

「第3回 東京国際金融センターの推進に関する懇談会」議事要旨

日 時 平成27年3月20日(金) 午前10時00分～11時30分

場 所 日本証券業協会 第1会議室 (東京証券会館5階)

出席者 伊藤座長ほか各委員

議事概要

1. 東京国際金融センターの推進に向けた取引所市場の課題

【プレゼンター】

株式会社日本取引所グループ 取締役 兼 代表執行役グループCEO 齊藤 惇 氏

株式会社東京証券取引所 執行役員 小沼 泰之 氏

2. 意見交換

議事概要

1. 東京国際金融センターの推進に向けた取引所市場の課題

株式会社日本取引所グループ 取締役 兼 代表執行役グループCEO 齊藤 惇 氏及び株式会社東京証券取引所 執行役員 小沼 泰之 氏から、「東京国際金融センターの推進に向けた取引所市場の課題」について、資料に沿って説明が行われた。説明の主なポイントは以下の通りである。

・ 説明の主なポイント

(日本取引所グループ 齊藤委員)

- ・ 魅力的な商品を上場させ、流動性の高い市場を作ることが取引所にとって最も重要だが、そのためには、日本の投資家だけではなく海外の投資家の参加を促すため、国際的なルールを踏まえて対応する必要がある。
- ・ J-REIT市場は、2001年9月に2銘柄でスタートしたが、2015年2月10日現在で50銘柄、時価総額が10兆円にまで拡大してきている。資金調達を始め、日本の不動産市場の発展に大きな影響を与えている。
- ・ ヘルスケアREITの上場、上場インフラファンド市場の創設への取組みといった動きもあ

る。

- ・ 一方で、日本のデリバティブ市場は、取引高において、世界 14 位、アジア 9 位に留まっている。
- ・ 日本のデリバティブ市場は、国内のプロ投資家はあまり利用せず、海外投資家ばかりが参加している状況となっている。本年5月 25 日、日経 225Weeklyオプションを新商品として導入する予定であるが、導入に際し、海外の投資家からは好意的な反応があるが、日本においては積極的にマーケットメーカーになろうという声はないのが現状である。

(東京証券取引所 小沼氏)

- ・ 株式市場の現状について

世界各取引所との比較、市場の流動性・投資家層の特徴、IPO市場の推移・傾向、市場活性化に向けた最近の動きについて説明があった。

その後、株式市場において取り組むべき課題として、以下について例示があった。

- ① ガバナンス改善に向けた企業の意識改革
- ② NISAやDC拡充を契機とした投資促進、国内機関投資家のアクティブ運用の積極化による上場会社への働きかけ
- ③ 海外への情報発信
- ④ スピンオフの支援等の企業が事業再編をしやすい環境・法整備の支援等

- ・ ETF/ETN市場について

世界各取引所との比較、市場の流動性・投資家層の特徴、現在の銘柄数とラインナップ、最近の動き及び銘柄別の売買代金シェアについて説明があった。

その後、ETF/ETN市場の取り組むべき課題として以下について例示があった。

- ① コモデティETF、債券指数ETF/ETN、海外指数ETFをはじめとした品ぞろえ拡充と整備
- ② 多様な銘柄組成を目指すにあたって、運用会社による商品組成と証券会社による引受けの必要性
- ③ 流動性の向上、投資家層の拡充、個人投資家への販路の拡大等

- ・ J-REIT市場について

世界各取引所との比較、市場の流動性・投資家層、REIT銘柄数と対象不動産の拡大、ヘルスケアファンドの上場や上場インフラファンド市場の創設等の市場活性化に向けた最近の

動きについて説明があった。

その後、J-REIT市場の取り組むべき課題として以下について例示があった。

- ① 地域活性化を図るための地域特化型REITの組成や米国市場並みの公的不動産のREIT活用も視野に入れたREITの多様化、投資対象のグローバル化
- ② GPIF等の年金基金におけるオルタナティブ投資の一環としてのJ-REIT投資の推進、個人投資家においてはNISA等を通じた投資家層の拡充
- ③ 上場インフラファンド市場の創設と育成等

・ プロ向け市場について

プロ向け市場について、株式・債券両市場の現状及び上場銘柄数の状況、日本政策投資銀行による投資枠の設定、東京都外債のプロボンド市場上場の検討等、市場活性化に向けた最近の動きについて説明があった。

