

受益証券発行信託の機能的可能性

一橋大学大学院国際企業戦略研究科准教授 小川 宏 幸

目 次

- | | |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 受益証券発行信託 2. 日本版預託証券 (JDR : Japanese Depositary Receipt) 3. 上場投資信託 (ETF : Exchange Traded Fund) | <ol style="list-style-type: none"> 4. 上場投資証券 (ETN : Exchange Traded Note) 5. 上場インフラ・ファンド 6. 結びと考察 |
|---|--|

1. 受益証券発行信託

受益者が不明確となりその権利行使が不適当となることを理由として、受益権を有価証券化することはできないと解する見解⁽¹⁾もあり、受益権の流通性を高めるためにその有価証券化の有用性が指摘されてはいたものの、実務的には特別法に規定がある場合⁽²⁾を除いて、受益権の有価証券化は行われていなかった。しかし、受益権を有価証券化するニーズは特別法に規定がある場合（投資信託、貸付信託および特定目的信託）に限られるわけではないため⁽³⁾、受益権の有価証券化を一般的に認める規定を信託法に設けることが、今後の信託の利用を促進すると考えられた⁽⁴⁾。そこで、信託法(平成18年12月15日法律第108号)は、その第8章において「受益証券発行信託の特例」を設けて、受益権を表示する証券の発行を明文で認めることとした(同法185条)。

受益証券発行信託とは、信託行為において

一または二以上の受益権を表示する証券（受益証券）を発行する定めのある信託をいう（同法185条1項・3項）⁽⁵⁾。受益証券は有因証券であり、その表示する受益権の内容は証券上の記載ではなく信託行為によって定まる⁽⁶⁾。法律関係が複雑化し法的安定性を害するので、信託設定後に受益証券発行信託であるか否かを変更することはできない⁽⁷⁾。当該信託行為において特定の内容の受益権については受益証券を発行しない旨を定めることも可能である（同法同条2項）。ただし、法律関係の混乱を招くので、同一種類の受益権の一部についてのみ受益証券を発行する旨の定めをすることはできない⁽⁸⁾。受益証券発行信託の受託者は、信託行為の定めに従い、遅滞なく、受益証券を発行しなければならない（同法207条）。受益証券発行信託の受益権（受益証券を発行しない旨の定めのあるものを除く）の譲渡は、当該受益権に係る受益証券を交付しなければ、その効力を生じず（同法194条）、また、当該受益権を取得した者の氏名または

名称および住所を受益権原簿に記載・記録しなければ、受益証券発行信託の受託者に対抗することができない（ただし無記名受益権は除く（同法195条3項））。受益証券を発行しない旨の定めのある受益権については、受益権原簿への記載・記録がなければ、受託者その他の第三者に対抗することができない（同法同条2項）。上場されている受益証券発行信託の受益証券については、一定の要件を満たせば、信託財産状況報告書の受益者への交付は不要とされる（信託業法27条1項ただし書・同法施行規則38条9号、兼営法2条1項ただし書・同法施行規則20条10号）。

受益証券発行信託の受益証券は不動産の流動化において利用が期待されているところであるが⁽⁹⁾、受益権の有価証券化が可能となったことに伴って、従前は善意取得が認められていなかった不動産自体について、信託を介在させることにより善意取得が可能となり得る点には留意が必要である⁽¹⁰⁾。

受益証券発行信託においては、受益者が不特定多数となることが多く、受益者による監視機能が弱まるため受託者の義務が厳格化されており、受託者が負う善管注意義務を信託行為の定めによって軽減することはできないこととされている（信託法212条1項）⁽¹¹⁾。この点は、「金融商品取引法の規定と相俟って、不特定多数の受益者も想定する受益証券発行信託の受益証券に対する信認度を高めることになろう」と評価されている⁽¹²⁾。

旧信託法下における受益権の有価証券化のニーズは、多数の受益証券を簡便にかつ迅速に転々流通させることにあり、その意味では、受益証券発行信託の導入は、受益権を振替制度の対象とするためのワンステップであったとも評価できよう⁽¹³⁾。受益証券発行信託の受益権に係る株式等振替制度においては、信託法に規定する受益証券発行信託の受益権のうち、金融商品取引所に上場している以下のものであり⁽¹⁴⁾、①外国株信託受益証券（有価証券信託受益証券（金融商品取引法

