

## 金融・資本市場に係る制度整備について

今次の世界的な金融危機を受け、店頭デリバティブ取引やヘッジ・ファンドなどに関して海外・国内において様々な議論が行われている。

こうした各般の議論や我が国の実態を踏まえ、我が国として対応すべき諸課題について、今通常国会に向けた具体的検討を開始することとし、昨年 11 月 13 日、「金融・資本市場に係る制度整備について」において、①店頭デリバティブ取引に関する規制、②ヘッジ・ファンドに関する規制、③証券決済・清算態勢の強化、④証券会社の連結規制等、⑤投資家保護・取引の公正の確保の各項目について、市場関係者等から適宜調査等を行うこととした。

これらの項目は、今次の金融危機において国際的な重要課題として認識されたのみならず、我が国金融・資本市場においても、今後早急に取り組むべき問題として認識されたものである。

昨年 12 月 17 日に、市場関係者等からの実態調査も踏まえ、国際的な議論や我が国の金融システム・金融業の実情に照らし、的確な対応を行う等の視点に立って、「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子（案）」を公表した。その後、同骨子案について市場関係者等との意見交換を行う等、更に広く意見を募集したところであり、それらの意見を踏まえ、「金融・資本市場に係る制度整備について」を整理した。当該整理は、我が国における危機の伝播を抑止するための措置の実施、金融商品取引業者等への適切な規制・監督を通じて、我が国金融システムの安定性・透明性の向上と投資家保護の確保に資するものと考えている。

また、ファンド販売業者や信託会社等に対して行政処分が行われた場合等において、当局がファンド販売業者等の破産手続開始や新受託者の選任等を申し立てる権限が設けられていないことから、投資家や受益者の財産の保全が図られない等のおそれが生じている。従って、投資家・受益者保護の観点から、こうした事態に対応するための制度整備を併せて行うこととする。

これらについて、今後、本年の通常国会での法案提出を含め、制度整備に向けた取組を行って参りたい。

### I. 店頭デリバティブ取引の決済の安定性・透明性の向上

#### 背景

#### (1) 今次の金融危機時における店頭デリバティブ取引の決済リスクの発生

店頭デリバティブ取引については、金融機関において膨大な相対取引が行われている中、市場の透明性が欠如しているとの指摘や、リスク評価が必ずしも適正に行われていない等の指摘がある。

このような中、今次の金融危機時に、取引の大半（94.6%（平成 21 年 6 月末、BIS 統計ベース））が行われている欧米において、特に CDS 取引については、決済・清算に係る市場インフラの整備が不十分であったこともあり、金融機関において、取引相手方の破綻等により決済を履行できないリスク（カウンターパーティー・リスク）への懸念が深刻化した。この結果、金融機関の保有ポジション縮小や取引忌避等による取引の縮小がみられ、金融機関の連鎖破綻（システムミック・リスク）の

懸念が表面化した。

## (2) 国際的な対応動向

こうした状況を受け、国際的には、

- ① 決済の安定性を確保するために、金融機関が行う取引について、清算機関（注）が取引当事者双方の相手方となり、決済リスクを集中的に引き受け、履行の保証を行うことで、金融機関の決済リスクを減少させること（以下「清算集中」という）、

（注）清算機関は、各取引当事者から債務を引受け、集中的に支払・受払額を相殺（ネットティング）した上で、日々、取引当事者が、市場動向に応じて、どの程度の危険負担を行うべきかを算定（値洗い）し、国内であれば、翌日にはこの算定に応じた担保を当事者から徴求することにより、取引当事者間の債権債務の決済リスクを極小化するように対応している。更に、清算機関に対しては、履行保証を強化する観点から、自己資本などの財務基盤の充実が求められている。

- ② 取引関係の実態把握を十分にすることで、市場の透明性を向上させること、が重要であるとの問題意識の下、店頭デリバティブ取引の清算集中や市場の透明性の向上を達成させるためのインフラ整備と、それを前提とした規制の法制化に向けた取組が進展してきている。

具体的には、金融・世界経済に関する首脳会合（以下「G20 サミット」という）での国際合意の内容を踏まえ、米国では、標準化された店頭デリバティブ取引に対する清算機関等の利用義務付け、店頭デリバティブ取引の取引情報の取引情報蓄積機関への報告義務等を内容とする法案が議会に提出され、審議中である。欧州委員会においても、米国法案と同様の内容のコミュニケーションを発表したところである。また、G20 サミットにおいては、清算機関を通じて決済されない契約を、より重い所要自己資本賦課の対象とすべきこと等も合意されたところである。

（参考）こうした制度整備に併せ、各国当局において、清算機関や取引情報蓄積機関の保有する情報を各国間で共有すること、及び当該機関に対する協調的監督等に係る国際的な枠組み作りの検討が進められている。

## (3) 我が国の現状と対応動向

証券取引やデリバティブ取引の決済・清算制度は、金融取引の結節点としての役割とともに、危機の伝播を遮断する役割も担っているいわゆるシステム上重要なインフラと位置付けられる。こうした中、我が国においても、多額の金利デリバティブ取引等が、依然として、取引当事者間における相対取引に留まっているのが現状である。従って、我が国金融機関の取引規模が大きく、国境を越えた取引関係が幅広く構築されている金利スワップ取引と、今次の金融危機において決済の安定性への懸念が問われた CDS 取引を念頭に、清算集中に係る制度面での検討が求められている。また、我が国の清算機関においても、一昨年秋以来、金利スワップ取引及び CDS 取引を対象にした清算業務の提供を目指す検討が進められている。

