

# ETFの仕組みと法制

## ～組成・運用・開示に関する法規制の概要～

アンダーソン・毛利・友常法律事務所  
弁護士・ニューヨーク州弁護士



### 樋口 航

#### 1. はじめに

近時ETF市場は存在感を増している。2014年2月時点で東京証券取引所（以下「東証」という。）に上場されているETFは150銘柄を超えており、そのラインナップも多様である。東証株価指数（TOPIX）や日経平均株価に連動するオーソドックスなETFはもちろんのこと、銀行等の特定の業種やマザーズ市場などの特定の市場の株価指数に連動するETF、高配当の株式等のテーマ別の株

価指数に連動するETF、外国株株価指数に連動するETF、J-REIT（不動産投資信託）の指数に連動するETF、金などの商品の価格に連動するETFなど、様々な種類のETFが上場されている。特に近年の銘柄の多様化は特筆すべきであり、2012年春には、指標の値動きの2倍の比率で変動するレバレッジ型ETF及び指標の値動きと反対の動きをするインバース型ETFの上場が行われたほか（注1）、2010年以降は受益証券発行信託を用いた新しい形態のETFや、同様に受益証券発行信託を用いた指標連動証券（ETN）の上場も相次いでいる。

筆者は、幸運にも、2012年10月から1年間にわたり東証上場推進部の制度企画担当調査役として、こうした変革期にあるともいえるETF市場に関与し、法律的な視点でETFを分析する貴重な機会を頂いた。本稿では、筆者の経験をもとに、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

#### 目次

1. はじめに
2. ETFとは
3. 内国ETFの組成形態と運用形態
4. 内国ETFの仕組み
5. 内国ETFに関する開示
6. 最後に

(図表 1)

	ETF	非上場の投資信託
取引価格	リアルタイムで変動する取引価格	1日1回、終値で算出される基準価格
取扱会社	すべての証券会社	特定の証券会社・銀行等の販売会社
指標への連動	連動が必要（アクティブ型は不可）	連動は不要（アクティブ型も可能）

づき設定される内国ETFを念頭におき、まずはETFの概要を説明した上で（下記項目2）、投信法に基づくETFの組成形態や運用形態を体系的に整理し（下記項目3）、その実際の仕組みを説明し（下記項目4）、最後に当該仕組みについてどのように各法令及び上場規程上の開示規制が適用されるかを検討する（注2）。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ることをお断りしておく。

## 2. ETFとは

### (1) 概要

ETFとは、Exchange Traded Fund（市場で取引されるファンド）の頭文字を取った略語で、日本語では「上場投資信託」と呼ばれることも多い。この略称からも明らかとおり、ETFは上場されて市場で取引されるファンド（投資信託）である。すなわち、ETFは取引所においてリアルタイムで変動する取引価格で取引され、投資者はすべての証券会社を通じてETFを取引することができる。これは、1日1回、終値で算出される基準価格が取引の基準となり、特定の証券会社・銀行等の販売会社でのみ投資信託を取引できる非上場の投資信託とは対照的である。

また、ETFはその純資産額（Net Asset Value）が特定の指標（インデックス）等に連動することが上場の要件になっている（上場規程1104条1項2号b(a)等）（注3）（注4）。したがって、ETFはTOPIXや日経平均株価などの指数をトラックするファンドとして組成する必要があり、対象とする指標を上回る運用効果を目指すいわゆるアクティブ型のETFを上場することは認められない。この点も、アクティブ型のファンドを組成することも可能である非上場の信託とは異なる。

### (2) 上場規程上の分類

上場規程上、ETF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、外国商品現物型ETF信託受益証券をいう」と定義されており（有価証券上場規程1001条1号）、合計6つの商品が上げられている。もっとも、このうち、「外国ETF信託受益証券」は「外国ETF」を信託受益権化したもの、「外国商品現物型ETF信託受益証券」は「外国商品現物型ETF」を信託受益権化したものである（注5）。したがって、①内国ETF、②外国ETF・外国ETF信託受益証券、③内国商品現物型ETF、④外国商品現物型ETF・外国

(図表 2)

