

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

ETF 市場の流動性の向上等のための金融商品取引法施行令・内閣府令の改正

2018 年 7 月 27 日（金）15:00～16:36

大阪取引所 5 階取締役会議室及び東京証券取引所 4 階 402 会議室

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授

【報 告】

ETF 市場の流動性の向上等のための金融商品取引法施行令・内閣府令の改正

大阪大学大学院高等司法研究科教授

久 保 大 作

目 次

- | | |
|---|-------------------------------|
| I. 平成 29 年金商法改正の経緯 | ETF におけるマーケットメイク制度導入のための環境整備 |
| II. ETF 市場の流動性の向上 | |
| 1. ETF の仕組み | III. その他の政令・府令改正 |
| 2. 市場 WG 報告書における ETF 関連の提言の内容 | 1. 有価証券等清算取次ぎにおける「銘柄後決め方式」の導入 |
| 3. 清算機関の行う債務引受業の対象拡大……発行市場の効率の向上 | 2. 投資法人の監督役員に係る欠格事由の緩和 |
| 4. ETF 取引におけるマーケットメイカーによる空売りについての規制緩和…… | 3. 「大きすぎて潰せない」問題への対処
討論 |

○黒沼 時間ですので、金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日から 4 回にわたって、平成 29 年の金融商品取引法（以下「金商法」という）の改正を取り上げます。今回は、大阪大学の久保先生に、表記のテーマでご報告をお願いしています。

それでは、久保先生、よろしくお願いします。

○久保 大阪大学の久保でございます。本日はよろしくお願いいたします。

I. 平成 29 年金商法改正の経緯

平成 29 年金商法改正を本研究会で取り上げるのは、今回が初めてということですので、改正の経緯について多少説明してから本題に入りたいと思います。

平成 29 年金商法改正につきましては、平成 28 年 4 月に金融担当大臣から金融審議会に対して諮

問がありました。「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」というのが諮問の内容でした。

これを受けて、同年 5 月に市場ワーキング・グループが初会合を開きまして、以後 12 月まで累次検討を行いました。この間、同年 10 月には、市場ワーキング・グループのもとにフェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォースが設置されまして、黒沼先生が座長としてご担当されていたという経緯もあります。

同年 12 月に市場ワーキング・グループが報告書（以下「市場 WG 報告書」という）を公表しました。フェア・ディスクロージャーについては、タスクフォースが別途報告書を公表しましたので、市場 WG 報告書ではフェア・ディスクロージャー以外の

事項が取り上げられているということです。ここでは五つの点について審議結果を公表しています。

①国民の安定的な資産形成と顧客本位の業務運営。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。これが今回の報告の主な内容ということになります。③株式等の取引の高速化。これは 11 月に松尾先生がご担当されることになっているかと思えます。④市場間競争と取引所外の取引。これは正規の市場と PTS との間の市場間競争をどのように考えるかといった話です。⑤取引所の業務範囲。これは取引所が海外進出をする際の子会社の管理や、グループ内で共通する業務についての合理化といった話ということになります。

市場 WG 報告書のうち、①の顧客本位の業務運営に関しまして、平成 29 年 3 月、金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を公表しています。これは本報告では大きくは取り上げませんが、一言で言いますと、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードと同様にプリンシプルベースのルールでして、金融業者に対して顧客本位の業務運営をどのように考えるのかということにつき、comply or explain の形で規律づけるということになります。原則を採択した者に対しては、その顧客本位の業務運営を実現するための明確な方針の策定・公表と定期的な見直し、あるいは実施状況についての公表を求めています。

平成 29 年 5 月に金商法等の改正法が成立しています。法律の中での主な改正点として、株式等の取引高速化、フェア・ディスクロージャー、取引所の業務範囲についての改正が挙げられます。

これに加えて、同年 12 月には、法改正に伴う政令・府令の改正が行われています。この際に、本日取り上げます ETF 市場の流動性向上のための改正や、その他の事項に関する改正が行われました。

II. ETF 市場の流動性の向上

以下、ETF 市場の流動性の向上についてどのよ

うな改正が行われたのかということをご説明申し上げて、幾つかの疑問点を提示したいと思います。

1. ETF の仕組み

研究会にご参加の皆様は多分ご存じのことだろうと思いますが、一応 ETF の仕組みについて見直しておきたいと思えます。

(1) ETF の発行市場と流通市場

ア) ETF の組成

ETF を組成する際には、委託者の投資運用会社が同時に ETF の発行者ということになるわけですが、委託者と受託者である信託会社等の間で、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」という）に基づき委託者指図型投資信託契約を締結することになります。

これを締結した上で、指定参加者である証券会社その他の者から委託者が原資産バスケットを受け取って、それに対して委託者が ETF を発行するという形になります。

イ) ETF の設定と追加設定、流通

このように、原資産バスケットと引き換えに——金銭で設定される場合もあるようですが——ETF が発行されますと、上場されているわけですので、指定参加者は金融商品取引所の ETF の市場でこれを売却するということになります。ですから、レジュメ 2 ページの図の点線から上が ETF の発行市場ということになり、点線から下が ETF の流通市場ということになります。正確に言いますと、この図ではもう一つ、現物市場から原資産バスケットを調達するための取引も入っていますので、図の左側が株式やその他のものの現物市場の流通市場ということになりますし、右側が ETF の流通市場ということになります。

我々一般投資家が ETF を入手する場合には、右下の ETF 市場で ETF を買い付ける形になるわけです。

ウ) ETF の交換

交換というのはやや特殊な言葉の使い方ですが、どういうことかといいますと、指定参加者が ETF を委託者に渡す代わりに、原資産バスケットの引渡しを受けるということになります。

この場合には、前述の手順がいわば逆回しになるわけですし、指定参加者は ETF 市場で ETF を調達した上で、これを委託者に引き渡し、それと引き換えに原資産バスケットを受け取るようになります。

(2) ETF の価格調整の仕組み

流通市場と発行市場があるというのが、実は ETF の価格調整の仕組みの上で大きく効いております。ETF には二つの価格があるということがよく言われます。一つは、原資産バスケットの価格である基準価格です。委託者が ETF を設定する際、TOPIX や日経平均株価等のインデックスに価格がなるべく寄り添うように、原資産の中身を組み合わせるバスケットを作るわけですが、バスケット全体の価格は、原資産の、例えば株式であれば株式の市場価格によって理論的に算出できるわけです。これは、その ETF の設定・交換の際に使われる、つまり、発行市場において ETF のやりとりをする際に用いられる価格ということになります。

他方で、市場で流通する ETF については、市場価格がつくことになります。

この両者は、モディリアーニとミラーの定理に基づく理想的な状況のもとでは、情報は瞬時に伝わるわけですので、理論的には価格は一致するはずですが、ところが、実際には、例えば情報がなかなか行き渡らないとか、取引を行う人が発行市場と流通市場とで異なるというような形で、基準価格と市場価格との間に乖離が生じます。

こうした状況下では、指定参加者や大口の取引を行うことができる者、機関投資家であるとか、あるいは高速取引行為者もこれに該当するようですが、そういった者は、裁定取引を行うことで利益を上げることができます。裁定取引が行われる

