

2008年7月25日 全7頁

ETFの多様化のための 投信法施行令等改正〈確定版〉

制度調査部
金本悠希

投資対象を拡大し、株価指数の個別指定を廃止

[要約]

- 6月27日、金融庁は投資信託法施行令等の改正を公布した。
- 改正の狙いの一つは、ETF（上場投資信託）の多様化である。その方法として、①株式に限定されている現物拠出型ETFの投資対象を有価証券全般に拡大することと、②ETFの連動対象指標の個別指定を廃止することが規定された。
- ただし、不適正な指標を利用したETFが組成されないよう、連動対象指標は金融商品取引所等が指定するものに限定され、また、十分な流通性を確保する措置が講じられていることが必要である。

(注)本稿は、改正案段階で作成した拙稿「ETFの多様化のための投信法施行令等改正案」（2008年5月21日付DIR制度調査部情報）の確定版である。

1. はじめに

○2008年6月27日、金融庁は「投資信託及び投資法人に関する法律施行令の一部を改正する政令」等を公布した¹。

○この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。また、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則は、投資信託法施行規則と表記する）等の改正のポイントは、以下の2点である。

- ①ETF（上場投資信託）の多様化
- ②空売り規制の適用除外の範囲の整理

○この「①ETF（上場投資信託）の多様化」は、具体的には以下の内容である。

¹ 金融庁 HP (<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20080626-1.html>) 参照。

- ①上場株式以外を投資対象とする現物拋出型 ETF の導入
- ②現物拋出型 ETF の連動対象となる指数についての個別指定を廃止

○本稿では、この「①ETF（上場投資信託）の多様化」について説明する。

2. 現物拋出型 ETF の投資対象の拡大

(1) 金融審議会等の提言

○現物拋出型 ETF とは、ETF を組成する際に、金銭ではなく株式などの現物を拋出する ETF である。

○現物拋出型 ETF の投資対象の拡大は、昨年 12 月 18 日に公表された金融審議会第一部会報告で以下のように提言されていた²。

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。例えば債券や 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。（強調は引用者）

○また、昨年 12 月 19 日に公表された金融庁の「金融・資本市場競争力強化プラン」でも以下のように提言されていた³。

投資信託法における現物拋出型 ETF は、現在、その対象が株式に限定されているが、海外の取引所において多様な現物拋出型の ETF が上場されている状況等を踏まえ、平成 20 年上半期を目途に投資信託法関係政府令等を改正し、投資者保護上問題のない上場有価証券等について、現物拋出型の ETF の投資対象として認めるための方策を講じる。（強調は引用者）

○以上のように、株式に限定されている現物拋出型 ETF の投資対象を拡大することが提言されていた。

(2) 改正内容

○現物拋出型 ETF には、現物拋出型と金銭拋出型の 2 種類がある。このうち現物拋出型については、改正前は投資対象が株式に限定されていた。

²金融庁 HP (http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1.html) 参照。

³金融庁 HP (<http://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/index.html>) 参照。

○具体的には、改正前の規定では現物拋出型 ETF は、「株価指数に採用されている銘柄の株式に対する投資として運用する」ように規制されていた（投資信託法 8 条 1 項、改正前投資信託法施行令 12 条 2 号イ）。

○今回の改正は、この規定を改正し、現物拋出型 ETF の「運用の対象を有価証券」とするよう改正した（改正投資信託法施行令 12 条 2 号イ）。

○この改正後の規定では、有価証券の範囲に制限は設けられていない。REIT や仕組債などの株式以外の有価証券も投資対象に認められることとなる。

3. 連動対象となる株価指数の個別指定の廃止

(1) 金融審議会等の提言

○連動対象指数の個別指定の廃止は先述の金融審議会第一部会報告で以下のように提言されていた⁴。

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）**しているが、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。（強調は引用者）

○また、先述の「金融・資本市場競争力強化プラン」でも以下のように提言されていた⁵。

多様な指数を対象とした ETF をより迅速かつ柔軟に組成できるようにするため、平成 20 年上半期を目途に投資信託及び投資法人に関する法律（「投資信託法」）関係政府令等を改正し、現行の**告示指定による対象指数の個別列挙方式を廃止**するとともに、適切な価格形成や相場操縦防止等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等の見直しを行う。（強調は引用者）

