

第1回 金融タスクフォース 議事録

1. 日時：平成19年10月31日（水）10:30～11:30
2. 場所：永田町合同庁舎2階 第2共用会議室
3. 内容：株式会社東京証券取引所グループヒアリング
（テーマ）総合取引所構想等について
（参考人）株式会社東京証券取引所グループ
経営企画部企画統括役 伊藤 豊 氏
上場部商品企画担当課長 松尾 琢己 氏
4. 出席：翁主査、本田委員、森下専門委員

○翁主査 よろしくお願ひいたします。

○伊藤企画統括役 今日は機会をいただきまして、ありがとうございます。よろしくお願ひいたします。土塚さんと翁さんの方から、総合取引所の話とプロ向け市場の話について、本音を述べよということでございますので、申し上げたいと思います。続けて説明いたしますので、適宜ご質問いただければと思います。

○翁主査 30分程度でお願いいたします。途中で質問がありましたら、させていただきます。

○伊藤企画統括役 最初に、お配りいたしましたプレスリリースについて。これは、今の2つのテーマのうち、プロ向け市場の話でございます。たまたま、昨日、これを東証の方から発表いたしました。私も深く関わっているものですから、半分自慢になるかもしれませんが、ご説明し、この話は先週26日に金融審議会の第1部会で議論がされましたので、その様子も含めて、規制改革関係のところを中心にご説明もしくは本音を述べたいと思います。

このプレスリリースの前までのところで、プロ向け市場については、ご存じのとおり、春から夏にかけての経済財政諮問会議のスタディグループと骨太の方針、さらにはアジアゲートウェイと金融審議会というあたりで出ております。金融庁では、それに引き続いて金融審で議論をして、12月に何らかの報告書を出し、かつ金融庁からアクションプログラムみたいなものが出るかと理解しております。結局、何でプロ向け市場の話になっているかということですが、いろいろな考え方があると思います。東京市場を国際化しなければいけないという観点と、もう一つは、ロンドンの連中はよく「ファンディングギャップ」と言うのですが、中小企業、あるいは新興企業に対する上場のハードルが高い、もしくはパブリックなお金を調達する手段が日本では必ずしも十分ではないというところで、もう少しそうした企業にパブリックな、特にエクイティマネーの供給ができる仕組みをつくるべきではないかというものです。他方、投資家保護の要請があり、例えば東証であればマザーズとか、ジャスダックとか、いろいろな問題企業が出てきていて、そういうところに対して、むしろ規制を強化しなければいけない。それから、あとはアメリカのエンロンの話に始まったSOX法の世界ですね。内部統制について、もっときちんと開示しなければいけないというのが、9月に施行された金商法でもJSOXと言われますけれども、内部統制報告書ということで今度導入されるという投資家保護規制強化

の方向があり、それらの要請をどこでマージさせるのかというテーマの中から、プロ向け市場という考え方ができていると思っております。

そういう新しいけれども今の取引所の上場基準には必ずしも満たない会社がいる、あるいは、アジアの、例えば中国やインドの会社の開示レベル、もしくは開示負担に耐えられるだけのお金や能力の問題があるところもある。そうしたものと、先程述べた投資家保護の要請というのはなかなか一致しないので、そこは、今度、投資家を限定して、それで少し開示は柔軟にして、ただ、柔軟にはするけれども、投資家ニーズを満たす開示をしなければ、もちろん売れないわけですので、投資家保護という観点のみからの開示ではなくて、投資家ニーズを満たすための開示に限定して、それは多分民-民に任せて、それでマーケットができないかということじゃないかと思っております、それでは、どういう仕組みにするのかという議論が今、金融審で行われていると理解しております。

それで、取引所の立場からも同じことが言えて、取引所の仕事というのはいろいろな説明の仕方があると思いますが、要は、お店に品物を並べている商売であるわけですね。できるだけ良質の品物をたくさんお店に並べて、取引が多く行われて、価格がある意味公正にというか、みんなが納得する価格に形成されるというところが取引所の価値なわけで、できるだけたくさん品物を並べたいということですが、買いに来る人の選別能力が必ずしも高くない人だけとすると、並べる商品にも限界が出てくるわけで、少しお店の棚を分けて、その棚はアクセス制限をして、目利き能力の高い専門家だけはその棚から商品を選んでください、ここは若干変なものもあるかもしれないし、そこはプロなのだから自分で選別するマーケットをつくることできれば、そこは棚の品揃えが充実するので、取引所商売としてもいいし、買いにくるお客さんの側、商品を出す製造元の方でもいいということがあるので、取引所商売としてもプロ向け市場というのは良い話であると思っております。

それで、規制の話は随時戻りますが、プレスリリースの方に移りますと、ロンドン証券取引所とは、2月に、いろいろな分野で仲良くしましょう、提携してビジネスしましょうという合意を結び、その後、特に私どもの社長、斉藤になってから、6月、7月以降、わりと急ピッチで話が進みまして、新興企業向けのマーケットを一緒につくりましょうという発表を昨日いたしました。それで、これは新聞にも出ていますけれども、基本は50:50の合弁で新しく会社をつくりまして、そこに取引所を運営させる。運営会社とマーケットの関係は、例えば東証という運営会社、それは持株会社の方ではなくて、マーケット運営会社の方、すなわち株式会社東京証券取引所の方ですけれども、ここが運営会社になっていて、東証一部とか二部とか、マザーズとかを運営しているという関係ですけれども、この合弁会社が運営会社になって、それで新しいプロ向け市場、さっき申し上げたような制度にのったプロ向け市場をつくりましょうということ。その運営会社をロンドンと50:50でつくりましょうということです。

それで、このターゲットの発行会社は、まさにさっき申し上げたことで、日本の今の上場基準に達しないけれども、非常に資金調達ニーズがたくさんあって成長が見込まれる。もちろん投資家がそういうふうに評価してくれないとだめなわけですけれども、そういう会社ということ。

