコール指数上場投信」（1565）が、平成24年2

(図表4) エンハンス型ETF、レバレッジ型・インバース型ETFの売買状況

(円)

| 銘柄名(コード) | (上場日) | 2012年1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 順位 |
|----------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|-------------|----|
| 日経カバードコール指数ETF(1565) | (2011年12月22日上場) | 544,125 | 220,548 | 406,464 | 608,328 | 65 |
| MAXISトピックスリスクコントロール(5%)ETF(1567) | (2012年2月23日上場) | — | 659,078 | 332,343 | 720,611 | 62 |
| TOPIXブル2倍ETF(1568) | (2012年4月5日上場) | — | — | — | 336,165,112 | 3 |
| TOPIXベアETF(1569) | (2012年4月5日上場) | — | — | — | 220,047,365 | 5 |

(※1) 立会取引のみ。

(※2) 4月の順位は、東証ETF市場上場120銘柄の1日平均売買代金(立会取引のみ)における順位。

月23日に「MAXISトピックスリスクコントロール(5%)上場投信」(1567)が上場した。また、レバレッジ型・インバース型ETFとして、平成24年4月5日に「TOPIXブル2倍上場投信」(1568)と「TOPIXベア上場投信」(1569)が上場したところである。

これらのETFの売買状況は、上の(図表4)のとおりであるが、特にレバレッジ型・インバース型ETFについては、上場当初より東証ETF市場売買代金ランキングの上位に入るといった活況な状況となっており、このような新しいタイプのETFの登場を起爆剤として、今後のETF市場の更なる活性化が期待されているところである。

5. おわりに

本稿は、近時の東証ETF市場におけるETF組成の更なる自由化と、一定の信用リスクを有するETFに対する規制の導入とい

った制度整備の概要について紹介したものである。この2つの対応は、規制緩和と規制強化というまったく逆向きの制度整備に見えるところであるが、東証としては、国際的な動向も踏まえつつ、我が国金融・資本市場の基盤強化を図るとともに、その一翼を担うETF市場の更なる発展に繋げるため、信頼性を確保しつつ一層の活性化を図ることを企図したものであり、対をなす制度整備であると考えている。

東証としては、諸外国におけるETF市場や規制の動向なども踏まえつつ、アジアの中核市場たり得るETF市場を育成する観点から、今後とも必要な対応を図っていく所存である。

(注1) BlackRock「ETP Landscape Industry Highlights」April 2012より。銘柄数及び純資産総額ともにETP(Exchange Traded Product)を含む。

(注2) この間における業界の動向については、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3) 純資産総額については内国ETFのみを対象と

- している。
- (注4) 東証上推第59号「ETF等の適格指標要件に関する取扱いについて」(平成23年11月21日付)参照。
- (注5) 当該伝統的資産(資産が商品である場合においては、当該商品に係るデリバティブ取引を含む。)が組織された市場において取引されていることなどがその具体的な要件として挙げられる。
- (注6) 指標の算出における特徴の説明(原指標又は類似指標との相違、当該指標の特性)や、指標における留意点の説明(原指標又は類似指標との利益・損失の違い、留意すべき投資スタイル)などについて投資者への説明を行うこととした。
- (注7) 「国際的な動向を踏まえたETF等市場の活性化及び信頼性向上に向けた有価証券上場規程等の一部改正について」(平成24年3月7日東証公表)参照。
- (注8) 有価証券(株券、債券、REIT等)又はデリバティブ取引(商品デリバティブ取引を除く。)の価格に係るレバレッジ型・インバース型指標にあっては、原指標に係るデリバティブ取引(原指標がデリバティブ取引の価格で構成される場合は当該デリバティブ取引)が上場市場において取引されていること、また、商品又は商品デリバティブ取引の価格に係るレバレッジ型・インバース型指標にあっては、原指標を構成する資産(当該資産に係るデリバティブ取引を含む。)が組織された市場において取引されていることなどがその具体的な要件として挙げられる。
- (注9) トータルリターン・スワップが組み込まれたETFとは、運用会社とスワップ・カウンターパーティーとの間で、ETFに拠出された金銭及び当該金銭を運用した場合に得られるであろう利息の全額と指標に連動した投資成果のトータルリターンを交換するスワップ契約を締結し、そのスワップ契約をETFの主な信託財産として保有するもの。一般的に、トータルリターン・スワップ契約では、ETFに拠出された金銭を担保としてスワップ・カウンターパーティーに引き渡し、スワップ・カウンターパーティーからは提供した金銭応分の担保提供(一般的には有価証券)を受ける。スワップ・カウンターパーティーが破綻すると、スワップ・カウンターパーティーとの間のスワップ差損益の値洗いがただちに停止し、その後、スワップ・カウンターパーティーから受領した担保がスワップ契約に基づいて換価処分されてETFの純資産に充当されることとなるが、受入担保(スワップ・カウンターパーティーが拠出する担保)の内容によっては提供担保(ETFが拠出する担保)と同額の価値を得ることができず、結果としてETFの純資産が毀損することもあるとされている。
- (注10) 2012年4月末現在、東証ETF市場には、リンク債型ETFは3銘柄上場している。
- (注11) 東証上推第58号「リンク債及びOTCデリバティブ取引に投資するETFの信用リスクに関するホームページ開設のご案内及び顧客への説明の充実について」(平成23年11月21日付)参照。
- (注12) OTCスワップ型ETFの場合、スワップ・カウンターパーティーが倒産した時点で日々の値洗いによる差金授受が停止することや、倒産がスワップ契約の終了事由になることもあるため、倒産により即座に当該リスクが顕在化するものと考えられる。
- (注13) OTCスワップ型ETFの場合、スワップ契約が相対の契約となるため、スワップ契約そのものを転売することはできず、当該リスク低減のためにはあらかじめ複数のスワップ・カウンターパーティーとスワップ契約を締結しておく必要がある。また、受入担保を有するものの、担保の種類や水準によっては、ETFに拠出された金銭と同等の換価が速やかに得られないリスクを有していると考えられる。 ▨