大証金融商品取引法研究会

２００８年改正「多様な資産運用・調達機会の提供：プロ向け市場，ＥＴＦ」について

平成 23 年４月 22 日（金）15:00～17:00　　大阪証券取引所５階取締役会会議室にて

出席者（五十音順）

飯田　秀総　神戸大学大学院法学研究科准教授

石田　眞得　関西学院大学法学部教授

川口　恭弘　同志社大学法学部教授

河本　一郎　神戸大学名誉教授・弁護士

岸田　雅雄　早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

北村　雅史　京都大学大学院法学研究科教授

黒沼　悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

近藤　光男　神戸大学大学院法学研究科教授

洲崎　博史　京都大学大学院法学研究科教授

龍田　　節　京都大学名誉教授・弁護士

松尾　健一　同志社大学法学部准教授

森田　　章　同志社大学大学院司法研究科教授

森本　　滋　同志社大学大学院司法研究科教授

行澤　一人　神戸大学大学院法学研究科教授

藤倉　基晴　株式会社大阪証券取引所副社長執行役員

両國　太輔　株式会社大阪証券取引所執行役員

○近藤　それでは，時間になりましたので，大証金融商品取引法研究会を始めます。

本日は，飯田先生から，「２００８年改正『多様な資産運用・調達機会の提供：プロ向け市場，ＥＴＦ』について」ご報告いただきます。

それでは，よろしくお願いします。

～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～～

【報　告】

２００８年改正「多様な資産運用・調達機会の提供：プロ向け市場，ＥＴＦ」について

神戸大学大学院法学研究科

准教授　**飯　田　秀　総**

１　はじめに

貯蓄から投資へという大きな政策の一環として位置づけられる改正だと思いますけれども，２００８年改正のプロ向け市場及びＥＴＦについて報告させていただきたいと思います。

投資者保護という伝統的な枠組みとはかなり違う観点から行われた政策的な改正ではないかと思われます。すなわち，２００８年改正においては，我が国市場をより魅力的で競争力のあるものにしていくためには，多様な資産運用や調達機会の提供を可能としていくことが重要であるという観点から，①直接の市場参加者をプロ投資家に限定した自由度の高い市場の創設を可能にし，②商品（コモディティ）に投資するＥＴＦ（上場投資信託）を幅広く可能とするためという，商品の多様化ということの制度整備が行われました。

本報告では，プロ向け市場とＥＴＦに関する２００８年改正について内容をまず概観させていただいた後に，政策的な問題点等について簡単に検討させていただきたいと思います。

２　プロ向け市場

２．１　２００８年改正の経緯

２．１．１　厳格な開示規制のコストとプロ向け市場創設のメリット

一般投資家が参加している市場の場合には，情報の非対称性の問題があり，そのため，開示規制によって投資者保護を図る必要がある。しかし，こういう規制は，発行者にとっては規制を遵守するコスト負担が大きいことから，資金需要が旺盛で成長性の高い企業（例えばベンチャー企業）にとっては，我が国の市場へのアクセスを遠ざけているおそれがあるという課題が指摘されてきたわけです。

この課題を克服するための一つの方策として，プロ向け市場を創設することになりました。なぜなら，プロ投資家は，情報の収集・分析能力，さらにはリスク管理能力が備わっているので，厳格な法定開示規制を適用することは必ずしも必要ではないからです。プロ向け市場を創設することによって，開示規制のコストを削減し，新興企業に市場へのアクセスを近づけることが可能だろうということだと思います。

プロ向け市場を創設することによって，資産運用者にとっては新たな収益機会を得ることができ，また，我が国金融・資本市場の魅力が高まるとともに，プロの投資家間の競争が促進されることによって，我が国における金融イノベーションが促進されることが期待されていました。そしてひいては，プロの投資家の資産運用を通じた一般投資家の収益機会の拡大にも資すると考えられたわけです。なぜなら，企業の将来性を見極めるプロの投資家の専門的な資産運用能力が発揮されることによって，一般投資家も，その資産運用の利益を，間接的にではありますけれども，享受することができるからです。

２．１．２　海外との比較

また，ロンドン証券取引所のＡＩＭ（Alternative Investment Market），あるいはアメリカのＳＥＣ規則１４４Ａに基づく市場などが既に海外には存在していたという状況もあります。つまり，プロ向け市場の創設に関しても，既に国際的な競争が存在していたわけでして，国際性の観点からも，日本におけるプロ向け市場の創設を検討する必要性があるということが，立法の経緯として指摘されています。

このような理由から，プロ向け市場の創設は日本の資本市場全体の発展にとっても好ましいということで，プロ向けの市場である特定取引所金融商品市場（２条３２項）の開設を認める改正が行われたわけです。

以下では，まず比較法的な観点から，ロンドン証券取引所のＡＩＭとアメリカのＳＥＣ規則１４４Ａに基づく市場について簡単に概観した上で，日本の２００８年改正の内容を

確認したいと思います。その上で，ロンドン証券取引所のＡＩＭ はなぜ成功し，TOKYO AIM 取引所にはなぜ上場会社が登場していないのかという理論的な理由を考えるために，従来の２元システム（厳格な法定開示規制の及ぶ公開会社とそれ以外）から３元システム（従来の２つの類型にプロ向け市場上場会社を加えたもの）へと移行することの意義と限界といったことについて検討させていただきたいと思います。

２．２　ＬＳＥのＡＩＭ

２．２．１　概観

２００８年改正は，基本的には，ロンドン証券取引所のＡＩＭのシステムを参考に設計されていると言えると思います。そこで，このロンドン証券取引所のＡＩＭの概要を確認しておきたいと思います。

ご案内のとおり，ＡＩＭが設立されたのは１９９５年のことです。ロンドン証券取引所がＡＩＭを最初に提案したのは１９９４年のことのようですけれども，これは City Group for Smaller Companies（ＣＩＳＣＯ)による熱心なロビー活動を受けて行われたということのようです。このロビー活動は，Unlisted Security Market（ＵＳＭ）というそれまで存在していた非上場会社向けの市場が，１９９２年に，業績の悪化と投資家の関心を失ったために閉鎖されたことを受けて行われたということです。

ロンドンにおけるＡＩＭは，取引所規制市場（exchange-regulated market)として位置づけられています。そのため，ＡＩＭで取引される会社は，英国の証券規制及び欧州指令の規制の対象外ということになります。例えば，英国のコーポレート・ガバナンスに関するコンバインド・コード（Combined Code）や，欧州の目論見書指令（Prospectus Directive）に基づく規制はＡＩＭ会社に及ばないように，ＡＩＭは設計されているわけです。

また，ＡＩＭが定める規則においても，ＡＩＭへの登録要件には，例えば時価総額の最低額や株主数の最低人数といった数値による基準はありません。情報開示に関しても，四半期報告書は不要で，半期報告書でよい。そのかわりに，ＡＩＭに登録申請する会社は，Nomad（Nominated Adviser）という指定アドバイザーを選任しなければならないことになっています。ＡＩＭへの登録を申請する会社がＡＩＭ登録の適格性を有するかどうかについて，Nomad が審査することになっています。Nomad がこれを肯定する証明書をＡＩＭに提出しなければ，ＡＩＭへの登録は認められない。つまり，ＡＩＭの仕組みという

のは，法定のルールによる規制のかわりに，Nomad による監督が行われるというシステムを採用しているわけです。

この Nomad は，会社がＡＩＭへ登録する前から登録した後まで，継続的にＡＩＭ登録会社のコンサルタント兼監督者としての役割を果たすことになっています。Nomad になるのは会計事務所や投資銀行などであり，ロンドン証券取引所の承認を受けるという仕組みになっています。また，Nomad は，そのアドバイスや監視をしているＡＩＭ登録会社がもし不適切な開示を行うと，Nomad 自身も民事・刑事の責任を負ったり，ロンドン証券取引所による制裁金を課せられたり，ひいては投資家から損害賠償請求されたりすることもあり得ると言われています。ただし，投資家からの損害賠償請求が実際に行われたという例はないようです。

また，Nomad は評判をかけて行動していると言ってもよく，監視している会社が不適切な開示を行うことがもしありましたら，Nomad の評判も傷ついてしまうことになるので，そのようなことのないようにしているわけです。

このようなメカニズムによって，Nomad がＡＩＭ登録会社の監督を適切に行うように動機づけられていると言えます。

さらに，ＡＩＭ登録会社の行動を監督しているのは，Nomad だけではなく，ＡＩＭ登録会社に投資する機関投資家からの圧力もあり，その機関投資家の多くは長期保有すると言われています。

このように，ＡＩＭ登録会社は，Nomad と機関投資家からの監督を受けていると言えます。その結果，ＡＩＭ登録会社の過半数は，自発的に，コンバインド・コード等に従って行動していると言われています。ただし，そのままの規定が適用されているわけではなく，Nomad のアドバイスに従って，その規定をＡＩＭ登録会社の規模等の実情等に合わせて修正した上で適用しているということです。

そして，実際の市場の規模を見ますと，ＡＩＭはかなり成功していると言えるのではないかと思われます。ＡＩＭの公表するデータによりますと，２０１０年１２月現在で登録会社数は１，１９４社，時価総額７９４億ポンド（約１０兆円）です（別紙表１，表２参照）。もっとも，新規の登録会社数は，恐らく金融危機の影響が原因だと思われますが，２００７年以降は急減しています（表３）。登録会社の規模については，１，０００万ポンドから２，５００万ポンド（約１３億円から３４億円）の会社がピークになっています。（表４）。

２．２．２　ＡＩＭの成功と課題

それでは，ＬＳＥのＡＩＭはなぜ成功しているのだろうかということを分析している先行研究を簡単に紹介させていただきたいと思います。

ロンドン市場における自主規制の伝統という事情がそもそもあるということに加えまして，２０００年以降の経済的な状況などが指摘されています。つまり，アメリカにおけるＳＯＸ法の立法のように，世界的に証券規制の厳格化の流れがあり，新興市場等の中小企業にとっては，規制遵守コストが高くなり，既存の証券市場へのアクセスが困難になっていたという事情がまず指摘されています。また，いわゆるドットコムバブル以降，新興市場全体が低迷しているという影響もあると言われています。また，ロンドンは，金融センターとしてニューヨークを上回る評価をされることもあるくらい発展しているわけです。さらには，従来はNASDAQに上場していただろうアメリカの会社がＬＳＥのＡＩＭに来るようになったという現象も起きたようです。さらに，ＥＵにおける政策として，銀行ベースのファイナンスからエクイティベースのファイナンスへという政策があるというような事情があり，中小企業にとってデット・ファイナンスが困難になり，エクイティ・ファイナンスへの需要が拡大している。このようなさまざまな複合的な要因から，ＡＩＭが多くの会社の登録を獲得できたという分析がなされています。

このような分析が正しいのだとしますと，ＡＩＭのＬＳＥにおける成功は，時代・場所といったかなりロンドンの特殊的な要因に基づいている可能性が高いわけです。そうしますと，他の国がＡＩＭの仕組みを模倣すれば，同様に成功するかどうかは疑わしいとも言えるかもしれません。