それから、投資家の方は、これは取引所の側からすると、もちろん、なるべく幅広い方が流動性も高まるので、別に一般投資家が入ってきても、特にロンドンのAIMではいいわけですが、ただ、そうすると、先程の開示の問題が出てくるため、プロ向け市場の話に乗っかり、投資家の範囲については、後で言いますが、機関投資家+富裕な個人層あたりに限定して、英文開示とか、国際会計基準とか、今は必ずしも認められていないルールによって、アジアの企業も含めて取り込めるようにするものです。それから、日本の会社であれば、さっき言ったJ S O Xとか、四半期開示とか、でき立ての会社にとっては結構、特にJ S O Xなんかは負担になりますので、そういうところは、例えば会社の人数が50人で、ワンフロアで全部見渡せるような会社にどこまでJ S O Xを入れる必要があるのかといったお話はもともとあるわけで、そういうことを投資家の側でいいとなれば、それはなくてもいいのではないかということができないかということになると思うのですけれども、そういう規制緩和といいますか、制度改正といいますか、そういうものを取り込んだ形での市場をつくりましょうと。ですから、投資家はそういうところに限定されるということでもあります。

それで、2008年中と言っておりますけれども、これは多分制度改正に依存するので、法律改正が必要ということになれば、来年の通常国会で、それから、施行期間があってみたいということになりますから、ぎりぎりの世界ですけれども、一応目標は2008年中ということでやっております。

それで、ロンドン側の意図はいろいろあると思いますけれども、ロンドンが今やっているAIM市場というのをモデルにして、いいところを取り入れてつくりましょうということなのですが、AIM市場というのは、いろいろな解説がなされますけれども、今我々が議論しているプロ向け市場ではありません。制度的には個人も入れて、ただ、メインのプレーヤーが機関投資家と富裕な個人層であろうと。もちろん証券会社の先にいる人がどんな人かというのは必ずしもわからないところがありますけれども、そういうことでありまして、必ずしもプロ向け市場ではありません。プロに限定された市場ではありません。

ただ、向こうはロンドンのシティの文化みたいなものがありまして、あまりおじいさん、おばあさんに石油発掘会社の株を売るということは起こらないわけで、そこは現実問題としては多分プロ向け市場になっているのだらうなと思います。上場している会社は、別に全部が全部国際化しているわけではなくて、もともとは、イギリスの小さい中小企業、新興企業に、イギリスのわりと中小の証券会社がアドバイザーについて、それを上場してきたというのが12年前の出自でありまして、その前身に日本の店頭市場のようなものがあり、それを何とか改革しなければいけないというので、AIM市場をつくり、これまで育ててきた。そのプロセスでは、ロンドン証券取引所も、ノミネーテッドアドバイザーと言われる地場の証券会社みたいなものも、随分投資家回りをしたそうです。そういう投資家に啓蒙なりプロモーションをかけて、機関投資家をどんどん呼び込み、あと、アジアの会社とかロシアの会社とか、そういうものも上場した。それはあくまでもノーマッドと言われている引受証券会社、アドバイザーが身元引受人的になって上場して、かつ投資家も呼び込み、取引も厚くしてと、取引所だけじゃなくて、そういうコミュニティ全体として盛り上げていった。運営している人に聞くと、そういうふう

に言います。批判する人ももちろんいます。博打で危ないやつがいっぱいいるという人もたくさんおりますけど、やっている本人たちから聞くと、そんなことを言っておきまして、そうやってかなり機関投資家が、やはりそういうリスクをとれる人は機関投資家だということでしょうけれども、機関投資家とか富裕な個人層とかファンドといった投資家が入ってきて、今、マーケットが形成されているということになっているので、日本でそのまま移入できるとも必ずしも思っていないけれども、今ちょっと引受証券会社とかアドバイザーの役割が日本は小さ過ぎるような気がしますので、そこは規制の世界というよりもビジネスの世界だと思いたすけれども、取り入れてやりたいなと思っております。

それで、規制の話に戻りますと、金融審でもかなり突っ込んだペーパーが金融庁から出て、突っ込んだ議論が行われましたが、1つは、プロ向け市場をつくるとして、プロの範囲はどこまでかというのがあります。今の金商法には、プロの概念が2種類あって、適格機関投資家という概念と、特定投資家という概念があります。適格機関投資家の方は、基本的に機関投資家、銀行とか証券会社とか、そういうところでありまして、特定投資家の方は、かなりそこよりも広くて、ここは富裕な個人層も入れる。もしくは一般の事業法人も入ってくる、一種出入り自由みたいな状態になっております。現行法の特定投資家は、一般投資家と比べて取引できるものに違いがあるわけではなくて、説明義務に違いがある、つまり証券会社が特定投資家に物を売るときには、説明義務が緩和されるわけです。ですから、僕はプロですよと宣言すると、あまり説明されないで物を売られるという面もあって、金融庁によると、例えば上場会社は、基本的には特定投資家なのですが、それは嫌だ、俺は特定投資家はやめたと言うと、特定投資家じゃなくなることができるという制度になっている。例えば、3億円以上資産のある個人は、基本的には一般投資家ですけども、私は能力もあって、証券会社の人も能力を認めて、特定投資家です、あなたは特定されて大丈夫ですねという、特定投資家になれるという定義になっているということです。

