

金融審議会「市場ワーキンググループ」参考資料

海外ETF市場の発展と規制上の課題

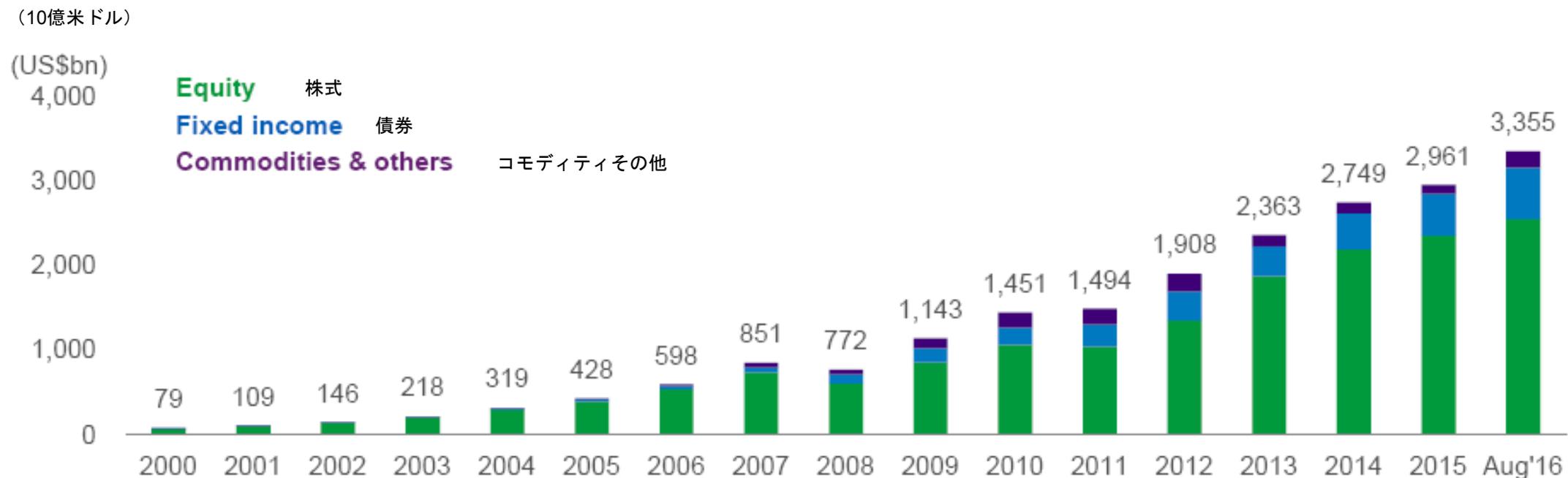
関 雄太
野村資本市場研究所
研究部長

2016年9月21日

グローバルなETF・ETP市場の拡大

■ グローバルなETP (Exchange Traded Products) の資産残高は現在約3.3兆ドル

グローバルETP資産残高の推移 (10億米ドル、各年末)



(出所)BlackRock "Global ETP Landscape", August 2016より野村資本市場研究所作成

グローバルETF／ETP市場の構造

- 上場市場別にみると、現在、米国上場プロダクトがグローバル資産合計の70%を超えるシェアを持つ
- 資産タイプでは、株式がグローバル資産合計の約76%
- プロバイダーでは、iShares(ブラックロック)、バンガード、ステート・ストリートの3社の資産残高シェアがグローバルの約70%に達する

上場市場別グローバルETP資産残高

2016年8月末 (単位: 10億米ドル)

	株式	債券	コモディティ その他	合計
米国	1,884	421	96	2,401
欧州	355	149	57	561
カナダ	54	25	2	82
アジア太平洋	251	10	40	300
中南米	5	0	0	5
中東アフリカ	4	0	2	6
合計	2,553	605	196	3,355

エクスポージャー別
グローバルETP資産残高

2016年8月末

	資産残高 (10億米ドル)
株式	2,553
先進国	2,303
途上国	250
債券	605
投資適格社債	157
ハイイールド債	58
ブロード	104
その他	286
コモディティその他	196
合計	3,355

プロバイダー別
グローバルETP資産残高

2016年7月末

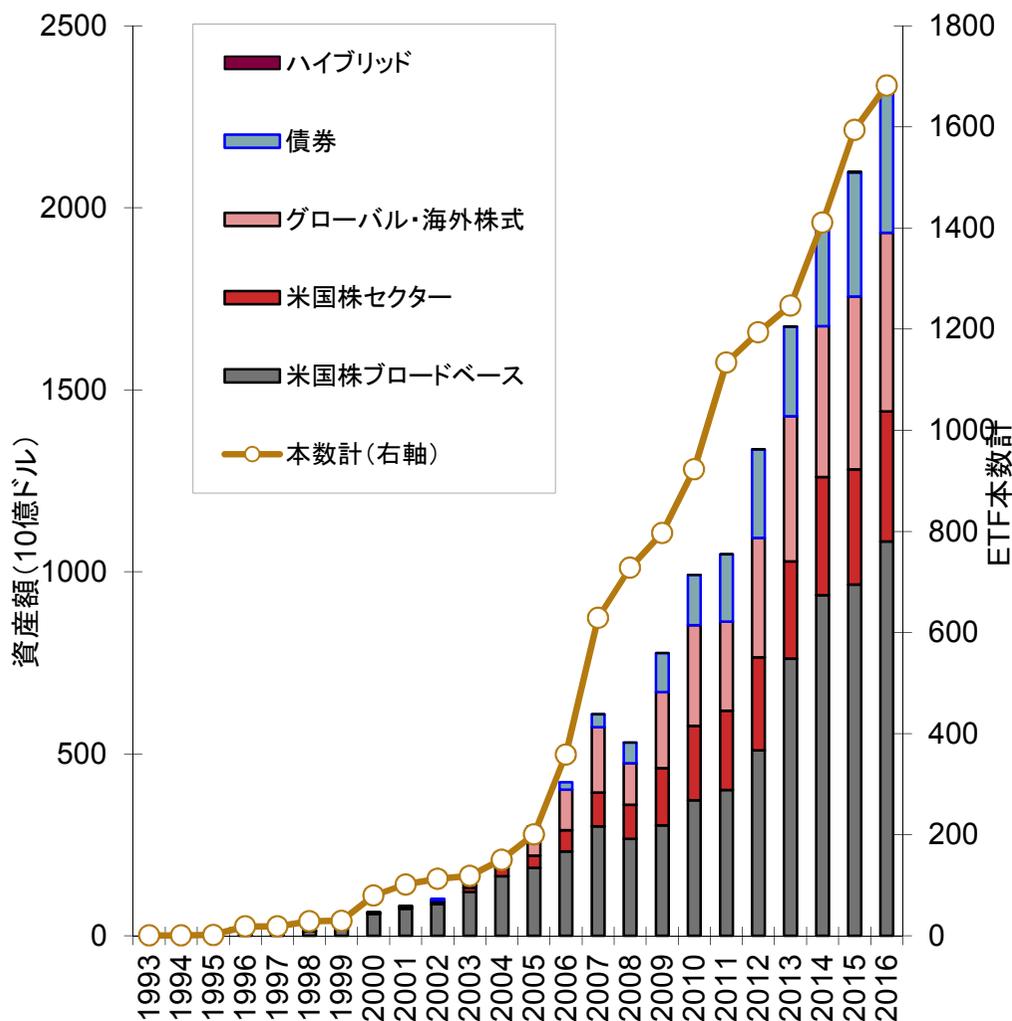
プロバイダー	資産残高 (10億米ドル)	シェア%	ETP数
iShares (ブラックロック)	1224.5	37.0%	795
バンガード	595.8	18.0%	136
ステート・ストリート	495.1	14.9%	280
インベスコ・パワー シェアーズ	108.9	3.3%	219
ドイチェ・アセット (db x-trackers)	80.3	2.4%	302
野村グループ	72.7	2.2%	71
リクソー／ソシエテ ジェネラル	52.4	1.6%	222
チャールズ・ シュワブ	51.3	1.5%	21
ウィズダムツリー	40.9	1.2%	190
ファースト・トラスト ・ポートフォリオ	39.3	1.2%	129
その他	550.8	16.6%	3,719
合計	3,312.0	100.0%	6,084