施行令2条の3第3号）のうち同号に規定する受託有価証券が外国株券（同法2条1項17号に掲げる有価証券のうち同項9号に掲げる株券の性質を有するもの、東証上場規程2条6号）、②外国ETF信託受益証券（有価証券信託受益証券のうち受託有価証券が外国投資信託の受益証券（金融商品取引法2条1項10号）または外国投資証券（同項11号）であるもの（東証上場規程1001条2号）、③外国商品現物型ETF信託受益証券（有価証券信託受益証券のうち受託有価証券が外国商品現物型ETF（有価証券（金融商品取引法2条1項17号）のうち受益証券発行信託の受益証券（同項14号）の性質を有するものであり、特定の商品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とその信託財産とするもの（当該受益証券に係る受益権の数に応じて受益者が均等の権利を有するものに限る）、東証上場規程1001条第6号の2）（同1001条4号）、④内国商品現物型ETF（受益証券発行信託の受益証券（金融商品取引法2条1項14号）であり、特定の商品（商品先物取引法2条1項に規定する商品、東証上場規程1001条23号）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とその信託財産とするもの（当該受益証券に係る受益権の数に応じて受益者が均等の権利を有するものに限る）、同1001条31号）⁽¹⁵⁾、以上である。

信託法で、受益証券発行信託が導入され、受益権について私法上の有価証券を発行することができるようになったので、金融商品取引法上もこれを有価証券とした⁽¹⁶⁾。すなわち、受益証券発行信託の受益証券は、①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクを取るものといった基準を踏まえて「有価証券」に加えられたのである（金融商品取引法2条1項14号）⁽¹⁷⁾。

受益証券発行信託の受益証券のうち金商法2条1項各号に掲げる有価証券を信託財産と

するものであって、信託財産となっている有価証券に係る権利の内容が当該信託の受益権の内容に含まれる旨等が当該信託に係る信託行為において定められているものを有価証券信託受益証券といい、当該信託行為において定められる事項については企業内容等の開示に関する内閣府令1条の2において示されている。かかる有価証券信託受益証券を募集・上場する場合には、金商法上の開示義務を負うのは信託財産である有価証券の発行者であるが、有価証券信託受益証券以外の受益証券発行信託の受益証券を募集・上場する場合は、信託契約の当事者（委託者または受託者）のうち、その指図権の有無によって開示義務を負う者が決定されることになる（定義府令14条2項2号）⁽¹⁸⁾。受益証券発行信託の受益証券の「発行者」については、通常の有価証券とは異なった取扱いがなされており、委託者非指図型であり、自益信託かつ信託財産が金銭であるもの場合は「受託者」が、それ以外の場合は「委託者及び受託者」が、それぞれ「発行者」となるとされている（金商法2条5項かつこ書、定義府令14条2項2号ロ・ハ・同条3項1号ロ・ハ）⁽¹⁹⁾。なお、投資信託および投資法人に関する法律上の投資信託は、信託法上の受益証券発行信託（同法185条）とは異なるが、投資信託においては受益証券が発行されることから、信託法における受益証券発行信託に関する規定が準用されている（投資信託及び投資法人に関する法律6条7項・同法施行令11条、同法50条4項・同法施行令25条。同法に基づいて組成された商品についても本稿は触れている。）。

受益証券発行信託は、制度的に複数の受益権を設けた場合に流通を想定しないものについてはあえて受益証券を発行しないこともできるなどの柔軟性があり、こうした点が受益証券発行信託の活用の自由度を増しているとの指摘がある⁽²⁰⁾。例えば、受益権を優先受益権と劣後受益権とに分割したうえで、前者については投資家に売却するために受益証券

を発行するが、後者については委託者がそのまま保有するために受益証券を発行しないことなどが考えられる⁽²¹⁾。そこで、受益証券発行信託が有するそうした柔軟性・自由度を、実務における商品開発の現状・ニーズを踏まえつつ、拡大するような制度設計の可能性を模索していくことも非常に意義のあることと言えよう。

