研究ノート

日本のETFの流動性の実証分析
―マーケットメイク制度導入の影響―

芹　田　敏　夫
花　枝　英　樹

目　　次

1．はじめに
2．先行研究
3．ETF市場の流動性と流動性尺度
4．東証のMM制度と検証すべき仮説
5．MM制度導入の影響の実証分析
6．終わりに

本稿では、日本のETF市場について2018年７月の東京証券取引所によるマーケットメイク（MM）制度の導入の効果についての実証分析を行った。分析の結果、MMありの銘柄ではMM制度導入後に流動性が向上し、ETFの市場価格と基準価額との乖離率についても、MM制度導入後に乖離率の標準偏差が有意に低下という結果が得られた。全体として、MM制度導入が流動性及び価格形成の向上に役立っていることが明らかになった。なお、本論とは別に、補足的な結果については、補論に掲載し、それに関連する部分については注に明記している。

1．はじめに

2001年以降、日本においてETF（Exchange Traded Fund、上場投資信託）市場が大きく成長してきた。ETFは事前に設定されたインデックスに連動するように運用される投資信託の一種である。**図表１**にはETFの上場銘柄数、上場廃止銘柄数、時価総額、売買代金の年ごとの動きが示されている。01年７月より現物拠出型ETFが解禁され、日本におけるETFの実質的なスタートとなった。08年以降、上場銘柄数が急増し、18年末で224銘柄となっており、個人投資家が分散投資を行うために十分な構成と考えられる。ETFの時価総額も順調に増加し、18年末で67兆円に達している。11年以降の時価総額急増は、日本銀行によるETF買入れの影響が大きい。また、売買代

芹田　敏夫（せりた　としお）
青山学院大学経済学部教授。大阪大学大学院経済学研究科後期課程退学。甲南大学経済学部助教授、青山学院大学経済学部助教授を経て2004年より現職。主な著書に『新・証券投資論Ⅰ　理論篇』（共著、日本経済新聞出版社、2009年）が、主な論文に「ETFが現物株式市場に与える影響」（『月刊資本市場』（共著）No.387、11月号、2017年）等がある。

花枝　英樹（はなえだ　ひでき）
一橋大学名誉教授。1976年一橋大学大学院商学研究科博士課程単位修得退学。一橋大学大学院商学研究科教授、中央大学総合政策学部教授、日本経営財務研究学会会長等を歴任。最近の著書に『日本のコーポレートファイナンス―サーベイデータによる分析』（共著、白桃書房、2020年近刊）がある。