1. 個別証券投資からバスケット投資あるいはポートフォリオ投資へ
2. (ETFを活用して)銘柄分散、セクター分散、国際分散、ロング・ショート取引など、リスクの分散あるいはリスクの中立化が可能となる
3. 証券市場の投資家がコモディティ市場などにアクセスできる
4. ETFの価格形成、資金流出入などがアンダーライニング証券(原資産、原証券)の取引との間で情報のフィードバック・ループを形成

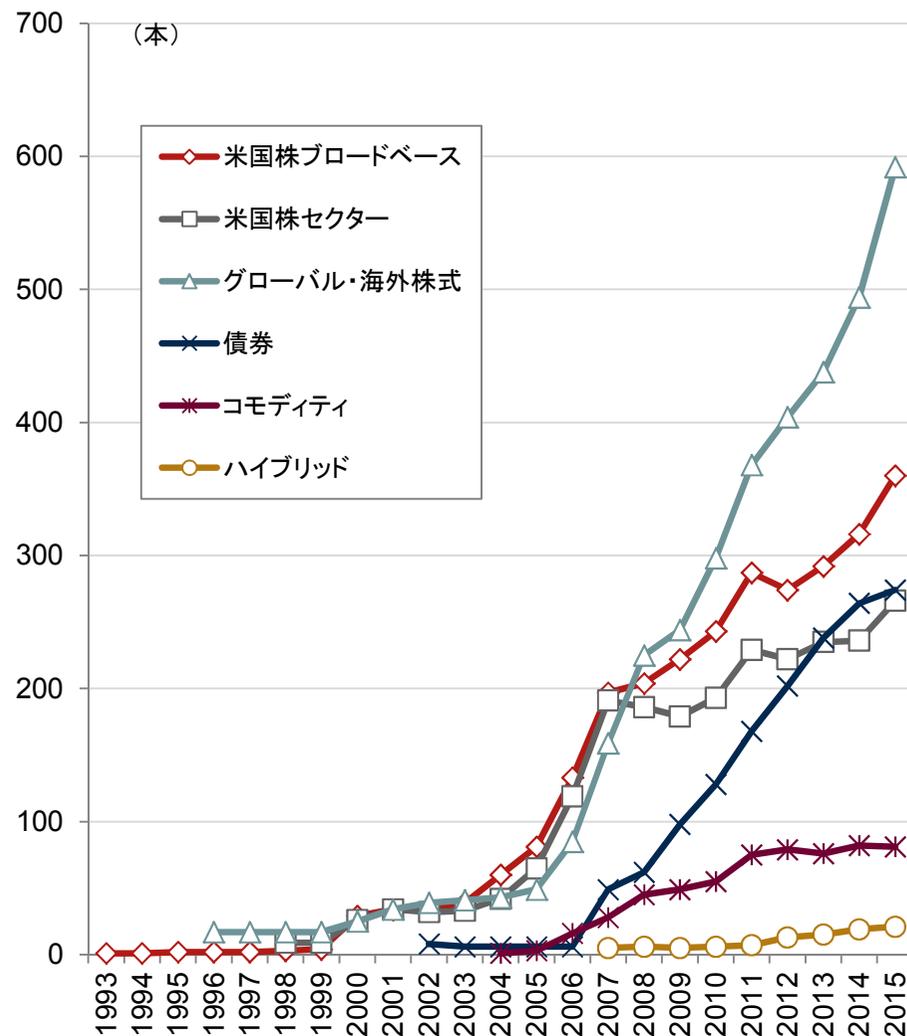
ETF: 米国投信市場におけるイノベーション

■ 米国では2000年代にETFの多様化が進展

米国ETF資産残高の推移(各年末)



米国ETF市場：連動指数別に見た上場本数の推移(各年末)



(注) 2016年データは7月末値。米国株セクターの資産残高データにはコモディティETFを含む。ハイブリッドETFは、株式・債券の両方に投資するETF
 (出所) 米国投資信託協会 (ICI) 資料より野村資本市場研究所作成

主要な米国ETF(資産ランキング)

- 資産額1位のSPDR S&P 500 ETFは2000億ドルの巨大ファンドへ
- 金価格連動型、債券指数連動型(ハイイールド債、インフレ連動債など)、REIT指数連動型など多彩。