もっとも，ＡＩＭには課題もあると指摘されています。例えば，流動性が低いという点が指摘されています。ＡＩＭ登録会社は，新興企業，成長企業ということになりますので，短期的なリターンを提供することはあまりなく，そのために，ＡＩＭ登録会社に投資する機関投資家は，基本的には長期保有の投資戦略を採用しています。そのため，取引量は少なく，２００６年で見ますと，ＡＩＭ登録会社の取引高の平均は，NASDAQ 上場会社の２％にすぎませんでした。この点はＡＩＭも問題視しているようでありまして，ＡＩＭのパンフレットの中で，流動性を高める方策の一つとして，個人投資家の数を増やすことを提案しており，個人投資家のイベントへの出席など具体的な方策を提案しています。また，税制優遇などによって，個人投資家の参加を促進しているという側面もあります。

どういう会社が上場しているのかという業績については，最近の実証研究のワーキングペーパーのものですけれども，業績はやはり悪いというか，ＬＳＥのメインマーケットやNASDAQ と比べても業績は平均として悪い会社が多いということで，新興企業が集まっているので仕方がないと言えば仕方ないわけですが，そういう状態だということです。

２．３　アメリカの規則１４４Ａ市場

アメリカの規則１４４Ａ市場は，１９３３年証券法のＳＥＣ規則１４４Ａを利用した市場です。規則１４４Ａが適用されると，私募証券の転売制限が免除されます。つまり，規則１４４Ａの要件を満たす場合，１９３３年証券法による開示規制が適用されず，ＳＥＣへの登録が不要となります。また，その証券の登録保有者の数が５００人以上にならない限りは，当該証券の発行者は１９３４年証券取引所法の継続開示義務を負わないし，サーベンス・オクスリー法なども適用されないという仕組みになっています。

規則１４４Ａは，ご案内のとおり，私募市場の発展を促進するために１９９０年に制定されました。私募証券の転売制限（保有期間の制限等）が課されているために，規則１４４Ａが制定される以前は，私募市場では，公募市場と比べてディスカウントされて取引されざるを得なかった（非流動性ディスカウント）。しかし，規則１４４Ａの制定によって，機関投資家が私募証券を即時に転売することが可能になったため，この非流動性ディスカウントを減らすことが可能になったと言われています。

規則１４４Ａ市場は，参加者が適格機関購入者（QIBs; qualified institutional buyers。ＱＩＢは，１億ドル以上の証券を運用している保険会社や投資銀行などの機関投資家である）に限定されています。ロンドンのＡＩＭのほうは，個人投資家も含めてだれでも参加できることになっていますが，規則１４４Ａ市場は適格機関購入者に限定された私募証券市場でありまして，２００７年には，投資銀行がそれぞれの取引プラットフォームを開設しました。この取引プラットフォームは，適格機関購入者のみが参加することができます。このような規則１４４Ａ市場の発展というのが，日本の２００８年改正の際にも比較の対象とされたようです。

市場の規模は，２００６年現在で見ますと，規則１４４Ａによって発行された債券と株式の総額は１兆ドルを超えていました。ただし，その大部分は債券が占めていたということです。また，株式の多くは外国の会社のもので，アメリカの会社の株式は少なかった。その理由は，原則として，アメリカの上場会社がその株式を規則１４４Ａに基づいて発行

することができない仕組みになっているからです（ただし，一定の要件を満たせば，上場会社の発行する転換社債等についても規則１４４Ａが適用される）。そのため，規則１４４Ａ市場においてアメリカの会社の株式が取引されるようになるとしたら，株式の新規上場（ＩＰＯ）の代替手段として使われるようになる場合だろうということです。

しかし，この規則１４４Ａ市場を，ＩＰＯの代替として使うという例は，つい最近まではなかったということです。最初にエクイティのＩＰＯの代替手段としてこれが利用されたというのは，２００７年５月に，Oaktree Capital Management LLC（プライベート・エクイティ・ファーム）が，そのエクイティの１５％（８．８億ドル）を売却したという案件です。Oaktree のエクイティ証券は，ゴールドマン・サックス・グループ社が開設した GSTrUE（GS Tradable Unregistered Equity OTC Market）という取引プラットフォームにおいて取引が開始されたということです。もっとも，一日に一度も取引されないこともあるくらいということでありまして，あまり活発な取引が行われていたわけでもなかったようです。

その後の大規模案件としては，Apollo Global Management 社という同じくプライベート・エクイティ・ファームですけれども，ここのエクイティ証券の私募（８．２８億ドル）を行い，これも同じくＧＳグループの取引プラットホームにおいて取引が開始されたということです。ただし，これはニューヨーク証券取引所へ上場することを予定してのファーストステップだったようでして，現に Apollo 社は，その後ＳＥＣに登録しまして，２０１１年３月３１日からニューヨーク証券取引所に上場しています。

いずれにしましても，Oaktree 社の証券の取引は活発ではなく，Apollo 社は公開会社へと移行してしまったということからしますと，規則１４４Ａ市場は万能薬ではないことを示していると思われます。そもそも規則１４４Ａは，閉鎖会社によるエクイティの募集を促進するために設計されたものではないので，限界があるということだと思われます。特に，登録保有者の数が４９９人を超えないようにしなければならないため，流動性に欠けるという問題が指摘されています。流動性に欠ける場合，その証券はディスカウントして取引されることになるので，流動性に欠ける市場にその証券を発行する発行者にとってはメリットが小さくなってしまうということです。この点については，二，三日前だったと思いますけれども，ハーバードのハル・スコット教授が『ウォール・ストリート・ジャーナル』に同旨のことを述べておられました。

以上のように，ロンドンのＡＩＭに比べると，規則１４４Ａ市場は，エクイティ・ファ

イナンスの場としては，必ずしもうまく機能していたわけではありません。

また，ＳＯＸ法が成立するはるか前ですので，やや古い研究ですけれども，１９９９年の実証研究によりますと，ヨーロッパの会社が規則１４４Ａを使うことによって，アメリカの証券規制の適用を受けないでアメリカの市場にアクセスするということがあったわけですが，その場合に，ヨーロッパの会社は自発的にアメリカ型の開示実務に従う傾向にあったということです。このことが何を示しているか，つまりヨーロッパの会社がどういうことを考えていたかというと，情報開示をフルに行うことを気にしていないか，少なくともそうすることには価値があるという認識を持っていたことを示唆しているという指摘がなされています。したがって，ヨーロッパの会社が，アメリカの市場で公募せずに規則１４４Ａを使うという決定をする理由は，規制にかかるコストを避けるということではなく，むしろビジネス上の事情，すぐに資金を集められるかどうかというようなタイミングその他にあったのではないかということが示唆されています。これが Jackson & Pan ２００８という論文です。ただ，ＳＯＸ法が成立した後の状況は変わっているかもしれませんが，その点については，この研究ではカバーされていません。

２．４　我が国金商法におけるプロ向け市場の規制

２．４．１　プロ投資家の範囲

プロ向け市場というタイトルのとおり，参加者はプロ投資家に限定されているわけですが，このプロ投資家をどこで画するかという概念として，特定投資家の概念が利用されています。特定投資家は，当然のことながら，適格機関投資家よりも範囲が広いわけです。上場会社や，資本金５億円以上の株式会社等も含まれます。また，一般投資家から特定投資家に移行可能な類型として，上記以外の法人，純資産額及び金融資産３億円以上でかつ１年以上の取引経験のある個人も，金融商品取引業者等に申し出ることによって移行することができます。これらの特定投資家は，情報収集や分析能力，リスク管理能力が十分に備わった者であるので，厳格な開示規制がなくても，「自己責任」での投資判断が可能だからということです。

ただし，この特定投資家概念には，海外の投資ファンドのうち法人形態をとらないものが含まれないという問題があるので，これを含めるために，次のようになっています。もし特定投資家のみが参加できるという市場だったとすると，外国投資家の参加が不十分になってしまい，プロ向け市場の充実が欠けるおそれがあります。そこで，特定投資家のみ

ならず，一定の範囲の非居住者にもプロ向け市場への参加を認めるという立法が行われました。非居住者は，母国法に基づく投資者保護が図られ得ることと，あえてクロスボーダー取引を行うことを自ら選択した者であるから，参加を認めてもよいだろうということが立法理由として説明されています。

この特定投資家概念を使ってプロ向け市場の参加者を画するという立法の方法については，疑問を提起する見解もあるようです。なぜなら，そもそも特定投資家概念は，行為規制の適用を画するための概念として登場したわけですから，プロ向け市場の参加適格を画する概念として適している保障はないからです。提起されている疑問の具体的内容は，一般投資家に移行できない特定投資家のうち，有価証券残高が１０億円以上であるとして金融庁長官に届け出を行った法人（定義府令１０条１項２３号），あるいは有価証券残高が１０億円以上で，かつ口座開設から１年以上経過している者として金融庁長官に届け出を行った個人（定義府令１０条１項２４号）については，もしかすると投資能力に欠ける者が含まれている可能性があるにもかかわらず，適格機関投資家に含まれてしまい，そうなると，金融商品取引業者等の行為規制の適用対象外であり，プロ向け市場へ参加して不測の損害を被る者が出てくるおそれがあるのではないかという疑念・懸念が提起されているわけです。

プロ向け市場の参加者をどの範囲まで認めるかという問題は，恐らく２つの観点から考える必要があって，一つが市場の流動性の確保，もう一つが自己防衛能力に欠ける投資者の保護，この２つの要請が衝突することになると思います。そのため，理論的に明確な回答をするのは難しいと思われます。参加者が広がれば広がるほど，流動性の確保にとっては有益である反面，保護の必要な投資者がたくさん参加してしまい，投資者保護のための規制の厳格さが逆に求められるようになってしまって，結局は，規制コストを負担できない発行者に資本市場へのアクセスを広げようとする改正の趣旨にそぐわなくなってしまうかもしれないという面があるからです。

私見としましては，差し当たり，現在の金商法のプロ向け市場の参加者を画するという枠組みを直ちに修正する必要はないと考えます。なぜなら，有価証券残高が１０億円以上の者はアドバイザーを選任したりする資金力もあると言えますし，ロンドン証券取引所のＡＩＭでは参加資格に制限を設けていないといったことがあるからです。アメリカの規則１４４Ａ市場も，市場参加者を QIBs という機関投資家だけに制限されているわけですが，これは狭過ぎるという議論があることも考慮すれば，現行法の枠組みでいいのではないか

ということです。

このような考え方に対しては，本当は実力的にはプロではないのにプロに含まれてしまう人がもし本当に存在するとしますと，次のような問題があるのかもしれません。すなわち，実質的な意味のプロだけが参加する市場ならば，効率的な価格形成機能が期待されるのにもかかわらず，分類上はプロであっても，実質的にはアマであるような投資者が参加してしまうと，その価格形成機能が害されてしまうのではないかという疑問が生じるかもしれません。確かに，伝統的な資本市場においては，個人投資家は往々にしてノイズトレーダーであることが多く，株価をゆがめ，市場の価格形成機能といったものを損なっているのではないかという問題が提起されてきたわけです。

しかし，実証的に言うと，そうとも言い切れないというのが現状のようでありまして，むしろ個人投資家の存在が，流動性の提供その他を通じて市場の効率性を向上させているという側面もあると言われています。また，機関投資家が市場の効率性に貢献するとばかりは言えないわけでして，例えば機関投資家の中には，ファンダメンタルズに関する情報に基づくのではなく，流動性の動機で取引を行う者もあり，そういう機関投資家の存在感が増してきてもいるとも言えますので，個人投資家を排除することによって市場の効率性と価格形成機能が向上するという仮説は，当然に正しいとは言えないと思われます。

