

平成二九年改正金商法に係る政府令改正等の解説(3・完)

ETF市場の流動性の向上等

砂山 潤 金融庁市場課課長補佐
 表 大祐 金融庁市場課専門官
 鈴木俊裕 金融庁市場課専門官
 黒河元次 金融庁市場課課長補佐
 安松志郎 金融庁市場課課長補佐
 小澤裕史 金融庁市場課課長補佐

一 はじめに

本稿では、平成二九年五月一七日に成立、同月二四日に公布された「金融商品取引法の一部を改正する法律」(平成二九年法律第三七号。以下「改正法」という)に係る政令・内閣府令改正(平成二九年一月二七日公布。以下「改正政府令」という)等のうち、ETF市場の流動性の向上等について解説することとしたい。

なお、本文中、意見にわたる部分については、筆者らの個人的見解であることを申し添えた

二 ETF市場の流動性の向上

平成二八年四月の金融審議会において、麻生金融担当大臣より、「情報技術の進展その他の市場・取引所を取り巻く環境の変化を踏まえ、経済の持続的な成長及び家計の安定的な資産形成を支えるべく、日本の市場・取引所を巡る諸問題について、幅広く検討を行うこと」との諮問が行われた。この諮問を受けて、金融審議会の下に、「市場ワーキング・グループ」が設置され、同年五月より一二回にわたり、関係者からのヒアリング等を行いながら、

① 国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営(フィデューシヤリー・デュー

目次

- 一 はじめに
- 二 ETF市場の流動性の向上
- 三 改正の概要
 - 1 清算機関の行う債務引受業の対象拡大
 - 2 ETFのマーケットメイカーが注文を提示しやすい環境の整備
 - 3 その他
- 四 施行に向けた今後のスケジュール

② 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

③ 株式等の取引の高速化

④ 市場間競争と取引所外の取引

⑤ 取引所の業務範囲

⑥ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

⑦ 株式等の取引の高速化

⑧ 市場間競争と取引所外の取引

⑨ 取引所の業務範囲

⑩ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

⑪ 株式等の取引の高速化

⑫ 市場間競争と取引所外の取引

⑬ 取引所の業務範囲

⑭ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

⑮ 株式等の取引の高速化

⑯ 市場間競争と取引所外の取引

⑰ 取引所の業務範囲

⑱ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

⑲ 株式等の取引の高速化

⑳ 市場間競争と取引所外の取引

㉑ 取引所の業務範囲

㉒ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

㉓ 株式等の取引の高速化

㉔ 市場間競争と取引所外の取引

㉕ 取引所の業務範囲

㉖ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

㉗ 株式等の取引の高速化

㉘ 市場間競争と取引所外の取引

㉙ 取引所の業務範囲

㉚ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

㉛ 株式等の取引の高速化

㉜ 市場間競争と取引所外の取引

㉝ 取引所の業務範囲

㉞ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

㉟ 株式等の取引の高速化

㊱ 市場間競争と取引所外の取引

㊲ 取引所の業務範囲

㊳ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

㊴ 株式等の取引の高速化

㊵ 市場間競争と取引所外の取引

㊶ 取引所の業務範囲

㊷ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

㊸ 株式等の取引の高速化

㊹ 市場間競争と取引所外の取引

㊺ 取引所の業務範囲

㊻ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

㊼ 株式等の取引の高速化

㊽ 市場間競争と取引所外の取引

㊾ 取引所の業務範囲

㊿ 国民の安定的な資産形成におけるETFの活用とインデックス運用の位置づけ

ムを円滑化し、流動性の向上を図る観点からは、関係者が協力し、ETFの設定・交換に係る期間(現行・T+4〜T+6)を短縮すべく、手続きの効率化に向けた検討を行うこと」が提言されている。

三 改正の概要

1 清算機関の行う債務引受業の対象拡大

(1) 現行のETF設定・交換の実務

ETFとは、一般に、日経平均株価やTOPIXといった特定の指標の動きに連動するように運用される上場投資信託をいう。法令上、すべての種類・類型を網羅してETFを一般的に定義した規定はないが(注二)、東京証券取引所(以下「東証」という)の規則において、ETFには、内国ETF、外国ETF等計六つの種類があるとされ、それぞれの定義が規定されている(有価証券上場規程一〇〇一条)。以下、三一本文において単にETFという場合は、内国ETFを前提とする(注三)。

ETFの設定とは、証券会社がETFを組成する投資信託委託会社(以下「投信委託会社」という)に対しETFの裏付資産である株式等を拠出し、投信委託会社が証券会社に対しETFを新規にまたは追加で発行することをいい、ETFの交換とは、証券会社が投信委託会社に