### 考え方

今次の金融危機に際して、欧米においては、金融機関が膨大な店頭デリバティブ取引を相対で行っていることに加えて、個々の取引に係るリスク評価や情報の保存・蓄積が必ずしも適正に行われていなかったことから、①個別の取引者の破綻等の懸念により、店頭デリバティブ取引に係るカウンターパーティー・リスクへの懸念が深刻化するとともに、②店頭デリバティブ市場の透明性が欠如する中、金融機

関の連鎖破綻（システミック・リスク）への懸念が表面化した。

こうした反省に基づき、店頭デリバティブ取引の清算集中に係る制度整備を行うことにより、

- ・ 相対で行われている店頭デリバティブ取引のカウンターパーティー・リスク（個別の金融機関の破綻に伴うカウンターパーティー・リスク等）の顕在化が、市場全体のリスクの顕在化に波及することを抑止すること
- ・ 清算集中される個々の取引について、個別の金融機関が値洗いや担保管理を適切に行うこと
- ・ 清算機関においても、清算集中された取引の値洗いを日々行い、我が国市場の動態を反映したリスク量を適時適切に把握した上で、必要なリスク量に応じた担保を金融機関からの確に徴求し、引いては市場全体のリスク管理の適正化を図ること
- ・ 清算機関自らが、店頭デリバティブ取引の清算の認定等に必要な情報を適切に取得すること

が必要と考えられる。

また、店頭デリバティブ取引に係る決済リスクへの懸念は、相対による取引・決済により、市場の透明性が欠如し、取引実態の十分な把握が行えなかったことに起因する面がある。このように市場の透明性が欠如していたことにより、監督当局において必要な対応を図る際にも困難な面があった。

従って、当局が清算集中された店頭デリバティブ取引に係る情報を清算機関から適切に取得できる制度を整備するとともに、清算集中されない相対の取引に係る情報も取得できる制度を構築することにより、

- ・ 当局による、店頭デリバティブ取引に係る平時のモニタリングを強化するとともに、危機時における迅速・適切な対応を可能とすること
- ・ 当局が一部の情報を市場に提供することで、市場の透明性・予測可能性を高めることを可能とすること

が必要であると考えられる。

#### (1) 決済の安定性の確保（清算集中、外国清算機関等）

① (イ) 店頭デリバティブ取引のうち、取引量が多額であるものについては、多額の取引についてカウンターパーティー・リスクが顕在化することで、市場の安定に懸念を生じさせるおそれがある。従って、そのような取引については、清算集中の対象とする制度を構築することが有効と考えられる。

(ロ) 我が国市場における決済リスクの縮減を、確実かつ速やかに達成するためには、清算機関に対する業務執行上の要請として、日々の値洗いによるリスク量の適時的確な把握や、当該リスク量に応じた担保を参加金融機関から速やかに徴求すること等により、個々の取引に係る適切なリスク管理を徹底させることが必要であり、この制度的な担保が必要である。

(ハ) 清算集中によって、我が国金融機関及びそのカウンターパーティーに係る取引情報を清算機関に集中させ、清算機関自らが清算集中の対象取引に係る取引情報を的確に取得するとともに、当局が清算機関から当該情報の報告を求めることで、当局が個々の店頭デリバティブ取引の実態、及び我が国市場の全体像を把握することを可能とすることが必要である。更に、市場関係者にとっても我が国市場の透明性が向上するよう、当局が把握した情報の一部を公表することも必要である。

② 以上のような問題意識を踏まえれば、我が国に設立された清算機関が、我が国

において行われる店頭デリバティブ取引の清算集中を行うことが本来求められるところである。

- ③ 他方、市場関係者からは、国内清算機関のみへの清算集中を義務付けた場合には、決済リスクの縮減の必要上、我が国市場を避けて海外で取引を行うようになるなど、我が国店頭デリバティブ市場の空洞化（海外への流出）が進むことを懸念する見方がある。従って、我が国の金融機関の多くが国境を越えて金融取引を行っているという実態にかんがみ、経済合理性と取引の性質等に照らして、外国に設立された清算機関を含む清算の仕組みについても検討される必要がある。

以上を総括すれば、清算集中のあり方としては、国内清算機関への清算集中を基本としつつ、上記の清算機関の業務執行上の要請に適合する限りにおいて、国内清算機関と外国清算機関とが連携して清算を行う方式（以下「リンク方式」という）による清算集中、及び外国清算機関の直接参入（支店方式等）による清算集中を認めることが適当である。

ただし、店頭デリバティブ取引のうち、取引自体の清算要件が、我が国での企業の破綻要件と密接に関連しているものについては、取引当事者間で国際的に採用されている清算要件の認定に係る実務慣行を尊重しつつ、我が国法制に精通等している国内清算機関が、清算の要否の判断に適切に関与する（注）とともに、当該機関が、契約当事者として、認定に対して必要な主張を行う位置付けを確保する必要がある。従って、こうした取引については、国内清算機関への清算集中が求められる。

（注）現在も海外の CDS 清算機関では、取引当事者間で認定が行われない等の場合の認定は、当該機関の規則上、当該機関が行うこととされている。

なお、今回の取組は、下記「対応骨子」のとおり、店頭デリバティブ取引の清算機関に係る制度的な枠組みをまず用意しようとするものである。今後、我が国市場における店頭デリバティブ取引決済の安定を実現するためには、民間ベースで進められている我が国清算機関による清算業務の提供開始に向けた取組が、市場関係者の理解を得つつ、早急に具体化されることが強く望まれる。