このプロ向け市場のターゲットとして、金融庁のこの間の金融審での提示は、適格機関投資家までに限定しますか、特定投資家まで拡げて運営しますかという、特定投資家まで拡げてよいのではないかとという雰囲気でのプレゼンで、委員の方々も特定投資家まで拡げていいんじゃないですかというご意見が多数を占めました。我々もそこまで拡げていただかないと、適格機関投資家だけでは、マーケットの厚みとか、日本の機関投資家のビヘービアの問題もあって、もちろん今、マザーズも全然投資してないような人が、いきなりプロ向け市場にどんどん投資してくるとは全く思っていないのですけれども、そうは言っても、日本の機関投資家というのはお金の面では厚みがあるので、アップサイドというか、期待として、やはりあった方がいいし、そういう意味では、さらに富裕な個人層とか、一般事業法人まで、どんどん可能性としての投資家は広い方が、上場して資金調達しようという企業の側からいってもいいので、特定投資家まで拡げていただきたいというのが我々の希望でありまして、今考えると、ほかのいろいろ、例えば特定投資家になれる個人の資産の基準は3億円ですけども、何で3億円なのか、説明はだれもできないところがありますし、まだ始まったばかりの制度ですから、今後見直す余地があるかもしれませんけれども、今のルール、もしくはこれから変えようとするルールの

メルクマールとしては、特定投資家まで拡げてプロというジャンルにするのかなというのが、そのうちきっとコンセンサスになるのではないかと考えておりますし、我々もそれを希望しています。

それから、今度プロに限った場合に、開示規制なり、取引規制なりというのをどうするかというところについてですが、先程少し言いましたように、これは日本の会社はよいのですけれども、アジアの会社、もしくはそれ以外の国の会社を考えると、英文開示はないと困るのではないか。今、スケジューリングされていて、あとは政令を直せばいいぐらいだと思いますけれども、継続開示、有価証券報告書の世界は、英文で、かつ日本語の要約をつければいいという制度がありますが、発行開示、つまり最初に資金調達をするときに提出する有価証券届出書については現状では英文開示は認められないというということもあります。あと、これは制度上は明文の規定はないと思いますが、英文でのタイムリーディスクロージャー、例えば工場が爆発して、生産能力が半減しましたというディスクロージャーを英文でプレスリリースをしたとします。プレスリリースをした事実がインサイダー取引規制上の重要事実なわけですが、それが英文で開示されることによって、要は公開されたことになるかどうかというのは、今、英文だと認められない。継続開示が英文でもよい、さらに発行開示も継続開示も英文でもよいという世界に入ってくれば、英文でディスクロージャーすれば重要事実の開示に当たるということにきつとなると思います。有価証券報告書というのは公表までに3カ月ぐらい余裕のある話ですから、日本語に訳すこともわりとできやすいかもしれませんが、工場が爆発したという世界はすぐの話ですので、そういうところは英文じゃないと困る、特にはアジアの会社で考えると、英語でいろいろなものがディスクロージャーできるというのは、例えば取引所として上場誘致をするときには売りになるし、逆に、今はそれができないので、なかなかアジアの会社を連れてきにくいということがあります。

それから、会計基準は、どこの国がどこの国の会計基準を認めるというのは、やや政治的な話もあるので、一概に何がよいとはいえないと思うのですけれども、ただ、中国の会社でもマレーシアの会社でも資金調達ニーズがある場合に、まず、どこで調達しようかなと考えるわけですね。香港もあるし、シンガポールもあるし、上海もある、東京もあるし、ニューヨークもあるし、ロンドンもありますねというときに、何で上場準備をするかという、やはり英語でドキュメントをつくり始めて、会計基準はどこでも上場できる会計基準、国際会計基準でやり始めると思うのですね。

それで、日本の会計基準がそれを許容しないとすると、途中まで上場準備を進めた人の選択肢から日本が最初に落ちるわけです。国際会計基準をせっかく整備して、ロンドンでもニューヨークでもシンガポールでもいけますよという状態の人が、そこからさらにコストをかけて、それもあまり数の少ない日本語も英語もしゃべれる会計士にお金を払って連れてきて、日本の会計基準に直してもらって、それから日本語に直して、日本に上場する。やはりそこは彼らの選択肢から落ちやすくなってしまいうわけですね。そうすると、どうしてもアジアの会社を東京に連れてこようと思うと、会計基準の話も、世界的な他の取引所で認められている会計基準は認めようよと。もちろん、あまり変な会計基準であると、これは規制上はよくても、投資家の

側で嫌だと言いますので、もしくは監査法人がつかないということか起きますので、これはいずれにしろ淘汰されるわけです。ただ、規制上は少なくとも、ロンドンで認められて、ニューヨークで認められている、アメリカはまたUSギャップというまた別の世界がありますけれども、シンガポールとかロンドンとか、そういうところで認められている会計基準であれば、日本でも、程度の問題はありますけれども、いいことにしましょうよという話が2つ目にあります。

それから、さっき申し上げたように、これは日本の会社もアジアの会社も両方絡むと思えますけれども、JSOX、内部統制の話というのは、これは上場準備をするに当たって、会社にかかりの負担を強いることとなります。もちろんJSOXじゃなくても内部統制があまりにもひどい会社というのは、取引所の方でも上場させない、上場審査の段階ではねるということもありますし、上場した後でももちろん投資家の方から嫌われるということがありますから、そういう過程では淘汰されると思いますが、規制のレベルで、今のJSOXをリジットに適用を必ずしもしないということは、上場企業の側から言うと、コストとか、時間とか、そういうものを節約できるものになる。JSOXがなくても、プロの投資家に限るのであればよいのではないかという議論もあり得ると。

あとは四半期開示で、これはマザーズが先行的に導入したような話ですから、あまり東証として外してくれという話ではないのですが、これも四半期に決められた開示をするのではなくて、タイムリーディスクロージャーをこういうルールでやってくださいとか、それも機関投資家のニーズを満たすような開示で代替するということではあるかもしれないし、そこはマーケットが決めればよいという考え方もあるので、これも投資家を限定するのであればいいんじゃないかと。この4つが大きな点であろうと思っております。

あと、細かい点として、プロ市場にする場合、一般投資家への逆流をどうやって防ぐかとか、いろいろテクニカルなところはあろうと思うので、これは例えば、海外との重複上場のケースもあると思いますし、例えば、本国AIMと我々がつくりようとしている新しい市場で重複上場をされているケースがあると思いますので、日本の新しい市場に上場した瞬間に、イギリスで取引がしにくくなるみたいなことが起こると、だれも来ませんから、そういう意味では、そういう細かい目配せも金融庁にお願いしないといけないなと思っております。