対しETFを拠出し、投信委託会社が証券会社に對し裏付資産である株式等を引き渡すことをいう(注四)。

現行のETFの設定・交換の実務では、発行者サイド(投信委託会社および受託者である信託銀行)が証券会社との相対の決済リスクを排除するため、設定・交換に必要な株式等・ETFを発行者サイドへ先渡しすることを求めている。そのため、たとえば、裏付資産が株式であるETFの設定にあつては、証券会社は、①株式を調達し(株式の売買)、②調達した株式を信託財産とするETFの発行を受け(ETFの設定)、③ETFを市場で売却する(ETFの売買)という手続きを順次行わざるを得ず、すべての手続きが完了するまで通常六営業日(T+6)を要している(図表(現行))。

(2) 清算機関の介在による決済期間の短縮と決済リスクの削減

現行の決済期間を短縮するためには、発行者サイドへの株式等・ETFの先渡しを不要とする仕組みが必要である。この点、ETFの設定・交換に清算機関が介在し、設定・交換に係る株式等・ETFの授受について債務引受けを行うことができれば、相対の決済リスクを大幅に軽減することができるため、発行者サイドは、必ずしも株式等・ETFの先渡しを求めなくてもよいこととなる。また、清算機関が前記①②③における債務をすべて引き受けること

ができれば、証券会社は、現行のように手続きを順次行う必要がなくなるだけでなく、すべての手続きを同日に行い、清算機関を通じてネットイングすることができると、取引所における株式・ETF取引の決済期間と同じ三営業日(T+3)にまで決済期間を短縮することができる(図表(改正後))、未決済残高の削減による決済リスクの削減も図ることができる(注五)。

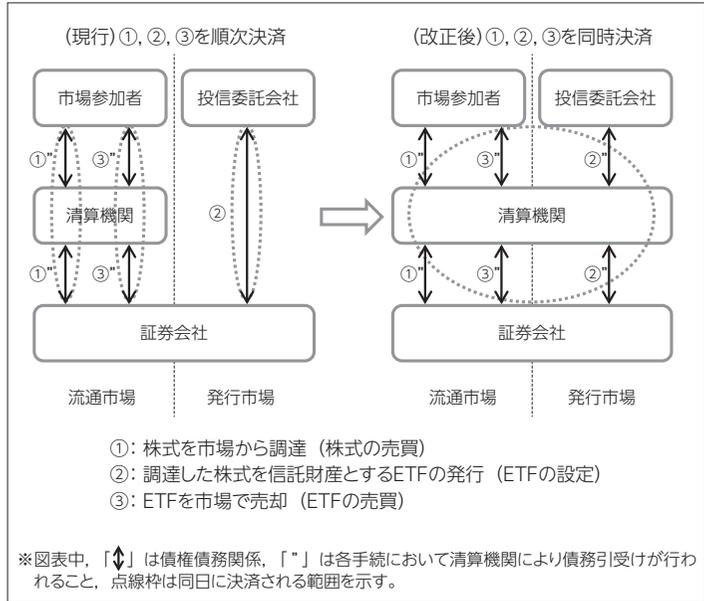
(3) 金融商品債務引受業の対象取引の拡大

金融商品取引法施行令(以下「施行令」という)一条の一九が改正され、ETFの設定・交換に係るETF・株式等の授受が「対象取引」として新たに規定された。同改正により、清算機関は、発行市場における債務の引受けがはじめて可能となる。以下では、施行令改正の趣旨および新設された規定中の各用語の意義について説明する。

① 「対象取引」としてのETFの設定・交換
金融商品取引法(以下「法」という)二条二八項は、金融商品債務引受業を定義し、清算機関が債務引受可能な取引の範囲を「対象取引」という概念により規律している。現行の「対象取引」には、有価証券の売買、一定のデリバティブ取引のほか、有価証券の貸借など、清算機関制度を利用することが証券決済に役立つか考えられるものとして施行令に規定されている取引が含まれる(注六)。

今般、ETFの設定・交換に係るETF・株

〔図表〕 裏付資産が株式であるETFの設定に係る決済の流れ



式等の授受は、前記のとおり、清算機関の介在により決済リスクの削減等を図ることができるため、清算機関制度を利用することが証券決済に役立つものとして、「対象取引」に追加された。

なお、ETFは、理論価格と市場価格の乖離を利用して利益をあげる裁定取引を通じて、裏付資産との価格の連動が維持されているところ（注七）、当該裁定取引は、ETFの設定・交換