2. 日本版預託証券（JDR：Japanese Depositary Receipt）

受益証券発行信託においては、信託が有する転換機能を利用して、そのままでは流通し難い財産を信託することによって、その受益権を日本の法令に従い有価証券化し国内における流通性を高めているのであるが、JDR（Japanese Depositary Receipt）はその典型例である⁽²²⁾。JDRとは、信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券（金融商品取引法2条1項14号）のうち有価証券を信託財産とするものであり、日本版預託証券や日本版預託証券と呼称される⁽²³⁾。

例えば、外国株JDRは、信託財産（受託有価証券）が外国株券（金商法2条1項17号・9号、東証上場規程2条6号）であり、クレジット・リスクが存在するので上場規程において一定の財務要件等が発行者に課されている（上場規程206条1項1号、205条1号・3号から6号等）他、引受証券会社には流通の安定化や適正価格・数量での売買を行うように努める義務が課されている（東証業務規程68条）⁽²⁴⁾。なお、外国株JDRについては、金商法上の公開買付規制、大量保有報告規制、委任状勧誘規制の適用関係が必ずしも明確にはなっていないという問題点がある⁽²⁵⁾。

3. 上場投資信託（ETF：Exchange Traded Fund）

ETF（Exchange Traded Fund）とは、取

引所で取引されるファンドであり、現物の拠出により設定され、解約も現物の引き出しにより行われるものが多い。指定参加者・大口投資家はETFに組み入れられた現物を随時引き出して売却することが可能であるために、ETFと連動対象市場との間で価格裁定が働いて、ファンド純資産価値と市場価格との乖離が小さく維持されることが想定されている。かかるETFを一般のファンドと比較した場合のメリットとしては、①コストが安い（信託報酬率が低い、ポートフォリオの組成・取り崩しコストが掛からない）⁽²⁶⁾、②「見えている価格」で売買できる（ブラインド方式ではない）、③信用取引が可能である、④透明性が高い（運用内容の開示が頻繁である）ことが挙げられる。反対にデメリットとしては、①純資産価格で売買できない可能性がある、②運用効果が期待できない、③分配金の自動再投資ができないことが挙げられる⁽²⁷⁾。

平成19年12月18日、金融審議会金融分科会第一部会は「我が国金融・資本市場の競争力強化に向けて」と題したその報告書の中で、「金融商品取引法の施行により、主として有価証券に対する投資を目的とする場合を除き、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。こうした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。」と表明した⁽²⁸⁾。かかる報告がなされた背景には、多様な商品性のETFの組成を促す観点から、将来、投資信託法によって適切な枠組みの手当てがなされることを前提として、投資者保護上問題がないものに関しては前広に認めていこうとする考えが存在するとの指摘があり、これを受けて東京証券取引所は、平成20年3月、信託法上の受益証券発行信託による、金や銀などの商品現物を信託財産とする内国商品現物型ETFと当該ETFの性質を有する外国商品

現物型ETFの上場制度を整備したところである⁽²⁹⁾。商品現物型ETFは信託法に基づくETFであり投資信託法の規制は受けないので、東京証券取引所は、投資信託法の規制の趣旨を踏まえて投資者保護の観点から必要と考えられる事項について、上場規程において規制を設けている⁽³⁰⁾。なお、外国ETF-JDR⁽³¹⁾および外国商品現物型ETF-JDRについては、受託有価証券である外国ETFおよび外国商品現物型ETFと、東証上場規程上同様の扱いがなされている⁽³²⁾。

受益証券発行信託は、貴金属を信託財産とする内国商品現物型ETF（JDRには当たらない、東証上場規程1001条31号）としても利用されている⁽³³⁾。内国商品現物型ETF（金や銀等の商品現物を信託財産として国内で組成される信託法に基づくETF）では、受益者が振替受益権を信託財産に転換することにより、受益者が貴金属等の商品現物を直接取得できるような商品設計も可能である⁽³⁴⁾。商品現物型ETFは、信託財産の管理または処分を行う信託であり、投資運用を行うものではないことを仕組み上明示する観点から、東証上場規程上、総資産の95%以上について「特定の商品」（商品先物取引法2条1項）を組み入れることが求められている（東証上場規程1104条4項4号）⁽³⁵⁾。