今申し上げたようなところが主な論点だと思っております。あとは、最初に申し上げたいいろいろなビジネスコミュニティとか、ビジネスの世界でどうやってマーケットをつくるのかということの方がはるかに重要でありますし、法律上いい制度をつくってもらっても、閑古鳥が鳴いてしまうということも十分あり得るので、そこは我々の努力だと思っております。

プロ市場の宣伝が長くなってしまって恐縮ですが、総合取引所の方の話をし少しすると、これも、同じように金融審のテーマになっていることはご承知のとおりなのですが、東京証券取引所とすると、先程も言いましたように、お店を拡げる商売ですので、なるべく投資家が求めるような資産運用の機会をたくさん提供したいというのが我々のビジネス上の希望、ニーズなわけです。それで、プロに限定はするけれども、例えば、アジアの株とか、まだ成長途上の企業というのも一つの品物ですし、他方、金とか原油とかも品物になります。そういう資

産を運用したいときに、別に金を家に持っているとか、原油をタンクで庭に置いておくことではなく、単に資産運用の機会としてみた場合に、新日鉄の株を買うのか、金を買うのかというのは、そういう人にとっては同じなわけです。そうであれば、お店を拡げる商売としては、そういうものも端の方に並べておければ、一々東証に来て新日鉄の株を買い、別なところに行って別なものを買わなくても、資産運用の機会を得られる。

お客様の側が直接東証に来るわけではありませんので、基本的には証券会社の窓口へ行くわけですが、証券会社の窓口で、別な、今認められていないような資産を表象した、例えばETFとか、そういうものを買えるという状態になっているというのは、投資家が資産を運用するという観点からすると望ましいと思いますし、取引所の観点からいっても望ましいと思います。

金融商品取引法が9月に施行されて、大分、投資家保護の一般法としての子細を備えたと思いますが、他方、別の観点だと思えますけれども、例えば商品ファンド法があり、例えば商品の先物をやるときは、商品先物取引所法の規制に服するわけですね。何も別に東京証券取引所で、例えばお米とか小豆の現物を取引しようと思っているわけではないのですが、さっき言ったような観点で、仮に今だったら金とか原油が上がっていますし、そのうち小豆がとてもいい投資対象だということになるかもしれません。そういうことになったときに、そのものじゃないかもしれませんが、先物とか、ETFとか、そういうものが、今だって多分、3つぐらい役所を駆け回れば大丈夫になるかもしれませんが、そういうことなく、例えば金融庁なら金融庁の投資家保護上の監督なり何なりでそういうことができるということになれば、ビジネスとしては非常にいいかなと思います。総合取引所というと、せっかく東証は持株会社をつくったのだから、持株会社の下にいろいろな取引所をぶら下げたらどうだといった話にすくなるのですが、それはビジネスとしてよい面はありますけれども、すぐそういうことには多分ならなくて、むしろ品揃えの話であろうと思っています。

最後は3分で終わらせてしまいましたけれども、あとはご質問をいただいて、ご説明いたします。

○翁主査 どうもありがとうございました。ご質問をどうぞ。

○本田委員 2つよろしゅうございますか。まず、こういったプロ向けの取引所ができるということは、選択肢が増えるという観点で望ましいと考えます。これは、機関投資家とその顧客となる一般投資家の双方にとって望ましいと思いますが、実際問題、こういったような法律改正が必要だとお考えで、規制改革会議として、その法律改正に向けてどういうサポートをさせていただきますのでしょうか。

2つ目は、総合取引所化についてです。問題は実は2つに分かれると考えます。東証が、取引所として有価証券以外のものをどこまで取り扱えるようにするのかという話と、証券取引所の会員である証券会社で、コモディティないしは排出権なども含む、非金融商品だが投資対象の商品を扱えるかという話があると思います。東証としては、順番としては、金融機関での解禁が先で、取引所が後とお考えなのか、金融機関への解禁がなくても、取引所としては、品揃えをすることによって、商社などといった非金融機関の会員を増やしてでも品揃えを先にされ

ようというお考えなのでしょうか。

○伊藤企画統括役 まずプロ向けの方ですけれども、規制改革会議にどのようなサポートをしていただくかというのは極めて難しい質問でありまして、これは、正直なお答えは、よく分からないということですが、金融庁が変えようとしている話は、少なくとも今のところそんなに私は違和感はないので、ぜひそれを後押ししていただければありがたい。

○翁主査 同じ方向でやるようにと。

○伊藤企画統括役 と思います。

それから、総合取引所の方ですけれども、取引所は、少なくとも東証が有価証券以外のものを取り扱う気がなくても、有価証券に表象されている信託受益権で、信託財産の中身の運用が商品先物に投資しているといったものはあり得るわけですね。そのときに、取扱い業者を含めて言うと、有価証券であれば、有価証券取引業者は取り扱えるのですが、そこに表象されているものが商品先物だったりすると、それは商品先物、商品ファンド法上の規制も重ねてかかるのです。だから、その有価証券を取引したりするときに、商品ファンド法の条件もクリアしなければいけないという状態になっているものがあるということですね。株価指数とかであれば金融商品取引法の中だけで完結するけれども、例えば、商品の先物取引で運用している有価証券みたいなものになると、商品ファンド法の規制も併せてかかるという世界になってくると思いますね。そこは、ダブルじゃなくて単一にしてほしい。ビジネスとして考えた場合に、役所に行くというのは、それぞれリスクですから、認可されないのではないかと、手間がかかるのではないかと、解釈が違うのではないかと、それはそれでリスクですし、法律が2つあるということもリスクですから、そういう意味でのリスクはない方が取扱いはしやすいということですね。

