

金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）について

平成 21 年 12 月 22 日

株式会社東京証券取引所グループ

代表執行役社長 齊藤 惇

1. はじめに

先日発表された、「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）」（以下「骨子（案）」）について意見陳述の機会をいただきありがとうございます。

今般の世界的な金融危機を受けて、欧米を中心に金融システムの強化に向けた様々な市場改革が進行している中で、我が国においてもこのような取組みが進められていくことを心強く思います。

2. 市場の構造と規制のあり方

金融・資本市場に係る制度整備の検討にあたっては、現物市場とデリバティブ市場によって構成される現在の市場構造を前提に、それぞれの役割に即した改革を進めていくべきと考えます。このうち、現物市場は投資家と企業を結びリスクマネーの供給メカニズムの中心に位置し、我が国経済の発展と国際競争力の強化に直接的に結びつくものであります。一方で、様々な商品や指標等をもとにしたデリバティブ市場が現物市場を取り囲むように存在します。デリバティブ取引は、リスク・ヘッジはもちろんのことそれ自体を投資の対象とするものなど様々な目的で取引が行われておりますが、効率的な資金配分という金融・資本市場に本来求められる社会的意義に照らすと、これが行き過ぎた単なるマネーゲームの手段としていたずらに拡大していくことは望ましい姿とは言えません。デリバティブ取引が有するレバレッジ効果や商品設計の柔軟性等の特徴が、本来の意義から離れた商品の開発・拡大につながっていくことがないよう適切に規制がなされるべきと考えます。

現物市場、デリバティブ市場それぞれ商品の特性に応じた規制が必要ですが、そのいずれにも共通する課題としては、いかに取引の透明性を確保するかということと、いかに我が国に取引を集め海外流出を防ぐかということがあります。

取引の透明性につきましては、これはどのような取引が行われているかを監督当局や投資家が把握できるような状態におくことが必要です。取引所取引と異なり、相対の取引は基本的には外部からうかがい知ることはできません。相対取引は取引当事者間の問題であるように見えますが、その取引に決済不履行が生じた場合、その規模や他の取引に与える影響によっては金融システム全体に影響を及ぼす可能性もあります。

透明性を確保する観点からは、できうる限り多くの取引が取引所に集まることが望ましく、このことは価格形成の面からも肯定しうるものです。一方で、

現在の主流の考え方は、いかに市場間で競争をさせるかということに重点をおいております。もちろん競争は効率性や革新をもたらすものであり、市場間においても有効であることは否定できません。しかしながら、競争を生じさせるためにことさら市場の分裂をもたらすような議論があることには違和感があります。これは何も我が国に限った話ではありません。EUにおいてMiFID（金融商品市場指令）という市場構造を規定する新たな規制が施行されて2年あまりたちますが、相当程度の市場分裂が生じ、現在規制の見直し作業が行われております。

次に取引の海外流出の防止ですが、これは主に規制の行き過ぎによりもたらされるものです。取引の海外流出がもたらすものは、まず日本の投資家がアクセスすることが難しくなることがあります。さらに、日本の監督当局や投資家の目が届きにくいところで取引が行われ、その実態が分からないところで起きたことにより日本の金融システムや投資家が影響を受ける可能性があります。

以上の点を総括しますと、我が国における金融・資本市場の規制が目指す方向性は、秩序のある自由な取引を行うことができる環境を用意し、日本に取引が集まるようにすること。そして、ひとたび問題が生じたときには適切に対処が行えるように、透明性が高い市場を構築することであるべきです。

3. 店頭デリバティブ取引の決済の安定性・透明性の向上について

(1) 店頭デリバティブ取引の清算集中の必要性

店頭デリバティブ取引で行われている相対での決済には、取引の相手方が破綻し決済が履行されないリスクがつきまとうこととなります。個別の金融機関の破綻による決済不履行は、場合によってはその影響が金融システム全体に波及しシステムミック・リスクを引き起こす危険性をも有します。

取引所市場における取引については、清算機関が取引当事者の間に入り、たとえ一方が破綻した場合でも破綻した者に代わって決済を行うこととなっており、これにより危機の伝播を防ぐ役割を果たしています。