内国商品現物型ETFでは、商品現物の取扱いに高い専門性を有する商品専門業者（商社や鉱山会社等）が委託者となることができ、委託者から拠出された商品現物の保管について、受託者たる信託銀行は、専門業者（倉庫会社等）に管理を委託することになる⁽³⁶⁾。指図権の有無にかかわらず、委託者には、法令上の免許・登録等は不要と考えられるが、上場規程上は、指図権を有する場合は、第一種金融商品取引業および投資運用業の登録があり（東証上場規程1001条8号d(a)）かつ一般社団法人投資信託協会の会員であることが要求され（同1104条4項1号・同条1項1号）⁽³⁷⁾、他方、指図権を有しない場合は、東

証上場規程上、上場会社またはその子会社であり、かつ、信託財産と同一の商品を上場する商品市場または外国商品市場の会員・取引参加者等であることが要求されている（同1104条4項1号の2）。以上に対して、受託者については、指図権の有無を問わず、法令上、信託会社または信託兼営銀行であることが要求され（信託業法3条、兼営法1条）、さらに、指図権がある場合には、東証上場規程上、投資運用業を行う登録金融機関（金商法33条の2）であることも要求されている（東証上場規程1001条8号d（b））。さらに、内国商品現物型ETFについては、東証上場規程上、円滑な流通の確保に努める者として取引参加者である証券会社を含めた指定参加者が2社以上あることが要求されている（東証上場規程1104条1項2号c・同条同項2号dの3（b））。

なお、内国商品現物型ETFについては、振替法上は社債に関する規定に類似した内容の規定が置かれているが（同法127条の2-127条の32）、振替機構の業務規程上は株式に関する規定に準じた内容の規定が置かれている⁽³⁸⁾。

4. 上場投資証券（ETN：Exchange Traded Note）

受益証券発行信託は、ETN（指標連動証券）を信託財産とする有価証券信託受益証券としても利用されている。東証の有価証券上場規程においては、指標連動証券とは、「外国で発行された金融商品取引法第2条第1項第17号に掲げる有価証券のうち同項第5号の社債券の性質を有するものであって、当該有価証券の償還価額が特定の指標に連動することを目的とするもの」と定義されているとおり、社債券であることから発行者は金融機関に限られないとも考えられるが、指標との連動性を担保するためのヘッジ取引に従事するなどの高度な運用が求められることから、発行者

は登録金融機関や金融商品取引業者等に限定されている⁽³⁹⁾。

ETNは、日本が世界で初めてDR（Depositary Receipt）化したものである⁽⁴⁰⁾。我が国における円滑な流通を確保するために、JDR形式を利用したETNのみが上場可能であり、信託財産であるETNそのものを上場することは認められていない⁽⁴¹⁾。ETNの上場制度を整備するにあたっては、国内における円滑な流通を確保する観点から、信託法に基づく受益証券発行信託スキームを活用した、いわゆるJDR形式のみを上場対象とすることとしたのである⁽⁴²⁾。JDR形式を活用した場合、信託法上は受託者である信託銀行が発行者となるが、金融商品取引法においては、JDRの信託財産であるETNの発行者がJDRの発行者となる（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14条1項・2項参照）。

JDR形式を活用することによりETNは内国所有証券として取り扱われることになり、外国証券口座の開設が不要となり、内国株券と同様に取引・決済することが可能となるほか、他の株券と損益通算することも可能となる。このように、JDR形式を活用することによって様々な外国所有証券が国内で円滑に流通することが期待できる⁽⁴³⁾。また、ETNにおいては、流通の確保に努める者として取引参加者（サポート・メンバー）である証券会社が指定され、適正な価格・数量での売買を行う義務を負い、これを通じてETNの償還価格が特定の指標から乖離することを防ぐことが期待されている⁽⁴⁴⁾。

ETNは、発行体となる金融機関が指標に連動する価格での常時買取・常時償還が保証されている点で投資者保護に寄与する商品であると評価されている⁽⁴⁵⁾。ただし、ETNは、先述したETFとは異なり、金融機関がその信用力を元に発行する債券であるので裏付け資産が存在しない。このようにETNは、発行者の信用力のみをもって発行される債券で