## （2）市場の透明性の向上（清算集中されない取引情報の保存・報告の義務付け）

清算集中される店頭デリバティブ取引については、その情報が清算機関に集約され、清算機関において、錯綜した取引関係の整理、リスク要因の特定が可能となるような、定型化された形での情報の取得が可能となる。

これに対し、清算集中されない取引の情報については、相対取引では情報の集中・蓄積が行われないが、契約執行の電子化が進む中、取引情報蓄積機関において集約的に蓄積されることが予想される。従って、清算機関からの取引情報取得に加え、当局が取引情報蓄積機関からの取引情報取得を可能とすることが求められる。

また、取引情報蓄積機関及び清算機関は、現状、すべての商品の取引情報を蓄積しているわけではないことから、当局が、取引参加者から以上の要請を満たす取引情報を直接適時かつ十分に取得する方法により、必要な取引情報の取得を確保することも必要である。従って、取引情報蓄積機関及び清算機関から取得する情報と平仄を合わせた形で、金融機関から直接情報を取得することを可能とする制度整備も同時に必要となる。

更に、当局が取得した情報の一部を市場に提供することで、市場の透明性・予測可能性を高めることも必要である。

(1) 清算集中の対象及び清算機関制度

① 取引規模の大きい店頭デリバティブ取引の清算集中

- 我が国における取引規模が多額で、清算集中による決済リスクの減少が我が国市場の安定に必要と考えられる一定の取引（現状においては、具体的には、金利スワップ取引のプレーン・バニラ型）を、清算集中の対象とすることとする。

清算集中を図る際には、国内清算機関への集中が本来望ましいところであるが、決済リスクの縮減を速やかに図るべきとの要請への対応や、取引関係が国際的に構築されている実態下で我が国市場関係者の経済合理性を確保することも、併せて求められる。

こうした観点から、国内清算機関への清算集中に加え、後述の一定の参入要件を満たすことを前提とした上で、国内清算機関と外国清算機関のリンク方式への清算集中及び外国清算機関への清算集中を行うことも選択肢とすることとする。

- なお、外国清算機関のリンク参入及び直接参入に当たっては、我が国の金融商品取引業者等への清算業務の提供に係る安定性・適切性を確保するため、国内清算機関制度に準じた制度を整備することとし、当該制度の下、
  - ・ 我が国市場の動態を的確に反映したリスク管理を求める観点から、国内清算機関が行う値洗い等の決済リスクの極小化措置に係る執行・運営体制と代替性が高いと認められる執行・運営体制を整備すること
  - ・ 外国の当局の適切な監督下にあること等の参入要件が満たされているかを継続的に監督することとする。

② 我が国法制下での執行と密接に関連する店頭デリバティブ取引の国内清算機関への集中

- 店頭デリバティブ取引自体の清算要件が、我が国での企業の破綻要件と密接に関連している取引については、取引当事者の間で国際的に採用されている破綻要件の認定に係る実務慣行を尊重しつつ、我が国法制に精通等した我が国清算機関が清算の要否の判断に適切に関与する必要がある。また、国内清算機関は、当該店頭デリバティブ取引の債務引受けを行う以上、契約当事者として認定内容に対して必要な主張を行う位置付けが確保される必要がある。従って、こうした取引については、国内清算機関において集中的に清算を行うことが当該店頭デリバティブ取引の国内における決済の安定上重要である。とりわけ、我が国における取引規模が一定程度に達しており、清算集中が決済リスクの低減に大きく寄与すると見込まれる一定の取引（具体的に、当面は、CDSの指標取引のうち iTraxx Japan を想定）については、国内清算機関への清算集中を行う必要がある。

ただし、こうした取引の国内清算機関への清算集中を行うに当たっては、国内清算機関の早急な設立や当該機関における清算コストのあり方等について、当該清算機関と市場関係者の十分な調整による条件整備が、まずもって求められるところである。

③ 上記①・②に係る清算集中の義務が課される対象業者

- 清算集中の意義を踏まえれば、清算集中の義務が課される対象業者は、自ら

が破綻した際、そのポジションを他の金融機関に移転するコスト（再構築コスト）が甚大になるおそれのある、取引規模の大きい金融商品取引業者等をまずは対象とすることが適当である。

また、清算機関における経済合理性の観点からも、まずは、取引規模の大きい金融商品取引業者等を対象に清算集中義務を課すことが適当である。

- ④ システム上重要なインフラである（国内に設立された）清算機関の基盤強化
- 清算機関は危機の伝播を遮断する役割を担うシステム上重要なインフラであり、国内に設立された清算機関の基盤強化を図る必要性は高く、主要株主規制及び資本金規制を導入することとする。  
（注）資本金規制の具体的な水準は引き続き検討。

## (2) 取引情報の保存・報告

- 市場の透明性向上の観点から、取引情報蓄積機関・清算機関から当局への取引情報の提出を可能とする制度的枠組みを構築する必要がある。  
併せて、取引情報蓄積機関・清算機関から提出される情報だけでなく、当局が金融機関に対して直接情報を提出するよう求めることで、当局が監督上必要な情報を確実に取得することも必要であり、これを可能とする制度的枠組みも構築することとする（なお、上記の要請を満たすため、実際に如何なる取引情報を取得すべきかについては、今後の国際的な議論の動向を踏まえつつ、検討していく必要）。