2番目のご質問の、例えば証券会社が取り扱えなくても取引所として取り扱いたいかどうかという話は、ビジネスとすると、かなり優先度は下がると思いますね。もちろん商社だけの排出権取引市場を東証が子会社にするというのが仮に認められたときに、やりませんかと言われると考えますけれども、全く別の分野に出ていくというのはリスクが高いと思いますし、成功の可能性も低いと思いますから、できれば今の延長線上にいろいろなものがあつた方がいいので、そういう意味では証券会社がいろいろなものを取り扱えて、かつ取引所でもそれを取り扱えるという状態じゃないと、なかなか乗り出せないと思いますので、そこは同じですね。

○翁主査 排出権については、今、東証はどういう取組みをしようとしているのですか。

○伊藤企画統括役 特に目立った動きはしていませんけれども、例えば、排出権を上場したいというのがあれば、それはぜひ上場してほしいなと思いますし、排出権取引所という世界でも、例えば電気の取引とか、そういうところが排出権取引をやったりしていますし、排出権をめぐる制度の影響が大きいので、ヨーロッパが非常に先行しているという状態もありますけれども、そこは、信託受益権で有価証券に転換することは可能ですから、排出権自体の均一性とか、そういうものがクリアされれば、もしくは価格がもう少し関係者に共有されれば、取引所市場になじむ可能性はあると思います。

○翁主査 総合取引所の構想については、今おっしゃった、例えば商品のデリバティブとかそういうものを取引所が扱いたいというときに、両サイドからかかっている規制について法律

を一本にするということが最終的な目標であるというわけですね。

○伊藤企画統括役 そうですね。

○翁主査 東証としては、まだそこまでお話がないのかもしれないですけども、今、世界で行われているM&Aは、まさにデリバティブの市場を取引所がどう取り込むかという形で、グローバルなリンクとデリバティブで厚みをつけて統合していこうという方向でグループ化が進んでいるじゃないですか。東証も上場していくことを考えると、そういった戦略をとらざるを得ないと思うんですけども、M&Aとかを行っていくうえで何か環境面、法律面でネックになっているようなことがあるのかどうかということについてはいかがですか。

○伊藤企画統括役 さっきの話と同じだと思いますけれども、例えば、東証自体で、今の株式会社東京証券取引所を開設する市場で、商品のデリバティブを扱いますということになれば、恐らく自動的に、持株会社東京証券取引所グループの下に商品デリバティブを取り扱う専門の取引会社をぶら下げるということもできるようになると思います。それはM&Aの選択肢が広がるということを意味して、規制的には同じことだと思いますね。

○翁主査 結局、それをやることによって、東証自体の企業価値を上げていくということにつながるという話ですよ。

○伊藤企画統括役 そうです。だから、おっしゃるように、商品、棚の品揃えをするときに、1つのマーケット、1つの会社が運営する棚で品揃えするというのもありますし、子会社をつくって、もしくは子会社を買って、子会社で品揃えするというのもありますけれども、同じことですので、それは、会社を分けた方が、新市場は会社を分けてやろうとしているわけで、それはLSEとの話もありますけれども、それは、マザーズとか一部とかと区別しないといけないという観点もありますね。それと同じことで、商品のデリバティブをやるのだったら、それは自分でやるよりも子会社をつくってやった方がいいですねということはもちろんあるかもしれません。

○本田委員 現在は資金的に難しいのかもしれませんが、アジアの取引所の一部を買収してぶら下げるといったようなことも理論的には選択肢としてあると思いますが、それは、法律的にはやろうと思えばできる状態にあるのでしょうか。

○伊藤企画統括役 できますね。

○本田委員 何か規制があるとか、問題があるということではないわけですね。

○伊藤企画統括役 その取引所が何を扱っているかというところで制約が変わると思いますね。例えば、今、東証は子会社を持つときは認可が要るのですね。50%以上の子会社を持つときは認可が必要で、そこで関連業務というのがある。

○松尾商品企画担当課長 有価証券市場の開設に関連する業務は、認可があれば子会社ができる。

○伊藤企画統括役 子会社のときは、金融商品取引法の87条の3で、金融商品取引所の子会社の範囲が規定されていて、内閣総理大臣、実際には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るという制約があります。

それから、自分でやる場合は、87条の2ですけれども、金融商品取引所は、取引所、金融市場の開設及びこれに附帯する業務のほか、ほかの業務を行うことはできないということなので、取引所、金融商品市場のやっという範囲が広がると、おのずとその附帯する業務とか関連する業務の範囲が広がって、取引所、金融市場自ら商品デリバティブができるということになれば、関連業務とか附帯業務の中に入ってきますから、そうすると、商品デリバティブをやる子会社を関連業務を行う会社として子会社にすることかできるということになるわけですね。

さっきのご質問に戻ると、アジアの会社が株だけやっている会社であると、多分この中に入ってくると思いますので、相手の国の規制で、例えば日本みたいに、取引所の株は20%以上持たないといけないといった規制がなければ、子会社にすることができるということですから、時価総額の観点で全く無理ですけれども、日本はドバイのかわりにLSEを買えと、東証はLSEを買えということになるわけですね。だけど、向こうの会社が、例えばシンガポールのSGXみたいに、商品のデリバティブとかもやっています、もしくは子会社でやっていますということになると、今のところで引かかる可能性が出てきますね。

○翁主査 関連していないと。

○伊藤企画統括役 関連していないのを含むとかですね。それはあり得ます。そこは解釈の世界です。

○森下専門委員 資産にかかわらず、要は法が関心の対象としている事項の範囲では、リスクには差がないと説明できるかどうかだと思うのですよね。そういった点からは、異なる点というのはあまりないというふうにお考えですか。