その後、プロ向け市場の取り組むべき課題として、以下について例示があった。

- ① プロ向け市場を国際色豊かな市場として育成・活性化
- ② 市場育成に向けて国内外のプロ投資家の市場への参加を促す姿勢や環境づくり等

・ 上場デリバティブ市場について

世界各取引所との比較、市場の流動性・投資家層の特徴、上場商品のラインナップ、市場活性化に向けた最近の取組みについて説明があった。

その後、上場デリバティブ市場の取り組むべき課題として、以下について例示があった。

- ① 個別株オプション・超長期国債先物・JPX日経400先物等の既存の上場商品の市場拡大、日経225Weeklyオプションの市場拡大
- ② 投資家へのさらなる周知等による流動性の向上
- ③ 税制面等の環境整備等

・ 総括として

グローバルなマーケットに向けて、業界全体として取り組むべき事項として、以下について例示があった。

- ① 人材の交流・情報の集積を通じた国内人材の育成
- ② 日本国内における小規模運用会社が参入しづらい環境の改善に向けた取組み
- ② 小規模運用会社の設立・育成、運用資金供給等

2. 意見交換

(1) 東証の取組みについて

- ・ 現物の株式市場について、東証のいろいろな改革を促してきた1つとして PTS(私設取引システム)がある。例えば、東証で呼び値の刻みを PTS と同等に引き下げたこと等が挙げられる。PTS の取引高は一時全体の7%ぐらいのシェアだったが、現在は低下している。このような好循環を維持するためには、PTSが信用取引を取り扱えないこと等の足かせを取り除き、PTSのシェアを上げるべきと考える。東証と PTS が互いに競い合っ
て全体のパイを大きくしていくという意味で、PTSの活性化策を市場全体で考えるべきである。
- ・ 取引所が改革を進めるトリガーは必ずしもPTSだけではなかった。取引所間の国際競争を受けた危機感から抜本的に変えようとしてきた。
- ・ コーポレートガバナンスの改善や ROE の向上に向けた取り組みが進められている。企業経営者側もどのようにして企業価値を上げるかという発想に立つようになってきている。企業価値と企業利益が上がってきており、外国人投資家が日本株へ投資しようという一つの動機になるのではないか。
- ・ このJPX資料を拝見すると、貸株への言及がない。東証の商品ではないのかもしれないが、運用者の利便性の観点から、日本の会社の貸株だけでなく、例えばアジア・パシフィックの会社の貸株についても、東京市場においてワンストップショップで出来るような貸株市場を創っていく事が望まれる。
- ・ 東南アジアの取引所においては、取引所の相互間接続の取組み等が行われており、これに欧米の投資家も参加した場合、東南アジアに大きなグロース・マーケットができる可能性がある。
- ・ 東南アジアに大きなグロース・マーケットができることについて、日本としてそういった企業をどのように誘致していくのか。
- ・ 上場誘致は取引所が行うが、実際の引受けについては証券会社にお問い合わせざるを得な

い。また、東京に特別な魅力がない限り、ルールや言語の違いを伴いながら、東京に誘致することは難しい。東京市場の魅力を増すためには、関係者で検討を行い、アクションをとっていくしかない。ASEANとのつながりは重要で、東証では金融庁等の諸関係者と協力してミャンマー関連等の戦略を進めている。

(2)東京市場のプロモーションについて

- ・ 市場規模は日本経済又は日本企業の規模に制限されているので、市場規模のランキングにこだわる必要はない。国内市場の強みと特徴を生かした施策を行うべきである。例えば、企業のガバナンスをアピールしたり、金融規制の透明性や売買の透明性をアピールすべきである。ヨーロッパやアジアの代わりではなく、東京市場としてのアピールを行っていくべきではないか。
- ・ 海外投資家をどのように日本に呼び込むかというテーマについて、リターンを求める海外投資家であれば日本国債のような低金利のものは対象にならない。したがって、重要なのは株式であり、株式は、日本の経済と日本の企業の魅力がはっきり出る。その上で、透明性やガバナンスはとても大事である。日本の企業が世界経済の代表、アジアの代表としての投資対象になっていくことが重要である。
- ・ スチュワードシップコードとコーポレートガバナンスコードの導入により、海外の注目度がとても高くなって、日本を再評価しようという動きがあるが、注目度が高くなったのは英語による発信が大きいと思う。スチュワードシップコードとコーポレートガバナンスコードの会議の内容が時間を置かずに英語で発信されたことで、パブリック・コメントの募集においても海外からのコメントが多かった。このような懇談会も可能な限り海外に発信すべく、地道な取り組みが重要ではないか。

