

東証の商品ETFの 上場制度整備案

制度調査部
金本 悠希

金、銀、石油、牛、綿花、ニッケル、コバルトなどさまざまな商品が対象

【要約】

- 2008年1月29日、東証は、「商品ETF（現物商品投資型）の上場制度の整備について」を公表した。ETFの多様化については、2007年12月19日に金融審議会が公表した報告でも提言されていた。
- この商品ETF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を利用した、商品価格に連動する上場有価証券である。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いる（ただし、実際にどの商品を組み込んだETFが組成されるかは、今後の個別の商品設計次第である）。
- なお、いわゆる「商品ETF」の一種として、既に2007年8月に、大証に「金価格連動型ETF」が上場されている。これは、従来の証券投資信託の一種であり、今回の整備案とは異なるタイプの「商品ETF」である。
- 整備案は、平成20年3月をめどに実施する予定とされている。東証の上場制度が正式に整備された後、上場申請者による上場申請がなされることにより、個別の商品ETFが上場されることとなる。

1. はじめに

- 2008年1月29日、東京証券取引所（以下、東証）は、「商品ETF（現物商品投資型）の上場制度の整備について」を公表し、2月18日までパブリックコメントに付すことを明らかにした。
- ETFの多様化による取引所の機能の拡充・強化については、2007年12月19日に金融審議会第一部会が公表した報告でも提言されていた。東証は、これを受けて今回のパブリックコメントを公表した。
- 本稿では、このパブリックコメントについて説明するとともに、既に大阪証券取引所に上場されている金価格連動型上場投資信託との相違点についても説明する。

2. 整備案の制度概要

(1) 定義

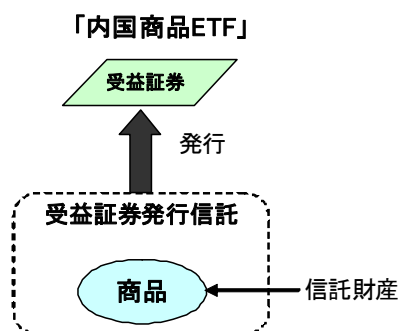
- 整備案では、「内国商品ETF（仮称）」と「外国商品ETF（仮称）」が定義されている。まず、「内国商品ETF（仮称）」は、以下のように定義されている。

以下の商品等¹の価格²に連動することを目的として、主としてその商品等を信託財産とする受益証券

¹ 正確には、以下のものが定められている（商品取引所法2条4項、商品取引所法施行令1条）。

発行信託の受益証券

- ①牛、豚
- ②木材、天然ゴム、綿花、羊毛
- ③石油、石炭
- ④金、銀、銅、鉛、すず、ニッケル、コバルト、ウラン等



○また、整備案では「内国商品ETF（仮称）」と同様の性質を持つものとして、「外国商品ETF（仮称）」についても規定されているが、本稿では「内国商品ETF（仮称）」を中心に説明する。

(2) 上場制度

①上場申請者

○整備案では、内国商品ETF・外国商品ETFの上場は、内国商品ETFの信託財産の管理会社及び信託受託者からの申請により行うものとされている。

○まず、内国商品ETFに関しては、以下の者が管理会社・信託受託者となることが認められる。

①管理会社になることが認められる者

①農産物、林産物、畜産物及び水産物並びにこれらを原料又は材料として製造し、又は加工した物品のうち、飲食物であるもの及び以下のもの

—牛、豚、なたね、亜麻の種、木材、天然ゴム、綿花、綿糸、乾繭、生糸、羊毛、毛糸、ステープルファイバー糸、飼料

②以下の鉱物及びこれらを製錬し、又は精製することにより得られる物品

—金鉱、銀鉱、銅鉱、鉛鉱、そう鉛鉱、すず鉱、アンチモニー鉱、水銀鉱、亜鉛鉱、鉄鉱、硫化鉄鉱、クローム鉄鉱、マンガン鉱、タングステン鉱、モリブデン鉱、ひ鉱、ニッケル鉱、コバルト鉱、ウラン鉱、トリウム鉱、りん鉱、黒鉛、石炭、亜炭、石油、アスファルト、可燃性天然ガス、硫黄、石こう、重晶石、明ばん石、ほたる石、石綿、石灰石、ドロマイト、けい石、長石、ろう石、滑石、耐火粘土（ゼーゲルコーン番号三十一以上の耐火度を有するものに限る）及び砂鉱（砂金、砂鉄、砂すずその他ちゅう積鉱床をなす金属鉱）、リチウム鉱、ベリリウム鉱、ホウ素鉱、マグネシウム鉱、アルミニウム鉱、希土類金属鉱、チタン鉱、バナジウム鉱、ガリウム鉱、ゲルマニウム鉱、セレン鉱、ルビジウム鉱、ストロンチウム鉱、ジルコニウム鉱、ニオブ鉱、白金属鉱、カドミウム鉱、インジウム鉱、テルル鉱、セシウム鉱、バリウム鉱、ハフニウム鉱、タンタル鉱、レニウム鉱、タリウム鉱、貴石、半貴石、ベントナイト、酸性白土、けいそう土、陶石、雲母、ひる石