○以上のように、連動対象となる株価指数が、金融庁長官に指定されたものに限定されている規制を緩和することが提言されていた⁶。

(2) 改正内容

⁴ 注 2 参照。

⁵ 注 3 参照。

⁶ なお、金銭拋出型 ETF については、連動対象の指標について法令上特に規制はなされていない（投資信託法施行令 12 条 1 号）。ただし、東京証券取引所の有価証券上場規程では、連動対象の指標として、株価指数その他の有価証券指数、商品の価格又は商品指数が規定されている（有価証券上場規程 1001 条(30)a）。ちなみに、大阪証券取引所には金価格に連動する ETF が上場されている。

○改正前の規定では、先述のように現物拋出型 ETF の連動対象となる株価指数は金融庁長官が告示指定するものに限定されていた。

○具体的には、改正前の規定では現物拋出型 ETF の変動率が以下の**株価指数**に一致させることを目的として運用するように規制されていた（投資信託法 8 条 1 項、改正前投資信託法施行令 12 条 2 号イ）。

金融商品取引所に上場されている株式等⁷について多数の銘柄の価格の水準を総合的に表すものとして**金融庁長官の指定するもの⁸**

○改正後の規定では、この金融庁長官の指定という規定が削除された。また、指標についても株価指数に限定するという制限も廃止された（改正投資信託法施行令 12 条 2 号イ）。

4. 改正後の ETF の概要

(1) 改正前の規定に基づく ETF との比較

○以上のように、改正規定は ETF に対する規制を、以下の点について緩和した。

- ①株式に限定していた投資対象を有価証券にまで拡大
- ②連動対象の金融庁長官による告示指定を廃止
- ③連動対象指標を株価指数に限定する制限を廃止

○しかし、その一方で、不適正な指標を利用した ETF が組成されないよう、連動対象指標には一定の条件が設けられている。新たに導入された条件のポイントは、以下の点である。

- ①連動対象を金融商品取引所等が指定する**適格指標**に限定
- ②連動対象指標の変動を適正に反映するため、**十分な流通性を確保する措置**が講じられていることが必要

○よって、改正前の投資信託法令に基づく ETF と改正後の規定に基づく ETF を比較すると、以下のようになる。

⁷ その他に、店頭売買有価証券登録原簿に登録されている株式（これらに類する外国法人の株式を含む）が含まれる。

⁸ 告示により 34 個の株価指数が指定されていた。拙稿「ETF 多様化のための告示改正＜確定版＞」（2008 年 2 月 8 日付 DIR 制度調査部情報）参照。なお、今回の改正により、株価指数を指定する告示は廃止された。

	改正前	改正後
投資対象	現物拋出型は 株式 に限定	現物拋出型も 有価証券 に拡大
連動対象指標	現物拋出型は 株価指数 に限定	後述の条件を満たす適格指標
連動対象指標の指定	株価指数 については 金融庁長官の告示 による	金融商品取引所等の規則 による
その他の主な規制	—	十分な流通性確保のための措置が必要

(2)改正後の規定に基づく ETF

○改正後の規定に基づく ETF は、設定時に拋出するものの違いから以下の(a)金銭拋出型と(b)現物拋出型の2種類がある。

(a) 金銭拋出型 ETF

○金銭拋出型 ETF は、以下の事項すべてを投資信託約款に定めた証券投資信託である（改正投資信託法施行令12条1号、改正投資信託法施行規則19条）。

- ①受益者の請求によりその受益証券をその投資信託財産に属する一定の有価証券⁹と一定の方法¹⁰で交換を行う旨
- ②その受益証券の取得の申込みの勧誘が募集¹¹により行われる場合にあつては、当該受益証券が金融商品取引所に上場される旨¹²
- ③金銭の信託である旨

○このうち、投資信託約款に以下の事項を定めたETFについては、さらに条件(後述)が課されている。

- ①その投資信託財産の一口当たりの純資産額の変動率を金融商品市場における相場その他の指標の変動率に一致させるよう運用する旨
- ②その受益証券が金融商品取引所に上場される旨¹³

○この事項が定められているETFに加えられる条件は、以下のものである。

⁹ 金融商品取引所・外国金融商品市場に上場されている有価証券、公社債、認可金融商品取引業協会等が価格を公表している株券・新株予約権証券、投資信託受益証券・外国投資信託受益証券、投資法人債券等が含まれる（改正投資信託法施行規則19条3項）。