(3)ETFについて

- ・ 東京がアジア・パシフィックのゲートウエーになっていくという考え方で、REIT、ETFの商品ぞろえを充実させる必要がある。アジアのREIT市場は非常に注目されており、おそらく5年程で今の倍ぐらいの市場規模になると思われる。これを東京市場が取り込んでいくために、日本だけで考えるのではなくアジア全体の市場を見ていく取り組みが必要である。E

TF、REIT市場については、これからベビーブーマーが退職を迎える時期になり、その方たちの参加も1つの契機にはなると思う。その点で啓蒙が必要であり、また、ETF、REITに限った形で取引時間を延長することも考えられるのではないかな。

- ・ 商品ETFは取引量が増えてきており、特に原油に関しては、個人投資家からの問い合わせが東京証券取引所に多く寄せられている。日本には小麦、トウモロコシなどのすべてのETFがある。総合取引所化は諸事情により進んでいないが、商品ETFの先物を大阪取引所に上場させ、業者にマーケットメイクしてもらってはどうかと考えている。
- ・ どのようなことならできるのかという発想で問題を考えていかなければ、具体的には動いていかない。例えば、総合取引所について、日本では現存の取引所の統合のような形をイメージしているが、現在の取引所が新たな商品を加えていって総合取引所化することも可能である。商品ETFの品ぞろえを増やしていくこともその取組みの一つになる。阻害要因があったとしても、小さなことを少しずつ行っていくことが重要である。

(4)デリバティブについて

- ・ デリバティブとETF市場において、国内は個人投資家の売買が中心であり、国内プロ投資家の参加がほとんどないのは問題である。流動性向上のため、例えば、この分野で著名な個人トレーダーに、銘柄選択でなくトレーディング中心の運用会社を立ち上げてもらうなど、奇抜な方策を検討する必要があるのではないかな。
- ・ 金融機関の従業員は、社内規則等においてデリバティブ取引が禁止されている。コントロールされたリスクの範囲で、資産の効率的な形成のためにデリバティブを利用することは有用であり、これらの規制を変えていくべきである。
- ・ 経産省が管轄している商品関係と、金融庁が管轄している金融関係が分断されていることが先物市場の発展を妨げている。例えば、原油と株の指数の裁定取引(アービトラージ)などが、1つの場所で売買ができることによって幾何級数的に取引が増える可能性がある。現実には日本の商品取引所の経営は難しい状態にあり、独立させておいて良いのか議論がある。小さな規模の商品取引所を独立で存続させることによって、大きなデリバ

ティブ市場の発展を妨げて良いかは根本的な問題としてある。

(5)運用について

- ・ 欧米のオプションやETF市場は機関投資家が大きなシェアを占めている。欧米のポートフォリオには、ヘッジが入っており、ストレートに日本株を買っている機関投資家はほとんどいない。ローリスク、レラティブリー・ハイアー・リターンを狙ったポートフォリオをつくっている。日本ではヘッジを使わない運用がされており、リスク・リターンをどのように考えて運用を遂行しているのか疑問に感じる。
- ・ 財団、大学、年金基金及び共済組合などのアセットオーナーにおいて、デリバティブなどの投資対象に制限を設けているところが多い。社債についても同じであり、一定格付以下のものは投資対象にしてはいけないという制限が入っているため、アセットマネージャーが投資できる範囲は相当限られているという実態がある。投資対象の範囲がどのように規定されているかについて、改めてその実態を調査するということに加えて、過度に投資制限をしているという実態がある場合、どのようにエデュケートしていくかが課題として挙げられる。
- ・ アメリカのプロ投資家は、外部の格付機関がAAAとつけたものは買わず、ボーダーラインのところで能力を発揮し、相対的にリスクのある銘柄への投資でアルファをとるポートフォリオマネジメントを行っている。日本のようにAA格以上でないと買わないというステレオタイプな運用をしていると、リターンが限定されてしまう。制限すべき点とある程度開放すべき点を考えていくべきである。
- ・ アメリカで多種多様な投資運用方針が存在して、なぜ日本で存在しないかについて、機関投資家の性質によるところがある。アメリカの場合、年金基金、大学の財団基金、ファミリーオフィスなど、異なったリスク選好を持った投資家に対して、様々な商品が提供され、異なる投資戦略がとられている。日本の場合は、GPIFに代表されるように、ポートフォリオはロングオンリーで公募証券のみが対象となっている実態がある。
- ・ 日本でも小規模なアセットマネージャーがたくさん出てくることが望まれる。大きな運用会