種類	金商法上の位置づけ	特徴	銘柄数
① 内国ETF (上場規程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	113
② 外国ETF (上場規程1001条 2 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	25
外国ETF信託受益証券 (上場規程1001条 3 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)	信託財産 (受託有価証券) が外国ETFであり、外国ETFと実質的に同一	9
③ 内国商品現物型ETF (上場規程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信託財産とするもの	4
④ 外国商品現物型ETF (上場規程1001条 4 号)	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	—
外国商品現物型ETF信託受益証券 (上場規程1001条 5 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商品現物型ETFであり、外国商品現物型ETFと実質的に同一	—

商品現物型ETF信託受益証券の 4 つの商品に分けるのが適切であろう。これらの各商品の金融商品取引法 (以下「金商法」という。) 上の位置づけ、特徴、銘柄数をまとめたのが、図表 2 である。本稿はこのうち最も一般的である①内国ETFについて検討する (以下、特段の断りがない限り、「ETF」とは「内国ETF」を指すものとする。)

なお、ETFと類似の経済的効果を有する上場商品として、いわゆるETN (より正確にはETN信託受益証券) がある (上場規程 2 条 1 号の 3)。ETNの本質は「債券」である点がETFと異なるが、指標に連動するという性質はETFと同様である (注 6)。

### 3. 内国ETFの組成形態と運用形態

#### (1) 組成形態

内国ETFは投資信託の受益証券 (金商法 2 条 1 項10号) であり、その組成は投信法に基づいて行われるところ、投信法上 3 つの組成形態が存在する (図表 3 参照) (注 7)。

1 つ目は金銭設定・現物交換型である (投信法施行令12条 1 号)。これは、金銭の拠出をもって設定が行われ、解約時には現物 (信託財産に属する有価証券等) で交換されるものである。

2 つ目は現物設定・現物交換型である (投信法施行令12条 2 号)。これは、有価証券等の現物の拠出をもって設定が行われ、解約時にも現物で交換されるものであり、ETFに

(図表 3)

類型	設定	解約	根拠	銘柄数 (注15)
金銭設定・現物交換型	金銭 (注16)	現物 (注17)	投信法施行令12条1号	7
現物設定・現物交換型	現物 (注18)	現物 (注19)	投信法施行令12条2号	70
金銭設定・金銭償還型 (金銭信託型)	金銭	金銭	投信法8条1項	36

においては最も一般的な形態である。

3つ目は、金銭設定・金銭償還型 (金銭信託型) である (投信法8条1項)。これは、金銭の拠出をもって設定が行われ、解約時には金銭で償還がなされるものである。投信法上はこの金銭設定・金銭償還型が原則であり、非上場の公募投資信託はすべてこの金銭設定・金銭償還型として組成されるが、ETFにおいて金銭設定・金銭償還型が認められるようになったのは2009年のことである (注8)。

ETFは米国において現物設定・現物交換型のメリット (注9) を活かして発展してきたものであり、我が国においても2001年の投信法施行令改正により現物設定・現物交換型が認められて以降、現物設定・現物交換型の投資信託としてETFが発展してきた (注10)。このような経緯もあり、現在においてもETFの原則的形態は現物設定・現物交換型である。しかしながら、外国株式や原油などの現物の拠出が難しい指標に連動するETFや、冒頭で述べたレバレッジ型ETF及びインバース型ETF (注11) については、金銭設定・金銭償還型ETFとして組成する必要があるほか、日本の株価指数などの現物設定・現物償還型ETFとして組成可能なETFについても、金銭設定・金銭償還型であるとして組成するこ

とにより低額 (小口) での設定が可能になる等のメリットもあり得ると考えられ、金銭設定・金銭償還型ETFが認められるようになった2009年以降、金銭設定・金銭償還型ETFは急速に普及してきた。今後も金銭設定・金銭償還型ETFの利用は広がりを見せられると思われる。

現物設定・現物交換型ETFの場合、指標の構成銘柄について配当落ち及び権利落ちする銘柄が含まれる場合には、その設定・交換に際して経済的な権利関係の不平等が発生する可能性があるため、設定・交換の停止期間が設けられるのが通常である。もっとも、こうした設定・交換の停止期間が1年の過半になる場合もあるという問題が従来から指摘されてきた (注12)。平成24年12月7日に公表された「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキンググループ最終報告」 (注13) では、この問題を踏まえて、「権利落ち等の構成銘柄について金銭での代替を認めることが適当である」との方向性が示されており (同6頁)、この最終報告に沿った内容に投信法施行規則 (又は投信法施行令) が改正されることが予想される (注14)。かかる改正が行われた場合には、現物設定・現物交換型の現物「設定」については一定の例外が認められる

