



~制度調査部情報~

2008年1月25日 全8頁

ETF の抜本改革等 に関する提言

制度調査部
金本 悠希

金融審報告の取引所機能強化の提言

【要約】

2007年12月18日、金融審議会金融分科会第一部会が報告書を公表し、その中で ETF の多様化、金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ等、排出権取引等の観点から、取引所の取扱商品の多様化を目指す提言がなされている。

ETF の多様化については、投資信託の対象をコモディティ（商品）関連に拡大することや、迅速に ETF の商品設計ができるように株価指数を包括的に定める措置などが提言されている。

金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ等については、金融商品・金融取引は金融商品取引法で規制し、コモディティ・デリバティブ取引は商品取引所法の下で規制するという現行の規制を維持するという方向が示されている。

1. はじめに

2007年12月18日、金融審議会金融分科会第一部会は、「金融審議会金融分科会第一部会報告～我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて～」という報告書を公表した¹。

また、同日、同部会に設置された法制ワーキング・グループも「金融審議会金融分科会第一部会法制ワーキング・グループ報告～課徴金制度のあり方について～」を公表した²。

これらの報告書の中で、次のような提言が行われている。

- 取引所の取扱商品の多様化
- プロに限定した取引の活発化
- 銀行・証券間のファイアーウォール規制の見直し
- 課徴金制度の見直し

これらの提言を踏まえ、今年（2008年）の通常国会に金融商品取引法等の改正法案が提出されるものと思われる。

本稿では、上の提言のうち、取引所の取扱商品の多様化について説明する。

¹ 金融庁HP参照（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html）。横山淳「金融審報告の概要 プロ向け市場、銀証問題等」（2007年12月19日付 DIR 制度調査部情報）参照。

² 注1参照。

2 . ETF の多様化

ETF（株価指数連動型上場投資信託 Exchange Traded Fund）は、個別株に投資することと比較すると、低コストで効果的な分散投資を可能にする投資手段である。また、非上場の投資信託と比較すると、市場価格によるタイムリーな取引が機動的に行えるというメリットがある。

ETF は、これまでも連動対象となる株価指数が拡大されることにより多様化が進められてきており、2007 年 12 月 19 日にも金融庁が指数を拡大する告示の改正案を公表している³。

金融審報告は、さらに ETF の多様化を図るため、コモディティ関連の ETF を始め、海外取引所で上場されているような多様な種類の ETF（図表 1～5 参照）を、我が国取引所でも柔軟に上場できるよう、以下の制度整備を行うことを提言している。

(1) 受益証券発行信託を活用した ETF の上場

現行の ETF は、投資信託及び投資法人に関する法律(以下、投資信託法)を根拠規定としている。それに対して、金融審報告は信託法に基づく受益証券発行信託を活用した ETF の上場を提言している。

具体的には、2007 年 9 月 30 日に施行された信託法の改正では、投資対象等の制限のない受益証券を発行する信託（受益証券発行信託）が導入された（信託法 185 条）。又、同じく 2007 年 9 月 30 日に施行された金融商品取引法(以下、金商法)では、この「信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券」が新たに有価証券と認められこととなった（金商法 2 条 1 項 14 号）。

この受益証券発行信託を活用することにより、柔軟な商品設計に基づく ETF を組成することが可能となっている。たとえば、コモディティ（金、石油、パラジウムなど。図表 2・3・4 参照）を信託し、その信託が発行した受益証券を ETF として上場するということである。

金融審報告は、「受益証券発行信託を活用した ETF の上場が可能となるよう、必要な投資者保護の枠組みの下、取引所において上場規則の整備等が図られていくことを期待したい」としている⁴。

(2) 投資信託を活用したコモディティ関連の ETF

現行の法制の下では、投資信託の主たる投資対象（「特定資産」）は、有価証券、金融デリバティブ取引に係る権利、不動産等に限定され、コモディティ・デリバティブに係る権利は含まれていない（投資信託法 2 条、投資信託及び投資法人に関する法律施行令(以下、投資信託法施行令)3 条）。