社もそのような小規模なアセットマネージャーにパフォーマンス面で追い上げられて切磋琢磨していけるとよい。顧客である年金に様々な投資戦略の商品が売り込まれることで、年金などにおけるアセットアロケーション、投資戦略に多様化が出てくる。

- ・ 今後、5年、10年を見据えて、東京市場が何をターゲットにしていくのかを検討していくべきである。例えば、従来、日本の債券市場の主要な投資家である銀行は、バーゼル規制のリスクウェイトを考慮し、社債ではなく国債に投資を行ってきた。最近では、日本の各銀行は日本国債を投資対象から外す動きがあるが、代わって会計基準の問題を考慮し、米国債の7-10年のラダーに投資するなど、普通の投資の考え方ではあり得ないようなことが起きている。さらに、バーゼルでは国債のリスクウェイトを上げるという議論が出てきており、銀行のポートフォリオは大きく変わる可能性がある。
- ・ 一方、社債はリーマンショック以降、流動性が減り、ポジションが相当減っている。運用会社が日本の商品だけでポートフォリオを組む場合、日本株と国債しかない状況になっている。
- ・ 運用会社が今後5年、10年単位で考えて、金利の反転も想定した場合、単純なポートフォリオでは対応できない。クレジットリスクも分散させながら、ポートフォリオを組んでいくという手法が問われているが、それを提供する場が日本にはない。早急に官民を挙げて、債券市場における低リスクプロファイルのポートフォリオをつくるニーズをつくり上げ、低リスクの中でも比較的风险のある商品の流動性を高めていかなければいけない。バーゼル規制の問題があるので、このようなポートフォリオに対する金融機関からのニーズを発掘するのは難しいかもしれないが、年金や投資信託等ではニーズが出てくるかもしれない。
- ・ 国際金融センター化は大きな課題であり、個別具体的な努力を続けていく必要がある。例えば、投資家がいらないところに金融センターは成立しないから、運用拠点を集めることから始めてもよいのではないか。
- ・ いわゆる財団法人では、収支相償の原則がある。運用において短期的に利益が出た場合、例えば、新聞広告を出すなどして収支を合わせることが行われている。少し長期かつ

持続的に運用益が活用できるよう準備金や積立金にする等の発想がない。

- ・ この世界的な低金利においてアルファをどう積み上げるかといった観点で日本のアセットマネージャーも運用を行っているが、ボラティリティーや流動性の問題から、デリバティブ取引については、東京ではなく、ニューヨークで行っているケースが多い。こういったところから変えていく必要があるとは認識している。
- ・ アセットオーナーとアセットマネージャーとの関係で、ルールによって運用が制約されているという点について、公的なアセットオーナーは実質上いろいろな形で縛られている場合もあるが、そうでない本来自由なアセットオーナーは、アセットマネージャーとの話し合いによって投資のルールを個々に拡大、変更していくことが可能ではないか。
- ・ アセットマネージャーとアセットオーナーの間の話し合いによって投資のルールを個々に拡大していくことについて、アセットオーナーである企業と運用手法を話し合い、合意ができた事例はある。ただ、残念ながらそれが非常に限定的なのが実態である。
- ・ アセットマネージャーとアセットオーナーの関係について、かつてのAIJ事件等、普通のデューデリジェンスを行っていたら到底委託しないような業者に対して一任を与えていた例がある。加入者、受給者のお金を怪しげな業者に委ねてしまうケースがある一方、厳格なルールに自縄自縛になりながら運用を行っているという非対称性が日本にはある。どうやってあるべき姿に近づけていくかというのは非常に大きなテーマである。
- ・ GPIFの運用資産は130兆円あり、GPIFのポートフォリオを変えていけば、大きく現状が変わっていく可能性もある。
- ・ 金融センターとして、小さな運用会社であっても特徴ある運用会社が集まってくるというような状況になるためには、もちろん税制等の整備も必要であるが、人材の集積が必要である。人材を集積させるためには、教育や研究の世界とのネットワークが必要になる。次の会合は資産運用なので、特に資産運用についてはこのような視点から捉えることが重要である。

- ・ GPIFにおいて運用方針が改訂され、その他の公的共済等も追随した場合、ポートフォリオの多様化は更に進むこととなる。また、スチュワードシップコードやコーポレートガバナンスコードにより、公的な機関投資家についても透明性が求められており、このようなことがうまくかみ合わさると、市場に厚みが出てくるものと考えている。

(配布資料)

- ・「東京国際金融センターの推進に向けた取引所市場の課題」

(以 上)