ことによって、原資産バスケットと ETF の価格との連動が維持されるということが言われています。

例えば、基準価格、すなわち原資産バスケットの価格のほうが市場価格よりも安価である場合には、原資産バスケットを購入した上で、ETF の追加設定を行い、ETF の発行を受けまして、それを ETF 市場で売却しますと、その差額を抜くことができるということになります。すると、現物市場での買いが入りますから原資産が値上がりし、ETF 市場で売りが入りますので値下がりするというところで、価格差が縮まることになります。こうして両者の価格が連動するということです。このあたりが、いわゆるクローズドの投資信託との違いだと説明されていまして、この仕組みがうまく機能することが、ETF の価格にとって非常に重要な要素となるわけです。

ETF の仕組みについてはこれぐらいにしまして、市場 WG 報告書において ETF についてどのように報告されていたかということを簡単に振り返っておきたいと思います。

2. 市場 WG 報告書における ETF 関連の提言の内容

市場 WG 報告書では、国民の安定的な資産形成にとって長期の積立・分散投資が有効であること、これを実現するための運用対象として ETF が有用であることの二つを前提にしまして、ETF が今後活用されていくために次のような課題があるということが指摘されています。

(1) ETF 市場の流動性の向上

(2) ETF の認知度の向上

(3) 長期・分散・積立投資における ETF の活用促進策

このうち (2) と (3) は、もっと一般投資家の皆さんに ETF を知ってもらいましょうということです。(2) は初心者を中心とする投資家層に対する認知度向上のための施策ということで、こういったものに基づきまして、例えば先般日本経済新聞に ETF って何だろうといったセミナーが開かれますというような広告が出ていたわけですが、そ

ういった周知・広報活動が行われているということになります。(3)については、長期・分散・積立投資に向けた銘柄としてどういうものがあるか、もっと情報提供しましょう、そういった商品をもっとつくりましょうということで、これもどちらかという規制になじむような話ではなくて、皆さんもっと努力しましょうといった話ということになるかと思います。

これに対しまして、(1)のETF市場の流動性の向上として市場WG報告書の中で具体的に挙げられていたことは、マーケットメイク制度の導入やETFの設定・交換に要する期間の短縮といったことでして、これが今回の政令・府令改正につながっているということです。

3. 清算機関の行う債務引受業の対象拡大……発行市場の効率の向上

先ほども述べましたように、ETF市場の流動性向上が今回の政令・府令改正の対処課題となっているわけですが、これに関する改正点は二つあります。一つが清算機関の行う債務引受業の対象拡大、もう一つが空売りについての規制緩和です。

(1) 問題状況

まず、債務引受業の対象拡大についてご説明します。前述のとおり、指定参加者がETFの設定・交換を行う場合には、取引は三つに分かれることになります。ETFの設定のほうでは、まず原資産の調達によってバスケットをつくり上げて、これを委託者であるETF発行者に引き渡してETFを取得し、その取得したETFを市場で売却するということです。

ETFの交換の場合はこれの逆回りになるわけですが、従来、ETFの設定ないしETFの交換のキーとなる原資産バスケットとETFの交換のところで、発行者サイドが決済リスクを排除するために、例えば設定の際には指定参加者から引き渡される原資産バスケット、あるいは交換の際にはETFの先

渡しを求めているということのようです。そうしますと、ETFの設定ないし交換をするためには、実際に原資産を手に入れる、あるいはETFを手に入れてからでないと設定・交換ができないということになります。第一の取引でまず調達した後に、実際に決済がなされた後で設定・交換をして、それで手に入れたETFないし原資産バスケットについてまた取引を行って決済をするということになりますので、順番にやっていると、全てを完了するのに6営業日——前のほうに3日、後ろのほうに3日が必要になるということです。

それでも取引はできるわけですが、例えばETFの設定によってETF市場の流動性を向上させる、あるいは価格調整メカニズムを円滑に機能させるためには、もう少し期間を短縮したほうがよいということになるわけです。

ここでボトルネックになっていたのは、前述のとおり、ETFの設定・交換における決済リスクだったわけですが、これを減らすためにどうしましょうということで、ETFの設定・交換において清算機関による債務引受けを可能にしようということになったわけです。これによりまして、決済リスクが軽減されて、先渡しが必要になるとともに、清算機関は設定・交換のための三つの取引のクリアリングを同日に行えることになりますので、それでネッティングして決済することが可能になります。そうしますと、全てを一遍にやってしまうので、実際に取引が行われてから決済まで3営業日で終わらせることができるようになるわけです。

(2) 金商法施行令の改正内容

具体的にはどういう改正になったのかということですが、金商法2条28項における金融商品債務引受業が「(対象取引)に付随し、又は関連する取引として政令で定める取引」について債務引受業を認めるということになっているわけですが、それについての金商法施行令1条の19に4号を追加するという形になります。

四 証券投資信託（投資信託及び投資法人に関する法律第二条第四項に規定する証券投資信託をいい、その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及びその受益証券が金融商品取引所に上場され、又は店頭売買有価証券登録原簿に登録される旨を同法第四条第一項に規定する投資信託約款に定めたものに限る。以下この号、第十五条の三第四号及び第十五条の二十四号において同じ。）の設定（追加設定を含む。第十五条の三第四号及び第十五条の二十四号において同じ。）、証券投資信託の元本の一部の償還又は証券投資信託の受益証券と上場有価証券等（第一条の十第一号に規定する上場有価証券等をいい、当該証券投資信託の運用の対象とする各銘柄のもの又はその信託財産に属するものに限る。以下この号、第十五条の三第四号及び第十五条の二十四号において同じ。）との交換に係る受益証券又は金銭等（金銭又は上場有価証券等をいう。第十五条の三第四号及び第十五条の二十四号において同じ。）の授受

証券投資信託の設定、証券投資信託の元本の一部の償還または証券投資信託の受益証券と上場有価証券等との交換に係る受益証券または金銭等の授受について、これを債務引受業の対象に加えることによりまして、清算機関が、設定・交換におけるETFや原資産、金銭について債務引受けを行うことが可能になったということです。

改正の体裁としましては、対象取引を一つ加えただけで、しかも追加した4号の中で規定されているものというのは、まさにETFのものに限るという形で設定されていますので、特に大きな議論をする必要はない改正かと考えています。

4. ETF取引におけるマーケットメイカーによる空売りについての規制緩和……ETFにおけるマーケットメイク制度導入のための環境整備

（１）問題状況

ETFは、前述のとおり、金融商品取引所に上場されて取引されるわけですが、この上場されているものの中に少なからず流動性の乏しい銘柄があり、投資家が意図した価格やタイミングで購入することも売却することもできず、投資対象としての魅力に欠けるという問題があったということです。

そこで、ETFに常に適切な価格で十分な数量の注文が発注されていれば、そういった流動性の乏しさが緩和ないし解消されるだろう、そのためにはマーケットメイカーに随時気配を提示してもらうのが適切だろうということで、東京証券取引所（以下「東証」という）がマーケットメイク制度の導入を検討していたということです。

（２）東証のマーケットメイク制度の概要

東証がどのようなマーケットメイク制度を導入したかということは、東証のホームページに「ETF市場におけるマーケットメイク制度の導入について」ということで概要が説明されています。