ことになる。

## (2) 運用形態

ETFの運用方法についてはいくつかのバリエーションがある<sup>(注20)</sup>。

### ① 株式バスケット型

最も一般的な運用方法であり、連動対象指標を構成する株式バスケット（指標を構成するポートフォリオに応じた株式）を保有する方法である。例えば、TOPIXに連動するETFであれば、TOPIXを構成する東証第一部上場株式をその構成比率に応じて保有することになる<sup>(注21)</sup>。現物設定・現物交換型ETFとして組成した上で、こうした株式バスケットを保有するという運用を行うのが最も一般的であるが、金銭設定・現物交換型ETF及び金銭設定・金銭償還型ETFとして組成した上でこうした運用を行うことも可能である。

### ② ファンド・オブ・ファンズ型

対象指標に連動するファンド（投資信託）を保有する方法であり、例えば外国株式を対象とする指標に連動するETFであれば、当該指標に連動する外国籍のファンドを保有するという運用が考えられる。

### ③ デリバティブ型

この運用方法は金銭設定・金銭償還型ETFを前提とし、連動対象指標に連動するデリバティブ商品を保有するという方法であり、例えば、先に述べたレバレッジ型ETFやインバース型ETFは指数先物を購入する

という運用を行っている。また、OTCスワップ契約（トータルリターンスワップ契約）を相対で締結する方法もデリバティブ型の運用の一種といえよう。

### ④ リンク債型

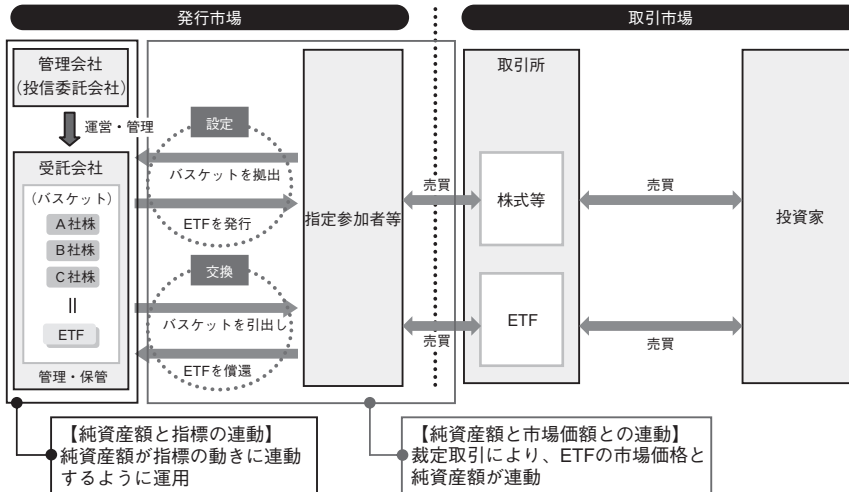
償還価額が連動対象指標に連動する債券（リンク債）に投資する運用手法であり、現物での運用が難しい外国株式指標に連動するETF等において用いられている。なお、かかるリンク債がETNであり、ETN信託受益証券として独立に上場され得る有価証券である。

このうち③デリバティブ型ETFのOTCスワップ契約を相対で締結する方法及び④リンク債型のETFについては、OTCスワップ契約の相手方・リンク債の発行体の信用リスクが発生するため、上場規程において、管理体制等に係る報告書の提出義務が課せられる等の一定の措置が講じられている<sup>(注22)</sup>。

## ■ 4. 内国ETFの仕組み

投資家はETFを「流通市場」（取引所）において取引できる。この点は上場株式と同様である。他方、ETFにおいては、この「流通市場」の外で、ETFが追加で発行（設定）され、また償還（交換）されるというユニークな仕組みを有している。この市場外でのETFの追加発行（設定）・償還（交換）をETFの「発行市場」という。この「流通市場」と「発行市場」の2つの市場が存在するとい

(図表4) ETFの二つの市場



う点がETFの大きな特徴である。この点について、最も一般的な形態である現物設定・現物交換型ETFを前提に説明する<sup>(注23)</sup>。また、図表4も参照されたい。