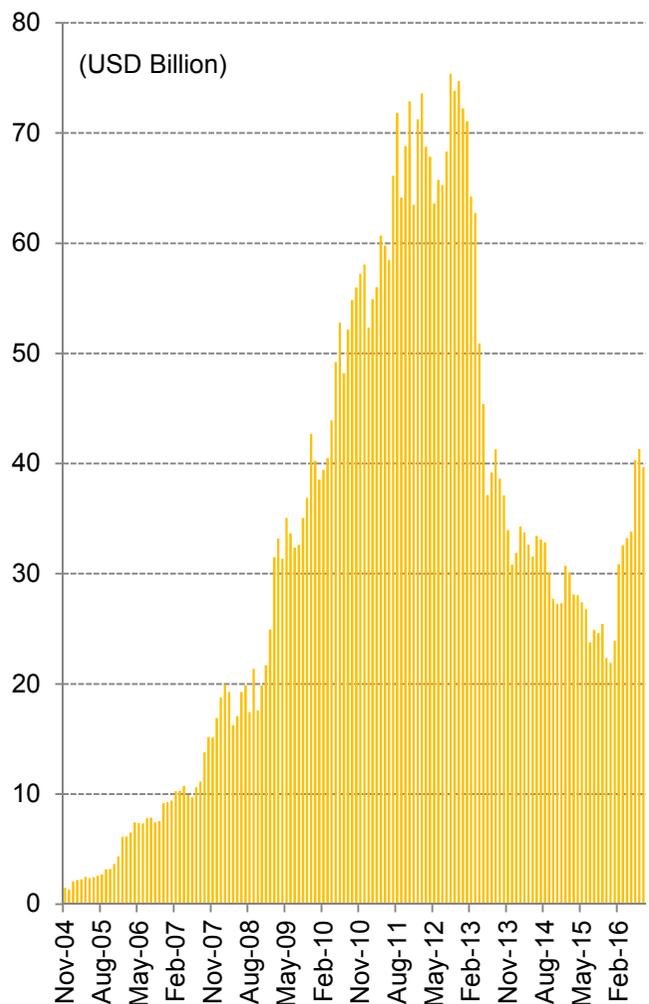
米国ETF:純資産ランキング(2016年8月末時点)

	ファンド	ティッカー シンボル	資産 (10億ドル)	平均出来高 ('000ユニット)	経費率 (%)	運用 開始年
1	SPDR S & P 500 ETF	SPY	199.99	84,241	0.09	1993
2	iShares Core S & P 500 ETF	IVV	78.57	2,531	0.07	2000
3	Vanguard Tot Stk Mkt Idx ETF	VTI	64.54	1,394	0.05	2001
4	iShares MSCI EAFE ETF	EFA	59.43	20,352	0.33	2001
5	Vanguard 500 Index ETF	VOO	51.12	481	0.05	2010
6	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	VWO	42.12	20,050	0.15	2005
7	iShares Core US Aggregate Bond ETF	AGG	41.29	3,025	0.07	2003
8	SPDR Gold Shares	GLD	39.69	13,258	0.40	2004
9	PowerShares QQQ Nasdaq 100	QQQ	39.66	16,017	0.20	1999
10	Vanguard FTSE Developed Markets ETF	VEA	36.11	5,654	0.09	2007
11	Vanguard REIT ETF	VNQ	35.43	5,003	0.12	2004
12	iShares iBoxx \$ Inv Grade Cor B ETF	LQD	33.06	5,300	0.15	2002
13	Vanguard Total Bond Market ETF	BND	32.28	1,911	0.06	2007
14	iShares MSCI Emerging Markets Index Fund	EEM	30.85	98,691	0.69	2003
15	iShares Russell 1000 Growth ETF	IWF	30.29	1,705	0.20	2000
16	iShares Russell 1000 Value ETF	IWD	30.12	1,690	0.20	2000
17	iShares Core S & P Mid-Cap ETF	IJH	29.96	1,174	0.12	2000
18	iShares Russell 2000 ETF	IWM	28.00	28,605	0.20	2000
19	Vanguard Value ETF	VTV	22.93	619	0.08	2004
20	Vanguard Div Appreciation ETF	VIG	22.52	555	0.09	2006
21	Vanguard Growth ETF	VUG	21.54	491	0.08	2004
22	iShares Core S & P Small-Cap ETF	IJR	20.55	749	0.12	2000
23	iShares TIPS Bond ETF	TIP	18.48	679	0.20	2003
24	Vanguard Short-Term Bd Idx ETF	BSV	18.26	1,203	0.09	2007
25	iShares US Preferred Stock	PFF	17.77	2,741	0.47	2007
26	SPDR S & P MidCap 400 ETF	MDY	17.28	1,038	0.25	1995
27	iShares iBoxx \$ Hi Yld Corp Bd ETF	HYG	16.45	16,912	0.50	2007
28	Financial Select Sector SPDR	XLF	16.33	45,784	0.15	1998
29	iShares Select Dividend ETF	DVY	16.26	572	0.39	2003
30	iShares Russell 1000 ETF	IWB	16.19	881	0.15	2000