まず、マーケットメイク制度の対象銘柄は、ETFのうち、レバレッジ・インバース型を除いたものということになっています。これはどうやら、レバレッジ・インバース型というのは今回の改正の趣旨である国民の長期的な資産形成にとって必ずしも適した商品ではないというところから来ているのではないのでしょうか。明確に東証がそのように述べているわけではないのですけれども、どうやらそういうことのようにです。

マーケットメイカーは、東証の指定を受けた上でマーケットメイクを行うことになっています。この指定を受けられる者は、自己の計算により呼値を行う取引参加者および高速取引行為者ということで、取引参加者に加えて高速取引行為者もマーケットメイカーになれるという点が一つの大きな特徴であると言えます。

マーケットメイカーに指定されますと、以下三つの内容から成る気配提示義務を負うことになっ

ています。

①定められた銘柄数以上の銘柄において気配提示義務を満たす必要があります。例えば、流動性の低いものを中心に 30 銘柄以上ですとか、あるいは海外指数 ETF について 15 銘柄以上というふうに、幾つかのパターンがありまして、どれかを満たせばよろしいということになっているようです。

②立会内の 80%以上の時間帯において気配提示を行う必要があります。これについては、例えば取引停止等の時間は除外するといった形で配慮されているところもあります。

③銘柄タイプ別に最大スプレッドと最低気配提示数量を定めています。ですから、多少の幅は認められるわけですが、ものすごくかけ離れたスプレッドで売り気配と買い気配を出すのは認められないことになりますし、少ししか気配を出さないということも認められないことになります。

気配提示義務が履行されない場合には、東証によるヒアリングや改善要請といった手続を経た上で、マーケットメイカーとしての資格を停止する、あるいは資格を取り消すといった措置が講じられるということが示されています。

他方、気配提示義務を満たした場合には、東証からインセンティブが与えられることになります。売買代金に応じたインセンティブや、市場アクセス料あるいは仮想サーバ費用の一部免除といったことが示されています。

さらに、東証によるインセンティブ付与のほかに、運用会社も追加でインセンティブを付与することができます。これをスポンサード ETF マーケットメイク制度と呼ぶようですが、運用会社が一定の気配提示を行ったマーケットメイカーに対して東証のインセンティブとは別にインセンティブを付与することができるという制度です。これによって、東証によるインセンティブのみでは必ずしも流動性の向上が十分ではない、あるいはインデックスの特殊性からなかなか取引が成り立ちにくいといった銘柄についても、マーケットメイカーによる気配提示がなされるのではないかと

ことが期待されているということです。

先ほども述べたように、取引引参加者に加えて、高速取引行為者についてもマーケットメイカーの資格が認められています。立案担当者は、高速取引行為者について登録制を導入することによって、当局による取引実態の把握が可能になること、さらに東証による調査の対象にも加わったことから、適格性が認められると説明しています（砂山潤他「ETF 市場の流動性の向上等」（商事法務 2162 号（2018 年）13 頁））。恐らくは、そういった形で不正な取引行為、気配提示を行った場合に、ちょっと言葉は悪いですが、締め上げることができるということになるのだと思います。

東証のマーケットメイク制度に関する説明資料の中で、東証によるマーケットメイカーへの監督の発動原因として挙げられているのは、気配提示義務が履行されていない場合だけです。例えば不適切な気配提示がされた場合に、これによって投資家が食物にされるような心配があるのではないかなというように指摘されているわけですが、そういったことについては、この説明資料の中では特に触れていません。一体そういう場合にどうするのかということは気になることです。これについて触れている文献は、私が調べた限りではなかったのですが、恐らくそういった不正な気配提示というものは、不公正な取引方法のような形でより一般的な形で規律されることになるので、ここではマーケットメイカーの不正な気配提示といったものは規制しないという、そういう理解でよろしいのかということの後で皆様に教えていただけたらと考えています。

（3）取引規制府令の改正内容

東証のマーケットメイク制度の導入を受けまして、そのために必要な改正として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）が改正されたということがあります。先ほどから述べていますように、マーケットメイク制度では、高速取引行為者にもマーケットメイカ

一としての資格が付与されています。そうしますと、高速取引行為者がマーケットメイクのための気配提示をするときに、空売りを行う必要がある場合が考えられる。それまでは空売り規制の適用除外が高速取引行為者については定められていませんでしたので、取引規制府令9条の3第1項17号を改正して、高速取引行為者によるマーケットメイクのための空売りを金商法施行令26条の2の2第5項による適用除外の対象に含めることにしています。

次ページに旧17号と新17号の改正条文を載せています。下線部が変わったところでして、旧17号では、金融商品取引所の会員等が空売りを行う場合について定めていたところ、ここに高速取引行為者が行う場合をつけ加えるという形で改正がなされています。つけ加えられたところを見ていただくとわかるのですが、高速取引行為者については、「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投資信託受益証券等につき次に掲げ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投資信託受益証券等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」として、金融商品取引所からマーケットメイカーとしての指定を受けること、金融商品取引所が定める方法に基づいて空売りを行うことといったような要件が付与されています。

マーケットメイク制度による流動性の向上策を円滑に進めるために規制を緩めるといった趣旨からは、マーケットメイカーとして指定されていることというのは適切な限定だと評価してよろしいのだと思います。ただ、ここがちょっと調べてもわからなかったとか見つけられなかったところなのですが、そう考えると、素朴な疑問としては、逆に、なぜ旧17号は金融商品取引所の会員等についてそういう限定を置いていなかったのだろう、例えばマーケットメイカーとして指定を受けることとか、金融商品取引所が定める方法に基づいていることというような限定を付して

いなかったのはなぜなのだろうという疑問が残ります。恐らく旧17号が制定された頃の文書までさかのぼれば理由がわかるだろうと思ったのですが、ちょっと探し当てる時間がありませんでした。これも教えていただけたらと思います。

Ⅲ. その他の政令・府令改正

今回の政令・府令改正では、市場ワーキング・グループに基づくものではない、その他の改正も3点ほどあります。それについても簡単にお話ししておきたいと思います。

1. 有価証券等清算取次ぎにおける「銘柄後決め方式」の導入

まず、有価証券等清算取次ぎにおける銘柄後決め方式の導入ということで、これも細かい技術的なところですが、国債アウトライト取引の決済について、決済期間のT+1化に向けた環境整備を行うものです。T+1化は本年5月に実施されていますので、既に実施済みということになるわけです。

経緯ですけれども、要するに平成21年頃から、国債取引の決済期間を短縮しようということがずっと検討されてきたわけです。平成22年6月に「国債決済期間の短縮に向けた検討状況と今後の作業方針について」という文書が公表されました。ここでは、当時はT+3だったものをT+2、T+1とだんだん縮めていこうというときに、GCレポ取引——これは私も実はよく理解できていないのですが、国債取引に伴う資金調達を目的とした取引のようです——の決済期間をT+0にしようとしているわけですが、その方式として、従来どおり、取引の際にあらかじめ担保として提供する銘柄を決めておくやり方と、一旦取引だけ決めておいて、銘柄は後で清算機関が指定するというやり方の2案が併記されたということです。