２．４．２　特定投資家向け有価証券の発行者に対する公衆縦覧による開示規制の適用除外

これは，条文を概観させてください。

プロ向け銘柄の発行等に関しては，次の３つの要件を満たす場合には，発行開示義務が免除されています（２条３項２号ロ，２条４項２号ロ）。

第１は，特定投資家のみを相手方として行う取得勧誘または売付け勧誘等であること。

第２は，当該取得勧誘または売付け勧誘等を金融商品取引業者等に委託して行うもの，または金融商品取引業者が自己のために行うものであること（ただし，相手方が国，日本銀行及び適格機関投資家である場合を除く）です。これは，金融商品取引業者を介在させることによって，取得勧誘や売付け勧誘等の相手方が本当に特定投資家なのかどうかを確認させるという趣旨です。

第３は，当該有価証券がその取得者から特定投資家等（特定投資家及び一定の非居住者）以外の者に譲渡されるおそれが少ない場合であることです。譲渡されるおそれが少ない場合というのは，プロ私募の場合とほぼ同様であり，次の２要件を満たす場合です（金

商令１条の５の２第２項，１条の８の２）。第１に，当該有価証券と同一種類の有価証券が金商法２４条１項各号に掲げる有価証券のいずれにも該当しないこと。第２に，特定投資家等以外の者に譲渡しない旨を定めた契約を締結することを取得の条件として勧誘が行われることです。

なお，この譲渡制限契約の内容に関しては，特定投資家等以外の者に譲渡を行わないというだけでなく，一定の場合には特定投資家等以外の者に譲渡することができると定めることができる（定義府令１１条の２，１３条の２）ということで，例としては，公開買付けに応じる場合とか，役職員持株会に譲渡する場合などです。

２．４．３　一般投資家の売買等の規制

プロ向け市場の有価証券は，公衆縦覧による開示が行われませんので，これがもしも一般の投資者に自由に譲渡されることになると困りますので，その際には情報開示が行われるようにするという規制が用意されています。すなわち，流通市場において，特定投資家向け有価証券の有価証券交付勧誘等（４条２項柱書；売付け勧誘等及び組織再編成交付手続をいう）で，金融商品取引業者に委託して特定投資家等に対して行うもの以外のものを行う場合には，発行者が内閣総理大臣に届け出を行なわなければならないことになっています（金商法４条３項）。

このことを特定投資家等取得有価証券一般勧誘といいます。これに該当するのは，次の３つの場合のいずれにも当たらない有価証券交付勧誘等です。第１に，金融商品取引業者に委託して行う場合，第２に，国，日本銀行及び適格機関投資家に対して行う場合，第３に，政令で定めるその他一定の場合（金商令２条の１２の４第２項：金融商品取引業者等が自己のために特定投資家等に対して行う有価証券交付勧誘等や公開買付けに応じて行う株券等の売付けの申込みなど）です。

また，ここでいう特定投資家向け有価証券とは，有価証券報告書の提出義務（２４条１項各号）に該当するものを除いたものであって，特定投資家に対して取得勧誘または売付け勧誘等がなされた有価証券等（４条３項各号）をいいます。

この特定投資家等取得有価証券一般勧誘の規制には，次の２つの場合に例外があり，これに該当する場合には届け出は不要です。

例外の第１は，当該有価証券に関して開示が既に行われている場合（４条３項ただし書）か，または特定投資家等取得有価証券一般勧誘の相手方が既に情報を取得していたり，

あるいは容易に取得できるような者であったりする類型の場合。具体的には，当該特定投資家向け有価証券の発行者，その発行者の役員であって議決権を５０％以上保有している特定役員，あるいは特定役員の被支配法人等が相手方の場合です（開示府令２条の７）。この場合には，届け出を強制しなくても投資者保護に欠けることはないだろうということで，この例外が認められているわけです。

例外の第２は，保有していた有価証券が，金商法４条３項３号の規定によって，事後的に特定投資家向け有価証券に該当することになった場合には，当該日より１年間は，当該有価証券の保有者が届け出を行うことなしに特定投資家等取得有価証券一般勧誘を行って，その保有する有価証券を売却する機会が保障されています（開示府令２条の７第１項３号，外債開示府令１条の７，特定有価証券開示府令４条の４）。

なお，一般投資家が，勧誘によることなく，自発的にプロ向け銘柄の購入を申し出るような場合は，金商法４条３項の規制は適用されないことになってしまいますので，法は，一般投資家がプロ向け市場に自発的に参加することを防ぐために，金融商品取引業者の規制によって対応するという立法を採用しています。すなわち，金融商品取引業者は，一般投資家が当事者となる特定投資家向け有価証券の売買，デリバティブ取引について，一般投資家を相手方として，または一般投資家のために，特定投資家向け有価証券の売買，媒介，取次ぎまたは代理等を行うことは，原則として禁止されています（金商法４０条の４）。金融商品仲介業者についても同様の規定があります（金商法６６条の１４の２）。一般投資家が特定投資家向け有価証券を買い付けようとしても，金融商品取引業者等や金融商品仲介業者がこれに応じないようにすることによって，一般投資家のプロ向け市場への参加を防いでいるのだと思われます。

また，金融商品取引所が特定取引所金融商品市場を開設する場合には，その業務規程に，一般投資家等買付け（会員等が特定投資家等以外の者の委託を受けて行う有価証券の買付け）を禁止する旨等を定めなければならないという規定も用意されています（金商法１１７条の２）。

２．４．４　告知

プロ向け市場で開示規制の負担を軽減するとはいえ，プロ向け銘柄の取引であることを投資家に認識させる機会を一度は設けるべきであるという考えから，勧誘等に際して，一定の告知義務等が課されています。

まず，発行勧誘・売付け勧誘等を行う者は，その相手方に対して，当該特定投資家向け取得勧誘，特定投資家向け売付け勧誘等に関して届け出が行われていないこと，また，特定投資家向け有価証券についての開示が行われていないこと，及び特定投資家以外の者に対して転売することが制限されていること等を告知しなければなりません（法２３条の１３第３項，開示府令１４条の１４の２）。

次に，金融商品取引業者等は，勧誘を伴わない売付け等を行う場合には，その相手方に対して，開示が行われていないこと等を告知しなければならないことになっています（金商法４０条の５第１項）。

さらに，金融商品取引業者等は，特定投資家から特定投資家向け有価証券の取引契約の初回の契約の締結前に，特定投資家に対して，特定投資家向け有価証券に関する情報提供の内容，取引の特質，特定投資家向け有価証券の取引を行うことがその知識，経験及び財産の状況に照らして適当ではない者が特定投資家向け有価証券の取引を行う場合には，当該の者の保護に欠けることとなるおそれがある旨を告知しなければならないことになっています（金商法４０条の５第２項）。

２．４．５　特定投資家向け有価証券とその発行者に関する情報提供

特定投資家といっても，情報収集能力までは備えていない者もいるわけですので，金商法２７条の３１以下で，最低限の情報提供の規制を設けています。しかし，発行者がどのような情報を提供・公表するべきかということに関する具体的内容については，取引所ルールによって柔軟に定めることができるとされており，伝統的な開示規制とはかなり異なっていると思われます。

まず，発行段階に関しては，法が定めている最低限の情報提供の具体的な内容というのは，次のとおりです。特定勧誘等（＝特定取得勧誘＋特定売付け勧誘等）は，当該特定勧誘に係る有価証券の発行者が，「特定証券情報」を当該特定勧誘等が行われるときまでにその相手方に提供・公表していなければ，行うことはできないというものです（金商法２７条の３１第１項）。そして，ここでいう特定証券情報として含められるべき情報の内容は，有価証券の内容に関する情報（発行条件や有価証券の要項等）と発行者に関する情報（発行済み有価証券に関する情報，財務情報等）です（証券情報等の提供又は公表に関する内閣府令２条）。

こういった情報の提供や公表方法についても，当該有価証券が上場されている金融商品

取引所が定めることになっています（法２７条の３１第２項，証券情報３条）。公表の方法は，自らもしくは他の者に委託して提供するか，またはインターネットなどによって公表することになっています（法２７条の３１第２項）。

また，流通市場における継続開示に相当するルールとしては，特定投資家向け有価証券の発行者は，発行者情報について，事業年度ごとに１回以上提供しなければならない。また，特定証券情報を提供ではなく，公表していた場合には，発行者情報についても，同様に，事業年度ごとに１回以上公表しなければならないことになっています（金商法２７条の３２の２）。そして，発行者情報の具体的な開示の内容・方法等についても，やはり取引所規則等にゆだねられています（証券情報７条２項）。開示すべき内容についても，法は，最低限のルールを定めるにとどめています。すなわち，発行者情報として含まれていなければならない情報は，①当該情報が発行者情報である旨，②当該有価証券の発行者が発行者である当該有価証券以外の有価証券に関する事項，③当該有価証券の発行者の事業及び経理に関する事項です（証券情報７条３項）。

ただし，例外として，特定投資家向け有価証券または当該発行者が発行する他の有価証券について正規の開示が行われているような場合には，発行者情報の提供・公表が不要な場合が一定の範囲で規定されています（金商法２７条の３２第１項ただし書，証券情報７条５項）。

また，これらの情報に虚偽記載がある場合には，損害賠償責任（金商法２７条の３３が１８条１項，１９条，２０条及び２１条を準用し，２７条の３４が２１条の２から２２条までを準用する）や，罰則として懲役１０年以下・罰金１，０００万以下（金商法１９７条１項４号の２）や，課徴金（金商法１７２条の１０）などの規定が用意されています。

２．４．６　プロ向け市場における自主規制業務の委託の特例

取引の場は，取引所市場と，認可金融商品取引業協会に開設の認められる店頭市場に限られ，ＰＴＳは除外されています（２条８項１５号）。すなわち，プロ向け市場のルールというのは，市場の自主的なルールにゆだねるという制度設計が行われていますので，高度な自主規制機能を有する取引所や，認可金融商品取引業協会がプロ向け市場の開設者として適当であるという考え方です。

また，プロ向け市場の創設に当たって，ロンドン証券取引所のＡＩＭにおける Nomad 制度を参考とされていまして，プロ向け市場の場合には自主規制業務の委託の特例を認め

ることとなりました。すなわち，適正な実施を確保するための所要の措置を講じること（具体的には，金商法８５条５項，取引所等府令７条の３）を要件として，自主規制業務の一部を自主規制法人以外の者へ委託できることとしています（金商法８５条４項）。ただし，委託できる業務は，投資者保護の根幹に関わる事項以外のものを取り扱う業務（特定業務）として内閣府令で定めるものに限定されています。具体的には，上場審査などです（取引所等府令７条の２）。

そして，プロ向け市場として開設された TOKYO AIM 取引所においては，Ｊ-Nomad 制度を採用しています。Ｊ-Nomad の役割は，①新規上場申請者の上場適格性要件の調査・確認（指定アドバイザー規程１２条），②上場後も上場適格性要件を維持しているか否かについて調査・確認・助言・指導（指定アドバイザー規程１４条）などです。

このように，プロ向け市場においては，ロンドン取引所にならって，Ｊ-Nomad が果たす役割が重要であるというメカニズムになっています。Ｊ-Nomad になるには，やはり TOKYO AIM 取引所の承認が必要であり，その要件は，①２年間以上のコーポレート・ファイナンス助言業務に関する経験があること，②認定上級責任者（J-QE。コーポレート・ファイナンス助言業務に関する経験を通算３年以上有していることなどの要件を満たし，TOKYO AIM 取引所から認定を受けた者。指定アドバイザー規程８条）が３名以上いること，③経営体制が適切であること（指定アドバイザー規程３条）などです。