(1) 「発行市場」(ETFの設定・交換制度)

ETFを新規に上場する場合には、管理会社(投資信託委託業者)は、指定参加者である証券会社等から、特定の指標を構成する株式バスケット(例えばTOPIXの場合には、TOPIXの構成比率に応じた東証第一部上場銘柄)の拠出を受け、見返りに当該指標に連動する投資信託の受益証券(ETF)を発行する。この過程を一般にETFの「設定」(creation)という。指定参加者は受け取ったETFを流通市場で売却し、流通市場に流動性を供給する<sup>(注24)</sup>。

こうしたETFの設定は、ETFの当初の設定時に(つまり上場に際して)行われるほか、上場後も随時行われる。上場後のETFの設定(「追加設定」と呼ばれる。)の仕組みは、上場時のETFの設定(「当初設定」と呼ばれる。)の仕組みと基本的に異なることはなく、ETFを追加設定により取得したい者は、特定の指標を構成する株式バスケットを管理会社に拠出することにより、管理会社から新たなETFの発行を受ける。

また、ETFの設定とは逆に、ETFを当該指標を構成する株式バスケットに戻すことも可能である。この場合には、ETFの設定とは逆の動きとなり、ETFを保有する者は事前に定められた数量のETFを管理会社に拠出し、見返りに当該ETFを構成する株式バスケットを管理会社から受け取る。この過程をETFの「交換」(redemption)という<sup>(注25)</sup>。

このようにETFの設定に際しては「特定の指標を構成する株式バスケット」の拠出が必要であり、ETFの交換に際してはこれに相当する単位のETFの拠出が必要であるため、数万株・数万口以上の単位でなければ設定・交換ができないのが通常である。このため、ETFの設定・交換という発行市場を利用できるのは、指定参加者や一部の機関投資家に限られ、一般の投資家は、事実上、ETFの設定・交換制度を利用することができない。

## (2) 「流通市場」

指定参加者が取引所を通じて売却したETFは、取引所において売買される。ETFの取引はこの流通市場（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。

また、東証の規則上、指定参加者である取引参加者（証券会社）は円滑な流動性を確保する努力義務を負っており（上場規程1104条1項2号dの3（b）、業務規程68条）、指定参加者は流通市場においても一定の役割を果たすことが期待されている。

## (3) ETFの純資産額と市場価格の乖離を縮小させる裁定取引

ETFの価格には純資産額（基準価額）と市場価格の2種類がある。

純資産額とは、ETFが保有している株式

バスケットの市場価格をもとに算出された価格であり、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等に影響されるため、必ずしもETFの純資産額と一致するとは限らない。したがって、純資産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、理論的には、その乖離を利用して利益をあげようとする裁定取引が発生し、かかる裁定取引によりETFの純資産額と市場価格の乖離は縮小する。

まず、ETFの市場価格が純資産額よりも高くなっている場合には、指標を構成する株式バスケットを構成する各株式を取引所において（純資産額で）購入して管理会社に拠出することで新たに追加設定を行い、発行・交付されたETFを取引所で（純資産額よりも割高な）市場価格にて売却<sup>（注26）</sup>することにより、純資産額と市場価格との差額分の利益をあげることが理論的には可能である。こうした裁定取引が行われると、①指標を構成する株式バスケットが市場で購入されることにより当該各株式の市場価格が上昇し、結果的にETFの純資産額が上昇し、②他方、ETFが市場で売却されることにより当該ETFの市場価格が下落するため、ETFの市場価格と純資産額の差は縮まることになる。

逆に、ETFの市場価格が純資産額より低くなっていれば、ETFを（純資産額より割安な）市場価格で購入して管理会社に持ち込

み株式バスケットを構成する各株式と交換し、当該株式を（ETFの市場価格よりも割高な価格で）取引所で売却することにより（注27）、純資産額と市場価格との差額の利益を得ることが理論的には可能である。こうした裁定取引が行われると、①ETFが市場で購入されることによりETFの市場価格が上昇し、他方②ETFを構成する株式バスケットが市場で売却されることにより当該株式の市場価格（株価）が下落し、結果的にETFの純資産額も下がるため、ETFの市場価格と純資産額の差が縮まることになる。

