

月刊 資本市場

3 Mar.
2011
No. **307**

■論文——■

金融ADR制度の本格稼働と今後の展望

ETFの法的構造及び法規制の概要

香港から見た人民元国際化の進展

■短期金融市場レポート——■

日銀が景気判断を引き上げる状況におけるCP市場の動向

■連載——■

アジア株式市場のいま (第11回)

■講演録——■

経済情勢について—21世紀は「陸と海との戦い」

ドイツの州議会選挙のインパクト／上場企業にMBO相次ぐ／世界の取引所再編、第2幕／
鉄鋼再編を機に取引活発化／中東・アフリカリスクは本当に「買い」か

ETFの法的構造及び法規制の概要



アンダーソン・毛利・友常法律事務所

弁護士 樋口 航

弁護士 長瀬 威志

ETF (exchange traded fund ; 上場投資信託) は、1995年に日本初の商品が登場して以来15年以上の歴史を有し、2010年12月現在、東京証券取引所(以下「東証」という。)上場銘柄97本、大阪証券取引所(以下「大証」という。)上場銘柄16本の合計113本を数えており、上場不動産投資信託(REIT)の本数

(東証：35本)と比較しても、今やわが国投資家の重要な投資対象の1つとなっているといえることができる。

しかしながら、ETFは、法的には投資信託でありながら通常の株式と同様に取引所で取引されることから、投資家から見るとその金融商品としての法的構造が分かりにくく、また適用される規制についての知識を投資家が十分に有しているとはいえない。また、ETFの法的構造及び法規制等について触れた文献も少ないようである。そこで、本稿は、ETFについて、主として投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という。)に基づき設定される内国ETFを念頭に置きつつ、ETFの概要及びETFに対する開示規制、業規制等各種法規制を紹介することを主な目的とする。

さらに、外国投資信託である外国ETFや、社債、株式等の振替に関する法律(以下

目次

1. ETFとは
2. 内国ETFの概要
3. 内国ETFに関する金商法上の開示規制等
4. 内国ETFに関する投信法上の規制
5. 内国ETFの関係当事者に対する業規制
6. 外国ETF、商品現物型ETF等、内国ETF以外のスキーム
7. 証券保管振替機構におけるETFの取扱い
8. 最後に

「振替法」という。)の改正により、2010年7月1日より振替法の適用を受けることとなった受益証券発行信託の形式による内国商品現物型ETF(2010年7月2日、第一号ファンドである純金上場信託(現物国内保管型)等4銘柄が東証に上場)等についても簡単に触れたい。

■ 1. ETFとは

(1) 概要

ETFとは、Exchange(金融商品取引所に上場され) Traded(取引されている) Fund(ファンド)の略称である。わが国の法令にはETFの定義は存在しないが、東証等の金融商品取引所の各規則において定義がなされている(注1)。その詳細については下記1(3)にて述べるが、一般的には、「株価指数連動型上場投資信託」を指す文脈で用いられ、①「株価指数」(注2)等特定の指標に連動する②「投資信託」であって、取引所に③「上場」されている運用商品を指すものとして用いられることが多い(注3)。

かかる呼称にも示されているように、ETFには以下の特徴がある(注4)。

①「株価指数」等、市場の“平均点”に連動するETFは、市場の“平均点”そのものに投資を行うインデックス運用型の商品であり、その結果、一般の(インデックス運用ではない)投資信託よりも信託報酬等のコストが低い。

②ETFは、多数の投資家から資金を集め、1つのファンドとして運用することで数多くの銘柄に投資する仕組みである「投資信託」であるため、一般の投資信託と同様、数万円単位の小額から投資ができる。

③ETFは「上場」されているため、上場株式と同様、取引所を通してリアルタイムで売買が可能である。

以上より、ETFとは、つまるところ「取引所に上場されたインデックス運用型のファンド」ということができ、アクティブ型の投資信託よりもコストが低く、分散投資が可能であって上場株式と同じように売買ができる商品であり、小額から投資可能であり受益者に分配金が支払われるというメリットから、近年注目を集めている。

(2) 日本におけるETFの歴史

ア 1995年 日本初のETF(「日経300株価指数連動型上場投資信託」)の登場

日本に初めてETFに相当する商品が登場したのは、1995年5月であった。東証及び大証に上場された「日経300株価指数連動型上場投資信託」がそれである。しかしながら、この商品は、現物設定を認めず、追加設定や交換が1,200万口以上に限られるという性格から、ETFの持つ安い手数料でインデックス運用を可能にするというメリットが十分に活かされず、導入後の相場環境が良好であったにもかかわらず、出来高が低迷し、現在はほとんど取引されていない(注5)。

イ 2001年 株価指数連動型ETF（現物 拋出型ETF、「TOPIX連動型上場投資 信託」）の登場

そこで、証券市場活性化策の一環として2001年に現物拋出型ETF（注6）が導入された（注7）。しかしながら、株式市場活性化や株式の需給調整のためのものとして制度がスタートしたことから、導入当初は、日経平均株価、TOPIX、日経300、S&P/TOPIX150という4つの指数に連動するものしか認められていなかった（注8）。

その後、2002年に特定の業種別ETF（「東証銀行業株価指数連動型上場投資信託」）が登場したが、特定の株価指数との連動を目指すETFしか組成できないという枠組み自体は変わらず、国内市場の活性化には至らなかった。

ウ 2008年 ETFの多様化を目的とした 投信法改正

2008年6月27日、ETFの多様化のための投信法施行令及び投信法施行規則の改正が公布・施行された。この改正により、①従来、株式に限定されていた現物拋出型ETFの投資対象が有価証券全般に拡大され（注9）、また、②ETFの連動対象指標の個別指定制が廃止された（注10）。

かかる改正後、国内の業種別株価指数や海外の株価指数、商品先物指数、原油や金といった個別の商品（コモディティ）の指数など、国内外の様々な資産の指標や指数に連動するETFが上場されるようになってきている（注11）。

さらに、商品（コモディティ）ETF組成を容易にすべく、同年12月12日に施行された投信法施行令・同法施行規則の改正により、③商品現物と交換可能な投資信託が導入された（注12）。