○伊藤企画統括役 そうですね。

○森下専門委員 そうであれば、別に法律がわざわざ2つである必要はないだろうということですね。

○翁主査 同じ話ですね。金融機関が取り扱う商品ですね。

○伊藤企画統括役 同じ話です。

○森下専門委員 あと、プロ向けの方でお聞きしたいのですけれども、プロ向け市場というのが仮にできた場合に、特に日本の今の上場企業に満たない会社が資金調達をできるようなマーケットであるという、非常にいい話だと思うのですけれども、そういったときに、1つの会社に対してわりと多くの投資家さんが分散して投資をするような形になるのか、そうじゃなくて、わりとかたまった、上場はしていますけれども、限られた数の投資家がどかんと巨額の資金を突っ込んでくるような形になるのか、いろいろなんでしょうけれども。

○伊藤企画統括役 どちらかというと後者だと思います。トヨタの株が売買されているように売買されるということはあまり考えられなくて、さっき言ったように、要は、ディスクロは必要最低限しか、しなくていいよと言っているわけですから、投資家の方は自分である程度調べなければいけないわけですね。そうすると、場合によると自分で会社の工場を見にいったりしてから投資するというのもしなければいけない。特にスタートアップ時の会社ということになりますから、社長さんと面接してから買うということになるかもしれない。今でも機関投資家は、日本の株を買うときに、上場会社の大きいところでも、ちゃんと社長さんにインタビュー

一した後でしか投資しないというポリシーのところもたくさんあると思いますけれども、そういうことをして投資してくると。そういう場合は長期投資になるわけですね。あまり短期売買にならない。そういう感じのマーケットになると思います。

○森下専門委員 そうすると、マーケットとは言うものの、かなり通常想定しているような上場のマーケットとは形がかなり違ってくる。

○伊藤企画統括役 そうですね。もちろんスペキュレーションが入って、短期の売買がないと取引が成立しませんけれども、アービトラージ的なものが入ることは入るとは思いますが、ただ、多分このマーケットは、銘柄によってはもちろん売買高が多くなるのはあるとは思いますが、基本的にはあまり、イベントもないのに1日のうちにワッと取引が行われるということは少ないという感じだと思います。

ただ、スタートアップ時の企業なので、M&Aとかはたくさん起こると思いますから、そういうときは開示が行われて、そこで株主がワッと移動したり、途中でアービトラージが入ったりということが起きるということですね。

○本田委員 多分、会員証券会社は、取引額が大きくなるというのはある程度理解し、また、これは望まれると思います。一方、アンダーライターとしての役割が非常に大きくなりますね。引受証券会社がマーケットメイキングして、ウェアハウジングリスクを自分で負うということかと存じますが、これに関しては、東証の中小も含めての会員証券会社は理解し、望んでいると思っていいのでしょうか。

○伊藤企画統括役 あまりないと思いますね。昔の店頭市場というのはそうだったわけですね。引受証券会社がマーケットメイクをして、ノーマッドみたいなノミネーテッドアドバイザーみたいなことをやっていたわけですね。だけど、みんな負担を感じて撤退していったりして、今みたいになっているわけです。それでは、なぜイギリスで成功しているのか。本当のところ、シティの文化だと言ってしまうと終わりなのですけども、彼らは結構もうかっている、具体的にはノーマッドがとるアニュアルフィーが高いのですね。取引所の実入りは少ない。ロンドンのAIM市場で取引所の収入というのはすごく少ない。LSEのPLに貢献していないと思いますけれども、ノーマッドの収入はとて多くて、年間1億円とか、今、ポンドが高いですから、もっとになります。1億円というのを発行会社からノーマルで払ったりしている。十分それだけで、要は次の日、次の増資のときの引受収入みたいなものももちろんあてにしているけれども、途中のフィーが高いので、それだけでやっていけるという状態になっている。ですから、仮に日本でそういうことができれば、証券会社も十分ペイして、むしろ今ヒーヒー言っているような中小の証券会社なんか、それで飯を食っていけるということが起こるかもしれないということをぜひやりたいなと思っております。

日本でなぜだめだったかという、昔は、引受証券会社は1社か2社に決まっていて、それまではほとんどただ働きをして、IPOのときの引受手数料でガバツともうけて、それからもずっと主幹事でただ働きをして、次の増資にときにまたガバツともうけるという収入構造だったと思いますが、2番目の増資がほかの人に取られちゃうかもしれないという状態になったときに、途中をすると全くコスト倒れになるわけですね。それでやめちゃったということが1つ

の原因としてあるかなと思っているので、途中の段階で次の仮に増資の主幹事を取れなくても、ある程度ペイするみたいなビジネスをつくり上げることができればと思っています。

○本田委員 成功していただきたいと個人的に思っていますし、日本を国際金融市場にするための一つの試金石であると思いますが、この成功には証券会社の協力がすごく大事だと考えます。体力のある証券会社がある程度リスクをとって、現行の引受のフィー体系でやらざるを得ないと、ウェアハウジングでトレーディング収益を出すしかないのですよね。それが本当にできるのでしょうか。

○伊藤企画統括役 法律と関係ないと思います。さっきのノーマッドの話もあまり法律と関係ないと思います。

ただ、今の証券会社というのは、みんなきっとそう思っていると思うんですね。これを見て、またやるのか、また店頭かよと思っているはずですが、ただ、今の既成概念の中からは、なかなか証券会社はこのマーケットで収益を上げられないと思うので、収益が上げられる姿を見せてやらないと成功しないと思っています。

○翁主査 一方で、営業と引受けのところが従来はあいまいでしょう。だから、ちゃんとそこを切り分けて、しっかりと調査して上場するような仕組みにしておかないと、そこは自主規制の役割だと思うのですけれども、証券会社にも課題がありますよね。

○本田委員 初値との乖離がものすごくあれば、証券会社の収益機会がありますが、だんだんそれがなくなってきているのではありませんか。

○伊藤企画統括役 フィーと最初のころのマーケットメイクでボカッともうけて、でいいやということですよ。

○本田委員 それがどこまでできるのでしょうか。一方、そういった収益の取り方をあまりやり過ぎると、アジアの発行体などは連れてこれられないと思います。プライシングを低くつけておけば、確かにリサーチのコストもデューデリのコストも要らないわけです。しかしプライシングを低く設定するというのもできないのではありませんか。