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等に限られており、裁定取引は主に指定参加者が行う。

#### （4）指定参加者の役割

以上のように、発行市場での取引、流通市場での取引及び裁定取引の各場面において指定参加者は重要な役割を果たしている。そのため、二以上の適格機関投資家が指定参加者であることが上場の要件とされている（上場規程1104条1項2号c、なお、上場廃止要件について同1112条1項3号d等）。

## ■ 5. 内国ETFに関する開示（注28）

### （1）金商法に基づく開示

#### ア 発行開示（有価証券届出書の提出）

実務においては、ETFの発行市場におけ

る当初設定及び追加設定の2つの場面において有価証券の「募集」（金商法2条3項）があるとして、管理会社は、上場前に有価証券届出書を提出すると同時に、1年ごとに有価証券届出書を提出している。

#### （ア）当初設定

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、上記4(1)で説明したとおり、(i) 管理会社が指定参加者にETFを発行し、次に(ii) 当該指定参加者は受け取ったETFを市場（取引所）にて売却するというプロセスになる。このうち、(i) 指定参加者にETFを発行する際に「募集」が行われると考えられ（注29）、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取引所において内国ETFを投資家に売却する行為は、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、取引所内での取引は「売出し」にも該当しないため（金商法2条4項・同法施行令1条の7の3第1号）、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。

#### （イ）追加設定

次に、ETFの追加設定の場面については、管理会社はETFを継続して募集（取得勧誘）しているとして、有価証券届出書の提出が必要と解されている（注30）。

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（「特定有価証券の内容等の開示に関する留意事項について（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）、また最初の期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。

#### ウ) 流通市場での取引

流通市場において投資家が取引する行為は「売出し」に該当しないため（金商法2条4項・同法施行令1条の7の3第1号）、管理会社はこうした取引について有価証券届出書を提出する義務を負わず、また投資家に目論見書を交付する義務もない（注31）。

#### イ 継続開示（有価証券報告書等の開示）

管理会社は、各ETFについて、上記の有価証券届出書の提出とは別に、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）を提出する必要がある。

#### ウ 平成25年金商法改正によるみなし有価証券届出制度

以上より、ETFについては、上場前に有価証券届出書を提出した後、1年毎に有価証券届出書及び有価証券報告書を提出し、半期毎に半期報告書を提出することになる。これは非上場の公募投資信託と同じ扱いである。

この点に関連して、平成25年6月19日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」による改正後の金商法において、「みなし有価証券届出書」の特例制度が創設された（同改正後の金商法5条10項から12項）。この特例制度は、継続して募集等がなされる有価証券については、有価証券届出書の提出に代えて、有価証券届出書に記載される一定の事項を記載した書面（「募集事項等記載書面」と定義されている。）を有価証券報告書と併せて提出することにより、有価証券届出書が提出されたとみなす制度である。この特例制度の対象となる有価証券は内閣府令において定められる。現時点ではかかる内閣府令案は公表されていないものの、ETFを含む投資信託の受益証券はその適用対象となると予想される。この特例制度により、募集事項等記載書面を有価証券報告書と併せて提出すれば、有価証券届出書を有価証券報告書の両方を提出する必要はないこととなり、ETFにおいても実務的な負担が軽減されることが期待される。この改正は同改正法の公布（2013年6月19日）後1年6月以内の政令で定める日から施行される。

#### (2) 投信法上の開示

国内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

資信託約款を提出し（投信法4条1項）、その変更の際して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。

また、信託約款を変更する際には、「その変更の内容が重大」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きをとる必要がある（投信法17条）。

なお、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）。

### (3) 上場規程上の開示

上場規程における適時開示として、ETFの保有資産情報（有価証券の構成銘柄）、純資産額等の情報を日々開示することが求められているほか、管理会社の合併等の一定の重要事項が発生した場合においては直ちにその情報を開示することが求められている（上場規程1107条）。こうした開示は、東証のTDnetと呼ばれる東証の情報伝達システムを通じて開示される。

さらに、関係者の自主的な取組みとして、ETFを構成する銘柄情報（Portfolio Composition Fileの頭文字をとり、PCFと呼ばれる）に基づきリアルタイムでの1口当たりの純資産額の時価推定額（Indicative Net Asset Value、インディカティブNAVと呼ばれる）の開示が東証のホームページにおいて