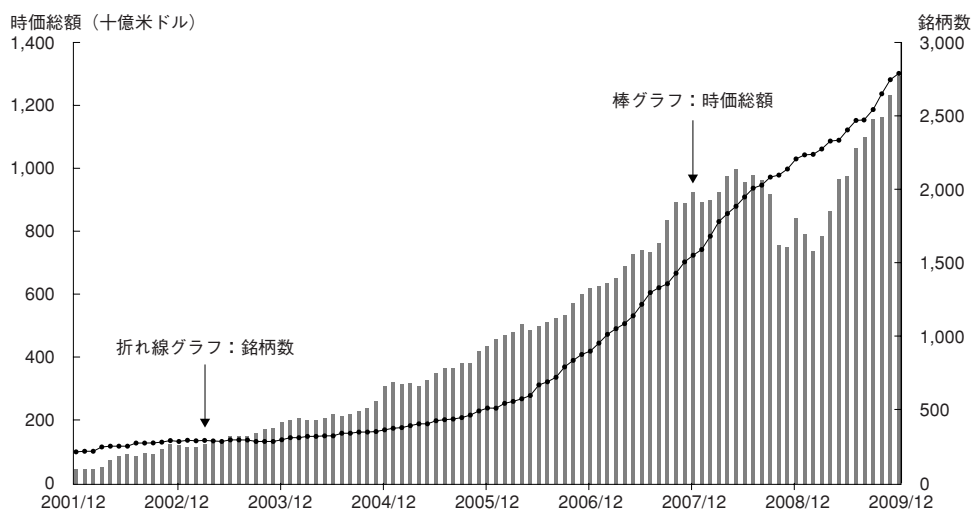
エ 2011年 現在

以上のような証券市場活性化に向けた取組みにより、2006年ごろまでは20本に満たなかったファンド数も、2010年12月現在では、東証の上場ETF銘柄数は97本にまで増加している。

もともと、後記（図表1）のとおり、欧米におけるETFの市場規模に比べると依然として国内ETFの市場規模は非常に小さい。日本でのファンド数は増えてきているが、売買代金は減少傾向が続いており、2009年度の東証のETFの売買代金は2兆円弱と、4年連続の減少となっている。一方、海外ではアメリカを中心に1日当たりの平均売買代金が7兆円弱にまで膨らんでおり、ファンドの本数も2千を超えている。

ETF市場を整備し市場を活性化すべく、東証は2010年度中（2011年3月まで）に上場ETFの銘柄数を100銘柄に増やす目標を立てている（注13）。日本のETF市場が欧米におけるETF市場と同様の活況を呈するためには、今後も質・量ともに充実した商品の組成が必要となる。

(図表1) 世界のETF市場の時価総額・銘柄数の推移



(注) 時価総額は、重複上場銘柄は主市場銘柄のみ2001年12月末から2009年12月末まで月次で集計。

棒グラフが時価総額、折れ線グラフが銘柄数を表す。

(出所) 野村証券金融工学研究センター

(3) 分類・定義

東証有価証券上場規程上、ETFは、①内国ETF、②外国ETF、③外国ETF信託受益証券、④内国商品現物型ETF、⑤外国商品現物型ETF、⑥外国商品現物型ETF信託受益証券の6つに分類されている（東証有価証券上場規程1001条1号）。

それぞれの種類ごとの金融商品取引法（以下「金商法」という。）上の位置づけ及び特徴は後記（図表2）のとおりである。

なお、ETFは大証にも上場されているが、大証「ETFに関する有価証券上場規程の特例」におけるETFの規程内容は東証有価証券上場規程における規程内容とほぼ同様である（注14）ため、便宜上、本稿では東証有価証券上場規程について言及することとした。

2. 内国ETFの概要

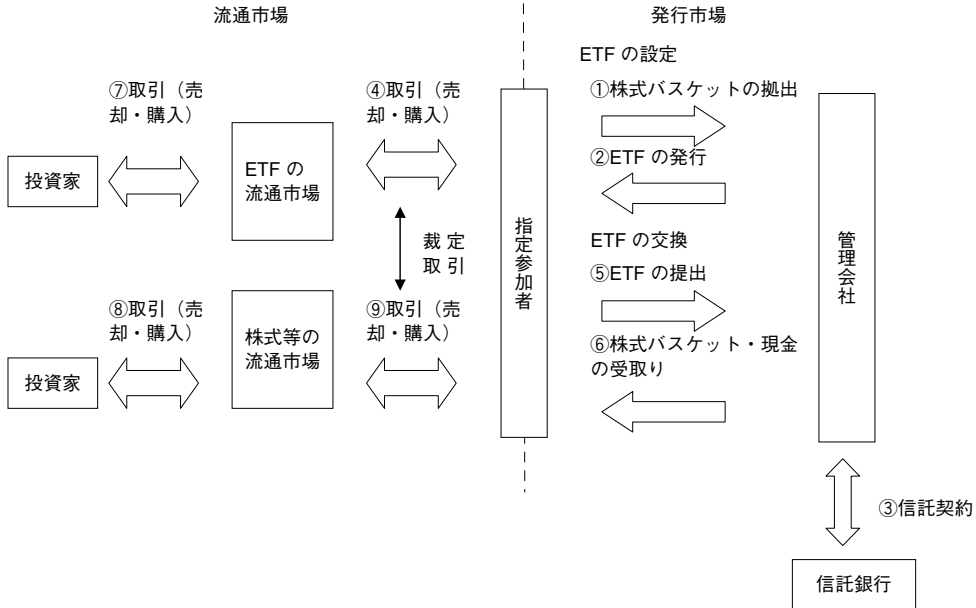
(1) 定義

前述のとおり、内国ETFとは、金商法2条1項10号に規定する投資信託の受益証券であって、投資信託財産等の1口当たりの純資産額の変動率を特定の指標の変動率に一致させるよう運用する投資信託に係るもの（東証有価証券上場規程1001条30号）をいう。ETFとしては最も一般的な形態であり、本稿においてもこの内国ETFを中心に検討を行う。

(図表 2)