○伊藤企画統括役 そうですね。それは最大の課題です。だから、さっきも言ったように、ルールよりもそっちの方が、コミュニティを連れてくるとか、証券会社のビヘービアを変えとか、証券会社をもうかるようにするとか、そっちの方がよっぽど大変です。

○森下専門委員 海外では、結構高いフィーを払ってくれているんですよ。

○伊藤企画統括役 イギリスではかなり払っています。

○本田委員 証券会社の引受フィーは日本は低いのですよ。

○森下専門委員 日本は目に見えないサービスに対してお金を払うというのが苦手な傾向がありますね。

○本田委員 IPO時に公募価格と初値に差が出て文句を言わないという土壌じゃないですか。

○伊藤企画統括役 あと、いろいろ課題もあるのでありますが、一般投資家が入らないわけですね。今のマザーズとかは一般投資家が8割ぐらいいるのですよね。結局、デイトレーダーも含めて、そういう人の取引で成り立っているみたいなのところがあるので、これをプロだけに限

ると、投資家層が全然変わります。そういうときに、マーケットとしてどうなるのか、引受けのパターンがどうなるのか、プライシングがどうなるのか。

○本田委員 また、預かり資産が大きな大手投資家は、あまり小さい銘柄に投資するのは難しいのではないのでしょうか。自分が売りたいと思ったときに、自分の売りで値動きすると問題でしょうし、スモールストックのリサーチにどれだけ手間をかけられるかという問題もある。だとすると、大手機関投資家にとっては使いにくい市場になる可能性はありませんか。

○伊藤企画統括役 そうですよ。ロンドンでやっているのは、テーラーメイドといいますか、さっき言ったように、地場の……。

○本田委員 ファミリーオフィスなどが投資家ですよ。

○伊藤企画統括役 そう。地場のわりと小さめの証券会社が自分の知っている会社を連れてきてAIMに上場させるし、投資家も自分の足で稼ぐみたいなことで投資してもらって、それで次の増資もやりましょうという感じなんですよ。もちろんそうじゃない会社も入ってきているわけですが、そういう風土がないところでどうやるかということはありませんね。

○本田委員 なので、機関投資家という言葉から象徴されるような、大生保、大信託銀行とか大投信がガンガン買うという市場には基本的にはなり得ないのではありませんか。

○伊藤企画統括役 ただ、そういう大きな投資なりファンドなり保険会社でもいいですけども、ポートフォリオの上澄みのところについて、そういうマーケットに少しでも振り向けてもらえると、そこに例えば証券会社がインハウスのアナリストを使ってレポートを一生懸命出して売り込みにいって、そういうところがポートフォリオでこういう小さいところをこのぐらい買いますかということやらないと、日本の機関投資家の金は出ないですよ。だから、僕は最初からそこをあきらめるつもりもないですよ。

○本田委員 おっしゃることはわかります。ただ、大手機関投資家では、ファンドマネジャーにしてもアナリストにしても、コスト削減圧力もあり、結構担当が多い。自分で見る銘柄数というのは絶対限られてくるので、時価総額が小規模の会社を見られるか、買えるかという課題がでてくるのではありませんか。

○松尾商品企画担当課長 多分ファンドマネジャーは実際にはそこまで見られない。原則はインデックス連動のパッシブになると思いますけれども、アクティブで持っている部分でファンズ・オブ・ファンズとかオルタナティブで資金をゆだねる形で、その先のファンドが投資するという形はあると思います。おっしゃるとおり機関投資家が、直接のファンドマネジャーは恐らく、プルーデントな運用をするためには、ちゃんとしたベンチマークがなければならぬと思いますし、アクティブに政策投資的に個別銘柄を選ぶというのは難しいと思いますけれども、間接的にファンズ・オブ・ファンズの形、ヘッジファンドにゆだねるという形は、今、年金さんとかも徐々にやりつつありますので、そうした形で間接的には入って、そういう方でないと、恐らくリスクテイクは、ファンドの形で間接的に入ってくるというのはあるかなと思います。

○本田委員 機関投資家という言葉から、皆さん生保や信託を投資家としてイメージされるんですけども、でも、実は、わりと小さめの投資顧問会社や、富裕層や、中小企業オーナーが主要投資家になるのではありませんか。そういう投資家を前提としたときに、開示だ何だという

ことで今の法律改正を進めてしまって、後から何か問題が出ないのでしょうか。

○松尾商品企画担当課長 まさにそれは特定投資家の範囲の問題ですね。

○本田委員 そうです。そこで、何かこの会議としてサポートをした方がよいことはあるのでしょうか。

○松尾商品企画担当課長 証券会社も届出制になってから、かなりブティック型のオルタナティブ投資だけをする証券会社さんとか、M&Aの仲介だけをされる証券会社さんとか、かなりブティック型の証券会社さんも出てきてはおります。期待するところとしては、そういう店頭の方で、ディー・ブレイン証券さんとか、未来証券さんとか、そういう証券会社さんもちらほら出てきてはいますので、入り口の参入が低ければ、もちろんある程度紹介できる会社があるという前提であればの話ですが、そういうブティック型の証券会社もビジネスとして、これが先に出て、そういうビジネスを検討されるというところも出てくるのじゃないかという期待があります。もちろん、証券会社全体の動向としては、そういう証券会社ができてきていることが、直接ノーマッドにつながるわけではないですが。

○翁主査 証券会社の新規参入は確かにすごく増えていますね。

○松尾商品企画担当課長 今までとっていないような形のリスクを専門に扱うような小規模なところは出てきていますので、そういう全体の流れからすれば、全く引っかからないわけではないかなと。