金融審報告は、「投資信託の主たる投資対象（「特定資産」）を拡大し、コモディティ現物やコモディティ・デリバティブを投資対象に加えることが適当である」としている。

³ 拙稿「ETF 多様化のための告示改正案」（2008 年 1 月 9 日付 DIR 制度調査部情報）参照。

⁴ 東証も、「上場制度総合整備プログラム」で、多様な商品の上場に向けた対応を目指し、「受益証券発行信託の受益証券（日本型預託証券（JDR））の上場制度について、外国会社が発行する株式以外の資産を原資産とする場合の要件について検討を行う」としている（<http://www.tse.or.jp/rules/seibi/2007program.pdf>）。

また、投資信託は金銭信託が原則とされ、現在上場されている株価指数連動型 ETF などの証券投資信託を除き、現物交換が認められていない（投資信託法 8 条 1 項、投資信託法施行令 12 条）。

この点について金融審報告は、「コモディティ現物等を投資対象とする投資信託について、投資額を適正に評価できるものなど、投資者保護上問題ないものは、現物交換型の商品設計を可能とするための制度的な手当てを行うことが適当である」としている。

(3) 商品ファンド法の適用関係

株式などの有価証券の投資については基本的に金商法が適用されるが、コモディティ取引と呼ばれる商品投資には、基本的に商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）が適用される。

投資運用業者によってコモディティ・デリバティブへ直接投資する ETF が組成される場合、現行の商品ファンド法制においては、投資信託法等に基づく規制に加え、商品ファンド法に基づく規制が重ねて課されることとなる。

そこで、金融審報告は、「コモディティ・デリバティブへ直接投資する ETF について、投資運用業者が投資判断を行う場合には、商品投資顧問業者に対する投資判断の一任を要しないこととすることが適当である」としている。

(4) 投資信託法における株価指数の告示指定のあり方

現行制度上、現物設定・現物交換型の投資信託の連動対象となる株価指数は、金融庁長官が個別に指定（告示）している。

この金融庁長官による指定については、前述のとおり 2007 年 12 月 19 日に指標を拡大する告示改正案が公表されている⁵。しかし、個別に指定する方法では、その都度告示を改正する必要があり、迅速な商品設定が難しいと考えられる。

この点について、金融審報告は「時機に応じた迅速な商品設定を可能とするため、適切な価格形成や相場操縦防止の観点から問題のない範囲で、対象となる株価指数を包括的に定めるなどの方策を講じることが適当である」としている。

(5) 現物設定・現物交換型の投資信託の拡大

現行制度上、現物設定・現物交換型の投資信託の運用対象は、証券の場合であっても株式に限定されている。

⁵ 注 3 参照。

金融審報告は、「債券やREIT（不動産投資信託）の受益証券等、投資額の適正な評価が可能なものであって、投資者保護上問題のない証券については、現物設定・現物交換型の投資信託の対象とすることが適当である」としている。

図表1 海外主要取引所の取扱商品の状況

国	取引所	有価証券	[証券]先物	商品先物
米	ナスダック取引所			
	CMEグループ	シカゴマーカンタイル取引所(CME) シカゴ商品取引所		
		ニューヨーク証券取引所(NYSE)		
仏	NYSE・ユーロネクストグループ	ユーロネクスト・パリ		
		ユーロネクスト・ライフ		
		ロンドン証券取引所		
独	ドイツ取引所グループ	フランクフルト証券取引所		
		ヨーレックス		
		ヨーロビアン・エネルギー取引所		
星	シンガポール取引所グループ	シンガポール証券取引所		
		シンガポールデリバティブ取引所		
		ジョイント・アジア・デリバティフ取引所		
韓国	韓国取引所			