あるため、発行者からの倒産隔離がなされているわけではなく、発行者の信用リスクに留意しなければならない⁽⁴⁶⁾。この点、発行者の財務状況等については、厳格な上場審査基準が置かれており、具体的には、純資産額が5,000億円以上であること、自己資本比率が8%を上回っていること、信用格付業者等による発行体格付けがA-（マイナス）格同等以上を得ていること等が設けられており、また、上場後の適時開示制度も設けられている⁽⁴⁷⁾。かかる開示規定で十分であるかは、なお検討を要する余地がある⁽⁴⁸⁾。

また、外国有価証券を東証に直接上場（重複上場）する場合、日本国内で募集が行われていないものとして有価証券届出書の提出が不要となるものの、当該外国有価証券と権利内容が全く同等であるJDRを利用する際には、当該JDRが新たな有価証券の発行となり有価証券届出書の提出が必要となる場合があり得ることから、法令等の整合性に疑義が生じる⁽⁴⁹⁾。この点も、将来において何らかの立法的手当てをする必要性がある。

5. 上場インフラ・ファンド

インフラ投資は、回収に長期間を要することが多く、また、投資家の希望する投資期間と合致しないことも少なくないが、その点を解消すべくインフラ・ファンドを組成しこれを証券取引所に上場して売買しやすくする動きが世界的に見られる⁽⁵⁰⁾。その一方で、わが国においてインフラ投資が本格的に進まない原因としては、個人投資家が購入できるインフラを対象とする金融商品が十分に提供されていないことや、諸外国並みに上場市場が整備されていないこと等が特に指摘されているところである⁽⁵¹⁾。

この点、受益証券発行信託は、「有価証券以外にも動産や不動産など様々な資産を有価証券化する柔軟性を有する」、「貴金属ETFや、外国証券のJDRとして上場され、幅広

い投資者に活用されている」、「信託法をはじめ、信託業法・兼営法や金商法などの規制下にあり、法制面での安定性を有」している。また、受益証券発行信託は、「資産の入替えを想定しない大規模インフラや、運営期間が限定された資産など多様なインフラの受け皿となることが想定」できる。以上を踏まえたうえで、東京証券取引所上場インフラ市場研究会は、受益証券発行信託は「インフラの上場商品の組成形態として適当と考えられる。」とする報告書を公表した⁽⁵²⁾。対象となるインフラについては、金銭的価値に見積もることが可能な積極財産であること、委託者の財産から分離することができる必要があること、実務上は、信託銀行等において、信託業法・兼営法、監督指針等の範囲内で受託可能な財産に限定されよう⁽⁵³⁾。上記報告書は、上場ファンドが直接インフラを所有するケースを主に想定して整理されているが、信託受益権化による間接保有も選択肢になり得るところであり、その場合、「売却時の流動性確保、倒産隔離機能の具備、ファイナンス時の担保設定の簡素化などの利点がある」と言えよう⁽⁵⁴⁾。前述したETF・ETNの成功経験から得られる示唆を基に、上場インフラについてもさらに受益証券発行信託の活用可能性を探っていくことが有益であろう。

6. 結びと考察

以上に見てきたように、物理的に容易に動かしにくいモノであれば受益証券発行信託を利用する効果は明快であり、他方、有価証券を受益証券発行信託に包み込むことの効果も、国境を越えて有価証券を流通させる場合や国境を越えなくともそのままでは流通し難い有価証券を流通させる場合に、大きいと評価できよう⁽⁵⁵⁾。また、外国ETFの本邦持込みに当たっては、費用等の追加負担があるにもかかわらず外国ETF-JDRが選択されることが多いのは、株券等振替制度により取り扱

われる有価証券については内国株式と同様に万全のシステムで取り扱われる一方で、外国株券等保管振替決済制度により取り扱われる有価証券については、そのシステム対応が十分でない関係者も多いために、外国ETF-JDRを選択した方が国内における流通量が高くなるという期待があるからにほかならないとも指摘されている⁽⁵⁶⁾。これらは、あえて受益証券発行信託を利用する場合のメリットとして挙げることができよう。