○伊藤企画統括役 あと、会計法人とか、そういうところもブローカレッジはできないかもしれないけれども、アドバイザー業務の方だけ参入してくるとか、そういうこともビジネスとしてあり得ると思っているので、証券会社という概念ではない複合的なビジネスができればいいなと思っておりますけれども、なかなか道は険しいのはおっしゃるとおりだと思います。

○翁主査 あと、ジャスダックとかも結構いろいろな動きがありますね。今、おっしゃったようなプロ向け市場の話とか、総合取引所というか、取り扱う商品をどんどん増やしていきたいということに関しては、他の証券取引所のやろうとしていることは大体同じ方向だと理解していてよろしいわけですね。

○伊藤企画統括役 と思いますね。制度としてはですね。

○事務局 プロ向けの話ですけれども、デリバティブに関連して、もう少しプロ向けに、ハイリスク・ハイリターンの商品なんかを用意しようとする場合に、何か規制の面で障害になってくるようなものがあれば教えてください。

○伊藤企画統括役 デリバティブですよね。それはあまり聞かない。デリバティブで規制……。

○松尾商品企画担当課長 金融商品と金融指標という概念が金融商品取引法に入りまして、政令で指定する形になっているので、ある程度柔軟にできると思います。排出権を直接取引所で扱う商品にはなっておらないとか、CDSだと指数は対象にならないとか、部分的にはありますけれども、ある程度投資家保護の必要があるとか、同様のものが多数存在するという要件を満たせば、政令で指定することでデリバティブの対象にすることはできますし、もともと天候とかも含めて、金商法を制定する当時に想定されているデリバティブはかなり追加され、さらに政令でも指定できるようになっておりますので、相当広いのではないかと思います。

- 事務局 現状では特にないと。
- 松尾商品企画担当課長 全然ないということではないとは思いますが、相当広いのではないかと思います。
- 伊藤企画統括役 現状は狭くても、我々が考え得るような範囲で、その点が問題になってできないということは、今のところ感じていないですね。
- 本田委員 こういうことはできるのかどうかわからないですけども、本当にプロ向けを考えると、わりと時価総額の大きい銘柄の個別銘柄のコールとかプットとか、そういうものがなぜか日本はあまりないじゃないですか。
- 松尾商品企画担当課長 実はすでにございまして、株券オプションというのは、一応取引所には大証さんも弊社もありますけれども、あまり取引はできてはおらない。アメリカでは非常に流動性があり、いろいろなデリバティブの取引所が個別株オプションに参入しており、非常に競争があって、新興の I S E という取引所が非常に伸びていたりするなど、非常に活況である。ヨーロッパとかでも世界どこでも個別株オプションというのは非常にできているのですけれども、日本だけなかなかできない。そこは先ほどの機関投資家のビヘービアというところや個人投資家の方がまだ慣れていないというところと多分関係してくるところですが、一応品揃えとしてはある。けれども、なかなかまだ根づいてはいない。O T Cの方ではやっていらっしゃるというふうに聞きますけれども、でも、海外に比べれば小さい。そこは規制というよりは、先ほどのファンドマネジャーが一々オプションとか見てもらえないとか、個人投資家の方もオプションというのは難しくてよくわからないとおった問題、投資の文化とか、そういう素地の方の問題の方がありそうな感じがいたします。
- 本田委員 そこは規制は関係ないのですね。
- 松尾商品企画担当課長 そうですね。とりあえずは。
- 事務局 制度の問題ではないと。
- 伊藤企画統括役 そうですね。大きな制度として何か法律改正しなければいけないみたいな話ではないですね。
- 本田委員 個別株のオプションは、個人がプットをガンガン買うというのはいろいろリスクがあると思うんですが、機関投資家さんがもうちょっとやられるとよいのですが。
- 伊藤企画統括役 インデックス運用しかしていないと、個別株オプションは要らないですよ。
- 事務局 機関投資家の立場からすれば、全然出来高もない中で取引できないじゃないかということで、ニワトリと卵の関係だと思えるのですけれども、それで膠着状態になっているような気もいたします。
- 本田委員 そういうのを何かもう少し拡大できるような刺激策みたいなものがあれば。
- 伊藤企画統括役 先ほどおっしゃったような、ひとえに機関投資家の投資ビヘービアですよ。ひとえにと言うと言い過ぎですけども。
- 本田委員 日本は運用フィーが極端に薄いのですよ。株は、アメリカの半分ぐらいだったりしますね。ヨーロッパもアメリカよりは薄いのですけれども。フィーが薄い分、人手も薄く張ら

ざるを得ない。唯一あるとすれば、ヘッジファンドは欧米と同じフィーが取れているので、何かするというのはあるかもしれないけれども、これは外国人マーケットですよ、機関投資家と言っても。

○翁主査 投資家のビヘービアにも課題がいろいろありますからね。

○本田委員 規制で何かあるのかと私は思っていたので。失礼しました。

○翁主査 大体今日お伺いした2つのテーマについては、我々として何がお手伝いできるかということについては大体イメージは固まったのですが、また引き続きいろいろお話を伺わせていただいて、こちらで何かサポートできることがありましたらと思っておりますので、またよろしく願いいたします。

○本田委員 ご成功をお祈りします。いろいろ失礼なことを言いまして済みません。

○伊藤企画統括役 とんでもないです。

○翁主査 でも、どちらの方向に行くのですか、グループとして。今、世界に大きな流れがきているじゃないですか。

○伊藤企画統括役 別にこれでロンドンに行く、これでイタリアとくつつくというわけじゃないのですけれども。中東マネーがくればいいのですけれども。

○翁主査 難しいですよ。今、両グループと提携されていますよね。

○伊藤企画統括役 でも、必ずしも2つのグループじゃないような気がしますけど。ナスダックはナスダックでまたありますしね。ロンドンの人とやっているときに、イタリアの話で盛り上がっていて、イタリア帰りの人がたくさんいましたけれども。

○翁主査 本日は大変貴重なお話をありがとうございました。

以 上