## II. 国債取引・貸株取引等の証券決済・清算態勢の強化

### 背景

国債取引は売買取引及びレポ取引（貸借取引）から成る。うち、レポ取引の市場規模（残高）は、88兆円（平成21年11月末残、日本証券業協会統計）であり、コール市場の残高が18兆円（平成21年11月末残、日本銀行統計）であることに比しても、レポ取引は、我が国の短期金融市場における金融機関の主要な資金調達手段としての位置付けを有している。

国債の売買取引及びレポ取引については、平成17年より日本国債清算機関が、金銭支払いの相殺（ネットィング）や履行保証等の清算業務を提供しているが、同機関の利用率は国債の売買・レポ取引全体の4割程度（日本銀行決済額ベース）に留まっている現状にある。このような中、平成20年9月のリーマン・ブラザーズ証券破綻時、国債市場において、同機関による国債の売買・レポ取引に係る国債証券の受渡しが不能となったことから、平成20年9月の1ヶ月の受渡しの遅延（フェイル）は、累計で約5.7兆円と、過去に例のない水準にまで積み上がった。このため、レポ市場では市場流動性が大きく低下した。

また、貸株取引については、取引が金融機関や機関投資家等において相対で行われている中で、株式の売買取引や国債取引等と比べ、DVP決済（証券の受渡しと資金の支払いの同時履行）の仕組みが整備されておらず、決済リスクの削減が図られていないのが現状である。こうしたこともあり、リーマン・ブラザーズ証券破綻時に貸株取引を行った業者の中には、リーマン・ブラザーズ証券に株式を引き渡したものの、見合いの資金を受け取れなかった者が見られた。

## 考え方

国債市場における日本国債清算機関の役割については、平成 20 年 9 月のリーマン危機時に、市場ではフェイルが同年 10 月まで発生したところ、日本国債清算機関は、フェイルを概ね同年 9 月中（リーマン・ブラザーズ証券の破綻後 2 週間）で解消している。従って、リーマン危機時にも確認された清算機関のリスク削減機能の更なる活用を図るため、同機関の利用を拡大するための施策を講じる必要がある。

この点、市場関係者からは、同機関の利用拡大が必要であることは概ね一致した考えが示されたものの、同時に、同機関の利用拡大にあたっては、同機関の態勢面（財務基盤、人員）及び資金・国債の調達能力やオペレーション上の遂行能力の強化の必要性も併せて指摘されているところである。

更に、国債等の証券決済リスク低減のため、日本国債清算機関への集中効果の発揮のみならず、フェイル発生時の取扱いルール（フェイル慣行）の確立・普及や国債の決済期間の短縮などの各種の方策を、早急に実施する必要がある。

## 対応骨子

### (1) 国債取引の決済リスク削減

○ 日本国債清算機関や日本証券業協会等の市場関係者において、以下の各取組を進めることを前提に、国債取引の清算集中を法令上措置することを検討する。

そのため、市場参加者において、以下の各取組の実行期限を明確にした工程表（ロード・マップ）を本年前半を目途に作成・公表することが求められる（清算集中は、工程表を踏まえ、決済期間の短縮の実現時期に合わせる事が考えられる）。

① 国債取引に係る決済リスクを低減させる観点から、国債取引における清算機関の利用拡大を図るべきであり、そのために、日本国債清算機関の態勢強化を図ることとする（具体的には、新システムの稼働と日本国債清算機関のガバナンスの充実。財務基盤、流動性資金・国債調達及び人員の拡充）。

また、清算機関を利用するにあたり、関係法令上の取扱い又は実務ルールの明確化が求められる場合には、早急にこれに対応することとする。

② 国債取引に係る決済リスクを低減し、清算機関の利用メリットを向上させるための決済期間の短縮、フェイル慣行の確立・普及を図ることとする。

### (2) 貸株取引に係る証券決済・清算態勢の強化

○ 貸株取引に係る決済リスク削減を図るため、関係者による検討を進展させることとし、関係者において、清算機関の利用の義務付け又は DVP 決済のルール化の時期を含む工程表を早急に作成・公表すべきである（本年中の作成・公表を一つの目途とする）。

### (3) 我が国の清算機関の体制のあり方（清算体制の整合性の整備）

○ 現在の金融商品毎に清算機関（日本証券クリアリング機構、ほふりクリアリング、日本国債清算機関、大阪証券取引所、東京金融取引所）が分立している状態の改善が図られれば、システム投資その他の共通コストの節減等を通じた提供サービスの効率化をはじめ、我が国市場の競争力強化に資するとの考え方がある。ただし、この点については、それぞれの金融商品を取り扱う取引所において、

その売買等に係る業務と清算業務を一体的に行うことで、むしろ円滑かつ安全なリスク管理が可能となるとの意見もあった。

この論点については、まずは、市場関係者において、具体的にどのような対応が我が国市場の清算コストの削減に資するののかという点を考慮しつつ、各金融商品を通じた清算体制の整合性に配慮した検討がなされることが望まれる。

### Ⅲ. 証券会社の連結規制・監督等

#### 1. 証券会社の連結規制・監督の導入

##### 背景

##### (1) 現在の規制・監督の枠組み

証券会社（第一種金融商品取引業者）については、投資者保護及び市場の公正性・透明性を確保する観点から、市場仲介者としての業務運営の適切性の確保や顧客資産の適正管理等を図るために必要なものとして、証券会社自身に対する単体ベースの規制・監督が基本となっている（注）。