種類（東証有価証券上場規程の定義条文）	金商法上の位置づけ	特徴
①内国ETF（1001条30号）	投資信託の受益証券（金商法2条1項10号）	特定の指標の変動率に一致するように運用
②外国ETF（1001条5号）	外国投資信託の受益証券（金商法2条1項10号）又は外国投資証券（金商法2条1項11号）	同上
③外国ETF信託受益証券（1001条6号）	受益証券発行信託の受益証券（金商法2条1項14号）のうち、有価証券信託受益証券（金商法施行令2条の3第3号）	受託有価証券が外国ETFであり、外国ETFと実質的に同様
④内国商品現物型ETF（1001条31号）	受益証券発行信託の受益証券（金商法2条1項14号）	特定の商品の価格に連動することを目的として、主として当該特定の商品を信託財産とする
⑤外国商品現物型ETF（1001条6号の2）	受益証券発行信託の受益証券（金商法2条1項14号）の性質を有する外国有価証券（同項17号）	同上
⑥外国商品現物型ETF信託受益証券（1001条6号の3）	受益証券発行信託の受益証券（金商法2条1項14号）のうち、有価証券信託受益証券（金商法施行令2条の3第3号）	受託有価証券が外国商品現物型ETFであり、外国商品現物型ETFと実質的には同様

(図表3) ETFの2つの市場



(注) 東証ホームページ (<http://www.tse.or.jp/rules/etf/etfinfo.html>) 記載の図を筆者らにて一部改変した。

(2) 内国ETFの特徴・仕組み

～市場の二重構造化

ETF市場は、「発行市場」と「流通市場」の2つの市場から成り立っており、「発行市場」においては設定・交換制度を通じて受益証券の口数が常時変化し得るといった性質を有し、「流通市場」においては常時取引が可能という性質を有している。

ETF市場の際立った特徴は、「発行市場」と「流通市場」の2つの市場が相互に影響し合う点であり、「発行市場」と「流通市場」を跨る裁定取引^(注15)が働き、その結果、効率的な価格形成が働くと考えられている。この点につき、以下、比較的一般的である現物(株券) 抛出型ETFの例を用いて説明する。

その概要については上記(図表3)を参照されたい。なお、以下のアからウにおいて用いる①から⑨の番号は、上記(図表3)における番号と対応している。

ア 「発行市場」

まず、①ETFの組成を行う投資運用業者(投資信託委託業者)である管理会社が、第一種金融商品取引業者(証券会社)である指定参加者から、特定の指数(TOPIX、日経株価指数300、日経平均株価等)に連動するようユニット化された株式^(注16)(その指数の構成に近似した株式ポートフォリオ)の抛受を受け、②その代わりに当該株価指数連動型投資信託の受益証券(ETF)を指定参加

者に発行する（この過程を一般に「ETFの設定」という。）。

このETFの発行はETFの当初の設定時に行われる他、その後も必要に応じて随時行われ得る（一般に「ETFの追加設定」という。）。

ただし、後述のとおり、リンク債型ETFの場合、金銭を拠出することによって受益証券を受け取る仕組みになっている。

他方、③管理会社は受託者である信託銀行と信託契約を締結し、指定参加者より受領した株式を信託契約に基づいて信託譲渡し、その管理を委託する。指定参加者は受け取ったETFを保有し続けるか、又は④流通市場で売却することができる。

また、ETFの設定とは逆に、ETFを当該ETFを構成するポートフォリオに応じた株式に戻すことが可能な仕組みとなっていることが通常である。この場合には、ETFの設定とは逆の動きとなり、⑤指定参加者は事前に定められた数量のETFを管理会社に提出し、⑥見返りに当該ETFを構成するポートフォリオに応じた株式と（必要に応じて）現金（両者を合わせて一般に「リデンプション・バスケット」という。）を管理会社から受け取る（この過程を「ETFの交換」という。）。

もっとも、ETFの設定・交換には最低取引単位（一般に「クリエーション・ユニット」という。）が設定されることが通常であり、この最低取引単位は通常数万株以上に設定されている（注17）。このため、ETFの設定・交換を利用できるのは、実際上は指定参加者や

一部の機関投資家に限られ、資金量の少ない個人投資家は、事実上、ETFの設定・交換制度を利用することができない。

イ 「流通市場」

指定参加者が金融商品取引所を通じて売却したETFは、⑦金融商品取引所において売買される。ETFが金融商品取引所において取引される市場を「流通市場」といい、通常の株式取引と同様、投資家から証券会社へ発注し、証券会社による金融商品取引所での売買によって取引が行われる。株式取引と同様に、ETFの流通市場には個人投資家も参加することができ、金融商品取引所を通じてETFを自由に売買することができる。

ETFの取引はこの流通市場（すなわち金融商品取引所）で行われることが想定されており、通常投資家がETFを購入する場合には流通市場を通じて購入することになる。

ただし、数十億円規模の取引を行う機関投資家等が大口の取引需要を有することもあり得、そのような場合には流通市場においては対応するだけの流動性を供給することができない場合もあり得る（すなわち、金融商品取引所において売却されるETFの量が少なく、大口の買い注文に見合わない可能性がある）。そこで、そのような場合には、ETFのもう1つの市場である発行市場において、大口のETFの設定（追加設定）を行うことで、流通市場における出来高を超える規模の取引を行うことが可能になっており、この2つ

の流動性を備えている点がETFの特徴の1つといえる。

ウ ETFの基準価額と市場価格の乖離を縮小させる裁定取引

ETFの価格には、基準価額と市場価格の2種類がある。

基準価額とは、ETFが原資産とする株式バスケットをもとに算出された価格で、一般的な投資信託の基準価額にあたる。Net Asset Value の頭文字をとってNAVと呼ばれる。

他方、市場価格とは、流通市場での需給バランスによって形成された価格であり、市場の動向や投資家の投資行動、取引コスト（売買委託手数料）等にも影響されるため、必ずしもETFの基準価額と一致するとは限らない。したがって、基準価額と市場価格に乖離が生じる可能性がある。

かかる乖離が生じた場合、市場ではその乖離を利用して利益を上げようとする裁定取引が発生する。例えば、ETFの市場価格が基準価額よりも割高になっていれば、⑨ETFを構成する株式バスケットを株式の流通市場（金融商品取引所）において（市場価格よりも割安な）基準価額で調達して①管理会社に持ち込み新たに追加設定を行い、⑦発行されたETFをETFの流通市場（金融商品取引所）で（基準価額よりも割高な）市場価格にて売却することにより、基準価額と市場価格との差額分の利益を上げることが可能となる。逆に、