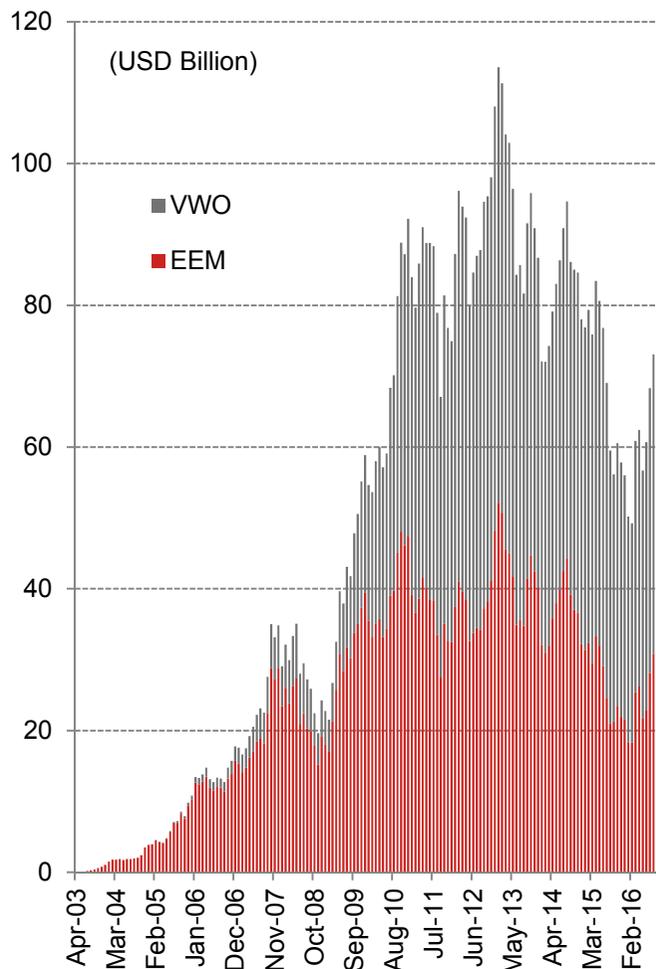
ETFが切り開いたアセットクラス

■ コモディティ、エマージング株式を対象とするETFが市場拡大を牽引してきたが、2013年以降減速あるいは乱高下傾向も

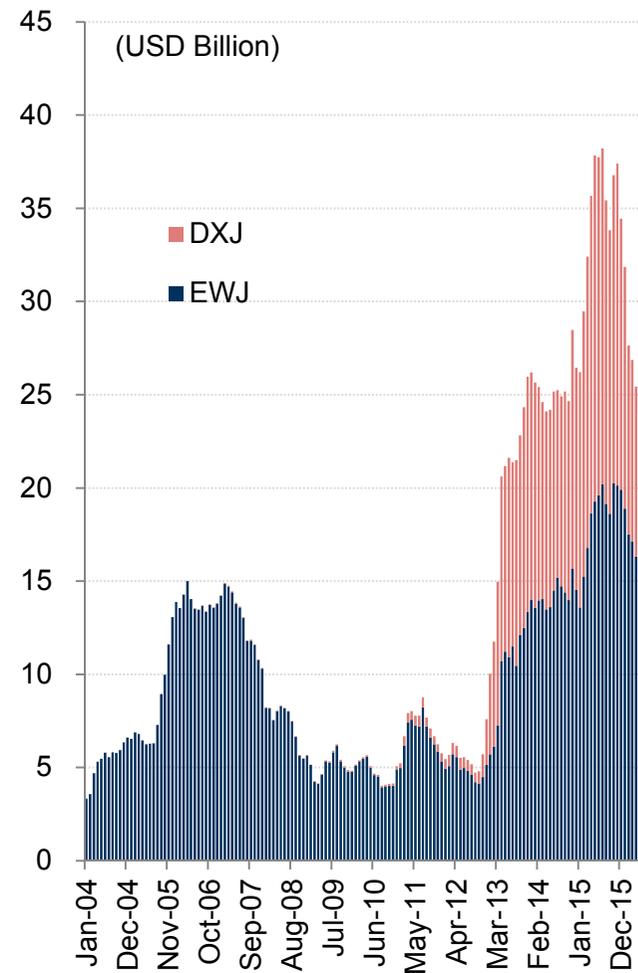
金連動型ETF (SPDR Gold Shares: GLD)
:純資産推移



エマージング市場株価指数ETF
(iShares: EEM and Vanguard: VWO)



日本株ETF
(MSCI: EWJ vs スマートベータ: DXJ)



(注) 月次終値ベース。2016年8月まで。
(出所) Bloombergより野村資本市場研究所作成

(注) iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM)はMSCIエマージング指数に、Vanguard FTSE Emerging Markets ETF (VWO)はFTSEエマージング指数に連動している

米国ETF市場の構造変化

【プロダクト面の革新】

- 現物出資型ETF以外のプロダクトの開発・拡大：債券ETF、コモディティETF、レバレッジETF、インバースETFのように、先物取引、スワップ取引によって原資産価格に連動しようとする構造。
- アクティブETF、スマートベータETFのように、一般的な時価総額加重型指数でないインデックスに連動するETF、あるいは銘柄スクリーニング手法を前面に出すETFも登場。

【ディストリビューション側での変化】

- 投資一任サービス：SMAやラップ口座のスリーブファンドとしてのETF活用。ETFラップ(ETFアドバイザー)の開発も。
- オンライン証券、ロボアドバイザーを通じたETFの販売