（注）第一種金融商品取引業者のうち、国際的に活動するグループについては、グループ全体での財務状況の把握を、監督上の措置として行っている。

なお、銀行については、預金者保護の観点のほか、資金決済機能を担うという側面も踏まえ、金融システムの安定性確保の観点から、連結自己資本規制やグループ会社に対する業務範囲規制等、連結ベースの規制・監督が整備されている。

しかし、証券会社の組織の巨大化・複雑化（グループ化）が進み、当局によるグループ全体の経営管理やリスク状況の把握が困難な場合も存在するようになってきている。そのため、証券会社が大規模かつ複雑な業務をグループ一体として行っている場合に、当該証券会社がグループ内の親会社・子会社・兄弟会社からもたらされる財務・業務上の問題等によって突然の破綻に至ることで、証券会社の市場仲介機能が不全に陥り、広範な投資者に悪影響が及び、引いては金融システムへの悪影響が懸念されるおそれがある。

##### (2) 国際的な対応動向

国際的にも、米国の大手投資銀行の破綻に伴い、国境を越えて金融システムに影響が波及した経験も踏まえ、G20 サミットの合意に基づき、国境を越えて活動する主要な商業銀行や投資銀行（証券会社等を含む）について、各国当局の協調（監督カレッジ）の下、グループ全体の業務・リスク状況の把握を図るための取組が進められている。また、一部の海外当局においては、当該国に進出している外国金融機関の業務・リスク状況に関する監督を強化する中で、連結ベースの業務運営管理・リスク管理等の重要性を強調するような動きも見られる。

##### (3) 今後の規制・監督のあり方

以上のような動きを踏まえ、我が国としても、大規模かつ複雑な業務をグループ一体として行う証券会社、特に国際的に活動する証券会社グループについては、母国当局として、監督上の運用のみならず、制度としても、連結ベースの規制・監督を整備していく必要がある。一方、我が国以外の国・地域が母国当局となる金融機

関グループについては、その母国当局による連結ベースの規制・監督によって、グループ全体の業務・リスク状況の把握が行われることが基本であるが、我が国としても、当局間の連携に加え、日本拠点の規制・監督を通じて、連結ベースの業務運営管理・リスク管理等についても確認することが必要である（日本拠点の規制・監督を通じて得られた情報等も有効に利用して、監督カレッジ等の枠組みを通じ、母国当局との連携の一層の緊密化も必要）。

## 考え方

大規模かつ複雑な業務を行う証券会社であって、グループ会社と一体的に活動しているものについては、適切な経営管理の下、グループ・ベースでの強固で包括的なリスク管理を徹底させることが必要である。こうした趣旨にかんがみ、現行の単体ベースの規制・監督ではその業務やリスク等の全体像の把握が困難な証券会社については、連結自己資本規制等、連結ベースの規制・監督を制度として導入することが適当である。

他方、比較的小規模な証券会社については、単体ベースの規制・監督でその業務やリスク等の全体像の把握が可能とも考えられることから、引き続き、現行の規制枠組みで対応していくこととする。

## 対応骨子

### (1) 連結規制・監督の対象

- ① 証券会社の子会社の財務状況に懸念が生じるときは、当該証券会社自身の財務状況にも直接の悪影響が及ぶものと考えられる。従って、一定以上の総資産額を有する大規模な証券会社については、すべて、当該証券会社とその子会社を対象とする連結規制・監督を行うこととする。
- ② このうち、親会社・兄弟会社と一体的に業務を運営している等、親会社を含むグループ全体の業務・リスク状況の把握が必要であると判断される者については、親会社・兄弟会社等を含むグループ全体の連結規制・監督を行うこととする。

その際、

- (イ) 既に他業法によるグループ全体の連結規制・監督が行われている場合は重複規制を避けることとする。
- (ロ) 親会社が外国当局による規制・監督を受けている場合や、証券会社と一体的に業務を運営しているとは認められない場合には、当該規制・監督等の実情を踏まえ適切な対応を行うこととする（外資系グループについては、母国当局との連携に加え、日本拠点の規制・監督を通じて、グループ全体の状況についても確認することとする）。

以上の判断を行うため、①の証券会社に対し、親会社等の規制・監督に係る状況や財務状況等に係る情報の提供を求めることとする。

なお、(イ)、(ロ)のような場合に、親会社に起因する事由によって証券会社の適切な業務運営が妨げられる事態等が発生したときには、主要株主に対する措置命令（後述）で対応することとする。

### (2) 連結規制・監督の内容

- グループ・ベースでの強固で包括的なリスク管理を徹底させるとの趣旨にかんがみれば、連結自己資本規制や兄弟会社に対する報告徴取等の整備は必要と考えられる。しかしながら、登録制の下、証券会社の多様な業務展開を促し、経営の多様化・差別化を促すべきとの目標は引き続き維持すべきと考えられることから、業務範囲規制のような事前規制の導入は行わないことが適当である。
- 現行、単体ベースで適用される自己資本規制の枠組みは、証券会社のビジネス・モデルも踏まえ、自己資本の質・量に加えて、流動性にも着目するものとなっている。連結ベースの自己資本規制を整備するに当たっても、こうした観点を織り込み、基本的に、現行の単体ベースの規制を拡張していく方向で検討することとする。一方、国際的に活動する金融機関については、その財務の健全性を示す指標として、いわゆるバーゼルⅡを用いた自己資本規制の枠組みが定着している。従って、我が国の証券会社のうち、国際展開を図る上で、バーゼルⅡを用いた自己資本規制の適用を行う者に対しては、これによる枠組みとすることとする。