三つの類型を踏まえたものである。

(4) ETF市場の流動性向上に向けて

施行令改正により、WG報告書で示されたETFの設定・交換に係る決済期間の短縮を実現するための法令上の手当てはされたが、これを実現するには、今後、清算機関が市場関係者とETFの設定・交換に係る実務について調整し、業務方法書の変更等を行って、当該業務を開始することが必要である。

があつてはじめて実現する取引である。したがって、発行市場におけるETFの設定・交換は、裁定取引を通じて、流通市場における株式等・ETFの売買（「有価証券の売買」と密接に関連している。

② 新設された規定中の各用語の意義

「証券投資信託（…投資信託約款に定められたものに限る。…）」とは、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という）を根拠として組成される内国ETFについて規定したものである。

「償還」および「交換」は、実務上使用される「ETFの交換」という場合の「交換」を指し、それぞれ、「金銭」および「上場有価証券等」に対応している。これは内国ETFの

さらに、WG報告書で示された手続の効率化のための実務上一層の工夫も必要であると考えられる。清算機関を含む市場関係者の努力により、これらが実現されてはじめてETF市場の流動性向上につながるものと考えられる。

2 ETFのマーケットメイカーが注文を提示しやすい環境の整備

(1) マーケットメイク制度の導入に向けた検討

WG報告書での提言を受けて、東証において、マーケットメイカーの気配提示によってETFの流動性を向上させるために、ETFマーケットメイク制度を導入することについて検討が行われた。

東証は、平成二九年二月二日に「ETF市場におけるマーケットメイク制度の導入について」と題するパブリックコメント（以下「マーケットメイク制度案」という）を公表した（注八）。マーケットメイク制度案では、ETFマーケットメイカー（東証の指定を受けて、ETF市場におけるマーケットメイクを行う者）が、レバレッジ・インバース型ETF以外のETFについて、東証の定めるところにより継続的に売り気配および買い気配を提示し、所定の気配提示義務を満たした場合には、東証が当該マーケットメイカーに対して所定の報酬（インセンティブ）を支払うこととされている。なお、ETFマーケットメイカーとしての指定を受け

ることができる者は、自己の計算により呼値を行う取引参加者（リモート取引参加者を含む）および高速取引行為者に限られている。

東証が公表したマーケットメイク制度案においては、ETFの流動性向上の実効性を確保する観点から、マーケットメイクに対して一定のスプレッドで立会時間の大部分の時間帯で気配提示を行うことを求めることが予定されており、実際にマーケットメイクによってこのような気配提示が行われれば、投資家が意図した価格やタイミングでの購入や売却ができるようになり、ETF市場の流動性が向上することが期待される。

(2) マーケットメイクカーが注文を提示しやすい環境の整備

取引参加者（リモート取引参加者を含む）および高速取引行為者がETFマーケットメイクとして継続的に売り気配および買い気配を提示する場合、常に当該ETFを保有しているわけではないことから、空売りを行わなければ所定の気配提示義務を満たすことが難しい場合があり得る。

しかし、法一六二条は、政令で定めるところに違反して空売りをしてはならない旨を規定しており、これを受けた施行令二六条の二の下では、①借入れ有価証券の裏付けの確認等、②空売りを行う場合の明示および確認、③空売りを行う場合の価格、④空売りに係る情報の提

供等が規定されている。もともと、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という）において適用除外規定が設けられており、一定の取引については、①借入れ有価証券の裏付けの確認等の適用除外（取引規制府令九条の三）、②空売りを行う場合の明示および確認義務の適用除外（同府令一条）、③空売りを行う場合の価格制限の適用除外（同府令一五条）となっている。

ETFについては、従前から、金融商品取引所の会員等が当該金融商品取引所に上場されているETFにつき自己の計算による空売りを行う取引のうち、(i)円滑な流通の確保のために売付けの注文と買付けの注文を継続的に行う場合の当該売付けの注文に基づく取引、(ii)買付けの注文に応じて売り付ける取引（取引規制府令九条の三第一項一七号）は、①借入れ有価証券の裏付けの確認等の適用除外（同条）、②空売りを行う場合の明示および確認義務の適用除外（同府令一条）、③空売りを行う場合の価格制限の適用除外（同府令一五条）とされていた。

前記のとおり、東証においてETFマーケットメイク制度を導入するに当たっては、ETFの流動性向上の実効性を確保する観点から、マーケットメイクカーに対して一定のスプレッドで立会時間の大部分の時間帯で気配提示を行うことを求めることが予定されている。このような気配提示を行う主体としては、取引参加者の