店頭デリバティブ取引についても、この清算機関を利用することにより、リスクを適切に管理することができれば、金融システムの安定性を確保することが可能になるものと考えます。そして、このような仕組みの整備が、我が国店頭デリバティブ市場の発展につながり、もって我が国金融・資本市場の競争力強化に資するものと考えます。

(2) 店頭デリバティブ取引の清算集中のあり方

①国内集中の必要性

世界的な金融危機が進行する中で、欧米の金融機関の健全性が損なわれました。世界各国において、自国の金融システムそして国民経済を守るために、金融機関への資本注入等の対策が行なわれてきました。

このことから得られる示唆は、規制の枠組みについては各国で協調して作りあげることが可能であっても、実際に自国の金融機関が破綻すると、その負担はその金融機関の母国が負うということであり、各国の金融機関のリスクはそれぞれの国の規制当局が適切に管理することが、当に国益に適うということです。

これを踏まえると、我が国金融機関が参加する清算機関は、日本の監督当局による直接の監督下にあることが望ましく、骨子（案）の「国内清算機関への集中が本来望ましいところである」との記載に賛成です。また、これを実現するために、私どもインフラ機関のみならずその利用者である金融機関とともに基盤整備に向け市場関係者が一丸となって努力していくことが肝要と考えます。

ただし、店頭デリバティブ取引の実態を踏まえると、クロスボーダー取引が多くを占めているような取引については、骨子（案）が示すとおり、取引の利便性・効率性を維持しつつ、我が国監督当局により適切な管理を行うことができる方策として、国内清算機関と外国清算機関のリンクを導入することが望ましいと考えます。

②外国清算機関制度

清算機関が金融システムにおいて果たすリスク管理上の役割を考えると、我が国の法制や市場の実態に沿って業務を行うことができる制度・態勢を有し、我が国監督当局による監督に従うことが必要です。そのような条件が満たされなければ、特に危機時において適切な処理がなされ得ないと考えます。よって、国内清算機関と同等の制度・態勢を有することを要件として個別の審査がなされ、また、我が国監督当局による監督下におかれなければ、外国清算機関の参入は認められるべきではないと考えます。

③国内外清算機関間のレベル・プレイング・フィールドの確保

また、外国清算機関の参入を認めるにあたっては、我が国金融システムの安定性確保のためのリスク管理の重要性という観点に加え、国際市場間競争という観点から、国内清算機関と外国清算機関とのレベル・プレイング・フィールドが確保されることが重要です。

清算機関は市場インフラの中でも特に規模の経済が働くことから、常に国際的な競争にさらされています。現在は欧米が競争の舞台の中心ですが、外国清算機関による我が国市場への進出を認めることにより、早晚アジア域内においても競争は激化するものと考えます。現実には、アジア共通のプラットフォームを担うことを志向する動きを見せる機関も存在します。

こうした競争は金融サービスのクロスボーダー化が進展する中で避けて

は通れないものでありますが、取扱可能商品の範囲が外国清算機関と国内清算機関で異なるなど、法制・規制の違いが競争条件に差を生じせしめることにならないよう、我が国の清算機関法制やその運用にあたって配慮されることを強く希望いたします。

4. 国債取引・貸株取引等の証券決済・清算態勢の強化について

(1) 清算機関の集約の有用性

様々な取引の清算が集約されることは、担保の効率化やネットィング効果の向上、市場参加者のオペレーションや事務負担の軽減が期待できます。それにより、我が国における清算体制は効率性が向上し、国際的な競争力強化に資することは、骨子（案）と認識を一にしております。

(2) 国際競争から見たあるべき姿

清算・決済システムの安全性及び効率性は、国際的な投資に際しての重要な評価ポイントであり、一国の金融・資本市場制度の完成度を測る一つの尺度であります。

海外においてはその国を代表する清算機関が存在しますが、我が国においても幅広い分野を取り扱う単一の清算機関を作り上げ、日本を代表する清算機関として確立することが、世界から我が国に投資を惹きつけるための重要課題であり、また、今後激化が予想されるポストトレード分野での国際的な競争に勝ち残っていく手段であります。