ETFの市場価格が基準価額より割安となっていれば、④ETFをETFの流通市場（金融商品取引所）において（基準価額より割安な）市場価格で調達して管理会社に持ち込み株式バスケットと交換し、⑨当該株式を（市場価格よりも割高な）基準価額で株式の流通市場（金融商品取引所）で売却することにより、基準価額と市場価格との差額の利益を得ることが可能になる（ただし、実際には取引コストを勘案する必要がある。）。

なお、金融商品取引所でETFを構成する株式が売られると株価が下がり、結果的にETFの基準価額も下がれば、市場価格と基準価額の差が縮まり、裁定取引の機会は失われる。その結果、ETFの基準価額は概ね参照する指数に一致する形で推移することになる。

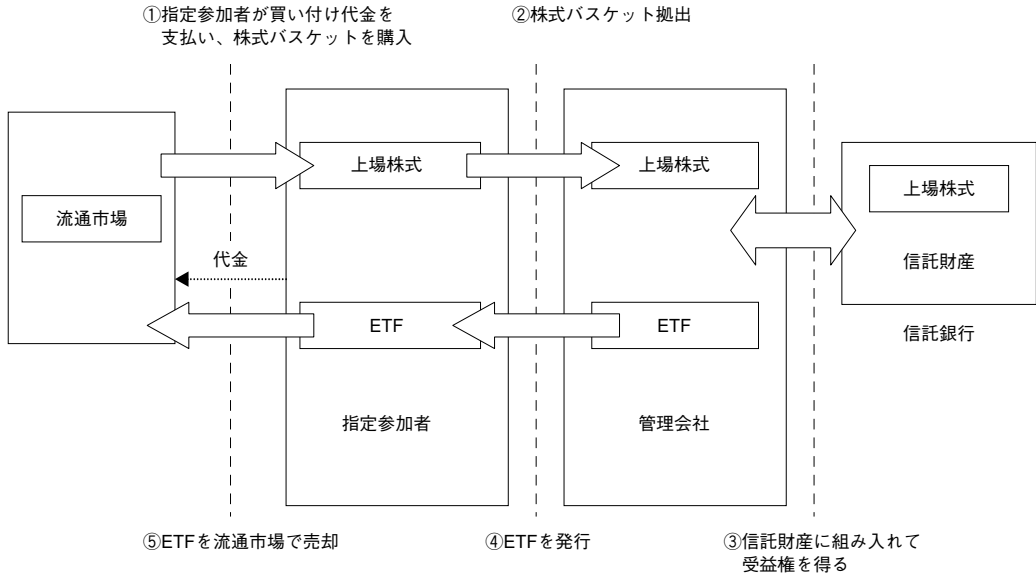
ただし、上記のとおり、ETFの追加設定と交換を行うことができるのは事実上指定参加者や一部の機関投資家に限られているため、裁定取引は主に指定参加者が行うことになる。

(3) 運用スキーム

ア 現物（株式）拠出型^(注18) ETF

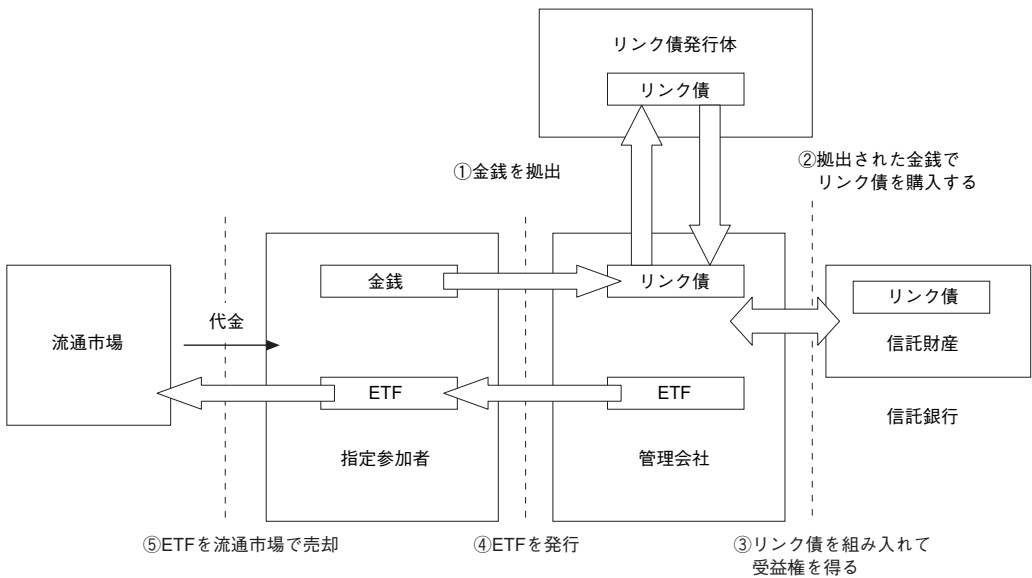
現物拠出型ETFの運用スキームについては、上記2(2)アを参照されたい。なお、後記（図表4）も参照されたい。現物拠出型ETFの代表的な商品として、「ダイワ上場投信一日経225」や「日経225連動型上場投資信託」（いずれも大証）がある。

(図表 4) 現物(株式) 拠出型ETF



(注) 大証ホームページ (<http://www.ose.or.jp>) 記載の図を筆者らにて一部改変した。

(図表 5) リンク債型ETF



(注) 大証ホームページ (<http://www.ose.or.jp>) 記載の図を筆者らにて一部改変した。

イ リンク債^(注19)型ETF

リンク債型ETFでは、指定参加者が管理会社に金銭を拠出し、ETFが設定される。拠出された金銭は、指標などに連動するリンク債に投資されるため、ETFとリンク債の価格が連動することになる。リンク債の価格は、当該指標に連動するので、結果としてETFは指標に連動することになる。概要については前記(図表5)を参照されたい。なお、指定参加者は、ETFを投資先であるリンク債と交換することができる。

この方式は、現物拠出が難しい新興国の株価指数に連動するETFなどで採用されている。リンク債型ETFの代表的な商品として、「金価格連動型上場投資信託」(大証)がある。