ほか、高速取引行為者が適していると考えられるところであるが、高速取引行為者は、改正法により登録制が導入され、当局で取引実態の把握等が可能となるほか、東証の調査対象にもなることから、マーケットメイクカーとしての適格性もあると考えられる。そのため、前記のとおり、東証のマーケットメイク制度案においては、ETFマーケットメイクカーとしての指定を受けることができる者は、自己の計算により呼値を行う取引参加者（リモート取引参加者を含む）および高速取引行為者とされている。

高速取引行為者が行う気配提示については、空売り規制の適用除外とされていないなかったことから、金融商品取引所からETFのマーケットメイクカーとして指定を受けた高速取引行為者がETFの円滑な流通を確保するために行う空売りを、空売り規制の適用除外の対象に追加する旨の改正を行った。具体的には、取引規制府令九条の三第一項一七号を改正し、金融商品取引所の定める規則により当該金融商品取引所に上場されているETFにつき、(i)円滑な流通の確保のために売付けの注文と買付けの注文を継続的に行う場合の当該売付けの注文に基づく取引、(ii)買付けの注文に応じて売り付ける取引に係る注文、を行う者として指定を受けた高速取引行為者が当該ETFにつき当該金融商品取引所の定める方法に基づいて自己の計算による空売りを行う取引を、①借入れ有価証券の裏付け

の確認等の適用除外、②空売りをを行う場合の明示および確認義務の適用除外、③空売りをを行う場合の価格制限の適用除外としたものである。

3 その他

(1) 有価証券等清算取次ぎに係る銘柄等の特定方法の追加

投資家や発行体、仲介者が、活発に証券取引に参加していくためには、証券取引の基盤として、安全かつ利便性の高い証券決済システムの存在が不可欠であり、その一環として、従来から証券の決済期間短縮化に向けた取組みが進められている。国債のアウトライト取引の決済は、現在、約定日から二日後(T+2)で行われているところ、平成三〇年五月一日約定分からは一日後(T+1)とすることとされている。国債T+1化の実施に伴い、GCレポ取引(注九)について、個別銘柄を特定せずバスケット(複数の銘柄の集合体)単位で約定し、決済直前に清算機関により個別銘柄が割り当てられる「銘柄後決め方式」の導入が予定されている。改正前の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では、「有価証券等清算取次ぎ」において、顧客が委託に際しあらかじめ特定すべきものとして「有価証券の銘柄」と規定されていたことから、銘柄後決め方式の取引に対応するため、有価証券等清算取次ぎに係る銘柄等の特定方法を追加した。

(2) 投資法人の監督役員に係る欠格事由の緩和

投信法において、投資法人にはそのガバナンスの観点から執行役員に加えて監督役員を置くこととされている。この監督役員は執行役員業務執行を監督する立場にあるため、投資法人はもとより、そのスポンサー企業等と利害関係は有してはならないとされている。

加えて、親族がスポンサー企業と利害関係の生じ得る監督役員には、期待された職務を適切に行うことができないおそれがあるため、監督役員の親族(配偶者と二親等以内の血族・姻族)についても、投資法人のスポンサー企業(その子会社を含む)の役員または使用人の場合には、監督役員の欠格事由となっている。

しかし、監督役員の親族がスポンサー企業の役員であったとしても、当該親族が投資法人の資産運用に関与しない場合には、投資法人の利益相反を誘発するとは考えにくい。

したがって、投信法施行規則の改正において、監督役員の親族が、スポンサー企業の「役員若しくは支配人その他の重要な使用人」である場合のみを監督役員の欠格事由とし、その対象を限定することとした。なお、監督役員の親族が、スポンサー企業の子会社にて業務に従事している場合には、当該子会社の投資法人に対する影響はさらに限定されることを踏まえ、監督役員の親族が、その子会社の「役員」である場合のみを監督役員の欠格事由とした。

もつとも、投信法では、監督役員には投資法人に対する忠実義務および善管注意義務が、法では、資産運用会社には権利者たる投資主に對する忠実義務および善管注意義務が課されている。利益相反の適切な管理は、外形的に規制を遵守すれば足りるものではなく、その実質において確保されるべきであると考えられている。

(3) その他

このほか、改正法では、いわゆる「大きすぎて潰せない」問題を解決するための取組みとして策定された総損失吸収力(TLAC)に係る規制(グローバルに活動するシステム上重要な銀行(G-SIBs)グループに対して導入が予定されている)への対応を図る観点から、金融商品取引業者の持株会社の定義が見直された(注一〇)が、改正政府令では、この細目について定めるなど、その他所要の手当ても行った。