(出所)金融審議会資料

図表2 アメリカにおける主な取引所の取扱商品

取引所名	有価証券 現物	主な上場デリバティブ商品(先物・オプション)			
		金融関連	農産物	エネルギー 工業品	その他
NYSE証券取引所(NYSE) (注) [NYSE・ユーロネクストグループ]					
CMEグループ	シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME)	外国為替 株価指数 金利	バター 粉乳 ミルク 脱脂粉乳 チーズ 食肉牛 生牛 材木 パルプ 冷凍豚 ブタ 肥料 窒素肥料 エタノール		経済指標 不動産指数 天候
	シカゴ商品取引所(CBOT)	株価指数 債券指数 金利 CDS指数	コーン 大豆 大豆油 大豆ミール 小麦 エタノール 大麦 コメ	金 銀	
シカゴ・オプション取引所(CBOE)	個別株式 株価指数 債券指数				
NYSE・マーカンタイル取引所 (NYMEX)			WTI原油 天然ガス 燃料油 無鉛ガソリン ブレント油 ガソリン プロパン 石炭 金 銀 プラチナ パラジウム 銅 アルミニウム		
NYSE商品取引所(NYBOT)	外国為替 株価指数	ココア 綿 コーヒー 冷凍オレンジ 果汁 パルプ 砂糖 エタノール			

(注)NYSE証券取引所を傘下に収めるNYSEグループは、2007年4月に持株会社形態によりユーロネクストグループと経営統合している。
(出所)金融審議会資料

図表3 英・独・仏における主な取引所の取扱商品

取引所名		有価証券 現物	主な上場デリバティ商品(先物・オプション)			
			金融関連	農産物	エネルギー 工業品	その他
イギリス	ロンドン証券取引所					
	ユーロネクスト・ライフ(注) [NYSE・ユーロネクストグループ]		個別株式 外国為替 株価指数 金利	ココア コーヒー コーン 菜種 粗糖 砂糖 飼料用小麦 製粉小麦		
	ICEフューチャーズ		外国為替	ココア コーヒー 綿 オレンジ果汁 砂糖	ブレント油 石炭 軽油 ガソリン 燃料油 中東原油 天然ガス WTI原油	電力 排出権 商品指數
ドイツ	ロンドン金属取引所				アルミニウム 銅 ニッケル スズ 亜鉛 鉛 プラスチック 鉄	
	法兰クフルト証券取引所					
	ドイツ取引所グループ ユーレックス		個別株式 株価指数 金利 債券 ETF CDS指數			
	ヨーロピアン・エネルギー取引所				天然ガス 石炭	電力 排出権
	リスクマネジメント取引所			ブタ 子豚 ジャガイモ 小麦 大麦		
フランス	ユーロネクスト・パリ(注) [NYSE・ユーロネクストグループ]		個別株式 株価指数			

(注)ユーロネクストグループであるアムステルダム(オランダ)、ブリュッセル(ベルギー)、リスボン(ポルトガル)、パリ(フランス)の各取引所においては有価証券現物及びその関連デリバティ取引を上場しており、商品デリバティ取引については各取引所を通じてユーロネクスト・ライフにおいて取り扱われる。なお、ユーロネクストグループは2007年4月に持株会社形態によりNYSEグループと経営統合している。

(出所)金融審議会資料

図表4 韓国・シンガポールにおける主な取引所の取扱商品

取引所名		有価証券 現物	主な上場デリバティブ商品(先物・オプション)			
			金融関連	農産物	エネルギー 工業品	その他
韓国	韓国取引所		外国為替 株価指数 債券指数 金利 個別株式		金	
シンガポール	シンガポール証券取引所					
	シンガポールデリバティブ取引所		株価指数 金利			
	ジョイントアジアンデリバティブ取引所			ゴム	パーム油	
	シンガポール商品取引所			ゴム コーヒー		

(出所)金融審議会資料

図表5 各国主要取引所におけるETFの上場状況

	ETFの上場数	ETFの運動対象
東証	11	株価指数
大証	6	株価指数 商品現物(金)
ニューヨーク証券取引所 (NYSE)	214	株価指数 債券指数 為替レート 商品先物指数 商品現物(金) 等
ロンドン証券取引所 (LSE)	129	株価指数 債券指数 商品先物指数 商品先物(原油等) 商品現物(金等) 等
ドイツ証券取引所 (Deutsche Borse)	299	株価指数 債券指数 商品先物指数 商品先物(原油等) 商品現物(金等) 等
ユーロネクスト (Euronext)	284	株価指数 債券指数 商品先物指数 商品先物(原油等) 商品現物(金等) 等
シンガポール取引所 (SGX)	17	株価指数 債券指数 商品先物指数 商品現物(金)