■ 3. 内国ETFに関する金商法上の開示規制等

(1) 発行開示

ア 発行開示規制の適用

前述のとおり、内国ETFは、金商法上の有価証券の1つである投資信託受益証券(金商法2条1項10号)に該当する。したがって、内国ETFには金商法の開示規制(金商法第二章)が適用され、内国ETFの募集^(注20)又は売出し^(注21)に当たって開示が必要となる(金商法4条1項)。具体的には、募集又は売出しを行う前に有価証券届出書の提出が必要となる(金商法5条1項)。実際に開示が必要となる場面については、以下3(1)ウにて検討する。

イ 届出義務者

金商法上、有価証券届出書等の発行開示義務を負うのは「発行者」であるところ(金商法4条1項)、内国ETFの発行者は、金商法上の明文においては明らかではないものの、管理会社(すなわち投資運用会社)である^(注22)。

ウ 発行市場における開示

発行市場においては、以下のとおり、当初設定及び追加設定の2つの場面において有価証券が募集される。したがって、これらの2つの場面において金商法に基づく開示が必要となる。

(ア) 当初設定

上記2(2)アで説明したとおり、内国ETFを金融商品取引所に上場するためのETFの当初設定の際には、まず(i)指定参加者に対して内国ETFを発行し、次に(ii)当該指定参加者が任意に金融商品取引所にて内国ETFを売却する、というプロセスになる。

このうち、発行市場における(i)指定参加者に内国ETFを発行する際に募集が行われると考えられ^(注23)、したがってこれにつき金商法上の開示(有価証券届出書の提出)が必要になる。

他方、(ii)指定参加者が任意に金融商品取引所において内国ETFを売却する行為は、既に発行された有価証券の売買(すなわちセカンダリー取引)であるため募集に該当することはなく、金融商品取引所内での取引は売

出しの定義から除外されているため、売出しにも該当しない(金商法2条4項・同法施行令1条の7の3第1号)。したがって、かかる行為については金商法上の開示(有価証券届出書の提出)は不要である。

① 開示書類の提出時期

有価証券の募集は有価証券届出書の提出日以降可能となる(金商法4条1項)。したがって、内国ETFの募集(取得の勧誘等)を行うためには、事前に有価証券届出書を提出する必要がある。

ここで、内国ETFの募集(取得の勧誘等)が何を指すかは、勧誘の意義が必ずしも不明確ではないことから一義的ではないが(注24)、少なくとも内国ETFの上場を一般に広告する行為は勧誘に該当すると思われるため、かかる広告以前には有価証券届出書を提出する必要がある。

なお、有価証券届出書の提出前においても指定参加者との協議は必要であるところ、当該指定参加者との協議が勧誘に当たらないかという問題もあり得るように思われる。この問題は引受人との協議又は株式の第三者割当ての場合の割当予定先との協議(注25)の場面と類似する問題と考えられ、これらの問題と同様に、結論としては勧誘には当たらないと考えるべきであろう。

② 効力発生時期

募集について届出の効力が発生しているの

でなければ、当該有価証券を募集により取得させてはならない(金商法15条1項)。そのため、内国ETFについても、有価証券届出書の効力が発生した後に初めてこれを取得させることが可能となる。したがって、上場日は効力発生日以降となるようにスケジュールを組む必要がある。

(イ) 追加設定

ETFにおいては、上記2(2)にて説明したとおり、特に大口投資家からの需要に応えるために当初設定後も随時新たにETFを追加設定して、発行することができるような仕組みとなっており、ETFを継続して募集(取得勧誘)することになるため(注26)、継続的な募集となる。したがって、この継続的な募集についても有価証券届出書の提出が必要となる。

なお、有価証券届出書はその募集の対象期間を1年として、1年毎に有価証券届出書を提出して更新するのが実務の取扱いであり、また最初の期間(1年間)については当初設定の有価証券届出書に含める(すなわち、1通の有価証券届出書で当初設定分及び追加設定分の両方をカバーする)のが実務の取扱いである(「特定有価証券開示ガイドライン」(金融庁総務企画局、2010年3月)8-1参照)。

エ 流通市場における開示

前述のように、金融商品取引所内での取引は売出しから除外されている(金商法2条4項、

金商法施行令1条の7の3第1号)ため、流通市場における取引(金融商品取引所内での取引)については金商法上の開示(有価証券届出書の提出)は不要である。したがって、流通市場における開示は不要である。

(2) 継続開示

内国ETFにおいては、継続的に、有価証券報告書(金商法24条5項・同1項~4項)、半期報告書(金商法24条の5第3項・同1項2項)及び臨時報告書(金商法24条の5第4項)の提出による開示が必要である(注27)。

■ 4. 内国ETFに関する投信法上の規制

内国ETFは、投信法上の委託者指図型投資信託(投信法2条1項)に該当する。したがって、金融商品取引業者である管理会社が受託者(信託銀行)との間で投資信託契約を締結する場合、予め当該投資信託契約に係る投資信託約款を監督当局に提出し(投信法4条1項)、また、受益者にその内容等を記載した書面を交付する必要がある(投信法5条1項)、その変更の際にも届出が必要になる等(投信法16条1号)、投信法上の規制を受ける。

なお、ETFに限らず、投資信託全般に係る問題であるが、投資信託約款の変更については、「その変更の内容が重大」(投信法17条1項柱書)である場合には、受益者による書面の決議を得るための手続を採る必要が

ある(投信法17条)。したがって、いかなる変更が「重大」であるかが問題となるところ、投信法施行規則29条において、受益者に関する事項等の一定事項の変更であり、かつ「商品としての同一性を失わせることとなるもの」が「重大」な変更とされている。

もっとも、いかなる場合に「商品としての同一性を失わせることとなるもの」となるかについては明確な基準がなく、変更内容に照らして個別具体的に検討せざるを得ない。よって、この点に関して実務上判断が難しい場面が生じ得る(注28)。

また、投信法に基づく情報開示として運用報告書を受益者に交付することが原則として必要であるが(投信法14条1項)、ETFの場合にはかかる運用報告書の交付は例外的に不要とされている(投信法14条1項但書3号、投信法施行規則25条1号)。