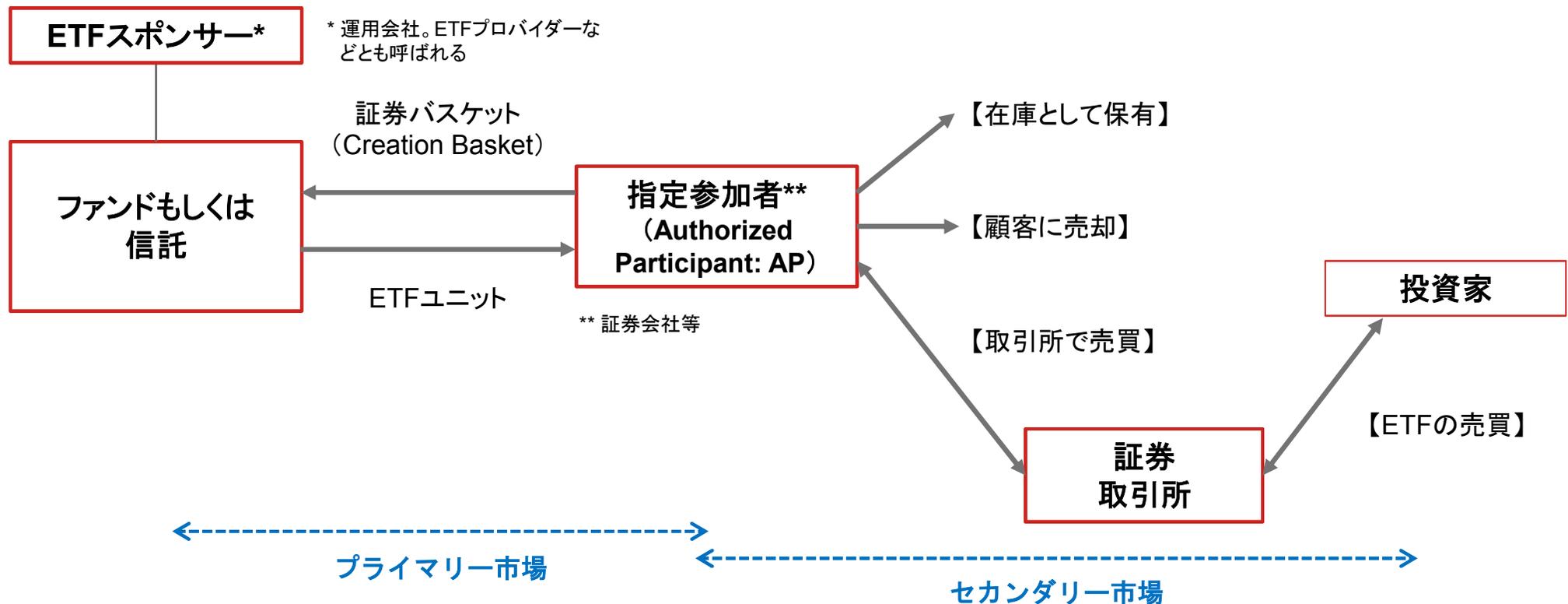
【ETFのセカンダリー市場】

- 米国ETFのセカンダリー市場では、NYSEアーカ取引所のシェアが高い。
- 平均日次売買代金などで見たセカンダリー取引の状況では、資産規模で世界最大のSPDR S&P 500(SPY)と2位以下のETF、さらには中小ETFの間に、かなりの格差が見られる
- 債券ETF、バンクローンETFなどでは、ETFユニットの売買高とアンダーライニングの原資産の売買高に格差があることが指摘されている

ETFの構造： 現物出資型 (In-kind) 発行・償還プロセス

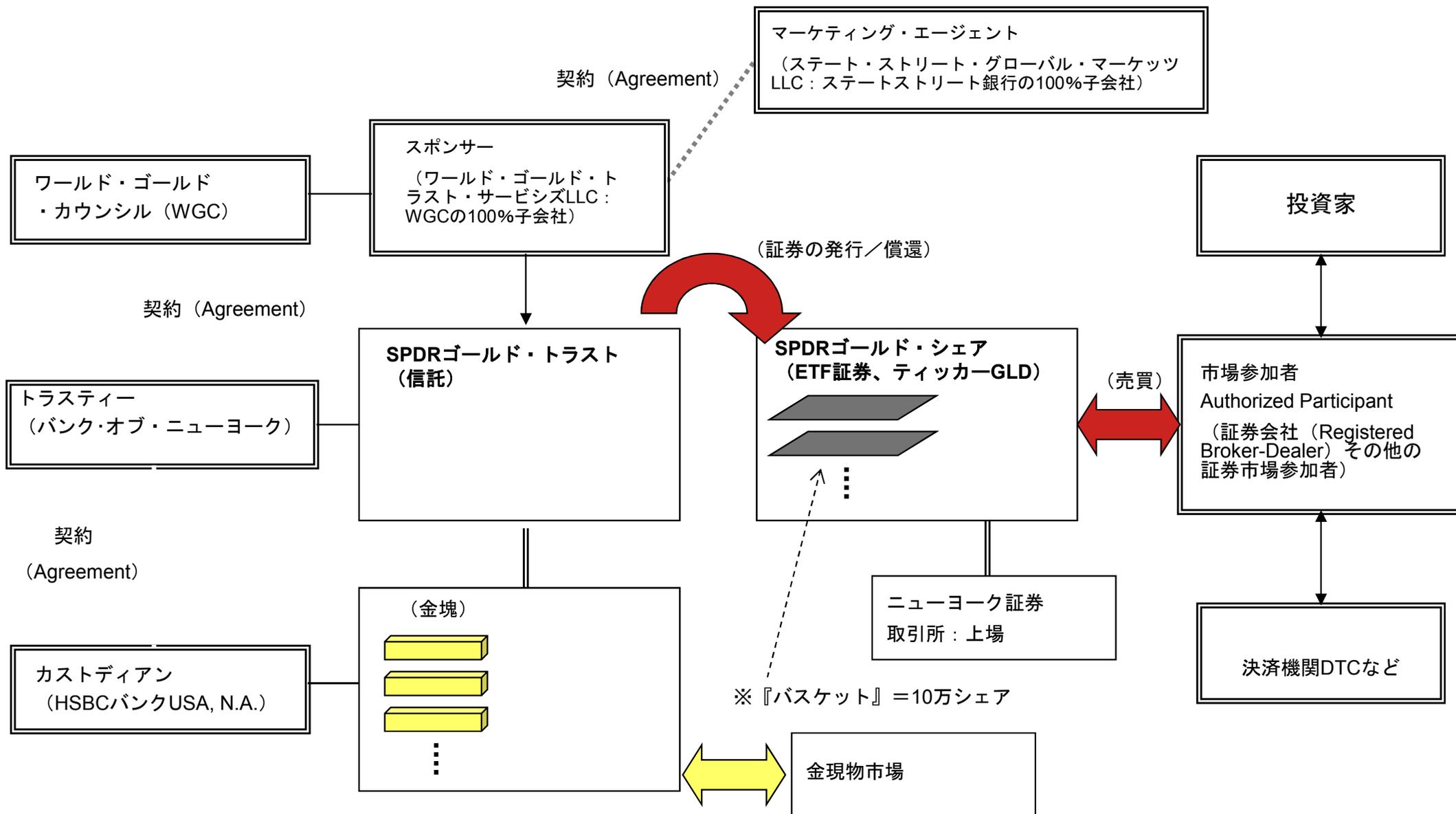
- 指定参加者 (Authorized Participant: AP)： 一定の基準を満たしたクリアリング・ブローカー・ディーラー。ETFスポンサー (運用会社) との間でETF受益証券の設定 / 償還プロセスを行う。
- APは指数を構成する原証券を集めたバスケット (Creation Basket/Unit、設定単位) をETFスポンサーと交換することにより、ETF受益証券 (ETF Unit) を発行する (同じプロセスを逆にたどることによりETF受益証券を償還することができる)