行われており、多くのETFについてこのような情報を入手することができる<sup>(注2)</sup>。これにより投資家はETFの時価をリアルタイムで把握することができる。

## ■ 6. 最後に

日本のETF市場も発展を続けているものの、米国及び欧州のETF市場の規模と比較すると、日本のETF市場はその市場規模、ETFの種類及び取引量においてなお伸び代があるように思われる。内国ETFについては、現物設定・現物交換型で組成され、かつ株式バスケット型の運用を行う伝統的なETFに加えて、金銭設定・金銭償還型ETFや株式バスケット型以外の運用を行う個性的なETFが登場することが必要であろう。また、本稿で触れることはできなかったが、より多くの外国ETFの上場がなされることも必要である。そのためには、英文開示を含めた法定開示・適時開示実務の柔軟な運用等が必要になろう。今後のETF市場の発展に期待したい。

(注1) 詳しくは、木村亮太・亀井達彦「ETF市場の最近の動向とその発展に向けた東証の取組み」本誌322号（2012年）65頁以下参照。

(注2) 本稿は、筆者が2011年に執筆した樋口航・長瀬威志「ETFの法的構造及び法規制の概要」本誌307号（2011）14頁以下と一部その内容が重複する。もっとも、前回の論稿は個別の法的論点の検討にも焦点を当てていたのに対して、本稿はより大き

な視点で体系的にETFに適用される法規制を整理しようと試みるものである。

(注3) また、法令上は、金銭設定・現物交換型(本文3(1)参照、以下同じ。)及び現物設定・現物交換型の投資信託については指標への連動が要件とされているが(投信法施行令12条1号柱書及び2号イ)、金銭設定・金銭償還型(金銭信託型)の投資信託(投信法8条1項)についてはそのような要件は課せられていない。したがって、金銭設定・金銭信託型ETFについては、その(1口当たりの)純資産額が指標と連動することは上場規程においてのみ要求されていることとなる。

(注4) なお、上場規程及び投信法施行令により、指標との連動が求められる対象はあくまで(1口当たりの)純資産額(基準価額ともいう。)であり、市場価格ではない。純資産額はETFの客観的な価値であるから、理論的には市場価格は純資産額となるはずであり、その結果市場価格は指標に連動するはずであるが、特に本文下記4(3)で述べるような裁定取引が働きにくいETF(新興国株式や時差のある市場の指標に連動するETF等)や市場での取引高が小さいETFなどについては、市場価格が純資産額と乖離し、指標と連動しない可能性がある。詳しくは杉田浩治「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11月号(2010年)45頁を参照されたい。

(注5) こうした受益証券発行信託を用いた上場商品については、拙稿「受益証券発行信託の活用事例と法的論点—JDRを中心に—」旬刊商事法務2006号(2013年)84頁以下、星治「活用広がるJDR～受益証券発行信託の大きな可能性～」本誌338号(2013年)38頁以下及び樋口航・宮下昌彦「JDRの上場制度の概要」本誌338号(2013年)48頁以下参照。

(注6) ETNに関する詳しい解説については、亀井達彦・磯部佳奈絵「JDR形式による指標連動証券の上場制度等の整備」信託246号(2011年)37頁以下、亀井達彦「指標連動証券(ETN)の上場制度等の整備」金融2011年9月号(2011年)19頁以下等を参照のこと。

(注7) また、税法上の区分として、特定株式投資信託、公募株式等証券投資信託及び上場証券投資信託等の区分があるが、本稿では省略する。

(注8) 2009年4月の税制改正を受けて、2009年7月に上場規程が改正され、金銭設定・金銭償還型のETFを上場できるようになった。

(注9) 現物設定・現物交換型ETFには、①設定及び解約がファンドの構成比率に相当する比率で行われることによりトラッキングエラー(純資産額と連動対象指標との乖離)が低減すること、②設定及び解約を現物で行うことにより株式売買コストを低減させ、低コストを実現するといったメリットがある(詳しくは、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年11月号(2010年)31頁参照)。

(注10) また、2001年の投信法施行令改正当時においては、株式の持合解消の受け皿としてETFの活用が期待されていたようであり(黒木文明「継続する持ち合い解消—2001年度株式持ち合い状況調査—」ニッセイ基礎研REPORT2002年10月号(2002年)7~8頁、そのためには現物設定・現物交換型ETFとして組成する必要があった)。