## 2. 金融商品取引業者に対する主要株主規制の強化

### 背景

第一種金融商品取引業者及び投資運用業者については、その健全性を確保する観点から、その主要株主（原則として20%以上の議決権を保有する者）に対して当局への届出を求めるとともに、主要株主が適格性（過去の行政処分歴、犯罪歴等）を満たさない場合には、株式売却命令等を行うことができる制度となっている。

しかしながら、金融商品取引業者の主要株主に対しては、金融商品取引業者の業務の適切な運営確保等のために業務改善等の必要な措置の命令が可能な制度とはなっていないことから、主要株主において、金融商品取引業者の適切な業務運営を妨げる行為等がなされたとしても、現行法令上、主要株主に対してそうした状況の改善のための所要の措置命令を行うことができない。

（注）銀行・保険会社については、業務の健全・適切な運営を確保する観点から、主要株主のうち議決権の過半数を保有する者に対する措置命令が可能となっている。

### 考え方

主要株主の財務悪化により傘下の証券会社の資金繰りが困難となるおそれや、主要株主における法令違反や利益相反等が傘下の金融商品取引業者の経営に悪影響を及ぼすおそれがあること等にかんがみれば、金融商品取引業者に係る主要株主規制を強化することが必要である。

なお、金融商品取引業者の主要株主（原則として20%以上の議決権を保有する者）については、現行、既に報告徴取等の枠組みが設けられており、これらについては現行どおりとする。

### 対応骨子

- 金融商品取引業者の適切な業務運営等の確保のために必要な場合に、株式売却命令だけでなく、主要株主のうち議決権の過半数を保有する者に対する業務改善等の所要の措置命令を可能とする制度整備を行うこととする。

- 上記制度整備に当たっては、過剰規制を避ける観点から、届出制の下で所要の措置命令を可能とすることが適当である。

### 3. 保険会社の連結財務規制

#### 背景

保険会社又は保険持株会社を頂点とするグループについては、その経営の健全性を確保することによって保険契約者等の保護を図る観点から、既にグループ会社に対する検査や行政処分など連結ベースで法律上一定の規制・監督の枠組みが設けられているが、財務健全性基準（ソルベンシー・マージン基準）については保険会社単体について設けられているのみである。

近年、保険業界の組織再編が進む中、グループ内の他の会社が借入れにより調達した資金で保険会社の増資を行うといった事例も見られるようになってきており、グループ全体の財務の健全性を定量的に把握する必要性が高まっている。

また、今次の金融危機の教訓として、グループ内の他の会社の経営悪化に起因する問題が保険会社に危機を招きかねないことなどから、G20 サミット及び金融安定理事会において、金融グループ規制構築の必要性が指摘され、保険監督者国際機構においても連結ベースの財務健全性基準等に関する議論が進められている。こうした中、欧州連合（EU）においては、2012年の連結ベースでのソルベンシー規制の導入に向けて準備が進められている。

#### 考え方

保険会社又は保険持株会社を頂点とするグループについて、グループ全体の財務状況を定量的に把握し、グループ内の他の会社の経営悪化が保険会社に波及するリスクを早期に把握することにより、保険契約者等の保護を図ることが必要である。このような観点から、グループ全体を対象とする連結ベースの財務健全性基準を導入することが適当である。

#### 対応骨子

##### (1) 連結財務健全性基準の対象範囲等

- 保険契約者等の保護を図るために、グループ内の他の会社の経営悪化が保険会社に波及するリスクを把握する必要性は、グループの規模の大小等にかかわらず認められることから、連結財務健全性基準の対象については、一部のグループに限るのではなく、保険会社又は保険持株会社を頂点とするすべてのグループとすることとする。
- 保険持株会社については、承認制の下、一般事業会社を子会社として保有することが可能となっているが、財務の健全性を確保する観点からの承認基準が設けられていることから、連結財務健全性基準の導入を行った場合にも、基本的には、現行の枠組みを維持することとする。

## (2) 連結財務健全性基準の導入時期

- 連結財務健全性基準については、国際的な議論との整合性にも留意しつつ、保険業界の組織再編等が進みつつある日本の現状にかんがみ、早期の導入を図ることとする。

## IV. ヘッジ・ファンド規制

### 背景

#### (1) 国際的な対応動向

これまで金融システムの安定性という観点からは必ずしも規制の対象とされてこなかったヘッジ・ファンドについては、平成 20 年秋以降の欧米の金融危機において、投資銀行との取引に係るレバレッジの圧縮や解約対応のための運用株式の大量売却等により、危機を増幅させたとの指摘がなされている。

ヘッジ・ファンドについて、その国境をまたがる活動実態を踏まえ、各国当局が出来る限り同様の視点から規制すべき（各国規制の不整合を利用した潜脱の防止）との共通認識が形成され、登録により適切に規制することが国際的に合意された。

現在、証券監督者国際機構（IOSCO）等の国際的な議論の場において、規制すべきヘッジ・ファンドの範囲、規制の内容等について議論が続けられており、我が国も積極的に参加しているところである。また、EU、米国においては、それぞれヘッジ・ファンド規制案が策定され、現在議会で審議中である。EU、米国の両案に共通に含まれている事項は次のとおりであるが、その他の事項について、なお検討が続けられている。