¹⁰ 投資信託財産に属する有価証券は、評価額で、それに相当する受益証券と交換することなどが定められている（改正投資信託法施行規則19条4項）。

¹¹ 金融商品取引法2条3項に規定する有価証券の募集。

¹² または店頭売買有価証券登録原簿に登録される旨。

¹³ 注12参照。

- ①連動対象指標が**適格指標**であること
- ②受益証券の内容に照らして、当該受益証券の市場価格が連動対象指標の変動を適正に反映して形成されるために十分な流通性を確保する措置その他の措置が必要なもので、その措置が講じられていないもの以外のものであること

○①の適格指標は、ETF が上場する**金融商品取引所**¹⁴が、規則により以下の全ての条件を満たすものとして指定しているものに限定されている（改正投資信託法施行規則 19 条 1 項）。

- a. 指標の算出方法が客観的なものであり、かつ、公正を欠くものでないこと
- b. インサイダー取引規制等の対象となる有価証券の価格に係る指標にあつては、多数の銘柄の価格の水準を総合的に表すものであること
- c. 有価証券その他の資産の価格に係る指標で、その構成銘柄の変更があり得るものにあつては、変更の基準及び方法が公正を欠くものでないこと
- d. 指標及びその算出方法が公表されているものであること
- e. 有価証券その他の資産の価格に係る指標にあつては、その構成銘柄（その変更があり得る場合にはその基準及び方法を含む）が公表されているものであること
- f. 有価証券の価格に係る指標にあつては、その投資信託財産の一口当たりの純資産額の変動率を当該指標の変動率に一致させるために必要な有価証券の売買を円滑に行うことができると見込まれる銘柄で構成されているものであること（その構成銘柄の有価証券に対する投資として運用する場合に限る）

○また、前記②の措置は ETF の変動率が連動対象指標の変動率を適正に反映するようにするための措置と考えられる。

(b) 現物拠出型 ETF

○現物拠出型 ETF は、以下の全てを投資信託約款に定めた証券投資信託である（改正投資信託法施行令 12 条 2 号、改正投資信託法施行規則 19 条）。

- ①その運用の対象を有価証券とし、かつ、その投資信託財産の一口当たりの純資産額の変動率を**適格指標**の変動率に一致させるよう運用する旨
- ②その受益証券の募集に応じる者は、一定の方法¹⁵で定めるところにより、その運用の対象とする各銘柄の有価証券の数の構成比率に相当する比率により構成される各銘柄の有価証券によって当該受益証券を取得しなけ

¹⁴ ETF の売買を行わせようとする認可金融商品取引業協会（具体的には日本証券業協会）も含む。

¹⁵ 運用対象である各銘柄の有価証券について、評価額（時価）で、それに相当する受益証券を取得することなどが定められている（改正投資信託法施行規則 19 条 5 項）。

ればならない旨

- ③その受益証券とその投資信託財産に属する有価証券との交換を行う場合には、以下の両方の事項
- a. 受益者の請求により受益証券を投資信託財産に属する一定の有価証券¹⁶と一定の方法¹⁷で交換を行う旨
 - b. 当該受益証券が金融商品取引所に上場される旨¹⁸

○①の適格指標は、先述(a)と同様の指標で、金融商品取引所等が指定されるものに限定されている。

○さらに、以下の条件を満たさなければならない（改正投資信託法施行規則 19 条 2 項）。

受益証券の内容に照らして、当該受益証券の市場価格が連動対象指標の変動を適正に反映して形成されるために十分な流通性を確保する措置その他の措置が必要なもので、その措置が講じられていないもの以外のものであること

5. 施行日

○今回の改正は、6 月 27 日に公布され、同日から施行されている。

¹⁶ 金融商品取引所・外国金融商品市場に上場されている有価証券、公社債、認可金融商品取引業協会等が価格を公表している株券・新株予約権証券、投資信託受益証券・外国投資信託受益証券、投資法人債券等が含まれる（改正投資信託法施行規則 19 条 3 項）。

¹⁷ 投資信託財産に属する有価証券は、評価額で、それに相当する受益証券と交換することなどが定められている（改正投資信託法施行規則 19 条 6 項）。

¹⁸ 又は店頭売買有価証券登録原簿に登録される旨。