他方、改善すべき点として考えられることは、さらに市場が拡大するために、①多様な投資家の参加やそのニーズに合致したETFの上場促進を通じた流動性・純資産総額の増大、②PCF (Portfolio Composition File) の開示促進や英文目論見書の導入、③機動的なレンディング (貸借) 市場の導入等が挙げられよう⁽⁵⁷⁾。まず①の点については、ETFが普及している諸外国において、その高い流動性が原因として挙げられる反面、日本の投資家がETFに投資しない理由としては、その低い流動性が挙げられることが多いので、とりわけ重要な課題であろう⁽⁵⁸⁾。また②と③の点については、それらの有用性は首肯できるが、当該制度を導入するためのコストとのバランスをも考慮する必要がある⁽⁵⁹⁾。

さらに、上記のような商品自体およびその取引市場を離れた改善点として、当該商品の販売・勧誘局面にも注意を向けることが必要であろう。すなわち、「コモディティ投資の集団的な投資スキームとして期待された商品ファンドは、ほとんど活用されなくなってしまう」が、「近年、急速に多様化が進んでいるコモディティETFに大きな期待が寄せられている」。しかし、「コモディティ投資信託やETFについては、証券会社の販売員にコモディティの知識が乏しく、また、(特に、手数料の安いETFは)販売妙味にかけるため、積極的に売られにくいという問題が指摘されている」のであり、「(販売ネットワークの不足という)商品ファンドの失敗の教訓を

生かすためにも、販売面での態勢の強化が必要」と言える状況にある⁽⁶⁰⁾。そうした問題は、受益証券発行信託を活用した商品の販売・勧誘局面においても発生し得ることを念頭に対策を講じる必要がある⁽⁶¹⁾。

(※) 本稿は、一般社団法人信託協会による研究助成に基づく研究の成果である。記して謝意を表す。草稿の段階で、公益財団法人トラスト未来フォーラム「新しい種類の信託の理論と実務に関する研究会」において報告する機会を得て、貴重なコメントを頂戴した。記して謝意を表す。文責は筆者にある。

【注】

- (1) 大阪谷公雄「信託受益権の有価証券化」信託協会会報12巻6号14頁。
- (2) 貸付信託法8条、投資信託及び投資法人に関する法律5条、資産の流動化に関する法律234条。
- (3) 寺本振透編集代表『解説 新信託法』235-236頁 (弘文堂 2007年)。受益権の有価証券化を行うメリットの具体例として、「資産の流動化に関する法律における特定目的信託の制度によらず、信託法に準拠して資産の流動化を目的とする信託を設定」する場合や、「会社のある事業部門につき、その収益力を活用して資金を調達するため、信託を設定して受益権に対する投資を募る場合」などが挙げられる (寺本昌広『逐条解説 新しい信託法〔補訂版〕』386頁 (商事法務 2008年))。
- (4) 法務省民事局参事官室「信託法改正要綱試案補足説明」179頁 (<http://www.moj.go.jp/PUBLIC/MINJI60/refer02.pdf>)。譲渡性のある受益権につき、その流通性を高めるために有価証券化する場合、受益権の性質上有価証券を発行することが許されないということは、私法上は考えられない (前田庸「受益権の有価証券化」私法47号44頁)。