²市場性、公示性及び継続性があると認められるものに限られる。

- a. 投資運用業を行う金融商品取引業者で、内国商品 ETF の信託財産に関する管理又は処分の指図³を行うもの（信託会社を除く）
 - b. a から当該内国商品 ETF の信託財産の管理又は処分の指図する権限の委託⁴を受けた者
- ②信託受託者になることが認められる者（以下、信託会社等）
- a. 信託会社
 - b. 信託業の認可を受けた金融機関

②上場審査基準

○整備案では、内国商品 ETF の上場審査基準も明らかにされている。審査項目は多岐にわたり、管理会社が信託協会の会員であること、信託約款に一定の事項が記載されていること、適正なディスクロージャーを行っていること、新規上場申請銘柄が指定保管振替機関の取扱いの対象であることなどが定められている。

○信託約款の記載事項などによれば、整備案で提案されている内国商品 ETF は、以下のような商品特性である。

- ①特定の商品の価格に連動する仕組みである。
- ②信託契約の期間の定めは設けられない。
- ③信託契約期間中において、受益者は信託の解約を請求することができない。
- ④計算期間として定める期間が6か月以上1年以内である。
- ⑤受託者は、信託に必要な資金の借入をする場合が認められる。
- ⑥管理会社は、内国商品 ETF の総資産のうち95%以上について特定の商品を組み入れる旨確約する。
- ⑦新規上場申請銘柄は、限定責任信託⁵は認められない。

○整備案の上場審査基準は、具体的には、新規上場申請銘柄が、次の①から⑩までに適合していることとされている。

- ①管理会社が社団法人投資信託協会の会員であること。
- ②信託約款に以下の a から q の内容が記載されていること。
 - a. 特定の商品の価格に連動する仕組み。
 - b. 信託契約の期間の定めを設けない旨。
 - c. 信託契約期間中において、受益者が信託の解約を請求することができない旨。
 - d. 計算期間として定める期間が6か月以上であり、1年以内であること。

³ 当該内国商品 ETF の信託受託者が行う管理又は処分の監督を含み、指図は全部行う場合も、一部しか行わない場合も含む。

⁴ 全部の権限を委託された場合も、一部の権限を委託された場合も含む。

⁵ 受託者が当該信託のすべての信託財産責任負担債務について信託財産に属する財産のみをもってその履行の責任を負う信託(信託法2条12項)。

- e. 管理会社及び信託受託者の商号又は名称。
 - f. 受益者に関する事項。
 - g. 管理会社及び信託受託者としての業務に関する事項。
 - h. 信託の元本の額に関する事項。
 - i. 受益証券に関する事項。
 - j. 信託の元本及び収益の管理に関する事項（信託財産となる資産の種類を含む。）。
 - k. 信託財産の評価の方法、基準及び基準日に関する事項。
 - l. 信託の元本の償還及び収益の分配に関する事項⁶。
 - m. 信託契約期間中の解約に関する事項。
 - n. 信託受託者及び管理会社の受ける信託報酬その他の手数料の計算方法並びにその支払の方法及び時期に関する事項。
 - o. 受託者が信託に必要な資金の借入れをする場合においては、その借入金の限度額に関する事項。
 - p. 信託約款の変更に関する事項。
 - q. 管理会社における公告の方法。
- ③管理会社が、新規上場申請銘柄の信託財産について、上場申請に係る内国商品 ETF の総資産のうち95%以上について、当該特定の商品を組み入れる旨の確約をしていること。
- ④新規上場申請銘柄が、限定責任信託ではないこと。
- ⑤管理会社が、内国商品 ETF に係る受益証券に表示される権利を有する者から拋出を受けた商品その他の財産の管理又は処分の指図を行うことについて、投資者の保護に欠け、取引の公正を害し、又は当該内国商品 ETF に係る商品の取引の信用を失墜させることのないよう適切に行う旨を確約していること。
- ⑥次の a 及び b に適合していること。
- a. 新規上場申請銘柄に係る最近2年間に終了する各計算期間の財務諸表等又は各計算期間における中間財務諸表等が記載される有価証券報告書等に「虚偽記載」を行っていないこと。
 - b. 新規上場申請銘柄に係る最近2年間に終了する各計算期間の財務諸表等に添付される監査報告書及び最近1年間に終了する計算期間における中間財務諸表等に添付される中間監査報告書において、公認会計士等の「無限定適正意見」若しくは「除外事項を付した限定付適正意見」又は「中間財務諸表等が有用な情報を表示している旨の意見」若しくは「除外事項を付した限定付意見」が記載されていること。
- ⑦新規上場申請銘柄に係る受益証券が当取引所が定めるところに従って作成されているものであること又は新規上場申請銘柄に係る管理会社はその旨を確約しているものであること。
- ⑧新規上場申請銘柄が指定保管振替機関の受益証券発行信託受益証券保管振替決済業務における取扱いの対象であること又は上場の時までに取り扱いの対象となる見込みがあること。
- ⑨公益又は投資者保護の観点から、その上場が適当でないと認められるものでないこと。
- ⑩新規上場申請に係る管理会社が、次の a から c に掲げる事項について、書面により確約すること。
- a. 新規上場申請銘柄に係る信託受託者に関する情報を適切に把握することができる状況にあること。