そして，J-Nomad 業務の適正な実施について，TOKYO AIM 取引所は，業務の実施状況及び実施体制に関して照会を行ったり（指定アドバイザー規程１８条３項），J-Nomad の業務または財産に関して実地調査等を行ったりできる（指定アドバイザー規程２４条）ことになっています。J-Nomad が規則に違反した場合には，TOKYO AIM 取引所は，資格取消，警告措置，違約金の賦課措置，資格の一時停止措置を講じることができ，必要な場合にはその事実を公表することもできるようになっていまして（指定アドバイザー規程２５条），これもロンドンにならう形で，J-Nomad 業務の適正な実施が行われるような制度が整備されているわけです。

２．５　２元システムから３元システムへの移行

以上のように，わが国のプロ向け市場は，参加者をプロに限定している点ではアメリカの規則１４４Ａ市場と同様ですが，基本的には，ロンドン証券取引所のＡＩＭにならった制度設計になっていると思われます。

しかし，現在まで TOKYO AIM 取引所に上場した会社はまだ登場していません。その理由としては，先ほどの表１，表３等のグラフでもわかるとおり，金融危機の影響がありますので，そういう経済環境，あるいは新しい制度に対する日和見主義，また他の資金調達手段が充実しているのでプロ向け市場に上場するメリットがない等，さまざまな理由が考えられるわけです。さらには，立法の経緯で考えられていたような，プロしか参加しない市場にすれば規制コストを下げることができるから，従来は規制を遵守するコストが高過ぎるという理由で市場にアクセスできなかったような会社であってもファイナンスしやすくなるといったロジックのような，単純な世界ではなかったのではないかということもあるかもしれません。

もっとも，今後，プロ向け市場への上場会社が急激に増加する可能性も当然秘めていますので，現段階で，プロ向け市場の創設という改正が失敗だったという評価をする必要はありません。むしろ，理論的には，従来の２元システムから３元システムへと移行することの意義を考えることの方が重要だと思われます。従来，証券取引法あるいは金融商品取引法による厳格な開示規制が適用されるタイプの公開会社と，それが適用されない閉鎖会社という２元システムが存在してきたわけですけれども，プロ向け市場の創設は，この２つにさらに新たな次元に位置するシステムを導入するものだと言えます。

そして，一般論として，複数のこのような次元から成るシステムは適切であると思われます。その理由ですけれども，すべての会社に同じレベルの情報開示を強制する理由はないからです。しかし，他方で，次元の数が少なければ少ないほどシステムが標準化されるというメリットもあります。例えば，もし１０段階のレベルの違うシステムがあるということになりますと，投資家は混乱するでしょうし，各次元の市場の流動性も減少してしまうおそれもあるかもしれません。また，複数の次元があると，より高次元の市場に所属しているということから生まれるシグナリング効果が増加することになって，より厳格な規制が行われている市場に所属することが会社の高い質を示すようなシグナルとして使われるようになります。そうなると，多くの会社が，実力以上に厳格な規制の及ぶ次元の市場に上場してしまう可能性があり，より緩やかな規制の及ぶ次元の市場に参加する会社との差別化を図るようになってしまうかもしれません。そういうことを考えますと，従来の２元システムは，１０次元あるようなシステムと比べれば合理的であるというふうに評価することができます。

ただ，今の話は，２元システムと１０というような多数のものと比べるとそうだという

ことでありまして，３次元とか４次元のようなシステムと比較した場合にどちらが優れているのかという評価を行うことができるわけではないと思われます。

ただ，このように会社がどの市場に上場するかによって会社の質を示すシグナリング効果に着目しているのだとしますと，現在，TOKYO AIM 取引所に上場する会社が登場しない理由として，基本的には金融危機の影響が大きいとは思いますが，理論的には補足的な次のような理由も説明できるのではないかと思います。すなわち，会社は，上場することによって高い質の会社であるという評価を獲得したいにもかかわらず，従来の厳格な規制の及ぶ市場ではなく，J-Nomad による評価を得られれば上場できるプロ向け市場に上場したのでは，会社の質の高さの証明にならないからです。理論的には，J-Nomad による調査・監督の方が，テーラーメイドというか，会社の実情に沿ったルールということになると思いますので，従来の厳格な規制と同等，あるいはそれよりも優れた内容になる可能性はあるのですが，実績がない以上は，J-Nomad による調査・監督を受けることが会社の高い質を示すことにはならないと会社が考えるのも合理的だからです。

また，プロ向け市場の創設に際して，従来の厳格な規制を遵守するコストが高いというマイナスの側面から評価されてきましたが，厳格な規制が及ぶがゆえに資本コストが低くなるというメリットも存在するのかもしれません。そうだとすると，プロ向け市場の規制が実際にどのような厳格さにあるのかが明確ではない以上，プロ向け市場に上場しても資本コストが低くならないのではないかと会社が懸念するというのも合理的です。しかも，市場参加者が特定投資家等に限定されるため，流動性に欠けるというディスカウントも発生するおそれがあるかもしれません。

このように考えますと，プロ向け市場が実際に機能するためには，成功事例が登場することが必要なのだろうと思います。成功事例が登場すれば，プロ向け市場は急拡大する可能性を十分に秘めているとは思います。しかし，成功事例が登場するためには，最初のプロ向け市場へ上場する会社が登場することが必要であり，卵が先かヒヨコが先かという関係にあるため，容易なことではないとも言えます。

日経新聞の３月１０日の夕刊に，TOKYO AIM 取引所の村木徹太郎社長のインタビューが載っていまして，それによりますと，「地方を回ると，ＡＩＭに上場したいと希望している企業はある。だから，一度殻を破ったら必ず勢いがつくはずだ」というふうにおっしゃっているわけですが，まさに今，私が申し上げたようなことだと思われます。この殻をどうやって破るかというのは難問ではないかと思います。

３　ＥＴＦ

３．１　改正の内容：ＥＴＦの多様化

３．１．１　改正の趣旨

２００８年改正では，取引所の取扱商品の多様化として，ＥＴＦ（上場投資信託）の多様化に関する制度の整備が行われました。ＥＴＦとは，発行市場においては設定・交換を通じてＥＴＦ受益証券の数が変化し，流通市場（取引所）において随時売買が可能なファンドです。発行市場における価格である基準価格（純資産価値，Net Asset Value）と，流通市場における価格である取引価格（市場価格）の間に価格差が発生した場合には裁定取引が行われて，両者が一致するように収斂するメカニズムがビルトインされているのが，ＥＴＦ市場の最大の特徴であると思われます。

このＥＴＦについても，海外の市場において取扱商品が多様化していたという背景がありまして，我が国の市場も，国際競争の観点からこの多様化にキャッチアップする必要があるということで，２００８年改正が行われました。

３．１．２　商品現物と交換可能な投資信託の導入

核となるのは，商品現物と交換可能な投資信託が導入されたということで，従来の投信法においては，投資信託は金銭信託が原則とされ，例外的に，証券投資信託であって受益者の保護に欠けるおそれがないものについて金銭信託以外のもの（つまり，金銭設定・現物交換型又は現物設定・現物交換型の投資信託）が認められてきていたわけです（投資信託法８条）。この例外が認められていた理由は，証券投資信託（投信法２条４項）の対象とする有価証券は１項有価証券であり，一般的に流動性が高く，また，投資家にとって評価が適正に行えるものであることにありました。

この例外を認める考え方を推していくと，流動性が高く，参照可能な取引価格のある商品ならば，投資者保護に欠けるおそれは少ないと考えられることから，平成２０年改正では，投信法８条１項で，「主として換価の容易な資産に対する投資として運用することを目的とする投資信託であって受益者の保護に欠けるおそれがないものとして政令で定めるもの」にまで，金銭信託の例外の範囲を拡大したということです。

具体的には，①商品市場または外国商品市場において上場されている商品のうち，②当該商品市場または外国商品市場において当該商品及びその対価の授受を約する売買取引を

行うことができるものに限られるということです（投信法８条１項，投信法施行令１２条１ 号イ，投信法施行規則１９条３項２号）。

３．１．３　特定資産の範囲の拡大

具体的には，金や銀といったものが含まれたということで，ここは省略させていただきます。

３．１．４　投資信託の運用指図権限の委託先として商品投資顧問業者への拡大

これはまさに条文のとおりということで，ここもレジュメのとおりですので，省略させていただきたいと思います。

３．１．５　商品先物等に投資する投資信託に係る規制の適用関係の整理

これも，条文上整理されたということ以上のことは述べていませんので，お手元のレジュメのとおりということで省略させていただきます。

３．１．６　金融商品取引業者の業務範囲の明確化

３．１．６．１　ＥＴＦの現物交換に関する業務の代理の明確化

平成２０年改正前の金商法３５条１項においては，金融商品取引業者が行うことができる金融商品取引業に付随する業務を個別列挙して，その他の金融商品取引業に付随する業務（その他付随業務）も認めていました。そして，投資信託の受益証券に関わる業務に関しては，個別列挙のところで，収益金，償還金または解約金の支払いに関する業務の代理ということが明記されていました。しかし，受益証券の現物交換に関する業務の代理については，明示規定がなかったわけです。もっとも，解釈論としては，解約金の支払いに類する業務なので，その他付随業務に該当すると解釈されていたということで，この解釈に従って，条文上明記されるようになったということだと思います（金商法３５条１項５号）。

３．１．６．２　商品投資等運用業務の明確化

３．１．６．３　投信法２２３条の３第１項における金融商品取引法の適用関係に関する特例

以上に関しても，一定の整備が行われたということで，非常に駆け足ですけれども，省略させていただきます。２００８年改正のＥＴＦに関連する改正というのは，基本的には，現物商品（コモディティ）を対象とできるようになったということが大きな改正点だったと思われます。

３．２　ＥＴＦ市場の残された課題

ＥＴＦの多様化ということもかなり政策的な意図をもって行われたと思いますので，その政策にのっとって考えるとどうなるかということを最後に指摘させていただきたいと思います。

３．２．１　さらなる多様化の可能性

ＥＴＦの多様化という流れを考える場合においては，ＥＴＦの世界をリードするアメリカの状況を考える必要があると思われます。今後，日本でも，アメリカのように，レバレッジ型やインバース型のＥＴＦ（株式指数連動型，債券指数連動型，コモディティ連動型それぞれについて存在する）や，ヘッジファンド・インデックスに連動するＥＴＦ等へとさらに展開することが考えられるのではないかと思います。レバレッジ型は，日々の収益率が市場のリターンの数倍になるよう設計されたＥＴＦで，インバース型は，市場のリターンと全く逆のリターンをとれるように設計されたＥＴＦですが，いずれも，アマチュアの個人投資家には適さない商品であるという警告が行われています。また，アメリカでは，アクティブ型ＥＴＦが２００８年から登場しているようです。アクティブ型の場合は，どういう証券で運用しているのかというポートフォリオが開示されないと，裁定取引が行えず，ＥＴＦの取引価格と基準価額とが乖離してしまうおそれが高まるので，この情報開示の保障をいかに担保するかということが重要になってきます。