- (5) 実務においては、受益権証書という名称の証拠証券が作成されることがあるが、信託法第8章に規定される要件を満たさない限り、受益証券発行信託には該当しない(長島・大野・常松法律事務所編『アドバンス 金融商品取引法〔第2版〕』22頁(商事法務 2014年))。
- (6) 寺本昌広・前掲脚注3・407頁。
- (7) 佐藤勤「信託法講座33 受益証券発行信託」銀行法務21 No.684 (2008年2月号) 67頁。
- (8) 新井誠監修『コンメンタール信託法』〔細井文明〕486頁(ぎょうせい 2008年)。寺本昌広・前掲脚注3・387頁。佐藤・前掲脚注7・66頁。
- (9) 近藤光男=吉原和志=黒沼悦郎『金融商品取引法入門〔第4版〕』38-39頁(商事法務 2015年)。
- (10) 寺本振透・前掲脚注3・238頁。
- (11) 神田秀樹=折原誠『信託法講義』216頁(弘文堂 2014年)。なお、受託者が受益者に対して負う貸借対照表・損益計算書等の作成・報告義務については、信託契約の定めによって軽減・免除することが可能である(信託法37条2項・3項)。
- (12) 星治「受益証券発行信託の概要とその活用の可能性について」信託241号73頁。
- (13) 田中和明『詳解 信託法務』480頁(清文社 2010年)。
- (14) 細見郁夫「受益証券発行信託の受益権に係る株式等振替制度の概要」商事法務1893号25-26頁。
- (15) 内国商品現物型ETFについては、樋口航「ETFの仕組みと法制～組成・運用・開示に関する法規制の概要～」月刊資本市場2014年3月号48頁・図表2；樋口航=長瀬威志「ETFの法的構造及び法規制の概要」月刊資本市場2011年3月号18頁・図表2、31-32頁・注31参照。
- (16) 河本一郎=大武泰南=川口恭弘『新・金融商品取引法読本』22頁(有斐閣 2014年)。
- (17) 川村正幸編『金融商品取引法〔第5版〕』〔川村正幸執筆〕98頁(中央経済社 2014年)。信託受益権は、その販売段階においては購入者による金銭の出資、購入者に対する金銭等の償還の可能性を有するものであるから有価証券(金融商品取引法2条1項14号)とされたことと主張するのは、岸田雅雄監修『注釈金融商品取引法〔第1巻〕定義・情報開示』〔岸田雅雄執筆〕40頁(金融財政事情研究会 2011年)。
- (18) 樋口航=宮下昌彦「JDRの上場制度の概要」月刊資本市場2013年10月号49頁・51頁。
- (19) 長島・大野・常松法律事務所・前掲脚注5・23頁、176頁。
- (20) 星・前掲脚注12・70頁。
- (21) 寺本昌広・前掲脚注3・388頁。
- (22) 星治「活用広がるJDR～受益証券発行信託の大きな可能性～」月刊資本市場2013年10月号40頁。
- (23) 亀井達彦「指標連動証券(ETN)の上場制度等の整備～指標連動証券(ETN)の上場制度に関する解説と活用方法、今後の広がり～」金融2011年9月号21頁・脚注4。
- (24) 樋口=宮下・前掲脚注18・50頁・53頁。
- (25) 樋口航「受益証券発行信託の活用事例と法的論点—JDRを中心に—」商事法務2006号91頁。
- (26) ただし、連動対象指数の商標を利用するための「指数の商標使用料」がかかることがある(一般社団法人投資信託協会ホームページ<<https://www.toushin.or.jp/investmenttrust/etf/costtax/>>)。
- (27) 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41-44頁。
- (28) <http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20071218-1/01.pdf> 3頁。
- (29) 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32-33頁。近時の東証ETF市場におけるETF組成の更なる自由化と、一定の信用リスクを有するETFに対する規制の導入に関しては、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」月刊資本市場2012年6月号64頁を参照。
- (30) 舞田浩二「受益証券発行信託の受益証券に係る上場制度の整備について～JDR(日本型預託証券)及び商品現物型ETFの上場制度に関する解説～」信託241号88頁。
- (31) 外国ETF-JDRについては、その受託有価証券である外国投資信託の受益証券または外国投資証券について、投資信託法上の届出(同法58条1項、220条1項)が求められる可能性がある(樋口・前掲脚注25・91頁)。
- (32) 樋口＝宮下・前掲脚注18・53頁。
- (33) 平成27年5月現在、純金上場信託・純プラチナ上場信託・純銀上場信託・純パラジウム上場信託の4つの銘柄が東京証券取引所に上場されている(株式会社東京証券取引所『東証公式ETF・ETN名鑑』(2015年7月))。
- (34) 細見・前掲脚注14・26頁。
- (35) 舞田・前掲脚注30・89頁。また、商品現物型ETFについては、限定責任信託ではないことも、上場要件とされている(東証上場規程1104条4項5号)。受益証券発行限定責任信託(信託法第10章)には、例えば、不動産等の資産を流動化する際に、専門的な能力・技術を有する者を幅広く受託者として活用しつつ、受益権の流通性を強化して多数の投資家から資金調達を行うことが可能となるメリットがある反面、受益証券が転々流通することに伴って生じ得る不特定多数の受益者にとっては、唯一の責任財産となる信託財産について密接な利害関係を有することになるために、信託に関する会計の適正を確保する必要性が一般
- の信託の場合以上に高まることになる(寺本昌広・前掲脚注3・439頁)。
- (36) 樋口＝長瀬・前掲脚注15・27頁。
- (37) 委託者指図型投資信託においては受益者が信託契約の当事者ではないことから、受益者保護のため、委託者・受託者と受益者との間における法律関係を明確化すべく委託者と受託者とが一对一で対応することが要求されている(投資信託法3条)。かかる同法の趣旨を踏まえて、東証上場規程においても同様の規定が設けられており、信託契約を一の管理会社と一の受託者との間で締結されることが要求されている(東証上場規程1104条4項3号)(舞田・前掲脚注30・89頁)。
- (38) 樋口＝長瀬・前掲脚注15・32頁・注34。
- (39) 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～指標連動証券の上場制度に関する解説と活用方法、今後の広がり～」信託246号41頁。
- (40) 星・前掲脚注22・44頁。
- (41) 樋口＝宮下・前掲脚注18・50頁。
- (42) 亀井・前掲脚注23・21頁。
- (43) 亀井・同上・22頁。
- (44) 樋口＝宮下・前掲脚注18・53頁。
- (45) 亀井＝磯部・前掲脚注39・37-38頁。東証上場審査基準では、買取・償還請求には5営業日を上回らない期間毎に応じなければならないため、満期償還時のみ指標に連動する商品や、指標の水準により満期償還価額が変動する商品(ノックイン型)は上場対象外となっている(同上・42頁)。
- (46) 亀井・前掲脚注23・20頁。
- (47) 亀井＝磯部・前掲脚注39・41頁。
- (48) 開示規制の導入において留意すべき諸点については、例えば、小川宏幸『法学叢書 金融商品取引法』46-47頁、95頁(新世社 2012年)参照。
- (49) 亀井＝磯部・同上・40頁。
- (50) 三菱UFJ信託銀行編著『信託の法務と実務〔6訂版〕』768頁(金融財政事情研究