その後検討を進めていった結果、この銘柄後決め方式を軸に検討しようということになりま

した。それが平成 23 年 11 月に公表された国債の決済期間の短縮化に関する検討ワーキング・グループ最終報告書です。

この報告書には、GC レポ取引は資金調達のための取引で、受渡金額が幾らかということを決めるのが重要なのであって、それに対してどういう国債を割り当てるかというのは、受渡金額をベースとして後から決めたほうがよろしいというような意見が多かったということが記されています。その結果、後決め方式に向けた制度設計がなされてきたわけでありまして、今回の府令改正もこれに対応するためのものということになります。

金商法 2 条 27 項において、有価証券等清算取次ぎに該当するための要件として定める「内閣府令で定める事項を特定するものであること」(2 号)、つまり、清算取次ぎの際にどういう事項を定めなければいけないのか、特定しなければいけないのかということを定めているのが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 22 条ですけれども、その中で GC レポ取引に関するものについて「有価証券の銘柄、数又は金額」と定められていたものを、「有価証券の銘柄及び数又は金額(これらの事項が金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関の業務方法書の定めるところにより顧客の委託後遅滞なく特定されるものとされている場合にあっては、当該委託に係る取引の内容を適確に示すための事項)」に改正されました。これによって、後決めが可能になり、あらかじめ銘柄を定めなくても、後決めで取次ぎをお願いすることができるようになったということです。

2. 投資法人の監督役員に係る欠格事由の緩和

投資信託及び投資法人に関する法律(以下「投信法」という)200 条は、投資法人がどういう金融商品取引業者に業務を委託してはいけないかということを定めるものですが、これについての範囲を投信法施行規則 244 条 3 号ハの改正によって緩和するということです。

具体的に言いますと、投信法 200 条は、投資法人の監督役員と利害関係のある金融商品取引業者への資産の運用に係る業務の委託を禁止しています。これは、いわゆる癒着によって監督役員が監督の機能を果たさなくなってしまうことを防止しようという趣旨によるものです。

投信法施行規則 244 条 3 号ハの改正前の規定ですと、監督役員の親族が、金融商品取引業者の親会社等(金商法施行令 15 条の 16 第 3 項)またはその子会社の役員または使用人となっている場合については、その親会社の子会社である金融商品取引業者に対する委託が禁止されていたわけです。つまり、親族が雇われていたらアウトというルールになっていたわけですが、改正後の規定のもとでは、親会社については「役員若しくは支配人その他の重要な使用人」という形に変えまして、単なる従業員のような場合には該当しないようにしました。また、その子会社、つまり金融商品取引業者から見れば兄弟会社あるいは姉妹会社ということになるわけですが、そういう会社については役員に限定し、さらに緩めることをしているわけです。

この改正の趣旨としては、立案担当者の説明によりますと、監督役員の親族がスポンサー企業(?)の役職員——後で説明いたしますが、レジュメにクエスチョンマークをつけているのは、商事法務にはそのように書いてあったのですけれども、これは本当かなと思っているからです——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ていない場合には、投資法人の利益相反を誘発するとは考えにくい、という説明がされているわけです。

これについて、パブリックコメントに対する金融庁の回答では、親会社のところで「支配人その他の重要な使用人」という言葉遣いがされていますが、これは会社法 362 条 4 項 3 号や 399 条の 13 第 4 項 3 号、要するに取締役会が決定しなければいけない支配人その他の選任の規定ですが、これと同じ意義だということが示されています。

この点に関して一つ不思議だなと思ったのですが、立案担当者はこれを「監督役員に係る欠格事由の緩和」と説明されています（砂山潤他・前掲14頁）が、条文を見てみますと、ひょっとしたら私の探し方が間違っていたのかもしれませんが、でも、改正されているのは投信法 200 条に関する部分、すなわち投信法施行規則 244 条 3 号ハでありまして、監督役員の欠格事由が規定されている投信法 100 条と投信法施行規則 164 条については、どうやら今回改正されなかったようです。となると、これは立案担当者の方の解説に誤りがあったのか、あるいは私がどこかで何かを見落としているのかというところですが、これもどなたか教えていただけたらというふうに思います。

3. 「大きすぎて潰せない」問題への対処

これも非常に細かい改正ですが、金商法 29 条の 4 第 1 項 5 号（第一種金融商品取引業・投資運用業の登録を拒否すべき事由）のうちニ（個人である主要株主（登録しようとする者が持株会社の子会社の場合には当該持株会社の個人である主要株主）に一定の事由がある場合）の「持株会社」の定義を TLAC 規制に対応させるために改正しています。

これは、平成 28 年 6 月に「金融システムの安定に資する総損失吸収力（TLAC）に係る枠組み整備の方針について」というものが公表されまして、本年 4 月にその改訂版が出ているわけですが、これは何をしているのかといいますと、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）に対して総損失吸収力（TLAC: Total Loss Absorbing Capacity）の確保を求めるということをしているわけです。

現在我が国でこの G-SIBs に該当するとされているのは、いわゆる三大メガバンクと野村ホールディングスですが、G-SIBs に該当するということになりますと、この会社は何をしなければいけないのかというと、外部から損失吸収力を認められる TLAC 適格商品を確保した上で、それを主要な

子会社に対して配賦することが求められるということになります。

TLAC とは何なのかといいますと、G-SIBs の破綻処理をしなければいけなくなった場合、公的資金による破綻処理を避けるために、株主あるいは債権者に対して、銀行に生じた損失を吸収するような金融商品、株式であるとか、こういう事態が生じた場合に債権が償却されるような社債が考えられるわけですが、そういったものを発行した上で、それによって確保した損失吸収力を主要な子会社に対して配賦しなさいということです。ですので、親会社と子会社の間でも同じように TLAC 適格債券というものが配賦されるということのようです。

そうしますと、TLAC 適格債券の発行に伴い、親会社の総資産が増えることになるわけです。改正前の持株会社に関する定義は、総資産に対する子会社の株式・持分の取得価額の割合が 50% を上回る場合ということになっていたわけですが、TLAC 適格債券の発行によって 50% を下回る事態が発生すると、金融持株会社ではなくなってしまう可能性があります。そうすると主要株主規制がかからなくなる可能性がありますので、TLAC 適格債券を配賦しても引き続き持株会社の定義に該当するように、TLAC 適格債券を持株会社の定義判定の計算上除外する規定を導入したということになります。