ETF (一般的な株式型) の発行プロセス



(参考)金現物連動型ETFの構造

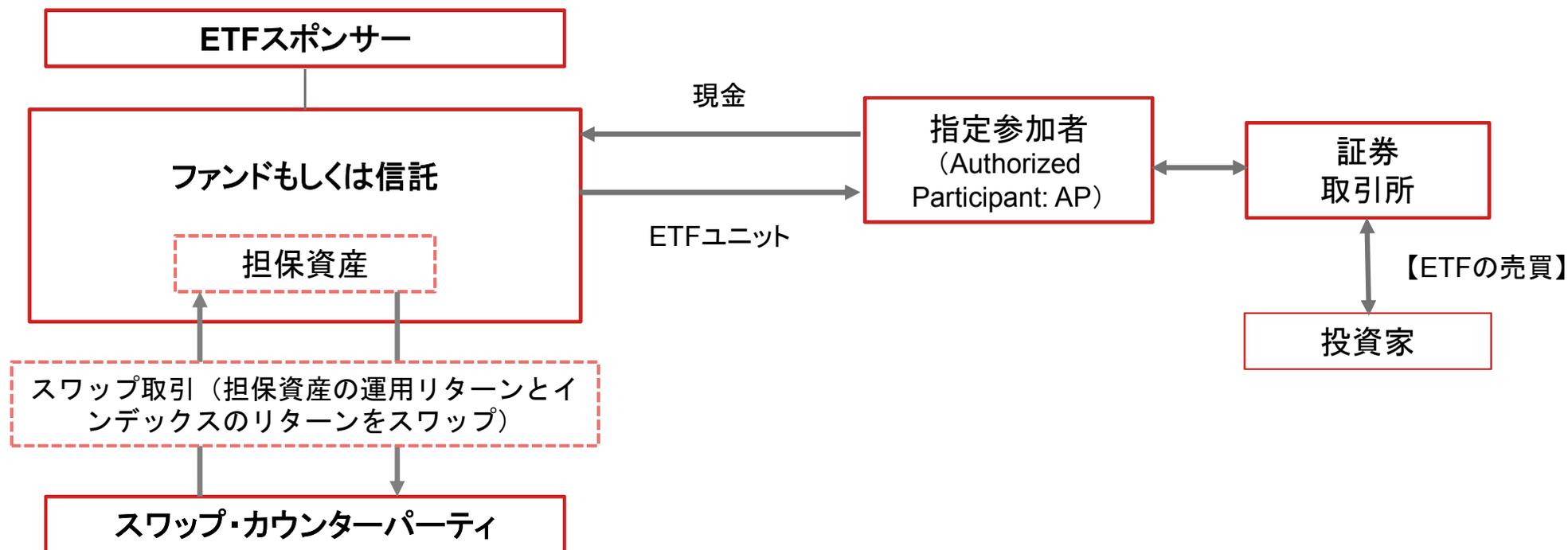
金現物連動型ETF SPDR Gold Sharesの仕組み



シンセティック型ETPの運用の仕組み

- シンセティック型ETP (Exchange Traded Product) : ETFの他、ETNs (Exchange Traded Notes) やETCs (Exchange Traded Commodities/Currencies) などを含む上場金融商品群。現物出資型ETFのように現物資産の裏付けがなく、ベンチマークとなる価格指標に連動することを目指して運用を行う。
- シンセティック型ETFでは、目標とするインデックスのリターンを複製するために、インデックスを構成する銘柄をそのまま取得するのではなく、インデックスに含まれていない証券を含む資産を運用し、そこから得られる運用リターンとインデックスのリターンをカウンターパーティとスワップするという形態などがとられる

シンセティック型ETFの構造(スワップ活用型の例)



ETFの価格調整プロセス

- ETFでは市場価格と基準価格が存在。
- ETFの市場価格がETFの基準価額に対して高くなる場合→ 指定参加者は、株式を市場で調達してETFの設定を行ない、ETFを市場で売却 → ETFは売られ(価格が下がる)、株式は買われる(価格が上がる)こととなり、両者の価格は均衡する(ケース1)。ETF市場価格が基準価格より安くなる場合には、逆のプロセスが発生(ケース2)。

(ケース1)ETF株価がNAVに対してプレミアム状態になっている



(ケース2)ETF株価がNAVに対してディスカウント状態になっている



ETFを巡る規制当局の動向

- 2009年頃： 米国で非伝統的なETFがリテール投資家に販売されることへの懸念が表明される(後述)
- 2011年頃： 複数の国際機関が、シンセティック型ETF(デリバティブを活用した複雑な構造のETF)やETFによる証券貸借取引の普及への懸念を表明
 - 2011年4月 金融安定理事会(FSB) “Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds”
 - 2011年4月 国際決済銀行(BIS) Working Paper “Market structures and systemic risks of exchange-traded funds” など
- 2013年6月： IOSCO による最終報告書「ETF の規制に係る原則」の公表
 - 集団投資スキーム(Collective Investment Schemes: CIS)として構成されたETFと、CISではないその他の上場商品(Exchange-Traded Products(ETP))を区別
 - ETF がカウンターパーティー・エクスポージャー及び担保管理によって生じるリスクへ適切に対応することを確保するために、各国規制当局に対して、規制を課すことを検討するよう奨励
- 2014～2015年頃： 投信・ETFのファンドへの解約請求の増大と、投資対象となっている資産の流動性の間のミスマッチに対する懸念が表明される
 - 2014年4月 国際通貨基金(IMF) 国際金融安定性報告書
 - 2015年3月 スタンレー・フィッシャー連邦準備制度理事会(FRB)副議長 など

ETFを巡る規制当局の動向

- 2015年秋以降： 同年8月に発生した米国株式市場の異常なボラティリティを踏まえ、米国でETFと市場構造に関する議論が活発化
- 2015年6月12日： SECがETPに関するパブリックコメント募集を開始(Release No. 34-75165)。2016年1月14日までに40件のコメントが寄せられる。
 - Request for Commentでは下記について問題提起
 - (A) 裁定と価格形成： 日中の価格形成、Intraday Indicative Valueの算出方法、原資産ポートフォリオの価値との関係、低流動性資産が原資産であるときの価格形成メカニズムなど
 - (B) 証券法適用除外とNo-Action Positions： ETNに対するレギュレーションMの適用除外、証券法11条(d)(1)の適用除外など
 - (C) 上場基準
 - (D) 販売行為と投資家の理解およびETPの活用： 個人投資家の投資実態、証券会社の顧客への説明など
 - (E) その他の課題： ETP市場の拡大の理由、ETPの将来、SECのデータの活用など
- 2016年6月： FSBが資産運用業の構造的脆弱性に係る政策提言を発表。

ETFを巡る規制当局の動向： 最近の米SEC幹部の発言①

2015年10月15日 ルイス・アギラーSEC委員

「市場はETF市場の急成長をどのように受け入れることができるのか(How Can the Markets Best Adapt to the Rapid Growth of ETFs)」

(抜粋)

「... 私がSECが今後調査していくことを望むいくつかの問題は、下記のようなものである:

- ETFのポートフォリオ資産の相当数が取引停止になった場合、ETFの取引も停止される？
- 急性のボラティリティが発生した際に、過剰な回数取引停止のトリガーとなることなく、ETFの裁定メカニズムが機能するよう、値幅制限ルールを修正する必要があるか？
- 我々は、価格変動の深刻さよりも、取引停止に陥った銘柄の数に基づいてサーキットブレーカーを設定すべきか？
- いつ取引が停止されるかに関する潜在的な不確実性は、ETFの効率的な価格形成を妨げるか？ ... 値幅制限の帯域は、誤った取引に関するガイドラインと調和をとるべきか？ .
- 我々は、どのように、主要上場市場の寄り付きにおいて、より良い透明性と適時性を確保できるか？ ニューヨーク証券取引所で使われているようなマニュアル手続きはどのような役割を果たすべきか？
- ETFの流動性供給者を、急激なボラティリティが発生している間にも、市場参加させるにはどのようにインセンティブ付けをすべきか？
- ETFの成長と、低流動性資産クラスへの拡散は、ETFの裁定・価格形成メカニズムにどのような課題を生み出しているか？ ... 我々は低流動性ETFに対して、純資産価値(NAV)に対するプレミアムやディスカウントでETFを取引するNAVベースの取引など、代替的な価格形成手法を許容することを検討すべきか？ ... 」

ETFを巡る規制当局の動向： 最近の米SEC幹部の発言②

2016年2月19日 カラ・スタインSEC委員

『SECスピークス』会議における講演「2016年のSEC」

(抜粋)

「... ETFは疑いなく、多くの一般投資家(mom-and-pop investors)に、利便性と選択肢を提供してきた。しかし、いくつかのETFの複雑性は、平均的な投資家にとって理解し難いものになっている。

...いくつかの新プロダクトは、業界内の一部ではエキゾチックとかイノベーティブと呼ばれている一方で、他の人たちからは毒性(toxic)と説明されている。私は、これら一部の新プロダクトに投資している人々は、リスクを十分に理解していないのではないかと怖れている。

... プレインバナナな株価指数連動ETFでさえ、2015年8月24日のイベントで見られたように、予期されていない、もしくは完全に理解されていないリスクを抱えている。... その日、多くのETFが、予測不能な、ボラティルな形で変動した。ETFは、資産クラスとして、企業株式よりも大きな取引量増加と、より激しいボラティリティを経験した。全ETFの20%近い銘柄で、異常に高い価格変動がみられた米国株に投資している499本のETFの40%強が取引停止となった。取引停止となったETFの投資対象、規模、時価総額はさまざまであった。

... (今後)第一に、我々はETFの取引とオペレーションを促進する指定参加者(AP)およびマーケットメイカーの役割を、注意深くレビューする必要がある。

... 第二に、我々は、ETFに関する説明責任と、投資家保護を向上する機会を、特にリテール投資家に対する大きなリスクからの保護という観点から、追い求めつづけなければならない。

... 最後に、我々はETFの成長と革新を踏まえて、ETFとそのほかの上場商品との横断的な規制のためのロードマップを考える必要がある... 」

ETFを巡る規制当局の動向： 最近の米SEC幹部の発言③

2016年5月20日 メアリー・ジョー・ホワイトSEC委員長

ICI(投信協会)年次大会での基調講演「投資信託規制の未来」

(抜粋)

- 流動性、デリバティブに関する最近の規則策定

「... 2015年12月、我々は投信、ETFを含む登録投資会社が活用するデリバティブ規制を向上する重要な規則を提案した。具体的にはファンドが活用できるレバレッジの量に制限を設け、リスク管理手法を導入することをファンドに求める規制である....」

- さらなるETFのレビューの必要性

「...SECスタッフは、2010年5月のFlash Crashと、2015年8月24日のイベントの分析にフォーカスし、どのように我々がETFを規制すべきかに関する幅広い示唆を得てきた。また指定参加者とマーケットメイカーの役割と彼らの流動性への影響についても分析してきた。スタッフは、ETF証券とポートフォリオ保有証券の価格形成の相互連関性、およびETFの裁定メカニズムが効率的に機能しないときの投資家への影響についても精査している。さらに、ETFの多様化が進展する中で、証券会社の販売実務と、投資家がどのようにETFを理解し、活用しているかに関する考慮も行っている。SECはこれらの課題に対する問題意識を共有化する多くの行動をすでにとっており、さらに規制の必要があれば追加的な情報開示を行う。ETF構造独特の課題を考慮するため、私は、ETF市場関係者、投資家、そのほかの市場参加者からのインプットを期待する...」

- テクノロジーとサービスプロバイダーの活用

「...テクノロジーおよびサービスプロバイダー活用のリスクは...(中略)...2015年8月24日のイベントの際、あるファンドサービス会社がタイムリーにNAV計算ができなかったこと、ETFの現物設定・解約のためのバスケット取引を実施できなかったことによって顕在化した...」

1. 株式市場構造とETF
2. ETFの多様化・複雑化に係る課題
3. リテール投資家へのETF販売に係る課題

米国株式市場の混乱とETF

2010年5月6日の「フラッシュ・クラッシュ」

- ETFの価格が現物価格をはるかに上回る勢いで急落
- 同日14:40時点の価格から60%以上乖離し、取引が取り消されることとなった銘柄326のうち、ETFが227銘柄を占めた。前日終値から100%近く下落した約200銘柄のうち160銘柄以上がETF。
- 単一銘柄サーキット・ブレーカー制度 (Single-Stock Circuit Breaker: SSCB)、Erroneous trade (誤発注) の取り消し制度の導入などが図られる

2015年8月24日の「フラッシュ・クラッシュ」(異常な価格変動)

- 全ETPの19%程度の銘柄が20%超の大幅下落。
- 一見、同様の動きを示すはずのブロードベース指数連動ETFの間で、異常な株価変動。
- 1278回の値幅制限 (Limit Up, Limit Down: LULD) による売買停止のほとんどがETPで発生。327銘柄のETPで計1058回の値幅制限が発生 (同一銘柄で複数回の値幅制限が発生)。比較的、時価総額の小さなETPで多くのLULDが発生。
- 一方で、859銘柄のETPは10%未満の価格変動しか発生しなかった。また、1226銘柄のETPはLULDによる売買停止が一度も発生していない。