⁶ 受益者が信託の元本の償還及び収益の分配に関して、受益権の口数に応じて均等の権利を有する旨。

- b. 新規上場申請銘柄に係る信託受託者に関する情報について開示を行うこと。
- c. 新規上場申請銘柄に係る管理会社が信託受託者に関する情報の開示を行うことについて当該者が同意していること。

③上場管理

- 整備案では、適時開示等の上場管理に係る制度は、ETFの上場管理に係る制度に準じた制度とするとされている。
- 現行のETFの上場管理制度では、取引所価格とは別に純資産総額や一口あたりの純資産総額等を日々開示し、売出し・信託約款の変更等を決定した場合や、上場廃止原因となる事実が発生した場合等に、情報の適時開示を行わなければならないとされている。また、管理会社は、有価証券報告書等を提出した場合には、その適正性に関する確認書を提出することとされている。
- さらに、整備案は、内国商品ETFの上場管理制度では、信託の分割⁷を決定した場合には適時開示を行うこととするとされている。

④実効性の確保

- 整備案では、改善報告書等の実効性の確保に係る制度は、ETFの実効性の確保に係る制度に準じた制度とするとされている。
- 現行の実効性の確保に係る制度では、適時開示等が適正に行われなかった場合は、改善の必要性が高い場合は、その経緯・改善措置を記載した改善報告書の提出が求められる。また、改善報告書を提出した場合、提出から6ヶ月経過後速やかに、改善状況報告書を提出しなければならない。

⑤上場廃止

- 整備案では、上場廃止に係る基準は、ETFの上場廃止基準に準じた基準とするとされている。さらに、ETFの上場廃止基準に加え、信託の分割を決定した場合には、上場廃止とすることとされている。

(3) 売買制度

- 整備案では、売買制度は、株券の売買に係る制度に準じた制度とするとされている。さらに、信用取引制度の対象とするとされている。

⁷ ある信託の信託財産の一部を、受託者が同じ他の信託、あるいは受託者が同じである新たな信託の信託財産として移転すること(信託法2条11項)。

(4) 決済制度

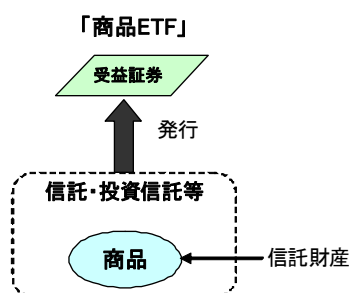
○整備案では、決済は、証券保管振替機構における口座振替により行くとされている⁸。