以上、どうかご教示いただけましたらと思います。

~~~~~

### 【討 論】

○黒沼 久保先生、どうもありがとうございます。

それでは、ただいまのご報告について、どの点からでも結構ですので、ご質問、ご意見をお願いしたいと思います。4 回にわたって取り上げる金商法改正のうち、その他項目を先にやることにな

ってしまい、やや入りにくいところがあるかもしれませんが、よろしくお願いいたします。

#### 【投資法人の監督役員に係る欠格事由の緩和】

○飯田 9ページの投資法人の監督役員に係る欠格事由のところですが、欠格事由は確かに投信法 100 条なのですが、投信法 200 条の規定があることによって業務委託できなくなることの反射的な効果として、事実上欠格事由に当たると説明をするのではないかと思いますから、特に誤りと言う必要はないのではないかと思います。

○久保 ありがとうございます。確かにそのとおりだろうと思います。そういう意味では、本当に字面にこだわり過ぎた指摘になってしまったのかなという点はございます。

#### 【レバレッジ・インバース型 ETF がマーケットメイク制度の対象銘柄から除外されている理由】

○飯田 6ページのETFのマーケットメイク制度について、レバレッジ・インバース型が対象銘柄から外れたということですが、国民の投資資産を増やすということにあまり関係がないのではないかとご報告だったと思います。しかし、それと市場の流動性の向上とは論理的な関係がないのではないかと考えたので、その点について教えていただきたいのが一点です。

それと関連して、インターネットで調べると、レバレッジ型ETFは最近人気急騰中で、取引もかなり活発なようですけれども、マーケットメイク制度をどうするかというときの市場の流動性が低いのではないかと問題意識に関連して、実際にデータを見て議論してこういう話になったのかというあたりを教えていただければと思います。

○久保 まず、後のほうからお答えしたほうがいいだろうと思うのですが、確かに私もインターネットでいろいろ調べて、レバレッジ型のほうがむしろ人気があるというようなことは見たことがございます。ただ、それがなぜなのかと

いうと、本当にそうなのかというのはわからない。アネクドタルな話なのかもしれませんが、レバレッジ・インバース型というのは、レバレッジを効かせていない銘柄に比べると値動きが大きいので、投資というよりは、投機的な面で人気があるのではないかというような話のようです。そうすると、長期的な資産形成のために買ってずっと持っておきなさいよという考え方をもしとるのだとすると、そういった観点からは、これは短期的な売買に使われているようなものですね、それはあまり意味がないですよというような議論になって、対象銘柄から外れたのかなと思っています。

ただ、ご指摘のとおり、それでは、値動きの特徴としてそういうものがあるから、マーケットメイカーは必要ないのではないかという話になるのかというと、確かにそこに論理的なつながりはあまりないのかなというところがございます。なぜこれらを除外したのかというところは、実はよくわかりません。

逆に言うと、ひょっとしたら、レバレッジ・インバース型はもうそれなりに人気が出ているから、マーケットメイカーがいなくても既にそれなりの売買があるのだよ、ということなのかもしれません。どういう理由で除外されたのかということについても、ちょっと資料を見つけることができなかったものですから、これも憶測でお話ししかないのですが、そういうことなのかなと思っています。

なお、ETFに関する解説書の中には、ETFの中でもレバレッジ・インバース型というのは、価格変動によってインデックスからの乖離が大きくなっていく傾向があるので、長期的な投資には向かないと指摘しているものもあるようです。あるいは、今回の法改正が国民の長期的な資産形成という大目標を掲げているところから、あるいは対象銘柄から外れることになったのかな、と推測で述べたところでございます。お答えになっていますでしょうか。

○飯田 よくわかりました。ありがとうございました。

○黒沼 今の点、東証の方でどなたか説明していただけますか。

○大巻（東証株式部調査役） ※ 当該回の研究会に傍聴者として出席

レバレッジ・インバース型を除外している理由としましては、ご指摘の中にもあったとおり、レバレッジ・インバース型 ETF に既に一定の流動性があることによります。一方、純資産についても、日本株に偏った状況になっていることもありますので、流動性を向上させ、このような偏りを是正することを目指して制度設計した結果、まずは流動性の低い銘柄にインセンティブを付与する今般のようなマーケットメイク制度といたしました。

○黒沼 どうもありがとうございました。

#### 【マーケットメイク制度導入当初の状況】

○片木 マーケットメイク制度に関してお聞きしたいのですが、東証のホームページでETF一覧を見ましたら、マーケットメイカーが実際にいる銘柄といない銘柄が出ています。実際にいる銘柄を確認していましたら、大体日経平均株価やJPX 日経 400 を中心とした ETF で、私も幾つかは買っていますけれども、正直に言って、これを買うのにそれほど苦労した覚えがないといいますが、取引が少なくて苦労した覚えがない銘柄です。これに対し、外国の株価指数や債券指数を対象とする銘柄は、実際はかなり取引が少なくて、発注後3日経っても買えなかった経験もありますが、こうした銘柄には実はマーケットメイカーが少ないのです。よく取引のあるものにマーケットメイカーがついていて、取引のないものにはマーケットメイカーがついていないという感想を持ちます。

今はマーケットメイカーといっても、日本の証券会社は野村證券と三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券の2社、あとは海外の会社が3社と合計5社だけで（本研究会開催日時点）、今年7月に導

入された制度ですから、これからどんどん増えていくのだと思うのですが、そのあたり、まだまだこれからだという理解でよろしいのでしょうか。

○久保 全銘柄を見たわけではないのですが、私もちらっと見てみますと、日経平均株価等の国内指数のほうが多いかなという印象は持いました。ご報告しましたとおり、気配提示銘柄数の条件は三つありまして、この中のいずれかを満たせばいいのです。一つ目は、全体で30銘柄以上、そのうち低流動性銘柄から20銘柄以上。二つ目が、海外指数ETFから15銘柄以上。三つ目が、いわばこの二つの組み合わせみたいなもので、内国ETFで低流動性銘柄から10銘柄以上、かつ海外指数ETFから10銘柄以上。これらのいずれかを満たせば義務を果たしたことになるって、インセンティブをもらえることになるわけです。

ちょっと意地悪な考え方というか、ちょっと裏をかこうと考えると、30銘柄以上という条件を満たそうとするときに、とりあえず20銘柄、低流動性銘柄の中から比較的無難なものを選んでおいて、残りは流動性の高い銘柄を選べば、インセンティブをもらえるということになってしまうのかなと。そうすると、比較的義務を果たしやすいものを選んでマーケットメイクをしておいて、取引があまりなく、ちょっと負担になりそうな銘柄には手を出さないということができるのかもしれない、そういうところはあるのかもしれませんが。これはちょっとうがち過ぎた見方だというご批判もあるかもしれませんが、そういったところは、恐らく今後の運用を見ながら改善していくことになるのかなという気はしております。

○片木 ありがとうございました。

#### 【マーケットメイク制度における流動性向上の目的】

○梅本 先ほどの片木先生のお話とも関連するのですが、この流動性とは、個人投資家または機関投資家の売買のいずれを考えているので