さらに、委託者指図型投資信託は、政令(投信法施行令12条)で定める場合を除いては、金銭信託(信託の引受けが金銭で行われ、かつ信託終了時に信託財産を金銭で換価し受益者に金銭で交付するもの)でなければならぬとされているため(投信法8条1項)、金銭信託型ETF(金銭設定・金銭解約型ETF)以外のETFの場合には、投信法施行令12条で定める例外に当たるようにする必要がある。

■ 5. 内国ETFの関係当事者に対する業規制

(1) 受託者

受託者は、委託者である管理会社から信託業である「信託の引受け」(信託業法2条1項)を行うため、信託業の免許(信託業法3条)を受けた者か、信託業を行う兼業の認可(金融機関の信託業務の兼営等に関する法律1条)を受けた金融機関である必要があり、信託業を行う兼業の認可を受けた金融機関である信託銀行が受託者となるのが通常である。

(2) 管理会社

(東証有価証券上場規程1001条9号)

管理会社の業務は投資運用業(金商法2条8項12号・28条4項1号)に該当するため、管理会社は投資運用業者としての登録が必要となる(金商法29条)。

管理会社が自社のETFを広告する行為の金商法上の位置づけについては、以下のように考えられる。一般の投資信託においては、投資運用業者(投資信託委託業者)が募集の取扱いを販売会社に委託する場合において自らも当該投資信託の広告を行う行為は、投資運用業の広告に当たり、第二種金融商品取引業の登録が必要な自己募集(金商法2条8項7号)には該当しないと考えられる(注29)。

他方、ETFにおいて管理会社が自社の

ETFの広告を行う場合には、その広告対象であるETFは金融商品取引所で取引されるものであることから、セカンダリー取引の促進という側面をも有し、この点で基本的には新規発行(プライマリー)のみを前提とした一般の投資信託とは異なるともいい得る。したがって、プライマリーの側面に関して自己募集に該当しないという点は一般の投資信託と同様であるとしても、セカンダリーの側面に関して第一種金融商品取引業の登録が必要な有価証券の売買の媒介(金商法2条8項2号)に該当しないかという点がさらに問題になるとも思われる。

もっとも、一般の投資信託の広告とETFの広告とで実質的な差異は認めがたいため、管理会社が指定参加者に募集の取扱いを委託しつつ自らも広告を行う場合にも、少なくともそれが一般的な広告にとどまる限りにおいては、一般の投資信託と同様に投資運用業の広告と考えるべきであり、第一種商品取引業の登録が必要な有価証券の売買の媒介には該当しないと考えるのが妥当と思われる。

(3) 指定参加者

(東証有価証券上場規程1001条12号)

指定参加者とは、「内国ETF…の募集の取扱いを行う者」である(東証有価証券上場規程1001条12号)ところ、有価証券の募集の取扱いを業として行うことは第一種金融商品取引業に該当する(金商法2条8項9号、28条1項1号)。したがって、指定参加者には第一種

金融商品取引業（同法28条1項1号）の登録が必要である。

また、指定参加者は、当初設定後、内国ETFを金融商品取引所において投資家に売却する。この売却行為は業として行われる有価証券の売買（金商法2条8項1号）であるため、この点からも指定参加者には第一種金融商品取引業の登録が必要となる。

■ 6. 外国ETF、商品現物型ETF等、内国ETF以外のスキーム

(1) 外国ETF

外国ETFとは、外国の株価指数などの指数に連動することを目的に運用される、外国の証券取引所に上場されているETFである（注30）。米国の法律に基づき設定され、ニューヨーク証券取引所に上場しているETF、英国の法律に基づき設定され、ロンドン証券取引所に上場しているETFなどのことを指す。また、シンガポールの法律に基づいて設定され、香港証券取引所に上場して、米ドル建てで取引されるETFのように、設定国、上場市場の所在地と通貨発行国が異なるものもある。

主な商品としては、「KODEX200上場指数投資信託」、「SPDRゴールドシェア」及び「ABF汎アジア債券インデックス・ファンド」（いずれも東証）などがある。

(2) 内国商品現物型ETF

内国商品現物型ETFとは、2007年9月の信託法改正で新たに認められた受益証券発行信託（信託法八章）を利用した、商品価格に連動する上場有価証券である（注31）。対象となる商品として、牛、豚、木材、綿花、羊毛、石油、石炭、金、銀、銅、鉛、すず、ニッケル、コバルト、ウラン等さまざまなものが含まれており、代表的な商品としては、「純金上場信託（現物国内保管型）」ほか貴金属ETF合計4銘柄（いずれも東証）がある。

内国商品現物型ETFは、金や銀などの商品現物を信託財産として国内で組成される、信託法に基づくETFである。投信法に基づき国内で組成される通常の内国ETFにおいては投資運用業者（投資信託委託業者）が信託の委託者となるが、内国商品現物型ETFについては、商品現物の売買、運搬、真贋判定等、商品現物の取扱いに高い専門性を有する商社や鉱山会社等の商品専門業者が信託の委託者となることができる。また、内国商品現物型ETFでは、受益者が振替受益権を信託財産に転換することにより、受益者が貴金属等の商品現物を直接取得できるような商品設計も可能である（注32）。

なお、受託者（信託銀行）は、委託者（商社・鉱山会社等）から拠出された貴金属等の商品現物の保管について、専門業者（倉庫会社等）に管理を委託する。

(図表 6) 内国ETF・内国商品現物型ETFと外国ETFとの差異

	内国ETF	内国商品現物型ETF	外国ETF
制 度	社債等の振替に関する業務（株式等振替制度・本業制度）		振替業に関連する業務（外国株券等保管振替決済制度・兼業制度）
振替機構の業務に関する振替法の根拠規定	振替法 8 条		振替法 9 条 1 項但書
譲渡の効力発生根拠	振替法に根拠規定あり（振替法127 条の16、121 条・73 条）		振替法上の根拠規定なし
券面の有無	なし		あり（券面の預託・保管・交付の事務あり）

(3) 外国商品現物型ETF

金商法 2 条 1 項 17 号に掲げる有価証券のうち同項 14 号に規定する受益証券発行信託の受益証券の性質を有するものであって、特定の商品の価格に連動することを目的として、主として当該特定の商品とその信託財産とするもの（当該受益証券に係る受益権の口数に応じて受益者が均等の権利を有するものに限る）をいう（東証有価証券上場規程 1001 条 6 号の 2）。