(注11) レバレッジ型ETF及びインバース型ETFはいずれも指数先物取引により運用するのが一般的である。

(注12) 詳しくは、前述舞田35~38頁参照。

(注13) [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121212-1/01.pdf)

(注14) そのような改正の有無・タイミングは現時点では不明確であるが、仮にそのような改正が行われるとすると、その改正は2013年6月19日に公布された「金融商品取引法等の一部を改正する法律」のうち公布後1年6月以内の政令で定める日から施行される投資法人法制の改正と同じタイミングで施行されることが予想される。

(注15) 2014年2月10日時点。東京証券取引所のウェブサイト(<http://www.tse.or.jp/rules/etf/investors/index.html>)に掲載された情報に基づく。

(注16) 投信法施行令12条1号ハ

(注17) 投信法施行令12条1号イ・同施行規則19条3項及び4項

(注18) 投信法施行令12条2号ロ・同施行規則19条5項

(注19) 投信法施行令12条2号ハ・同施行規則19条6項

(注20) 詳しくは、東証のホームページ (<http://www.tse.or.jp/rules/etf/etfinfo/outline.html>) 等を参照されたい。

(注21) 本文では簡略化した説明にとどめているが、実際にはより多様な運用方法がある。詳しくは、北村慶『ETFとは何か 個人マネーをひきつける新商品のすべて』(PHP研究所、2009年4月) 83～90頁等参照。

(注22) 詳しくは、前掲木村・亀井69～72頁参照。

(注23) 金銭設定・現物交換型のETFについては本文下記4(1)で説明する発行市場における設定が金銭でなされる点、金銭設定・金銭償還型ETFについてはかかる発行市場における設定・償還が金銭でなされる点で異なるが、それ以外の基本的な仕組みは現物設定・現物交換型ETFと同じである。

(注24) 株式やJ-REITと異なり、ETFの場合には上場前公募は行われない。

(注25) 現物設定・現物交換型及び金銭設定・現物交換型では現物にて償還されるため「交換」という用語が用いられ、他方、金銭設定・金銭償還型においては金銭にて償還されるため「償還」という用語が用いられるのが一般的である。

(注26) 取引所における取引の決済が行われるのは購入(契約締結)後3営業日後であるため(業務規程9条3項)、実際には株式バスケットを構成する各株式を購入した時点でETFの空売りをすることになる。こうした空売りは、金商法上許容されている(有価証券の取引等に関する内閣府令9条の3第16号ロ等)。

(注27) 上記注26と同様の理由により、実際には株式バスケットを構成する各株式の空売りをすることになる。こうした空売りは、金商法上許容されている(有価証券の取引等に関する内閣府令9条の3第16号イ等)。

(注28) 詳しくは、前掲樋口・長瀬23～25頁参照。

(注29) 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(上場規程1104条1項2号c)、またその人数は50名未満であるものの、ETFは上場されることが前提となるため、私募の要件を満たさず(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))、募集となる。なお、前述のとおり指定参加者は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30) もっとも、厳密に考えると、ETFの追加設定の場面において募集があるといえるかはなお検討の余地があるように思われる。まず、具体的にETFの追加設定の場面においていかなる「勧誘」行為を認めることができるか、議論の余地があるように思われる。また、有価証券届出書によるディスクロージャーの趣旨に関しては、熱心な勧誘により投資家に「販売圧力」がかかり、情報に基づいた投資決定を阻害するおそれがあるため、金商法は発行者にディスクロージャーを要求し、熟慮期間を設けることにより、投資家を保護しようとしているとの説明がなされることがある(黒沼悦郎『金融商品取引法入門 [第五版]』(日本経済新聞出版社、2013年) 54～55頁など)。ETFのスキームにおいて、勧誘する側である管理会社と勧誘される側である指定参加者・機関投資家との間にこのような「販売圧力」が存在するかという点についても議論の余地はあろう。

(注31) 管理会社のホームページにETFの目論見書を掲載しているケースも見受けられるが、かかる対応は法令に基づく対応ではなく、自主的な対応である。

(注32) 詳しくは、東証ホームページ (<http://www.tse.or.jp/rules/etf/inav/>) 及び前述舞田35頁等を参照のこと。