このように，ＥＴＦの多様化は，多様な投資家のニーズに応える――日本の２００８年改正で言えば，現物としての金等に対するＥＴＦですけれども――というプラスの側面があるのですけれども，それを推し進めていくと，アマチュアの投資家には適さないような商品も出てくる可能性もありますので，今後，ＥＴＦの多様化をアメリカのようにさらに推進していくとすると，この両面を考慮に入れて制度設計をする必要があると思われます。

３．２．２　ＥＴＦの基準価額と取引価格の乖離

ＥＴＦの本質的な特徴であるところの基準価額と取引価額が収斂するようなメカニズムがビルトインされているのだけれども，それが必ずしもそうなっていなくて，乖離してしまう現象があるということです。これに関しては，資料の表５，６，７を参照しながらお話しさせていただきたいと思います。

世界のＥＴＦ市場は，この五，六年で急成長を遂げています（表５）。これに対して日本では，商品の多様化は，２００８年改正もあり進んだわけですが，売買代金や純資産残高が伸び悩んでいるという状況です（表７）。このように日本でＥＴＦが伸び悩んでいる理由として，ＥＴＦの魅力であるはずの高い流動性と効率的な価格形成が実は実現していないのではないか，マーケット・マイクロストラクチャー面での改善が必要ではないかという問題が，主にファイナンス系の研究者から提起されています。

ＥＴＦとオープンエンド型投資信託とを対比すると，ＥＴＦにおいては，基準価格と取引価格とが乖離するリスクがあるわけですが，ＥＴＦの基準価格と取引価格とが一致していることが非常に重要です。このことは，例えば東証や大証の上場規程を見ましても，両者の相関係数が０．９未満になって１年以内に０．９以上にならないと上場廃止になることが定められていることにもあらわれていると思います（東証有価証券上場規程第１１１２条第１項第３号ｅ，大証ＥＴＦ特例第１０条第１項第３号ｉ）。ＥＴＦに投資している全員が裁定取引を目標にしているのであれば，基準価格と取引価格とが乖離していても差し当たり問題はないと言えなくもないのですが，実際には，株価指数等のインデックスをできる限り近づけて再現するためにＥＴＦを取得する投資者が多数存在する以上は，基準価格と取引価格とが乖離してしまう，例えばプレミアムが発生してしまっているとか，ディスカウントが発生してしまっているということは重大な問題となり得るのだということです。

そもそもＥＴＦには，指定参加者による裁定取引（ＥＴＦの取引価格が高いときは，指定参加者がＥＴＦの設定を行って，受益証券を受け取り，それを市場で売却することによって，その差額分だけ指定参加者に利益がもたらされるとともに，取引価格が基準価額に収斂する。逆も同じ）によって，基準価格と取引価格とが一致するようになるメカニズムが仕組みとしては存在しているわけですが，日本市場の現状によりますと，幾つか特徴があって，そのせいでＥＴＦの基準価格と取引価格の乖離，あるいは裁定取引がうまく機能していないのではないかということが指摘されています。

第１は，ＥＴＦの流通市場における流動性が不足していること。第２は，同じようなこ

とですが，ＥＴＦのデリバティブ市場が存在しないことから流動性が不足しているということです。

また，情報開示に関しては，欧米市場との比較では，日本市場の場合，第１に，ＥＴＦを構成する銘柄情報（PCF: Portfolio Composition File)の公表が不十分であるという指摘があります。具体的には，現金と先物等のポジション情報が未掲載であって，ＥＴＦ保有資産情報が開示されていても，必ずしも十分ではないという指摘です。第２に，リアルタイムでの一口当たり純資産額の時価推定値（Indicative NAV）が制度上利用されていないというか，用意されていないという特徴があるということです。

欧米のマーケットでは，１５秒ごと，６０秒ごとといった単位で時価推定値が公表されていますけれども，日本ではないということから，そういった事情もあって，裁定取引がうまく機能していない商品もあるということが問題として指摘されています。

さらには，日本で組成されている現物設定・現物交換型ＥＴＦの多くは，投資信託約款において，ＥＴＦの構成銘柄の配当落ちや権利落ちに伴って信託の設定（ＥＴＦの取得の申込み）及び交換を停止する日が置かれている。その結果，ＥＴＦによっては，年間約２４０営業日のうち１４０日以上設定できないようなものも存在し，機動的な設定が損なわれている。機動的な設定が損なわれるということは，すなわち裁定取引を行いにくいことになりますので，そういうことが問題点として指摘されています。

これらの課題については，基本的には，実務上の工夫や取引上の規則その他による対応が行われることが期待されるわけですけれども，今後さらにＥＴＦ市場を発展させていくことが問題になるとしましたら，立法による対応も論点になってくる可能性があるだろうということです。

以上，大変早口で雑駁な報告ですけれども，ご指導いただければ幸いです。どうもありがとうございました。

〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜〜

【討　　論】

○近藤　　どうもありがとうございました。

それでは，ただいまのご報告についてご質問・ご意見をお願いしたいと思いますが，プロ向け市場とＥＴＦの２つに大きく分けられると思いますので，まず，プロ向け市場

のほうを先にご議論いただければと思います。

Ⅰ　プロ向け市場

１．TOKYO AIM 取引所の設立について

○森本　　TOKYO AIM 取引所というのは，いつできたのですか。

○飯田　　月までは記憶していないのですが，たしか２００９年で，２年ほどたっています。【報告者注：TOKYO AIM 取引所の設立は２００８年１２月１８日である。】

○森本　　２年以上もたって，まだ上場銘柄がゼロということですか。このようなものは，つくればそれなりのコストがかかるわけですね。飯田さんに質問すべきことではないのですが，こういうのをつくるときには，ある程度需要があるからつくるはずであって，需要の見込みのないまま作ったのでしょうか。直感的に，そこら辺の事情はどうなのか，お教えいただけますか。ブレークスルーすれば増えるかもわからないというのが最後のお話でしたが，初期に何を考えていたのでしょうか。これのプロモーターは東京証券取引所ですね。それほど潤沢な資金があるようにも思えないところが何を考えて行動したのか，そこら辺の感想というか感触をお教えいただければと思います。

○飯田　　大変難しいのですけれども，恐らく資料を見ている限りでは，ロンドンでうまくいっているということが主たる出発点であったのだろうと思います。ただ，ロンドンでうまくいったその出発点は，シティーグループのロビー活動があって，非常に熱心なニーズが本当に具体的にあったということで成功したわけですけれども，日本でもニーズがあるはずだということで突っ込んでいったのか。新聞報道等を拝見していますと，企業はそういうニーズはあるということは言っているようで，証券会社，J-Nomad になるほうがちょっと腰が引けているのではないかというような新聞報道もさまざまにされているわけではあります。いずれにしましても，そういうことがあるとしても，本当にニーズがあるのであれば，ゼロというのもなかなか説明がつかないと思いますので，その辺は，私はよくわからないところです。

○岸田　　私も同じように考えています。３年たって上場会社がゼロというのは失敗だと考えるほうが常識だと思います。昨年も一昨年も，日本全体の上場会社の数は毎年１００社ぐらい減っているわけです。多分，ことしももっと減ると思いますが，毎年毎年なぜ減っているかというと，上場コストがかなりかかるのではないかと思われます。企業の方に伺っても，監査の問題，内部統制の問題，四半期報告書とか，いろいろコストが

従来よりもかかるということです。

それで，お聞きしたいのは，レジュメの１２ページを見ると，法律では監査は要らないと書いてあるのに，取引所の上場規程で監査をしなきゃいけないことにして，わざわざ上場しにくくしている。法律は改正して緩やかにしたのに，わざわざ上場しにくくしているという，その辺が理解できないのですが，飯田さんはどうお考えですか。

○飯田　　TOKYO AIM 取引所のルールは，基本的にロンドンのＡＩＭのルールをそのまま持ってきているのだと思います。ロンドンのＡＩＭも，監査法人による監査証明を事実上要求しているようですし，結局，規制コストを下げたということよりも，むしろ規制の主体をパブリックなものからプライベートなものに移したのだという方向で整理するべきだ，パブリックからプライベートへという規制主体の移行が非常にうまくいったケースだという説明の仕方もあります。そういう観点でロンドンのルールはつくられているのだすると，２００８年改正で考えられていたような規制コストを削減するという趣旨とこの規程はあまりそぐわないのかなと思います。

ただ，他方で，監査法人による監査証明もないような会社ばかりのマーケットに果たして投資するような投資家がいるのかということもあると思いますので，その辺はまだ，いずれにしても実績がゼロなので，ちょっと評価が難しいのですけれども。

○岸田　　飯田さんご自身のご意見は，もっと規制するのか，これは正しいのか，間違っているのかどちらでしょうか。

○飯田　　これはなくてもいいのかなという気が直感的にはします（笑）。非常に政策的に新たなマーケットをつくるという出発点において，こういうことを要求してはあまり意味がないのではないかという気はしております。

○川口　　東証の代弁をする必要はないかと思いますが（笑），日本以外のアジアの企業がそういう場を欲しがっていると言われていましたね。ロンドンよりは東京のほうが近いので，そのようなニーズがあるのではないかということのようでした。

株式の上場数はゼロなのですが，確か，社債について，新しいものが導入されるのですよね。それは外国企業や海外投資家を念頭に置いているんですね，英文開示や外貨建ての発行を認めたりしています。このように，日本の企業や投資家の需要もさることながら，海外の企業や投資家を取り込むという目的もあるのではないかと思います。

ただ，上場を希望する企業がなぜこれまでゼロかというと，私にもよくわかりません。この市場の上場会社には，監査法人の監査は要りますけれども，内部統制報告も四半期

報告書も要らないので，その面でのコスト削減というのが可能なはずですが…。

○飯田　　ボンドに関する具体的なニーズがどうもあるのだというのが，先ほどの日経新聞の村木社長のインタビューには出ていまして【報告者注：日経新聞２０１１年３月１０日夕刊】，５月あたりには，プロボンドマーケットというのができるらしいのですけれども，それにどうも第１号が出るのではないかという観測があるようです。

２．Nomad について

○近藤　　イギリスのＡＩＭの制度におきましては，Nomad による監督機能に相当程度の意味があって，それが大きな役割を果たしているようですが，果たして日本における J-Nomad が同じような機能を果たし得る背景というか，基盤というか，そういうものがあるのかどうかという点はどうでしょうか。

○飯田　　ロンドンで活躍している会社がそのまま東京に来ていれば，恐らくいいのだと思うのですが，どうなんでしょうか。私はわからないというお答えしかできないのですけれども，制度上は基本的には同じような仕組みがとられているので，あとはもう，まさに魂をどうやって込めていくかということだと思います。制度上はロンドンと大きな差はないので，まさに運用次第だということです。

○松尾　　Nomad のほうは，監督している登録会社が不適切な開示をすると，民事・刑事の責任を負うという記述があるのですけれども，J-Nomad のほうは，取引所による処分以外に，民事・刑事の責任について何か特別の措置はされているのでしょうか。

○飯田　　特段の規定はないはずです。一般的に不法行為法に行くルートがある――というのは『商事法務』に書かれていたと思いますけれども【報告者注：酒井玄「TOKYO AIM における J-Nomad の法的責任」商事法務１８９４号３４頁（２０１０）】――その程度だったと思います。ですので，ロンドンのようなレピュテーションによる規律というか，そういうものが働いている国柄の場所と日本とが同じなのかどうかという問題はあると思います。

○近藤　　つまり，ロンドンのほうは実績があって，それなりの評価がほとんど定着しているということで，新しく始まっている日本の制度が同じようにいくかどうかについては，少し気になるところもあるということでしょうか。