しょうか。というのは、この最低気配提示数量というものをレジュメの6ページに書いていらっしゃるんですが、個人投資家であれば、それほど気配提示数量を大きくする必要はないけれども、機関投資家であれば、それなりに大きなロットを示さないと売買できなくなってしまうですね。このあたりに関連して、マーケットメイク制度では流動性はどのように捉えられているのでしょうか。

○久保 それは、むしろ東証の人に聞いてくださいと言うほうが正しいのかもしれませんが（笑）、私の推測ですと、恐らく両にらみなのではないかなという気がしております。これも物の本の受け売りになってしまうのですが、ETF は個人投資家もちろん買うわけですが、特にアメリカでは、むしろ機関投資家がインデックスを投資対象とするときに使われるというところがあるようです。

そうしますと、一定数量の気配が提示されていれば、機関投資家がポートフォリオの中にインデックスを組み入れたいときに ETF を使いやすくなる。もちろん、もっと大量にということになれば、指定参加者に頼んで直接買い付けることもできるのだと思いますけれども、そこまではやらないよという場合に、それでも流通市場ですぐに売買できると、機関投資家としては便利なのだろうと。だから、恐らく個人投資家と機関投資家のいずれか一方を見ているというわけではなくて、両方を見ているのだらうというふうに思います。

#### 【国民の安定的な資産形成と ETF 市場の流動性向上との関係】

○舩津 冒頭の飯田先生との質疑に既に含まれていた話かもしれませんが、もう一度確認させていただきたいと思います。

市場 WG 報告書において、ETF を活用することの目的は国民の安定的な資産形成であるとされていて、かつ、流動性を向上させることによって ETF を活用するのだとされているようです。国民の安定的な資産形成をどう読むかはよくわからないの

ですけれども、それをいわゆる長期の投資だというふうに捉えるとすると、長期投資と流動性の向上というのは実は結びつかないのではないかと。レバレッジ・インバース型ではなく、例えば通常の TOPIX 連動型であったとしても、流動性が向上するというのが、要するにちょっとでも上がればすぐに売れる状況になるということであるとするならば、もしかすると売買を長期に繰り返すことによって長期に安定的な資産形成ができるのかもしれないかもしれませんが、通常理解されているような長期投資とはあまり結びつかないような気がするのですね。

それで、先ほどの梅本先生のご質問とも関係するかもしれないのですが、ETF の流動性を向上させるということがなぜ国民の、とりわけ市場 WG 報告書に記載されているように長期的な、安定的な資産形成に資すると言えるのか。いろいろ考慮要素が書かれている中で、ETF ならばいろいろと説明しなくてもすぐには買えるのではないかと、そのような意味で直接的に個人投資家が ETF を買うことを前提とした長期的投資のことを言っているのか。そうではなくて、先ほどの梅本先生のお話ではないですが、機関投資家を通じた何かを考えていて、その機関投資家の関係で流動性が向上したほうがいいのだと考えられるのか。

端的に言いますと、国民の長期的な資産形成と ETF の流動性というのがどうつながると考えるべきなのかということについてお聞かせいただければと思います。

○久保 それも何かワーキング・グループの人に聞いてくださいと言いたくなるような議論ではあるのですが（笑）、ロジックとしては、今おっしゃったように二つの可能性があると思います。つまり、市場 WG 報告書の中に出てくる投資家を個人投資家と読むのか、あるいはまずは機関投資家と読み、その機関投資家は個人投資家からお金を集めて運用しているから、最終的には個人投資家のほうに長期的な利益が向かうのですよと読むのか、ということなのだろうと思うのです。

読み方としては、確かに、機関投資家を主に念頭に置いてみると読んだほうがわかりやすい。意図したタイミングでの購入や売却ができないときに、そういう頻繁な売買というか、それなりの頻度で売買するのは機関投資家だろうと考えやすいところはあるので、そのように読むほうがどちらかと言えばわかりやすい話なのかと思います。

他方で、個人投資家はここに含まれないと言う必要も全くなくて、個人投資家の場合には、先ほどおっしゃったように、長期投資を念頭に置くと頻繁な売買はしないだろうというのが考えられるのですけれども、素人頭で考えれば、お金のあるときに貯金感覚ですぐ買えますというような形、銀行預金と同じように今月はちょっとお金が余ったから貯蓄しましょうといった形で、いわば貯金箱にお金を入れるように ETF を買えるようにしておくと、資産を蓄えやすいよねという話と捉えることもあるいはできるのかもしれない。

ですので、どちらとして読むかということをごりぎり詰めていく必要が本当にあるのかということはあるのかもしれない。ただ、ご指摘のとおり、二つの道筋というのは考えられるので、どちらもあると読んでいいのではないかというのが、私の今のところの答えです。

○川口 基本的に、小口の顧客を証券市場に引き込むというのが金融庁の議論のベースなのではないかと思いますね。「貯蓄から投資へ」の流れで、国民の資産をいかにして投資に回させるのかというのが、課題となっています。

ETF は分散投資が可能になるという意味で、投資者のリスクを減らせるわけですね。そのような商品であれば、やはり将来の安定的な資産形成に向けて役に立つとは言えるのではないかと思います。

流動性の問題については、流動性がないと投資家は意図したタイミングで売ったり買ったりすることができないのですね。流動性を向上させると投資家は安心して買える、というような話なのではないかと思うのです。金融庁の立場を代弁して

いるのではないのですが。（笑）

○久保 そう言われると、そうなのかなあと思ってしまうところではあります。（笑）恐らくそうなのだろうと思います。

一つは、やはり分散投資をより手軽にして、リスクを減らそうというのが前提にあるのだろうと思います。今の川口先生のご指摘を受けて思い出したのは、先ほども報告の中でちらっと言いましたけれども、一般向けに ETF をもっと知ってもらおうといった活動が始まっていると。例えば漫才師を呼んできて ETF について漫才をさせるということもやっているわけです。そう考えると、個人投資家に向けて ETF をもっと知ってください、さらに言えば買ってくださいということも視野に入れているのだろうなど。

ですので、先ほど舩津先生がおっしゃったように、どちらを念頭に置いているのですかというときに、やはりどちらも見ているのではないですかというのでいいのかなという気はしております。

○川口 別に機関投資家を念頭に置いていないと言っているわけではないわけです。

○舩津 今のところですけども、川口先生のおっしゃることは、恐らく金融庁の意図としてはそうなのだろうなと思います。ただ、分散投資は別に ETF でなくてもできる話で、通常の投信を使えというのがどちらかという伝統的な分散投資の推奨だったはずなので、言ってみれば、ETF の流動性の向上というのは、ないよりはましというレベルの施策なのかなという気がどうしてもしてしまいます。ただ、先ほど久保先生がおっしゃったように、ここでの流動性は、買いやすいという意味での流動性ですよということだとすると、売ることあまり念頭に置かれていないのかなと。買いやすくするという意味で流動性があつたほうがいいよと言われると、そうなのかもしれないなと思わなくもないですね。

○久保 今の舩津先生のご発言を聞いて、ひょっとしたら個人投資家に向けても売ることができるということは、一つの大きなメリットとして提

示できるのかなと、ふと思いました。例えば、なかなか投資を始めない理由の一つとして、投資して、いざというときになかなか現金化できないと困る、といった話はある。特にクロード型の投資信託では設定期間中は換金できず、二の足を踏むかもしれない。特にお年寄りですと、いざというときにお金が下ろせないと困るということからすると、買いやすいことに加えて、売りやすいことも一つのメリットとして提示できるのかもしれない。今ふと思いついたことを申しました。