私ども東京証券取引所グループは、取引所市場運営会社のほかに、株式及び上場デリバティブ取引の清算を行う日本証券クリアリング機構を企業集団に有しております。

日本証券クリアリング機構は、全取引所の株式取引の清算機能を担うために設立された機関であり、東京証券取引所が長年積み上げてきた清算・決済に関するノウハウを引き継ぐとともに、リスク管理の仕組みを整えてまいりました。昨年のリーマン・ブラザーズ証券破綻時においては、それらを十分に発揮して処理することができたとの評価をいただいております。

このような実績や評価に照らして、日本証券クリアリング機構を日本を代表する清算機関とすべく取り組むことが、我が国金融・資本市場の競争力向上のために必要不可欠であると私どもは考えております。具体的なアクションの一つとして、CDS や金利スワップといった店頭デリバティブ取引の清算業務につきまして、昨年 9 月以来、幅広い市場関係者の皆様とともに、実現に向けた検討を続けております。

こうした新分野への取組みも含め、骨子（案）に示された課題に対して、私どもはグループで有する経営資源をもって、引き続き日本証券クリアリン

グ機構の機能の強化に取り組んで参ります。

5. ヘッジ・ファンド規制について

ヘッジ・ファンドの規制のあり方については、金融危機以前から国際的にあるいは各国において様々な議論が行われております。しかしながら、規制の内容については未だ議論が収斂したとは言い難く、アメリカとヨーロッパ、さらにはヨーロッパの中でも議論の方向性に相違が見られる状況と認識しております。ヘッジ・ファンドはある国で厳しく規制したとしても、他の国へ移転するだけであり、かえって厳しく規制した国の利益を損なう結果を招きかねない点がこうした規制の難しさの背景にあるものと理解しております。

このような状況にあることから、現在の制度から変更することについて結論を急ぐべきではなく、国際的な議論の動向に留意しつつ、欧米の規制とのバランスが取れた対応を図っていくべきと考えます。今後も議論が続くものと考えますが、ヘッジ・ファンドがその投資手法ゆえに市場に多様な投資判断や流動性をもたらしていること、現在においては資金運用の一手段として確立していることに留意するべきと考えます。

6. 地方公共団体に係る特定投資家制度の見直し

地方公共団体に係る特定投資家制度の見直しにあたっては、地方公共団体の中には十分な投資経験・体制を備えた団体が少なからず存在すること、及び地方公共団体の資金運用を効率化することは納税者の利益となることを十分に踏まえ、投資経験・体制を備えた地方公共団体がいたずらに委縮することなく円滑に特定投資家に移行できるよう手続きの透明化・円滑化並びに啓蒙をお願いいたします。

7. 空売り報告制度の整備について

空売り残高情報報告を恒久化する場合には、既存の恒久措置である価格規制と並存することとなります。欧米主要国において価格規制とポジション報告制度の両方を適用している事例はないといった諸外国の空売り規制の状況も勘案し、空売りを過剰に規制することとならないよう、例えば価格規制を撤廃するなど、我が国空売り規制全体としてのあり方について中長期的な視点を含めて検討が必要であると考えます。

また、空売り残高情報報告の対象について、仮に店頭デリバティブ取引のポジションも加えることとする場合、個人を含めた投資家及び証券会社の報告実務に支障が生じることのないよう、その具体的な取扱い（含めるべき範囲及び具体的な計算方法等）について予め明確化されていることが必要であると考えます。空売り残高情報報告の水準については、一度報告を行った空売り残高情報の数値に変動があった場合の報告基準の設定を含め、欧州における議論も参

考に、我が国においても見直しについて議論をする余地があるのではないかと考えます。

さらに、空売り残高情報報告の方法について、現状では、報告を行う投資家の立場から見ると、複数の証券会社を利用して取引を行った場合にどこに報告すべきか分からない、また、公表情報を活用する市場利用者から見ると、重複上場銘柄についてどの取引所を参照すればよいか分からない、といった不便があると考えられます。主要国の現状も勘案すると、市場利用者の利便性向上の観点から、報告先及び公表場所を最終的に取引所に集約するのではなく、当局（例えば EDINET）に一元化することも検討が必要であると考えます。

このほか、信用取引を含めた空売り制度全般の透明性を高める観点から、信用取引の委託保証金制度について、店頭デリバティブ取引として位置づけられる個別株の CFD 取引に係る証拠金制度とのイコールフットイングが図られることが必要と考えます。

以 上