■ 7. 証券保管振替機構における ETF の取扱い (注33)

(1) 内国ETF及び内国商品現物型ETF

内国ETF及び内国商品現物型ETFは、いずれも振替法 8 条に基づく「社債等の振替に

関する業務」として、同法上の振替機関である株式会社証券保管振替機構（以下「振替機構」という。）の本業として取り扱われており、電子化されている。振替機構の業務規程上、両者の取扱いに係る基本的な部分（振替口座簿の記載・記録事項や振替手続等）の規定は、株式に関する規定に準じる内容となっている（内国ETFについては振替機構の株式等の振替に関する業務規程 273 条等、内国商品現物型ETFについては同規程 285 条の 2 等参照。）(注34)。

(2) 外国ETF

他方、外国ETFについては、振替法 8 条に基づく「社債等の振替に関する業務」ではなく、振替法 9 条 1 項但書に基づく「振替業に関連する業務」として振替機構の兼業と取

り扱われており（外国株券等の保管及び振替決済に関する規則2条3号参照）、完全な電子化はされていない。

上記内国ETF及び内国商品現物型ETFと、外国ETFの振替制度上の主な差異については前記（図表6）を参照されたい。

■ 8. 最後に

以上見てきたように、ETFに関しては、金商法及び投信法を中心として複数の法令及び業務規程等が適用されるため、各場面に応じて横断的な検討が必要である。

また、ETFは比較的新しい商品であるため、とりわけ金商法との関係において必ずしも十分に議論されていない点もあるが、これらの点については一般の投資信託その他の金融商品との比較及びETFの経済的実態等を踏まえて議論する必要がある。

紙面の関係上、本稿では法的な分析としては内国ETFに焦点を当てたが、他の種類のETFの場合にはその分析は内国ETFのそれとは異なり得ることに留意が必要である。もっとも、他の種類のETFに関して法的分析をする際にも、内国ETFにおける法的分析が一定程度参考になるものと思われる。

（注1）ETFとは、内国ETF、外国ETF、外国ETF信託受益証券、内国商品現物型ETF、外国商品現物型ETF及び外国商品現物型ETF信託受益証券をいう（東証有価証券上場規程1001条第1号）。

（注2）株価指数とは、一般に、日経平均やTOPIX（東証株価指数）など、ある一定の株式市場全体の値動きを1つの数字で表したものをいう。

（注3）もっとも、下記1(3)にて詳述するとおり、厳密には東証の有価証券上場規程等で定義されるETFは投資信託には限定されておらず、信託法に基づく受益証券発行信託の受益証券等も含む広範な概念であることに留意されたい。

（注4）杉田浩治「金融商品としてのETFの特性」証券アナリストジャーナル2010年第48巻第11号42～43頁（社団法人日本証券アナリスト協会、2010年）、北村慶「ETFとは何か」42～45頁（PHP研究所、2009年）参照。

（注5）渡辺信一「金融工学と日本の証券市場」25頁（株式会社日本評論社、2007年）参照。

（注6）現物拋出型ETFの内容については、下記2(3)ア参照。

（注7）投信法8条においては、投資信託は政令で定める場合を除いて金銭信託（信託の引受けが金銭で行われ、かつ信託終了時に信託財産を金銭で換価し受益者に金銭で交付するもの）であることを原則としているが（同法8条1項）、2001年の投信法施行令の改正により、金融庁長官の指定する株価指数に連動する現物拋出型の上場投資信託が新たに金銭信託の例外として認められることとなった（2001年投信法施行令改正直後の同令8条2号）。

（注8）投資信託及び投資法人に関する法律施行令第八条第二号イの規定に基づき、株価指数を指定する件（2001年金融庁告示第55号）。

（注9）投信法施行令12条2号の改正、投信法施行規則19条3項参照。

（注10）2008年金融庁告示第43号、投信法施行規則19条1項参照。

（注11）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年第48巻第11号33頁（社団法人日本証券アナリスト協会、2010年）参照。

(注12) 2008年12月12日改正前の投信法で金銭信託の例外として認められるETFは、「証券投資信託」でなければならず（2008年12月12日改正前投信法8条1項）、したがって、その主要投資対象は有価証券に限定され、商品（コモディティ）等に主として投資することはできなかった。そこで、金銭信託の例外である投資信託の範囲が「証券投資信託」から「主として換価の容易な資産に対する投資として運用することを目的とする投資信託」に拡大され（2008年12月12日改正前投信法8条1項括弧書き・投信法施行令12条2号の改正）、さらに投資信託の主要投資対象となる「特定資産」の範囲自体も商品現物及び商品先物取引等に係る権利が追加され（2008年12月12日改正前投信法施行令3条の改正）、これにより主として有価証券以外の資産に投資するETFを組成できるようになった。

(注13) 東証ホームページ（http://www.tse.or.jp/news/200911/091119_a.html）参照。

(注14) 大証「ETFに関する有価証券上場規程の特例」1条の2第1号参照。

(注15) 裁定取引とは、価格が同じあるいは価格が近似する商品の価格に、理論上説明のつかない価格差が生じている場合、その価格差を利用して高い商品売り、安い方を買うことで、理論上リスクなく利益を上げることのできる売買手法のことをいう。下記2(2)ウ参照。

(注16) ETFの対象となる有価証券は株式に限られないが、説明の便宜のため、以下もっとも典型的な例である株式を前提として説明する。

(注17) 米国では、多くの場合5万株以上、100万ドル以上とされている（岩井浩一「我が国ETF市場の

マーケット・マイクロストラクチャーと投資家の注文行動」9頁（金融庁金融研究センターディスカッションペーパー、2009年）。

(注18) 上場会社の株券の電子化に伴い、上場会社の株券の「現物」は存在しないため、「現物拋出型」という呼称は厳密には不正確ではある。もっとも、このタイプのETFは「現物拋出型」という呼称にて定着しているため、本稿でも「現物拋出型」という呼称を使用する。