○飯田　　はい，気になるところがあると。

○龍田　　以前からユーロ市場が，活発な国際取引の場として注目されていましたね。ア

メリカなどの規制が厳しい市場と違い，規制のない自由な市場であることが特色で，取引量を伸ばしていたようですが，イギリスの証券市場には一種特有の性格があるのではないでしょうか。シティの自治をジェントルマンたちが守り育て，シティ・コードなどの自主規制に大きな役割を担わせる。そういう土壌に生まれた制度をどこまで模倣できるかという問題もありそうな気がしますね。

３．プロ向け市場の発展と一般投資家の利益

○龍田　　それから，もう一つ教えていただきたいのは，プロ向け市場が発展すれば，それに伴って一般投資家も恩恵を受けるということですが，その因果関係，風が吹けば桶屋がもうかるに近いようなところのつながりを，もう少しわかりやすく説明していただけないでしょうか。

○飯田　　大変厳しいご指摘，ありがとうございます。恐らくここで考えているのは，非常に間接的な因果関係ということだと思うのですけれども，プロ向け市場ができることによって，従来は投資の対象になっていなかったような会社も市場にアクセスしてくるようになるだろうということで，プロがそういう会社に投資し，そのプロが運用した利益を，そのプロに投資しているアマチュアの一般投資家が間接的に受けることもあるだろうというのが，立法理由として指摘されてきたところです。非常に間接的であり，おっしゃるとおり，風が吹けば桶屋がもうかる的な話だとは思います。

ロンドンのほうは，直接的に個人投資家が参加でき，しかも税制上も優遇されているということもあるので，個人投資家の利益にもつながるという話は非常に説得力があるような気がしますが，日本では非常に間接的なものにとどまるということで，私自身は，これに疑問を持っているということです。

４．ロンドン証券取引所の AIM

○北村　　２点お伺いしたいと思います。

ご報告レジュメ１４ページによりますと，ロンドンのＡＩＭに上場している会社でも，実際に行われている情報開示の程度は，伝統的な厳格な開示規制が及ぶ場合と大差ないということです。また，ＡＩＭに上場する会社は，Nomad とアドバイザー契約を締結しなければなりませんが，さきほど松尾先生が指摘されましたように，法令上あるいは取引所のルールで，Nomad には一定の場合に厳格な民事・刑事責任が課されますので，

アドバイザー契約を締結する際に，Nomad には相当の報酬を支払わなければならないと予想されます。そうすると，ロンドンのＡＩＭに上場することのメリットというのは，結局はどういうところにあるのかというのが第一点です。

第二点は，ロンドンのＡＩＭはプロ向け市場と位置づけられているようですけれども，それならば，なぜ参加資格者を制限していないのでしょうか。導入時には実質的にプロ向けを意識していたということなのか，あるいは参加資格を制限しない何らかの理由があるのかということをお教えいただきたいと思います。

○飯田　　まず第１点目のコストですけれども，基本的に，もちろん Nomad に対する報酬その他を払わなければいけないということになっているのですが，そうであっても，ＬＳＥのメインマーケットに上場するよりははるかにコストが低いということのようです。あるいはアメリカの市場に行くよりも安いというのが，幾つか引用している論文などでは，具体的に額も例として出ておりました。そういうことで，ＡＩＭのコストはどうも低いということのようです。ただ，程度問題だという気もするのですけれども。

２点目のロンドンのＡＩＭですけれども，日本から見るとプロ向け市場に見えるというか，主たるプレーヤーとして存在するのは機関投資家なのだというふうに２００８年改正のときにどうも理解されたのではないかと思います。ただ，実際には半分以上が個人投資家のようですし，ロンドンの税制優遇も含めて，個人が参加するというのが当然に前提になっているようです。日本から見るとプロ向け市場のモデルにはなるのですけれども，ロンドンから見ると，別にプロのみが参加しているというのではなくて，厳格な従来の規制が及ぶのとは別の類型の市場として位置づけるということだと思いますので，日本とロンドンでは位置づけが大分違うのではないかという気がします。

○北村　　ありがとうございます。

５．プロ向け市場を創設する理由

○河本　　龍田さんの先ほどの質問と同じ線上のものかと思いますが，プロの投資家の専門的な判断といっても，うまくいく場合と，うまくいかない場合とがあって，悪くいく場合も多い。しかもその大失敗の結果が，今回の金融危機ですね。けさの新聞を見ても，あるメガバンクグループの証券会社が大損をしているということです。プロの投資家が大損したって，その投資家が自分の金で損をするのはその投資家の勝手ですよというわけにはいかないですね。その背後には，多くの一般の人のカネがある場合もあります。

きょうの報告には出てこなかったけれども，この４月１日から地方公共団体を「プロ（特定）投資家から外しましたね。『金融財政事情』（２０１１年３月２１日号）にかなり詳しく載っていますけれども，兵庫県下の人口３万５０００人のＡ市の例では，基金総額約１１６億円のうち，為替連動型の仕組債に約５０億円を投資したが，予想を超えた円高で，ゼロ金利で，最長３０年間塩漬けを強いられるということのようです。

Ａ市では，プロだったから，販売会社に適合性原則違反の責任は問えないが，なんとか理屈をつけて，責任を追及したいとしているようです。

その記事では，そのほか，あちこちの地方自治体で同じようなことが起こっているようですね。それで，４月１日から，地方公共団体は，「プロに移行できるアマ」になったわけですが，Ａ市などはアマのままでいくそうです。

もともと，市の担当者が証券会社の投資説明会に出て行って話しを聞いてくるぐらいの知識しかもってないというのですね。だから，もともとプロでないし，また本当のプロでも大失敗するとなると，なぜ一体こんなにプロ市場に力を入れるのか。その本当の理由は何ですか。

○飯田　　私の答えとしては，東京市場というか，日本の金融市場が世界的に見てどんどん魅力が下がって，中国の台頭等があって，それに対する政策的，政治的なアピールという位置づけで何か手を打つ必要が恐らくあったのだろうと思います。金融審の報告なんかを見ていると，そういう一連の政治的な流れというのが多少踏まえられていると思いましたので，そういう流れで理解すると，ロンドンでうまくいっているのだから日本でもやってはどうかということではないかと思います。

ただ，それで果たして日本の市場の魅力が高まるのかというと，ロンドンのＡＩＭも，アメリカから見ると博打場なんだというような悪口もあるぐらいでして，評価が高いとは必ずしも言えないようなところもありますので，その辺はよくわからないということになりますけれども，そういう政治的な理由だったのではないかと私は思っています。

○河本　　実際，教科書を書き直していても，この辺のところは，特定機関投資家はおるわ，適格機関投資家はおるわ，本当に複雑ですね。適格機関投資家と適格機関投資家等という概念もあるわけです。わかりやすいように教科書を書くのは至難のわざです。これだけ複雑な制度をつくって，それだけの効果が上がっているのでしょうか。

先ほどおっしゃったように，少なくとも数十億の金を持っているのであれば，そういうところは皆インベストメントコンサルタントを雇えといわれたが，ところが，これが

また一体どれだけの頼りになるのか。（笑）それが頼りになるのであれば，プロは損しませんね。

○黒沼　　私もそれほど説明できるような立場にはないのですけれども，自分の思っているところを申し上げますと，このプロ向け市場の創設というのは，新興企業向けの市場が日本では個人投資家が中心の市場になってしまったということに対する反省から生まれているのだと思います。海外での新興企業向けの市場というのは，プロが中心になって資金を供給している。日本でもそういう市場をつくれないかということで，この改革が行われたのだと思います。

実際に上場企業が出てこないのは，理論的には，飯田さんがご報告されたことも重要な指摘であると思いますが，実際上は，先ほど指摘されましたけれども，J-Nomad の腰が引けているといいますか，J-Nomad の責任が重いわけです。法律には書いてありませんけれども，事実上重いのではないかと考えられている。そこで，J-Nomad が積極的に上場するような会社を探してこないということが一番大きな原因なのではないかと思います。

それから，先ほど来，ロンドンのＡＩＭと日本のプロ向け市場の違いが強調されていますけれども，プロ向け市場というのは，特定投資家が売買できるところでして，それ以外にも，一般投資家も元々持っている人は売却できますし，特定投資家には個人投資家も含まれているわけです。法人はすべて特定投資家になりますし，個人投資家でも，裕福な者は特定投資家になりますので，個人投資家が入っていないというわけではない。ですから，潜在的な投資者の層というのは，かなりいると聞いているのですけれども，とにかく上場会社の発掘ができていないというのが現状ではないかと思います。

○川口　　今日のご報告において，７ページから８ページに書かれていることですけれども，現在の定義のもとでは，個人や法人について，適格機関投資家に該当する者であれば，必然的に特定投資家になってしまって，緩やかな行為規制しか適用されなくなり，その結果，これらの投資家が損害を被る可能性があるのではないかという点を指摘されました。しかし，これらの人たちも，金融庁長官に届け出をした段階で初めて適格機関投資家になるのですね。適格機関投資家になるのが嫌であれば，すなわち最終的に特定投資家になるのが嫌であれば，届け出をしなかったらよいわけです。そのような手段も留保されているので，批判はそのまま当てはまらない気もします。

なお，プロ向け市場は特定投資家向けの市場ですが，これに参加する・しないは自由

ですよね。先の行為規制の場合と異なり，参加は自由ですので，後は，特定投資家の責任でやればよいという話になるということかと思います。

６．J-Nomad の責任

○森本　　黒沼さんにお教えいただきたいのですが，先ほど，J-Nomad の責任があいまいだから証券会社の腰が引けていると言われました。教科書的になりますが，法定開示の意味として，そういう一つの仕組みを用意することによって，投資者保護の質が一定化するだけでなく，法定開示を守っていれば，少なくとも発行会社や関係する証券会社等の責任はある程度読めるというメリットがあったと思うのですね。それを，発行開示がコスト高だから発行開示を省略しましょうということになると，関係者の責任があいまいになるのは当たり前の話なのであって，それをまた削減すると無責任連鎖になるのではないかとも思われます。やはりこういう制度をつくるときには，そのコスト・ベネフィットというのか，プロ・アンド・コントラを考えた上でこれをプロモートしたはずで，だから，腰が引けているのはある意味で健全なのかもわからないのですが，だからこそ強制開示があるので，そこら辺のバランス論についてお教えいただけたらと思うのですが。

○黒沼　　いや，先生のおっしゃるとおりだと思います。引受証券会社になった場合，これは法定開示ではありませんけれども，プロ向け市場の発行開示というのがありますので，それについては，引受証券会社であれば，相応の責任を負うことになりますね。

○森本　　しかし，それは非常に簡易化されて……

○黒沼　　それ以外にも適格性ですよね。最初の適格性についての審査とか，上場後の情報開示のやり方がまずかったとか，あるいは上場後に何かおかしな者に会社がのっとられようとしているのに，それを防げなかったとか，そういうことについて責任を負わされるのではないかというような危惧が恐らくあって，そこでなかなか出てこないということなのかなと思いました。

７．ロンドン証券取引所の AIM の成功について

○森田　　一番基本的なところでよくわからないのですが，ロンドンのＡＩＭは成功していて，登録会社がたくさんあるといわれましたね。それの資金調達は何時したのですか。つまり，資金調達をするときに，流動性がありますよと言って資金調達したのか，それ