- ・ 規制対象：
  - ヘッジ・ファンド運用者（運用者の所在国の根拠法により規制）  
（システムック・リスクを招く可能性がある一定規模以上のファンドを運用する者）
- ・ 規制内容：
  - 運用者が当局に対して、リスク管理等の観点から、運用財産（レバレッジ利用状況等）について、継続的に報告することを義務付ける

#### (2) 我が国の現在の規制の枠組み

我が国所在のファンド運用者については、金融商品取引法上、投資運用業者として、①投資一任運用業者、②投資信託運用業者、③集団投資スキーム（自己運用）に分類される。

投資一任運用業者及び投資信託運用業者についてはすべて登録制の下、集団投資スキーム（自己運用）については原則登録制（プロ向けについては届出制）の下、それぞれ規制されている。届出制における対象者に対しても、報告徴取等の監督が実施されており、国際的にみると、「登録」に相当する実態を備えている。

ヘッジ・ファンド運用者については、その定義に国際的コンセンサスはないものの、これと同様の運用形態（投資家から預かった財産について、専門の運用業者が、レバレッジ、デリバティブ取引、ロング・ショートなどの手法を用いて運用し、リターンの拡大を目指す等）を採用する運用者は、一般には、投資一任運用業者又は投資信託運用業者に該当すると整理することができる。ただし、我が国の現状においてはこれらの業者の中で、実際にいわゆるヘッジ・ファンドと同様の運用形態を

採る者は限定されている。

## 考え方

今次の金融危機において、我が国では、海外ヘッジ・ファンドの投売り等により株価が欧米よりも下落したこと等を踏まえれば、我が国金融システムの安定性の確保、規制の潜脱防止の観点から、我が国に所在するヘッジ・ファンド運用者について、国際的な議論との整合性を確保した規制を行うこととすることが適切である。

その場合には、我が国の実情を踏まえながら、システミック・リスク対策からのヘッジ・ファンド規制の本旨を踏まえた検討を行うよう留意する必要がある。

上記の国際的な対応動向、我が国の法令の整備状況からして、我が国として検討すべき中心論点は、既に登録されたヘッジ・ファンド運用者に対する報告事項の拡充である。

## 対応骨子

### (1) 登録対象の拡充等

- ヘッジ・ファンドと同様の運用形態を採用する運用者については、金融商品取引法において、登録投資一任運用業者、登録投資信託運用業者として、規制の対象として位置付けられている（上記「我が国の現在の規制の枠組み」参照）。他方、届出制に基づくプロ向け集団投資スキームは、実態として、不動産ファンド、ベンチャー・ファンド等が中心であり、投資運用業としては運用規模が小さい。従って、システミック・リスクを招く可能性のあるヘッジ・ファンドに該当するものは確認されていない（当庁の実態調査による）ことから、現時点において、届出対象から登録対象に変更する必要はない（注）。

（注）届出制に基づくプロ向け集団投資スキーム（自己運用）の運用者については、定期的にモニタリングを行うこととしており、将来、この中にシステミック・リスクを招く可能性のあるヘッジ・ファンド運用者が確認され、必要性が認められる場合には、制度上もこれを登録対象とすることを検討する。

- なお、プロ向け集団投資スキームのうち、海外を拠点とし、かつ、日本人投資家の資金が一定割合以下のものは、届出の適用除外とされている。現在、これらの海外拠点のファンドについては、その所在国の当局が、国際的に共通の基準で適切に規制を行う方向で国際的な議論が進んでいることから、我が国の届出制の範囲を変更する必要はない。
- ただし、外国投資信託を国内から直接設定・指図する運用形態（投資一任運用業務と整理されるものを除く。）については、現在の金融商品取引法による規制の対象外となっているが、この形態によるヘッジ・ファンドの運用も、ごく一部に見られる。従って、これを行う者を、登録対象とすることとする。

### (2) ファンドのリスク管理状況に係る報告事項等の拡充

- ヘッジ・ファンド運用者から当局に対する報告については、国際的な議論等を踏まえ、また、運用者の事業実態を勘案しつつ、運用財産のリスク管理状況等を継続的に当局へ報告する等の報告事項の拡充を、各国と協調して行う必要がある。

## V. 投資家保護・取引の公正等の確保

## 1. 地方公共団体に係る特定投資家制度の見直し

### 背景

金融商品取引法においては、投資家を「特定投資家」（いわゆる「プロ」）と「一般投資家」（いわゆる「アマ」）に区分し、この区分に応じて金融商品取引業者等の行為規制の適用を行うことにより、規制の柔軟化を図っている。

地方公共団体については、現行、「一般投資家へ移行可能な特定投資家」と分類されている。このため、金融商品取引業者等は、一般投資家への移行措置を行わない地方公共団体に対しては、リスク説明等を含む書面交付義務等の行為規制が適用されない。こうした中、一部の地方公共団体において、高度な金融知識が求められる複雑な金融商品を購入しているところが見受けられる。

### 考え方

地方公共団体は、一般投資家への移行措置を行わない限り、特定投資家として取り扱われるが、高度な金融知識が求められる複雑な金融商品が増える中、必要な金融知識を踏まえた投資判断が行われ得る態勢が必ずしも整っていない団体も含まれていることから、特定投資家となることを求める団体のみ、特定投資家として業者からの書面交付義務等を免除することが適当である。