- 会 2015年)。
- (51) 樋口航「我が国における上場インフラ市場の創設に向けて」ARES 不動産証券化ジャーナル15号46頁。
- (52) 東京証券取引所上場インフラ市場研究会「上場インフラ市場研究会報告—我が国における上場インフラ市場の創設に向けて—」(平成25年5月14日)5頁。また、小沼泰之「上場インフラ市場の創設に向けた東証の取組み」月刊資本市場2013年8月号8頁も参照。
- (53) 内藤友則＝持田浩正「上場インフラ市場研究会報告の概要—我が国における上場インフラ市場の創設に向けて—」商事法務2005号35頁・注13。
- (54) 小沼泰之＝宮下昌彦「上場インフラ市場整備に向けた東証の取組み—上場制度上の論点を中心に—」証券アナリストジャーナル2014年6月号39頁。
- (55) 星治「『上場信託』の可能性について～受益証券発行信託の上場商品での活用～」信託246号32-33頁。
- (56) 本柳祐介「外国ETF・外国ETFJDRの上場に関する法的論点と実務」商事法務2034号39頁。
- (57) 津野明彦「拡大が続く日本のETF市場」月刊資本市場2014年6月号59-60頁。
- (58) 今井幸英「日本のETFの現状と課題」月刊資本市場2012年3月号24頁。
- (59) 前掲脚注48参照。
- (60) 家森信善「わが国のコモディティ投資信託とETF」彦根論叢390号47頁。
- (61) 金融商品の勧誘・販売局面における筆者の基本的な考え方は、小川宏幸『金融規制改革——銀行ガバナンスと証券投資勧誘規制の展開』195頁以下(日本評論社 2014年)参照。

(おがわ ひろゆき)