(注1)計数は07年9月末現在(東証及び大証は10月末現在)

(注2)ロンドン証券取引所、ドイツ証券取引所、ユーロネクストのETFにはETC(Exchange Traded Commodities)を含む。

(注3)シンガポール取引所はグループ会社として商品取引所を保有。

(出所)金融審議会資料

3. 金融商品取引所と商品取引所の相互乗り入れ等

金融庁は、取引所又はそのグループ等において、株式、債券や金融デリバティブからコモディティ・デリバティブまでの総合的で幅広い品揃えを可能とする「総合取引所構想」⁶を進めている。

この「総合取引所構想」を実現するには、2で述べたように、金融商品取引所でコモディティ・デリバティブやコモディティ関連のETFを扱うという方法があるが、金融商品取引所と商品取引所が本体又はグループ会社を通じて相互乗り入れするという方法もある。

この後者の方法について、金融審報告は、「金融商品及び金融取引は金融商品取引法で規制し、コモディティ・デリバティブ取引は商品取引所法の下で規制するという、両法制の枠組みの下で、資本提携等を通じた相互参入等を可能としていくことが喫緊の課題」であるとし、具体的には以下の措置等を早急に講じることが適当としている。

コモディティ・デリバティブ市場の開設を金融商品取引所の子会社等に認めるために、金融商品取引所の関連業務とする。

金融商品取引所本体の業務範囲を拡大し、内閣総理大臣の認可を受けて、商品取引所法の枠組みの下でコモディティ・デリバティブ市場を開設することを可能にする。

図表6 金融商品取引所と商品取引所の業務範囲等

		金融商品取引法	商品取引所法
取引所	取引所の業務範囲	取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務	商品又は商品指数について先物取引をするために必要な市場の開設の業務及び上場商品の品質の鑑定、刊行物の発行その他これに附帯する業務
	株式取得制限 (議決権ベース)	・原則20%以上の取得・保有を禁止 ・ただし、認可金融商品取引業協会、金融商品取引所、金融商品取引所持株会社については当該規制の適用除外 ・また、地方公共団体その他の政令で定める者については、金融庁長官の認可を受けければ、50%以下の取得・保有が可能 【政令で地方公共団体のみ規定】	5%超の取得・保有を一律禁止
	子会社の業務範囲	・原則として、取引所金融商品市場の開設及びこれに附帯する業務を行う会社のみ子会社とすることが可能 ・ただし、金融庁長官の認可を受けた場合は、取引所金融商品市場の開設に関連する業務を行う会社を子会社とすることができます。	【子会社に関する規定なし】
持株会社	持株会社の業務範囲	子会社である株式会社金融商品取引所の経営管理及びこれに附帯する業務	【持株会社に関する規定なし】
	子会社の業務範囲	(取引所の子会社の業務範囲と同じ)	

(注)子会社とは、当該会社の議決権の過半数を保有する会社をいう。

(出所)金融審議会資料

4. 排出権取引等の取扱い

金商法上、第一種金融商品取引業あるいは投資運用業を行う金融商品取引業者は、内閣総理大臣に届け出れば排出権取引関連の業務を行うことが認められる。(金商法35条2項7号、金融商品取

⁶ 横山淳「総合取引所構想 金融審第一部会報告」(2007年12月27日付DIR制度調査部情報)参照。

引業等に関する内閣府令 68 条 16 号)。しかし、金融商品取引所で排出権取引を扱うことが認められるかは明確に規定されていない。

海外の取引所では、排出権等についても取引所における取引が行われている国がある(図表 3)が、排出権については、現状では法的な位置付けや価格評価方法等は必ずしも明確となっていない。

金融審報告は、このような取引についても、「公益又は投資者保護上、金融商品取引所グループにおいて取引の場を設けることに問題のない枠組みであれば、関連業務として認めていくことが考えられる。更に、排出権の法的な位置付けや価格評価方法等の明確化が図られる等の状況が整った場合に、その取引の具体的な態様等も踏まえつつ、金融商品として取り扱うことについても、幅広く検討を行っていく必要がある」としている。