四 施行に向けた今後のスケジュール

改正法・改正政府令は、平成三〇年四月一日から施行される。

(注一) 金融審議会「市場ワーキング・グループ報告」国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について(平成二八年十一月二二日。http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/ossin/20161222-1.html)。
(注二) たとえば、内国ETFは投資信託及び投

資法人に関する法律、外国ETFは外国法と、ETFの種類により組成根拠法が異なっている。また、内国ETFの中でも、その設定・交換に関して、①金銭の拠出をもって設定が行われ、交換の際には株式等の現物が交付される金銭設定・現物交換型、②株式等の現物の拠出をもって設定が行われ、交換の際も株式等の現物が交付される現物設定・現物交換型、③金銭の拠出をもって設定が行われ、償還の際には金銭が交付される金銭設定・金銭償還型の三つの類型がある。

(注三) 参考として、東証に上場しているETFは二一八銘柄あり、そのうち、内国ETFは一八一銘柄となっている(平成三〇年三月八日時点: <http://www.jpex.co.jp/equities/products/ets/data/02.html> 参照)。

(注四) 本文は、証券会社が指定参加者かつ受益者となる場合を前提としているが、投資家が受益者となる場合もある。この場合も、証券会社(指定参加者)と投信委託会社との間で、投信委託会社が証券会社にETF募集の取扱事務および交換に関する事務を委託する指定参加者契約を締結し、投資家は証券会社を通じてETFの設定・交換を申し込むこととなる。指定参加者契約に基づき、証券会社は投信委託会社に株式等・ETFの引渡債務を負い、投信委託会社は証券会社に対しETF・株式等の引渡債務を負う。

(注五) ①ETF設定のための株式の調達に係る市場での買付け、②ETFの設定および③設定されたETFの市場での売付けを同一の清算機

関で清算する場合には、株式については、①の清算による清算機関から証券会社への引渡債務と②の清算による証券会社から清算機関への引渡債務が、ETFについては、②の清算による清算機関から証券会社への引渡債務と③の清算による証券会社から清算機関への引渡債務が、金銭(株式の買付対価およびETFの売付対価)については、①の清算による証券会社から清算機関への支払債務と③の清算による清算機関から証券会社への支払債務がネットイングされる結果、当該ETF設定に係る裁定取引の一連の決済としては、証券会社と清算機関は、金銭の差額だけが決済される関係となる。

(注六) 高橋康文・長崎幸太郎『証券取引法における清算機関制度』(金融財政事情研究会、二〇〇三)三六頁参照。

(注七) 理論価格とは、信託財産の時価に基づき算出される価格をいい、市場価格とは、取引所で約定した価格をいい、これらの価格は常に変動している。たとえば、市場価格のほうがその時点で推定される理論価格よりも高いということとは、取引所で約定したETFの価格のほうが裏付資産である株式等の時価に基づき算出される価格よりも高いことを意味するため、株式等を購入し、これらを裏付資産としてETFの発行を受けることで市場価格よりも安くETFを調達でき、当該ETFを取引所市場で売却すれば、差額分の利益を得ることができる。このような価格差を利用した有価証券の売買取引を裁定取引という。

(注八) <http://www.jpex.co.jp/rules-participants/pub>

<http://comment/detail/d2/20171221-01.html> 参照。また、その後、東証は「マーケットメイク制度の詳細を公表」(<http://www.jpex.co.jp/equities/products/ets/market-making/index.html>)。

(注九) GCレポ取引とは、実質的に債券を担保として資金貸借を主目的とする取引をいう。

(注一〇) 法では、金融商品取引業者の主要株主のみならず、金融商品取引業者の持株会社の主要株主に対しても主要株主規制等が及んでいく。

現行法上、こうした持株会社については、私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律上の持株会社の定義を引用して「総資産に占める子会社株式の取得価額の割合が五〇%を超える会社」と定義されているが(法二九条の四第一項五号二)、TLAC規制の導入後には、TLAC債の発行等に伴い、持株会社における子会社株式以外の資産が増加することにより、持株会社の総資産に占める子会社株式の取得価額の割合が五〇%を下回る可能性が生じることから、これに対応するため当該増加する資産を持株会社の計算上除外することとしている。

すなやま・じゅん
おもて・だいすけ
すずき・としひろ
くろかわ・もつとく
やすまつ・しろう
おざわ・ひろし