米国ETFの多様化・複雑化に伴う課題

アクティブETFを巡る動向

- アクティブETF： 2008年に債券ETFで先に登場。2014年11月、SECがイートン・バンスのノン・トランスペアレント・アクティブETFを承認。
- 保有銘柄の開示は四半期毎。日次の取引は純資産価額に対するスプレッドを示して行う（NAV-based Trading）。
- イートン・バンスはETMF（Exchange Traded Managed Funds）もしくは「NextShares」ブランドとして展開を表明。
- 第1号となるThe Eaton Vance Stock NextShares（EVSTC）は、2016年2月26日に上場取引開始（ナスダック）。
- その他のETFでも、銘柄スクリーニングが厳格になる中で一種の『アクティブ化』が起きている： スマートベータETF、バイバック（自社株買い）ETFなど。

ETFのセカンダリー売買高の格差

- 活発な新規組成（一方でシードキャピタルは縮小傾向）の結果、純資産額、セカンダリー取引高の小さなETFが多数生まれているとの指摘。
- 特に2015年は43社の運用会社がETF市場に新規参入したことが話題に。

“Record number of companies launch exchange traded funds”, Financial Times, January 3, 2016

- セカンダリー取引の少ないETFの存在： XTF社によれば、米国上場ETFの28%で、日次平均売買高が5000株／日を下回る状況（2014年は同じ比率は20%だった）。マーケットメーカーの確保に困っている新規ファンドもある。

“New ETFs face more skepticism from financiers”, Reuters, June 9, 2016

米国ETFの多様化・複雑化に伴う課題(2)

債券ETFを巡る問題

- 2009年9月、SECがPIMCOトータル・リターンETFの保有債券の評価方法に関する調査を行っていることが公に
- 債券ETFとアンダーライニング証券の流動性格差 (Liquidity Mismatch)
- BlackRockの“Bond ETFs: Benefits, Challenges, Opportunities” (July 2015) : 米国の債券ETFでは、(1)毎日の設定／解約量(代金)はETFユニットの平均日中売買代金(ADV)よりはるかに小さい、(2)債券ETFのADVは社債などのアンダーライニング証券のADVよりはるかに小さい、(3)リーマンショックの際には債券ETFの売買高が増加し、むしろ社債市場の流動性を支える役割を果たした、(4)Taper Tantrumの発生(2013年5月)やビル・グロス氏のPIMCO退社(2014年9月)などのストレス時にも債券ETFは価格発見機能を果たし続けた。
- ETFには「ファースト・ムーバー・アドバンテージ(早く解約した人が有利)」が存在しないため、APが一斉に退出するなどのイベントが発生しない限り、債券ETFが流動性危機を引き起こすことは考えられない。

流動性管理に係る新規則導入

- 2015年9月22日、SECは投信およびETFの流動性リスク管理プログラムに係る規則案を採択。TLA比率(3営業日流動性資産の最低保有率)や非流動性資産15%制限などの基準を提示。
- ETFプロバイダーとICIはETFの構造上の違いから本規則案はETFとは関係ないとパブリックコメントで主張。
- しかし、APが証券の売却に応じない場合やAPにもなりえる証券会社が債券の在庫保有を圧縮していることなどから、依然としてSECは債券ETFの流動性(保有証券の売却可能性)を懸念している、という報道も。“SEC Raises Concerns About Bond ETFs”, Wall Street Journal, Feb 7, 2016

米国ETFとデリバティブ活用に関する課題

- 2015年12月11日、SECは、投信、ETF、クローズド・エンド・ファンド等を含む登録投資会社によるデリバティブ活用に関する規則案(デリバティブ規則案)を採択
- 「エクスポージャー・ベースド・ポートフォリオ上限(EBPL: Exposure-Based Portfolio Limit)」もしくは「リスク・ベースド・ポートフォリオ上限(RBPL: Risk-Based Portfolio Limit)」のどちらかの制限を受ける
 - EBPL: デリバティブ取引等によるエクスポージャーの上限を純資産総額に対して150%とする
 - RBPL: ファンドが「バリュー・アット・リスク(VaR)テスト」に合格し、デリバティブ取引によって当該ファンドのマーケット・リスクが減少している場合、デリバティブ取引等によるエクスポージャーを純資産総額の300%まで許容する(主にデリバティブ取引をヘッジ目的に活用しているファンドに対するもの)
- SECのサンプル調査によれば、EBPLに抵触しているオルタナティブETFは10本(調査対象の約45%)、28億ドル(調査対象の約65%)、トラックする原資産の日次収益率の2倍から3倍(もしくはマイナス2倍からマイナス3倍)の収益率を提供するレバレッジETF及びインバースETFに影響を及ぼすことが示された。

非伝統的な米国ETFとリテール投資家を巡る課題

- 2009年6月11日：FINRA、Regulatory Notice 09-31を発出。
 - NASD Rule 2310が求める適合性や、広告、内部統制、研修などについて会員企業に周知。
- 2009年8月19日：SEC(及びFINRA)、レバレッジド・インバースETFに関するInvestor Alert and Bulletinsを発出。
 - とりわけ、レバレッジド(インバース)ETFの指数計算は、日次で『リセット』されること(つまり、投資期間中に累積するわけではないこと)を投資家に注意喚起。
- 2012年5月1日：FINRA、レバレッジドETFなどの販売に関して、シティグループ・グローバル・マーケット、モルガン・スタンレー、UBSフィナンシャル・サービス、ウェルズ・ファーゴ・アドバイザーズの4社に合計910万ドルの課徴金を科す。
 - 適切な内部監督体制を整備せず、リテール投資家へのレバレッジドETF等の販売に係るリスク・特性の観点でのデューデリジェンスを行っていなかったこと、あるいは保守的な投資方針を持つ投資家に不適切な推奨を行ったことに対して。2008年1月～2009年6月というとりわけボラタイルな時期の取引を問題視。
 - UBSはレバレッジド・インバースETFの販売を停止、他の3社はガイドラインや研修プログラムを整備した上で販売継続。
- 2016年6月8日：FINRA、オッペンハイマー & Coによる非伝統的なETFの不適切な販売への処罰(225万ドルの課徴金及び71.6万ドルの賠償)を発表。
 - 2009年8月から2013年9月までに行われた3万回以上のETF取引
 - オッペンハイマーは2009年8月にレバレッジドETFなどの販売に係る内部規則を策定していたが、適切に運用していなかったことを指摘)

資料取り扱いに関する重要事項

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。