とも，資金調達をした後の企業が流通性を高めるためだけに流通市場を獲得しようとしているという話なのか。

というのは，デットファイナンスが困難になり，ファイナンスが便利になるためだともいわれているわけですよ。そうすると，ここでは，流通市場の開示の問題だけじゃなくて，発行市場の開示問題が必ずありますね。機関投資家だけだという意味では，金商法上の位置としては適用免除というか，適用除外というふうになっているというのが前提なのですね。

それともう一つ知りたいのは，機関投資家というのは，いわゆる上場会社株式でないと保有できないという規制があるようですね。そういう意味で，これになれば，機関投資家として適格投資証券になるというような位置づけになるというようなことがやっぱりあるわけでしょうか。

○飯田　　イギリスで……。

○森田　　いや，日本でも。つまり，どこでもです。要するに，これは取引所と位置づけられるから，そうなると，機関投資家としては保有証券になると。だから，今から発行するのを持ってくださいませんかと，こう言って，そして資金調達が最終目的なのでしょうかと。何が最終目的なのか。つまり，あなたの書いておられるのは，１３億から３４億の会社が多いというのは，資産規模を言われているのか，資金調達額を言われているのか，どっちかなと。

○飯田　　それは資産規模です。エクイティの規模として株式の時価がどのくらいかという指標です。また，ＡＩＭが成功しているというのも，登録会社の数が多いという意味において成功しているということで，流動性も低いですし，業績も結局は悪いということで，２００８年改正の立法趣旨から見ると非常に成功事例に見えるわけですけれども，マーケットとして本当にこれが成功事例なのかというのは，また別の問題であるのではないかという気がしています。

８．２元システムから３元システムへという分析の意味

○行澤　　１４ページで，飯田さんは，むしろ理論的に重要だと思われるのは２元システムから３元システムへの移行だと指摘されているのですが，ちょっとわかりにくいので，ご説明いただければと思います。

２元というのは，上場と非上場ということですね。上場しているものと非上場では開

示規制が全然違ってくる，行為規制も違ってくると。ただ，現行法においてもたとえば特定投資家という概念を利用して，上場規制の枠内で規制を柔軟に多様化している他，マザーズとか，ＰＴＳとか，市場の多様性のレベルでプロ向け市場というものを作り出そうとしていることを見れば，上場か非上場かというレベルの中で第三のカテゴリーとしてプロ向け市場を位置づける議論というのは，果たしてうまくいくのかどうかがちょっとわかりにくいなあと。むしろ，従来の金商法の枠組みも，河本先生は複雑怪奇とおっしゃっていましたけれども，それこそ上場会社の属性とか，投資家の属性とかでかなり多様な組み合わせが生じているわけですね。そういう点を考えると，従来も本当に２元ということで割り切れるのか，その辺をちょっとお聞きしたいのですけれども。

○飯田　　非常に大ざっぱな分析で恐縮なのですけれども，これの趣旨は，法が情報開示規制にどういうラインを定めるかという線が今までは１本しかなかったわけです。もちろん，NASDAQ もあれば，JASDAQ もあれば東証一部もあるという，そういう違いはもちろんあるのだけれども，法律が課する情報開示規制というのは一定のラインを１本引いてあったと。

○行澤　　ただ，その程度の範囲は従来から伸縮していたわけですね。

○飯田　　もちろん，そうです。このプロ向け市場においては，まさにその取引所ごとにさまざまに変わっていいということなので，現状では TOKYO AIM しかないということなのですけれども，理論的には何十個できてもおかしくないという，そういうのがプロ向け市場だと。情報開示のレベルが，すごく厳しいものから非常に緩いものまで何でもいいというのがこの仕組みなので……。

○行澤　　ということは，今までだったら，伸縮はするけれども，金商法という一つのスタンダードがあったのだけれども，プロ向け市場というのは，市場ごとにいわば自主立法というか，情報開示を自治立法していくという意味で３元的だと，こういう趣旨ですね。

○飯田　　はい。従来の直線ラインでは説明できない別の異次元空間にあるのではないかと，そういうような意味です。

○行澤　　それは，先ほどおっしゃったように Nomad といういわば個人保証的な，民事責任の保証で担保される緩やかな情報開示に見られるような自治立法の領域というのが生まれたと，こういう意味なんですね。わかりました。そういうことでしたら理解できました。

９．Nomad の法的な地位

○黒沼　　飯田さんにご意見を伺いたいのですけれども，私は，Nomad の法的な地位がよくわからないのです。Nomad は上場予定の会社が探してくるのですけれども，法律上は，自主規制業務の一部を取引所から委託されて行うということですね。これは双方から委託されているということになるのでしょうか。その場合に，Nomad はだれに対してどのような信認義務を行うのかがはっきりしないように思えるのです。

そういう言い方からすれば，Nomad が任務を果たさなかったというときに，それは，例えば投資家は取引所に責任を追及することになるのか，委託は上場会社がしていると考えて，上場会社のほうに責任が行くことになるのか，あるいは Nomad の業務によってそれが違うのかという点は，どのように考えたらよろしいでしょうか。

○飯田　　恐らく，具体的にどういう契約をするかということによるのではないかと思います。ただ，事例がないので，答えはまだないのかもしれませんけれども，ロンドンの例でいくと，ロンドンの整理は，Nomad にお金を払うのはもちろん登録会社なのだけれども，Nomad が負っているフィデューシャルデューティーは取引所に対してなのだと。ＬＳＥに対してフィデューシャルデューティーを負っている存在なのだと，そういう整理のされ方がされています。【報告者注：Colin Aaronson, *IPO groundwork*, in A Guide to AIM at 14, *available at* http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf. また，Nomad に関するルールを定める AIM Rules for Nominated Advisers (February 2007), Rule 17 は，「Nomad は，AIM 会社の登録申請及び上場後の継続的な義務の両方に関して，AIM Rules for Companies の下での責任で，AIM 会社を助言・指導することに関して取引所に対して責任がある。」と規定している。】

だから，具体的に行動義務というか，注意義務というか，そういう整理をしてしまったら，何か言い方があるのか，よくわからないわけですし，潜在的な利害関係が対立するという，三面関係で対立してしまう可能性も十分あるので，法律的に整理するというのは，これからの難問として残っているのではないか。ロンドンも，先ほど述べましたけれども，民事責任を追及された事件というのはそんなにあるわけでもないようですので，そこはまだ未解明な問題なのではないかということです。

○黒沼　　ありがとうございました。

○川口　　J-Nomad の金商法上の位置づけはどうなりますか。

○飯田　　どうなんでしょうね。自主規制を委託するという意味では，取引所に対しても責任を負った契約関係とか委任……

○川口　　金融商品取引業者ではないですよね。引受けをすれば，当然に金融商品取引業者になりますが。

○飯田　　引受けをするのと Nomad になるというのは，概念的には別建てなので。事実上は同じところがやるということになりますけれども。

○川口　　引受け業者が Nomad 業務をやった場合の法的な性格というのはどうなりますか。付随業務になるんですかね。Nomad 業務には多様なものがあるようですが，それらが引受け業務の付随業務と言えるのでしょうか。あるいは兼業業務でしょうか。

○飯田　　すみません，私ではわからないです。【報告者注：J-Nomad 業務のうち，特定業務（金商法８５条４項）に該当するものは第一種金融商品取引業の付随業務（金商法３５条１項柱書）に該当し，特定業務に該当しないものは金商法３５条１項柱書または同項１２号の付随業務に該当すると解されている（谷口義幸ほか「プロ向け市場に関する政府令の概要」商事法務１８５６号６５頁，７２頁（注一四）（２００９），酒井玄「TOKYO AIM における J-Nomad の法的責任」商事法務１８９４号３４頁，４１頁（注四）（２０１０））。】

○龍田　　先ほども触れましたように，シティのジェントルマン社会というのは非常に特殊ですね。ちょっと評判を落とすと，そこにいたたまれないような雰囲気が随分強い。国際化が進展してから，その特徴も少し薄まったようですが，それでも，評判を落とすことに対するおそれは，我々が考える以上に強く作用しているように思いますね。

○飯田　　ですから，その制度を日本にそのまま持ってくるというのは難しいのではないかと，そういう文脈になるのだと思います。

Ⅱ　ＥＴＦ

○近藤　　ＥＴＦについてもご質問・ご意見をお願いいたします。

○森本　　ＥＴＦのいろいろなデータのご紹介とか，日本の問題点について一般的にご報告いただいたわけですが，大阪証券取引所においてもこれが現実に取り扱われています。大阪証券取引所の方からこの点についてお教えいだたけたらと思います。

○藤倉　　的確にお答えできるかどうかわかりませんが，例えば２１ページに，今後の課

題として，ＥＴＦとファイナンスの話が載っていますけれども，これは非常に大事なことだと思っていまして，私どももこれを何とか実現できないかというふうに検討しております。それが１点目です。

それから，商品の現物を対象とするＥＴＦということは，非常に大きな改正だと思っております。我々は，そこができるまでの間にも需要があったものですから，例えば金価格に連動する債券を発行してもらって，それを組み入れるという形で，いわゆるリンク債というものをやりました。ただ，リンク債の場合には，発行者の信用リスクがそこに加わるものですから，やはり現物がいいかなと。ただ，実際に現物交換型のＥＴＦを見ていると，もう相当大きなロットで買わないと交換できない形になっていると思いますので，実際にはそれほど大きな違いがあるのかなというふうに思っております。

そのほか，やはりＥＴＦの多様化ということで，レバレッジの，例えば日経平均が１０％伸びたら２０％価値が上がるようなものを，あるいは下がったら逆というインバース型も考えております。これはやはり，行政官庁が投資家保護上懸念を示しているというご指摘が先ほどありましたけれども，そこの関係をどのように調整するかというのが課題だというふうに思っております。

それからもう一点は，なぜ日本でまだＥＴＦが根付かないのかということの一つとして，いわゆる受益証券型の投資信託のほうの手数料の問題，これが例えば売り手にとってＥＴＦを売る場合とかなり違うという問題があって，そこをどういうふうに乗り越えていくかというのも，課題だというふうに思っております。

○森本　　これの顧客は主としてどういうところですか。先ほどの欧米と同じようなわけですか。

○藤倉　　実際に取引が多くできたのは，やはり日経２２５連動型のＥＴＦです。その場合には，機関投資家が買っているということもあると思います。ただ，申しわけないですが，正確に個人がどのぐらいなのか，機関投資家がどのくらいかということは……。

○森本　　個人が相当買っているような……。

○藤倉　　ＥＴＦは信用取引の対象にもなっておりますので，個人のシェアも高いと思います。

○川口　　日銀も買ってますね。（笑）

○森田　　素人ですけれども，日経２２５だったら日経２２５という現物株が一応あるとすれば，例えばある日に配当がありますね。その配当は，ＥＴＦだったら，そのインデ

ックスにどういうふうに関連するんですか。レジュメの２１ページでは，そのために１４０日以上取引が停止されるというんですが，それは要するにどう処理するんですか。配当があれば，それを時価に加算するということですか。権利落ちだけをどう扱うんですかね。