### 【国民の資産形成に有効な ETF】

○片木 投資信託を買いましたら、商品によりませんが、投資運用会社等に大体資産の1%から2%の信託報酬を支払うのですね。いわゆるバランスファンド型でも同じようなものですが、そこで何を買っているのかとよく内容を調べてみたら、何のことはない、内外の株式・債券、外国は先進国と発展途上国に分かれているから全部で6種類、つまり国内株式、国内債券、先進国株式、先進国債券、途上国株式、途上国債券、あとはせいぜい一部金等を含めて7種類ぐらいの資産を使いながら、実はマザーファンドでは投資信託を買っているのですね。

少し金融や投資の知識がある方ならば、ETF がきちんとしていれば、自分で組めるわけです。そうすれば、実は1~2%の信託報酬を取られずに済む。ETF の信託手数料は——こちらも商品によるわけですが——おおよそ0.2~0.3%ぐらいのものです。そうすると、年間1~2%を十何年間、20年間も30年間も払い続けるのと、自分でETF を使って直接ポートフォリオを組むのとでは、ものすごい差が生じるわけですね。ですから、今回の金融庁やワーキング・グループの目論みが非常にうまくいったときには、実はそういう高額の信託報酬の投資信託は全て消えてなくなるかもしれない。それが狙いなのかどうかはわかりませんが、そのようなことも目指しているのであれば、私はそれなりに合理的かなというふうに

思っています。

売買にしましても、つみたてNISA という仕組みを使わないまでも、少しお金が余ったときに、自分で少しずつそういうポートフォリオを積み上げていく。一挙に売買をするわけではなく、ある程度価格が上がったときに、ポートフォリオ中の比率が高まったものを少し売り、低くなったものを買い、いわゆるリバランスをきちんとやっていくということが一番合理的な資産形成と言われているから、そのような投資教育をある程度国民に施した上で、ETF を中心に資産形成をしてもらうのが一番安全かつ合理的であろうというのが、多分当局等の判断であろうと思うのですね。それをある程度意識の高い個人投資家が自分たちでやるような仕組みを作っていくのが狙いだという意味では、趣旨としては非常に賛同できるのではないかなと思います。

### 【空売り規制の緩和】

○黒沼 ほかにいかがでしょうか。

○前田 レジュメの7ページの下の方のところで、高速取引行為者については、金融商品取引所の会員等よりも空売り規制の要件が厳しくなっているのではないかという問題を久保先生はご指摘になりました。ただ、会員等でなければ、取引所規則等による規制が当然にはかかってこないという問題があるわけですね。

○久保 そうですね。

○前田 特に流動性を向上させようということで高速取引行為者にもマーケットメイカーの資格を付与したわけですから、こういう指定を受けていることを要件にし、さらに、取引所規則等の適用を当然には受けませんので、きちんと取引所の定めるとおりにしなさいという趣旨で、金融商品取引所の定める方法に基づいていることという要件を加えたことは、それなりに説明はつくように感じたのですが。

○久保 私も高速取引行為者についてこういう限定を加えたこと自体は、非常に適切だと考えて

います。よくわからないのは、なぜ会員等について限定がないのだろうという、そちらのほうです。前田先生が今おっしゃったように、一つは、会員等には取引所規則等が適用され、取引所のほうできちんと規制してくれますよということで、こういう制限がないということなのか、あるいはどうなのかなと。

だから、新規定がおかしいと言っているのではなくて、旧規定のほうを合わせるべきではないですかという話になるのか、どうなのか。それとも、その辺は旧 17 号を設けたときに既に考えられていて、私の調べが足りないだけなのだとすると申し訳ないのですけれども、そういうことなのかなあというところでございます。

○梅本　ここは空売り規制の適用除外のお話ですよ。マーケットメイカーにつきましては、高速取引行為者の規定ができる前から適用除外規定がありますので、そちらでいくというだけの話ではないかと思います。

○久保　確かに 5 号にもマーケットメイカーの話がありますよね。

○梅本　例えば金商法施行令 26 条の 4 第 1 項は、アップティックルールについて定めていますけれども、取引規制府令 12 条で、マーケットメイカーは適用除外とするという規定があります。高速取引行為者については、それらの規定では拾えないので、新たに規定を設けたということではないかと思うのです。マーケットメイカーについては、マーケットメイク制度がなかった頃から規定だけは置かれていたので、そちらで拾おうということではないかと思います。

○久保　梅本先生にいろいろ教えを請うことになるのですけれども、逆に言うと、今回高速取引行為者をそちらのマーケットメイカーの規定で拾えないのはなぜなのでしょう。そこも調べても全然わからないから、多分この場に来ればエキスパートの先生方がたくさんいらっしゃるだろうと思って、あえて今回は質問する側に回ろうと思っていたところだったのですけれども。

取引規制府令の中で、たしか、マーケットメイカーが行う空売りに関する条項がありましたよね。それを讀んだときに、ここでは高速取引行為者はマーケットメイカーとして出てきているので、マーケットメイカーが行う空売りになるから、わざわざ新しく入れなくてもこれで拾えるのではないかと、という気がしたのですけれども、それもちよっと調べ切れなくて、どうして今回こういう改正をしたのかというところがよくわからなかったのですけれども。

○黒沼　それは取引規制府令の何条ですか。

○久保　取引規制府令 9 条の 3 第 1 項ですね。たしか 5 号はマーケットメイクだったかと思うのですけれども。

○黒沼　なるほど。

○久保　これではだめだったのかと。

○黒沼　マーケットメイカーの定義が取引規制府令 1 条 3 項 5 号で、「会員等をいう」と会員等に定義上限定されていて、ここを変えてもよかったのでしょうかけれども、ここを変えずに別のところでやったということなのですかね。

○久保　なのですかね。いや、どちらを変えてもいいですよという、同じ結果が出るのかどうかはちょっと考えが及ばなかったのも、その当否はちょっと留保したほうがいいのかと思うのですけれども。わかりました、ありがとうございます。

#### 【マーケットメイカーの監督】

○梅本　マーケットメイカーの売買について基本的なところをちょっとお尋ねしたいのですけれども、昔ジャスダックで行われていたマーケットメイク制度だと、気配を提示しているのはマーケットメイカーのみで、一般の人たちの気配は入ってこなかったと記憶しているのですが、それは今回も同じということですかね。

○久保　どうなのですかね。ちょっとその辺については正直よくわからないのですけれども。そうではなくて、恐らく普通に競争市場が立てているのかなあという気がするのですけれど。

○梅本　それでは、マーケットメイカーの注文も一般の人の注文も入ってくると。

○久保　注文が入ってきて、それで両方の取引を付け合せているのかなというふうに私は読んでいたのですけれども。

○梅本　いずれにせよ、マーケットメイク制度の対象銘柄であっても、PTS の売買対象になり得るわけですね。

○久保　そうではないかと思います。

○梅本　また、ダークプールでの売買もあり得るわけですね。

○久保　ええ。

○梅本　そうであれば、先ほど先生がおっしゃった、気配提示義務が履行されていない場合だけを監督対象として、おかしな気配を提示して投資家を食い物にしていないか見張らないのは大丈夫なのかということについては、まずは先生がおっしゃったように不公正取引規制の問題で処理されるということ、それから、日経平均株価や TOPIX であれば基準価格があるわけで、変な気配が出ていたとしても、それから異常にずれていたら、ほかの人の注文状況も板情報として見えるわけだから、異常な気配が出ていても単に無視されるだけだということなのかな、と思った次第です。