(注19) リンク債とは、償還価格や利息の額が一定の指標などに連動する債券のことをいう。

(注20) 「募集」とは、新たに発行する有価証券の取得を多数の一般投資者に対して勧誘する行為をいい（山下友信・神田秀樹「金融商品取引法概説」75頁（株式会社有斐閣、2010年））、具体的には、内国ETFを含む金商法2条1項に掲げられた有価証券については、50名以上の者を相手方として取得勧誘等を行う場合で、かついわゆる私募（いわゆる適格機関投資家私募、少数私募及び特定投資家私募）を除く行為として定義されている（金商法2条3項）。

(注21) 「売出し」とは、既に発行された有価証券の購入を多数の一般投資者に向かって勧誘する行為をいい（前掲注20「金融商品取引法概説」75頁）、具体的には、内国ETFを含む金商法2条1項に掲げられた有価証券については、50名以上の者を相手方として売付け勧誘等を行う場合で、かついわゆる私売出し（いわゆる適格機関投資家私売出し、少数私売出し及び特定投資家私売出し）を除く行為として定義されている（金商法2条4項）。

(注22) ETFに限らず、投資信託全般に関する問題であるが、結論として委託者指図型投資信託の発行者は委託者である投資運用会社（投資信託委託業者）であることは実務上争いがない。金商法上の

明文の規定は欠くものの、投信法2条7項において「受益証券」とは「委託者指図型投資信託にあっては委託者が…発行するもの」とされていること等がその根拠として挙げられる。

(注23) 必ずしも明確ではないものの、被勧誘者は指定参加者であると考えられる。そうすると、指定参加者は通常第一種金融商品取引業者（証券会社）であるため適格機関投資家（金商法2条3項1号、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令10条1項）であり、またその人数は50名未満である。したがって、一見すると、いわゆる適格機関投資家私募（金商法2条3項2号イ参照）又は少数私募（金商法2条3項2号ハ参照）に該当する（すなわち募集には該当しない）ようにも思われるが、金融商品取引所に上場されることが前提となるため、金商法施行令1条の4第3号イ又は同施行令1条の7第2号ハ(1)より各私募の要件を満たさず、これらの私募になることはない。なお、前述のとおり指定参加者は通常適格機関投資家であることから、法律上は指定参加者に対して目論見書を交付する必要はないことになる（金商法15条2項1号）。

(注24) 実務上は届出前の勧誘禁止に関する問題に関して、どの程度の行為が届出前に許されるかが議論されている（いわゆるガン・ジャンピングの問題）。この議論の一般論に関しては、金融法委員会が2010年6月21日に公表した「金融商品取引法の開示規制上の『勧誘』の解釈を巡る現状と課題」を参照されたい。

(注25) なお、「企業内容等開示ガイドライン」（金融庁総務企画局、2010年9月）2-12にて、株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券の第三者割当ての場合の割当予定先との協議その他これに類する行為は勧誘に該当しないことが明らかにされた。

(注26) 適格機関投資家私募及び少数私募とならない点は上記注23と同様である。

(注27) なお、金商法上の開示とは別に、金融商品取引所の規則による適時開示（東証有価証券上場規定1107条）等が必要とされる点に留意が必要である。

(注28) 改正投信法の施行された2007年9月30日より前に設定された投資信託については、信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律（以下「信託法等整備法」という。）3条1項に基づいて、適用される法律を同日施行の信託法等とする信託の変更を行わない限り、同日施行された改正投信法による改正前の投信法（「旧投信法」）が適用されることになる（信託法等整備法2条第一文）。この場合、投資信託約款の変更については旧投信法30条に従う必要があることになり、手続等が現行法と異なることになるが、「重大」な変更か否かに関して実務上判断が難しい場面が生じうる点は現行法と同様である（旧投信法施行規則46条参照）。

(注29) 2007年7月31日公表の金融商品取引法制に関する政令案・内閣府令案に係るパブリックコメントに対する金融庁の考え方236頁・56番参照。

(注30) 外国ETFとは、金商法2条1項10号に規定する外国投資信託の受益証券であって、投資信託財産等の1口当たりの純資産額の変動率を特定の指標（金融商品市場における相場その他の指標をいう。）の変動率に一致させるよう運用する外国投資信託に係るもの、及び同項11号に規定する外国投資証券であって、投資信託財産等の1口当たりの純資産額の変動率を特定の指標の変動率に一致させるよう運用するものをいう（東証有価証券上場規程1001条5号）。

(注31) 内国商品現物型ETFとは、金商法2条1項14号に規定する受益証券発行信託の受益証券であって、特定の商品の価格に連動することを目的として、

主として当該特定の商品をその信託財産とするもの（当該受益証券に係る受益権の口数に応じて受益者が均等の権利を有するものに限る）をいう（東証有価証券上場規程1001条31号）。

(注32) 細見郁夫「受益証券発行信託の受益権に係る株式等振替制度の概要」商事法務No.1893・26頁。

(注33) 本稿のうち、特に本第7項の記述に関しては、小杉綾弁護士(筆者らの所属する法律事務所からの出向により2009年7月から2010年12月まで証券保管振替機構に勤務)から有益なコメントを得た。ここに記して感謝申し上げる。もとより、本稿に関するすべての責任は筆者らの方に帰すべきものである。

(注34) 振替法上は、内国ETF及び内国商品現物型ETFのいずれに関しても社債に関する規定をベースにした規定ぶりとなっている。すなわち、内国商品現物型ETF（受益証券発行信託の受益権）については、社債の規定と類似した規定が置かれ（振替法127条の2～127の32）、内国ETFについては、原則として社債の規定を準用する規定が置かれている（振替法121条）。これに対し、振替機構の業務規程では、社債ではなく、株式に関する規定に準じた内容の規定となっている。



樋口 航 (ひぐち わたる)
2002年一橋大学法学部卒業
2010年8月より米国Columbia Law School留学
アンダーソン・毛利・友常法律事務所
第二東京弁護士会所属弁護士
MAIL wataru.higuchi@amt-law.com
(留学・研修中: inquiry@amt-law.com)



長瀬 威志 (ながせ たけし)
2005年東京大学法学部卒業
アンダーソン・毛利・友常法律事務所
第二東京弁護士会所属弁護士
MAIL takeshi.nagase@amt-law.com