○藤倉　　ＥＴＦは，配当しますよね。

○両國　　配当します。１年に一遍とかします。

○森田　　配当金があれば，その金はそのときに配当してしまうということですかね。

○両國　　２２５銘柄で決算期がそれぞれずれてますから，それを集めておいて……

○森田　　そしたら，集めているときは，時価よりもちょっと変化，プラスになったり，マイナスになったりしてますね。

○両國　　そうですね。

○森田　　乖離は当然起こるわけですね。

○両國　　起こりますね。

○龍田　　総合取引所という問題を本研究会で取り上げたことがありました。可能にはなったけれども，現実には進んでいないということでした。その原因は規制のやり方が違うからだといわれたように思います。今度のＥＴＦには商品先物も組み込むようですが，取引所そのものの総合化は難しくても，ＥＴＦを通してならたやすくいけるという違いがあるのでしょうかね。

　近ごろの商品先物取引業界は深刻なようですね。ひところは１５～１６あった取引所が今は４つですか。元気印の一つだった東京穀物商品取引所も今や気息えんえんの状態で，東京工業品取引所と合併しようかというくらい取引高が激減しているようですね。そういう現状を見ると，ＥＴＦは，商品先物取引にてこ入れする一つの手段としても作用させることを考えているのでしょうか。

○飯田　　わからないんですけれども，実際に今，日本で大証も含めて上場されているＥＴＦの商品先物というのは……。

○藤倉　　我々，東京工業品取引所さんとのＭＯＵを結んで，お互いに商品を何かこの現行の枠の中でできませんかというのがあります。それを踏まえまして，東工取に上場しているプラチナなどの貴金属先物の値段に連動するＥＴＦを既に上場しております。そういう形で交流というんでしょうか，協力をしているというところはございます。

○龍田　　それなら，所管が経済産業省か農林水産省かというようなことは関係ないわけ

ですか。

○藤倉　　そうですね，ＥＴＦそのものは有価証券ということで。

○川口　　商品の種類が少ないのは，監督官庁の関係があるのではという意見もあるようですね。

○藤倉　　東工取の上場商品がですか。

○川口　　ええ。そのような報道もあります。【発言者注：日経２０１０年１１月２３日によると，「国内の商品 ETF３０銘柄のうち東工取連動型は東証「金の果実」シリーズの４銘柄と大証が２月に上場した２銘柄だけ。ETF の管轄が金融庁，東工取は経済産業省と監督，規制官庁が異なることが壁になっている」と報道されている。】まだまだ縄張り争いがその辺にあるのかなあという気がします。

○松尾　　細かい点ですが，現在のところ，レバレッジタイプですとか，インバースタイプのＥＴＦは，投資者保護上問題があるのではないかということですが，先ほどご紹介があったように，信用取引の対象にはできるんですね。そうすると，ある意味，レバレッジもかかりますし，信用取引で売りをやればインバースにもなります。信用取引としてはできるけれども，ＥＴＦの性質として，そういうものは投資者保護上問題があるというのは，どういう理屈なのでしょうか。

○飯田　　アメリカでは既にたくさん取引されているわけですが，日本でその規制を外さない理由はよくわかりません。恐らくＥＴＦといえば，個人投資家でも気軽に投資しやすい商品として一般的には印象を持たれているということからいくと，その商品が実はそういうやや複雑な仕組みになっているということと，ＥＴＦ自体で信用取引をするということとは，多少意味合いが違うのではないかなと思います。けれども，理論的にそういう区別が果たして妥当かという問題は別途あるのではないかとも思います。

Ⅲ　まとめ：プロ向け市場

○森田　　あなたの結論としては，プロ向け市場をもっと工夫してでもどんどんやれというのか，どうですか。

○飯田　　もっと頑張ればいいのではないかと思います。

○森田　　やったほうがいいと。

○飯田　　やれることはやってみるというのがいいのではないかと。何かアピールする材料として，中国がライバルとすれば，こういうのもありますというのは，いいのではな

いかという気がします。

○森田　　そうしたら，何がいいんですか。

○飯田　　日本への投資が集まるかもしれないという，そういう趣旨です。

○森田　　ベンチャービジネスの資金調達の場として日本が機能していくと，こういうことの手段として……。

○飯田　　そうです。

○河本　　さっき岸田さんが言っていた，会社がどんどん上場を廃止していくと。そういう会社は，資金調達というのは一体どうしているですか。市場を利用せずに資金調達ができているわけですか。

○森本　　上場廃止企業についてですが，一つは，完全子会社化したとか合併したというものがありますね。それから，経営者がＭＢＯでプライベート化したというのがありますね。倒産した場合もあります。この３つは，資金調達とは直接関係のない事例ですね。失礼，ＭＢＯは関係しますか。ともかく，上場廃止の相当数は資金調達とは直接関係のないものではないかと思います。

○河本　　上場廃止の中では，今おっしゃったように合併とかの場合は，資金調達という点では，上場会社である存続会社がやりますから変わりはないので，結局，市場から完全撤退する場合ですね。

○岸田　　３分の１ぐらいは親子上場をやめるというような，それは大いにあると思います。

○河本　　その場合は，上場会社数は減るけれども，実質的には撤退していないわけですね。

○飯田　　ＭＢＯの場合は，５年後ぐらいに業績を上げて再上場を目指すということを建前として言われることも多いのではないかと思います。

○洲崎　　先ほど，日本では J-Nomad になる者として予定されている証券会社の腰が引けているのではないか，それが制度が動かない一つの理由ではないかというお話が黒沼先生からありましたが，逆にロンドンの場合は，Nomad が新しい上場会社を探してくるという仕組みがうまくいっているということですね。この場合の Nomad は，身元保証人のようなイメージがあるように思うのですが，身元保証人になることでどのような儲けがあるのか。コンサルタント業者としてコンサルタント料を取るという儲けがあるから，Nomad になっていると，そのように理解してよろしいのでしょうか。つまり，

どのような動機で新しい会社を探してきて上場させているのか，それがなぜうまくいっているのかということなのですが。

○飯田　　まさにそのコンサルタント料等で Nomad 業務として利益を上げているのだろうなと。ただ，ビジネスモデルとしてどうやっているのかが必ずしもよく見えてこないものですから，よくわからないわけで，ビジネスモデルがよくわからないせいで，日本でもどうしていいのかわからないのかなと。推測でのお答えで，わかりませんというお答えでしかないのですけれども。

○森田　　日本だったら，ベンチャーキャピタルがありますよね。そういうところが育ててきて上場に持っていこうとかというときに，その方がなるのですかね。どうでしょう，日本の場合は。

○洲崎　　ロンドンでは，会計事務所が Nomad になることもあるとのことですが、ふだんから会計監査をしている事務所が，会計監査料に加えて，Nomad としてのコンサルタント料も取れるならば、一石二鳥ということになるのでしょう。日本では，そのようなことはできないのですか。

○岸田　　会計事務所がそういうことをやったら，利益相反になるのではないでしょうか。

○洲崎　　それはできないということですか。

○行澤　　むしろ，取引所からの委託料なんていうのはしれているんですね。

○飯田　　すみません，調べてないのでわかりません。【報告者注：むしろ，Nomad はロンドン証券取引所に年間登録料を支払う（AIM Rules for Nominated Advisers (February 2007), Rule 13）。その額は担当会社の数によって決まり，５社以下ならば 11,500 ポンド，６ないし１５社ならば 17,200 ポンド，１６ないし３９社ならば 22,900 ポンド，４０社以上ならば 34,400 ポンドである（Fees for companies and nominated advisers (April 2010)）。また，Nomad は AIM 登録会社から独立していることが重要であり，Nomad は，原則として，AIM 登録会社の報告会計士（reporting accountant）及び会計監査人(auditor)と Nomad を兼任することはできない（ただし，適切なセーフガードを講じていると取引所を満足させたときはこの限りではない）(AIM Rules for Nominated Advisers (February 2007), Rule 21, Schedule One)。】

○行澤　　それこそ，今おっしゃったように，会計事務所じゃなくても，顧客からお金を取ったら利益相反の構造が出てくるので，原則としてフィデューシャリーデューティー

を負うのはＬＳＥに対してとおっしゃっていたので，むしろそこの筋としては，委託手数料なのかなという気もしたのですけれども。

○飯田　　現にまさに利益相反状況があるというのが，このＡＩＭの仕組みの最大の問題点なのではないかなというところがありますので……。

○行澤　　そうなんですか。そしたら，コンサルタント料は取れるんですね。

○飯田　　ええ，取ってるはずです。

○森田　　公認会計士さんでは無理でしょう，証券会社的なマーケットの問題とかいうことの専門家でないと。

○洲崎　　ベンチャー企業で，当初からその会計士さんが手がけていたと……

○森田　　それがマーケットにどうなるというようなことはわからないね。

○洲崎　　それはわからないと思いますけれども。

○近藤　　登録されるのは，日本の場合ですけれども，上場審査に限られるという趣旨なのでしょうか。

○飯田　　今の TOKYO AIM 取引はそういうことをやっているということです。

○近藤　　その場合に，取引所から委託料とかを払われるということになるのでしょうかね。

○飯田　　すみません，定かではございません。手元に規則は持っているのですけれども。

【報告者注：むしろ，J-Nomad は，TOKYO AIM に対して，登録手数料（担当上場会社の数に応じて額が決まり，担当上場会社の数が１０社以下の場合は２００万円。１１社以上に増えると１社増えるにあたり２０万円ずつ増加し，３０社以上の場合には一律６００万円。）を支払う（株式会社 TOKYO AIM 取引所指定アドバイザー規程２１条，株式会社 TOKYO AIM 取引所指定アドバイザー規程施行規則１０条）。】

○森本　　ロンドンのほうですが，３ページの中ほどに，まずＡＩＭ登録の適格性を Nomad が審査するのですね。そして，最小限度の開示はあるのでしょうから，商品の内容ぐらいのことは，チェックする，それが第一点ですね。

その次の段落に，登録する前から登録した後まで継続的にコンサルタント兼監督者ということですが，このコンサルタント兼監督者というのは，どうも登録の適格性でなくて，ゴーンイング・コンサーンとしてのもののようです。そこで，先ほど黒沼さんがおっしゃったように，日本の証券会社は日本の私法上の責任問題を考えるから，腰が引けているが，イギリスの場合には，従来からの伝統で，それなりの責任をしょい込む気は

あるが，むちゃな責任は負わないだろうということで，これをやっているということですかね。

○森田　　だけど，ここには，「民事・刑事の責任を負ったり」と書いてありますよ。

○森本　　負ったりするけれども，それは無過失責任ではないだろうし，ある種の枠組みがあるのではないですか。あるいはこれへ行った以上はもう一蓮托生ということなのでしょうか。しかし，そうしたら相当のフィーが必要となり，コストダウンにはなりません。要するによく分からないのですが，これはイギリスの特殊な制度，先ほど龍田先生がおっしゃったような特別の歴史的背景と当時の時代背景の中で生じたものであり，それが果たして成功かどうかわからないけれども，それなりの機能をしていることは確かです。しかし，日本でできないのは，やっぱり木に竹を継いでも枯れるだけだということではないでしょうか……。（笑）

○川口　　責任を負いたくなかったら，別に Nomad にならなかったらいいんですけどね…。Nomad には，証券会社６社が名乗りを上げているんですけれども。

○森本　　それにならないと，登録できないわけですね。だから，上場会社ができないわけですね，日本では。

○飯田　　そうです。そして，川口先生がおっしゃっているのは，日本でも既に６社，証券会社が名を連ねている。

○川口　　名を連ねているのに，他方で，積極的でないという話でしたので…。やはり，ステイタス維持あるいは，お付き合いで，名を連ねているということでしょうかね。

○近藤　　よろしいでしょうか。それでは，どうもありがとうございました。本日の研究会はこれで終わらせていただきます。