○久保　なるほど。不正な気配提示というのがどういう形でされるのかというのが実際よくわからない。私はこの辺の仕組みもあまりよく理解できていないので、どういう形で食い物にするのかというのもよくわからないところではあるのです。不勉強で申しわけないのですが、おっしゃるように、もし実際に市場においてほかの注文と競争するというのであれば、結局はほかの価格で対当するよねということになるのだらうと思います。

ただ、マーケットメイク制度が導入された理由が、流動性が低いからですよということだとすると、では、ほかの個人の一般投資家の注文と対当するからいいかということ、それだけでは不十分だからマーケットメイカーをつけたのですよねという話になるわけなので、そこはちょっと……。

だからこそ、マーケットメイカーには例えば最大スプレッド等の義務を課しました、そうすることで一般投資家だけでは不十分なところをほぼ押さえられますよということなのかもしれません。

すみません、その辺は本当に上っ面だけしか報告できていなくて、申しわけないところでございます。

【同一原資産を対象とする ETF 銘柄が複数存在することの意義】

○梅本　TOPIX や日経平均株価にトラックする ETF は、先ほど JPX のホームページを見たところ、それぞれ六つから八つぐらいあったのではないかなと思うのですが、流動性を向上させるのであれば、瑣末な話なのですから、一般投資家からすると、同じ指数にトラックする銘柄は少なければ少ないほど流動性は向上するわけですね。

○久保　ええ。

○梅本　銘柄がたくさんあれば、それこそ流動性が分散してしまうと。この辺、もしかしたら東証の上場政策との関係で難しいのかもしれないですけれども、流動性を向上させようとするれば、トラックするインデックスとの関係で銘柄数を減らすのが結構簡単な方法ではないかと思うのですが、いかがでしょうか。

○久保　ただ、そこは、例えば同じインデックスにトラックさせようとするときに、どういう原資産バスケットを組むかというところで競争が起こることが多分あるのだらうと思うのですね。

○梅本　たしかに、おっしゃるとおりですね。

○久保　それは多分個人投資家にはわからないわけで、原資産バスケットと言われても、それは何ですかという話になるのかもしれませんが、機関投資家ならばそういう分析はできるだろうと思われます。複数の運用会社が、機関投資家も視野に入れつつ同じインデックスにトラックする ETF をつくり、結果的に流動性に競争が生じるというようなことは、あるいはあり得るのかもしれない。

機関投資家に向けてよりインデックスにトラックする ETF をつくる、あるいはうまくさやがとれるようなインデックスという形で、そちら向けの競争という形で五つ、六つありますよと。そこで流動性を競うということは、あるいはあり得るのかもしれませんが。

#### 【投資法人の監督役員に関する欠格事由】

○川口 最初に飯田先生から話があった、投資法人の監督役員に関する欠格事由につき、9ページの「スポンサー企業(?)」としてあるところで、後で話をするということでした。結局、その話がなかったのですけれども、これは、親法人等についての話なのに、なぜスポンサー企業と言葉を変えているのか、といった話でしょうか。

○久保 そういう話です。

○川口 それでは、これについて久保先生が疑問に思われる点をお聞かせいただければと思います。

○久保 商事法務を読んでいると、このスポンサー企業というものが投資法人のスポンサーを指しているようにも読める。でも、ここで問題にしているのは、投資法人と取引をする金融商品取引業者の親会社ですから、なぜここでスポンサー企業という言葉を使ったのかがよくわからない。

恐らくスポンサー企業とは投資法人のスポンサーを指す場合が多いのではないかなと思うのです。それが私の誤解であればご指摘いただきたいのですけれども、なぜここで「スポンサー」という言葉を使ったのか、というのがクエスチョンマークの意味です。

○川口 スポンサー企業等と利害関係を持つてはいけないと立案担当者は書いているけれども、その中身は金融商品取引業者の親会社等であり、また子会社等である。この点がよく分からないところですね。

○久保 だから、なぜこう書かれたのかなあというところがちょっと……。

○黒沼 言葉はともかくとして、運用業者の親会社がスポンサー企業になっている、あるいはスポンサー企業が運用業者をつくって、それで投資法人の運用業務を受託するというのが典型的だから、そういう語を使っているというだけではないのですか。

○久保 なるほど。もしそういう実態が多いということであれば、実態としてそういう形で、いわば両者が一つのものといった形でやっているからということなのかなと。わかりました。ありがとうございます。

○北村 商事法務 2162 号 14 頁には「投資法人のスポンサー企業」という書き方がされていたので、何となく実態がそうなのだろうというのわかりました。ただ、規定の上では、委託されるほうの金融商品取引業者の親会社等と兄弟会社ですよ。

○久保 ええ。

○北村 今回の改正の趣旨がレジュメの9ページにあり、そこでは、監督役員の親族がスポンサー企業の役職員であったとしても、当該親族が投資法人の資産運営に関与していないと利益相反を誘発しにくい、とされています。ただ、規定の上では、改正の前も後も、親族が形式的にどういう地位にあるかということだけを問題にしている、改正後であれば、親会社等のほうは役員と重要な使用人ですね。兄弟会社のほうは、使用人は全部除くということです。これは改正の趣旨と合致しているのでしょうか。

つまり、実態的に何に関与したかではなくて、単に親会社等や兄弟会社において一定の役職についているかどうかだけを問題とするという規定の仕方が、この改正の趣旨に合っているのか、疑問があります。

○久保 それは恐らくご指摘のとおりだろうと思います。背後にある考え方を付度すれば、そういう重要な使用人でなければ、いわば機械的に事務処理をするような人だろうというような考え方になってくるのかなと。だからこそこういう形で

除外できますよということになって、逆に言うと、そういう投資運用に関する意思決定ができるような地位にある人は重要な使用人になるのだという頭があるのかもしれない。ただ、それを言い出すと、※のところに書いた、会社法の規定と一致する内容ですよというところと何か齟齬が生じるような気がしてしまっていて、別に投資運用にそれなりの影響力があっても、例えば係長とか、取締役会の選任の対象にならない人も多分いるでしょうから、そこは確かにご指摘のとおり、ちょっとここは齟齬があるのかもしれないということは言えると思います。

○北村　もともと欠格事由の対象が広過ぎたのですかね。形式的に役職で切っているのですけれども、資産運用に関与したという要件はなかなか入れにくいということですかね。

○久保　入れにくいということなのかもしれません。形式的に切らないと、後で紛議になったときに解釈が大変というところはあるのかもしれませんが。

○川口　投資法人のスポンサーとは、どういうものなのですか。

○久保　どういうものなのでしょう。（笑）だから、例えば投資信託をつくるときに、投資法人を使って実際に投資を行う主体ということになるのですかね。例えば証券会社とか、そういうところになるのか。

○黒沼　いや、スポンサーというのは不動産会社ではないのですか。つまり、投資物件を提供してくれる会社ということです。

○久保　その辺もあまり仕組みがよくわかっていないままの報告になってしまったわけで……。

○片木　原資産の提供者ではないでしょうか。

○志谷　投資法人というと、日本の場合はREITが支配的であるという実情がありますので、今の黒沼先生のご解説どおりではないかと思います。

○久保　なるほど。ありがとうございます。

○黒沼　ほかはよろしいでしょうか。もしなければ、本日はこれで終わりにしたいと思います。