3. 信託制度を利用した「商品ETF」

(1) 2種類の信託制度

○「商品ETF」を組成する方法として、信託制度を利用し、商品を中心とする信託契約において受益証券を発行するという方法が考えられる。

○その際、信託制度として、信託法に基づく信託を利用する方法や、投資信託法に基づく投資信託を利用する場合などが考えられる。



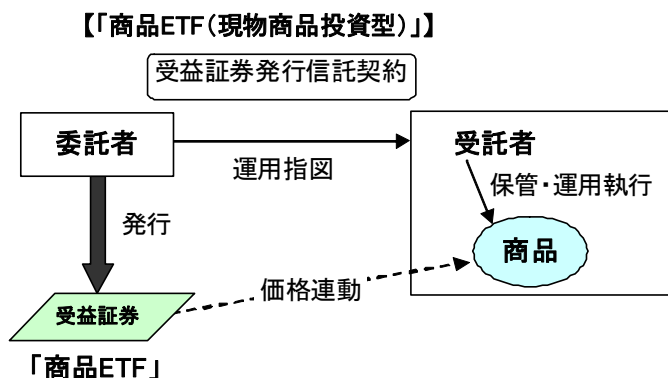
(2) 信託法に基づく信託を利用する場合

○このうち、整備案で導入が検討されている「商品ETF（現物商品投資型）」は、信託法に基づく信託において、主として商品を中心とする受益証券発行信託の受益証券である。

○しかし、このような受益証券を発行する信託は、2007年9月30日施行の信託法改正以前は、投資信託法などの特別法がない限り、認められるか否か明確でなかった。しかし、2007年9月30日施行の信託法の改正により、特別法がない場合でも、信託行為において受益証券を発行することが明文で認められた（改正信託法185条）。今回の整備案で検討されている商品ETFは、この改正により可能となったものである。

○これが可能となったことにより、たとえば、金（商品）自体を信託財産とする信託契約において受益証券を発行することが可能となった。

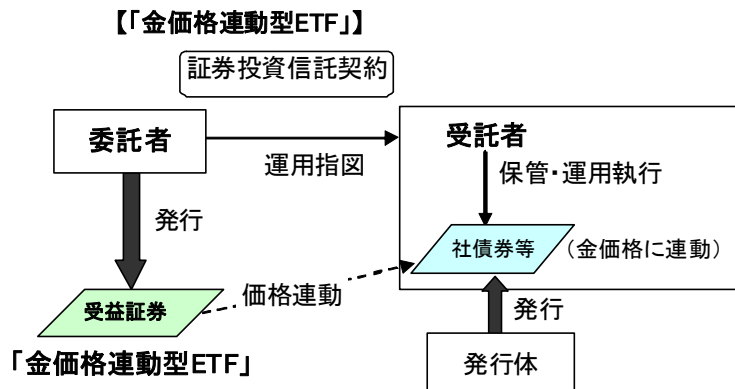
⁸ 証券保管振替機構における制度やシステム等に係る所要の整備が行われることが前提とされている。なお、外国商品ETFに係る権利処理等については、他の外国証券と同様の扱いとされている。



(3) 投資信託法に基づく投資信託を利用する場合

○いわゆる「商品ETF」に関しては、すでに2007年8月10日に大阪証券取引所にいわゆる「金価格連動型ETF」が上場されている⁹。

○これは、整備案中で検討されている「商品ETF(現物商品投資型)」とは異なり、投資信託法に基づく従来の証券投資信託の一種である。つまり、金自体ではなく、金価格に連動する社債券等(他の発行体によって発行される)に投資する証券投資信託である。このタイプであれば、信託法の改正以前でも、従来の投資信託法の下で可能であった。



○このように、金価格に連動するETFを組成するために、金自体ではなく金価格に連動する社債券等に投資を行うのは、投資信託法の規制のためと考えられる。投資信託法では、投資信託の主たる投資対象を、有価証券や不動産などに限定しており、商品を主たる投資対象と認めていない(投資信託法2条1項、投資信託法施行令3条)。

○金融審議会の報告は、この規制に関しても、商品(コモディティ)現物等を投資信託の主たる投資対象と認めることなどにより、投資信託を活用した商品関連のETFを組成できるようにすることを提言している。

⁹ 大阪証券取引所HPのETFに関するページ (http://www.ose.or.jp/stocks/ind_et.html) 参照。

「商品 ETF」をめぐる信託法・投資信託法の規制

信託法	改正前：受益証券を発行できるか否か不明 ⇒改正後：受益証券の発行を明文で認める
投資信託法	現行法：商品（コモディティ）は、主たる投資対象として認められない …金融審報告：商品（コモディティ）現物等を、主たる投資対象と認めるよう改正を提言

4. 実施時期

- この整備案は、2008年2月18日までパブリックコメントに付された後、提出された意見を踏まえ、正式決定される予定である。
- 整備案の実施時期については、平成20年3月をめどに実施する予定とされている。東証の上場制度が正式に整備された後、上場申請者による上場申請がなされることにより、個別の商品ETFが上場されることとなる。