### 対応骨子

- 地方公共団体には、必要な金融知識を踏まえた投資判断が行われ得る態勢が必ずしも整っていない団体も含まれることにかんがみ、投資家保護の一層の充実の観点から、「一般投資家へ移行可能な特定投資家」から「特定投資家へ移行可能な一般投資家」に分類を変更することが適当である。
- 地方公共団体を「特定投資家へ移行可能な一般投資家」に分類することとした場合、特定投資家としての取扱いの継続を希望する地方公共団体について、いったん一般投資家になってから改めて特定投資家に移行する必要が生じる。したがって、この手続きが円滑に進むよう、これまで特定投資家であった団体が引き続き特定投資家であり続ける場合の手続について工夫を行う必要がある。

## 2. デリバティブ取引一般に対する不招請勧誘規制のあり方

### 背景

不招請勧誘の禁止は、平成 17 年に施行された改正金融先物取引法（金融先物取引法は、平成 18 年の金融商品取引法制定の際に金融商品取引法に統合）において、利用者被害の発生等を踏まえて導入されたものであり、現状、金融商品取引法によって委任された政令において、店頭金融先物取引（店頭 FX 取引等）のみが対象となっている。

近年、店頭 FX 取引と類似する証券 CFD 取引が個人に広がりを見せており、また、平成 21 年の商品取引所法の改正により商品デリバティブ取引にも不招請勧誘の禁止が導入されることとなり、一定の取引所デリバティブ取引も不招請勧誘の禁止の

対象とされる方向にある。

#### 考え方

取引所取引を含むデリバティブ取引全般を不招請勧誘の禁止の対象とし、主として訪問・電話勧誘等の対象となる在宅高齢者等に対する適合性原則遵守上の問題の発生に対し、予防的な対応をすべきではないかとの考え方がある。また、FX取引については規制強化したにも関わらず市場規模は拡大しており、不招請勧誘規制が金融イノベーションを阻害するという意見は当たらない、との意見や、不招請勧誘の禁止は悪質事業者に対して有効な規制であるとの意見があった。

他方、金融機関を中心に、金融機関が顧客に適切な商品の情報を提供できなくなることにより、我が国の金融サービスの発展を阻害する、という意見もある。特に、顧客の保有資産のヘッジ・ニーズ等に応えるためには、デリバティブ取引の能動的な勧誘が必要となる場合もあることから、不招請勧誘の禁止の例外とすべきではないかとの考え方がある。また、仮に不招請勧誘を禁止する場合も、自主規制で対応すべきとの意見があった。

こうした二つの考え方を踏まえ、デリバティブ取引一般への不招請勧誘規制のあり方については、更に議論を深めることが必要と考えられる。

#### 対応骨子

- 取引所取引を含むデリバティブ取引一般を不招請勧誘の禁止の対象とすべきかどうかについて、市場関係者や利用者を引き続き意見交換を行い、本年前半を目途に結論を得るよう検討を進める。

### 3. 金融商品取引業者全般に対する当局による破産手続開始の申立権の整備

#### 背景

近時、金融商品取引法で新たに規制対象となった集団投資スキーム（ファンド）の販売業者（第二種金融商品取引業者に該当）や運用業者（投資運用業者に該当）において、投資者から出資を受けた資金を流用する等の詐欺的な事案が発生している。当局がこうした事案を把握した場合には、対象業者に対し、速やかに登録取消・業務停止等の厳正な行政処分を行い、被害拡大防止に努めているが、行政処分を行っても、ファンド財産は依然として業者の管理下にある。

この点、更生特例法においては、金融機関の破綻時の処理を適時適切に開始し、処理の着手の遅れによる処理コストの増大等を防止するといった観点から、当局（金融庁長官）は、一定の金融商品取引業者（証券会社）について、破産手続開始の原因となる事実があるときに、破産手続開始の申立てが可能とされている。

しかしながら、金融商品取引業者のうち、同法の対象外である証券会社以外の金融商品取引業者（第二種金融商品取引業者や投資運用業者等）については、当局が破産手続開始の申立てをすることができない。

このため、上記のような場合、同法に基づく当局による破産手続開始の申立ての対象外の金融商品取引業者から更なる資金流出が起こるおそれがあり、また、ファ

ンド財産の処分が進まず、出資者等への資金返還が速やかに行われたいケースもある。

#### 考え方・対応骨子

集団投資スキーム（ファンド）の販売業者（第二種金融商品取引業者に該当）や運用業者（投資運用業者に該当）において詐欺的な事案が発生し、当局が行政処分を行った場合においては、破産手続開始の決定により、裁判所の監督の下、ファンド財産を破産管財人の管理下に置くことが、投資家の被害拡大防止のため有効である。しかしながら、現行制度においては、破産手続開始の申立てが自己・債権者に限られ、当局は自己破産の懲罰等の対応しかできない。従って、投資家保護の観点から、破産手続開始の原因となる事実がある場合において、当局による破産手続開始の申立てが可能な範囲を一部の金融商品取引業者（証券会社）から金融商品取引業者全般に拡大する。

### 4. 信託業の免許取消し等の際の当局による新受託者選任等の申立権の整備

#### 背景

信託業の免許・登録の取消し等が行われた場合、当該取消し等を受けた受託者は、引き続き信託財産の保管等を行う義務を有するが、一方で、人的資産の散逸や関係企業との取引停止等により、時間経過に伴い財産管理能力が低下していくことが想定されるため、受託者を解任した上で速やかに新受託者又は信託財産管理者を選任する必要がある。

しかしながら、信託法においては、受託者の解任及び新受託者の選任並びに信託財産管理者の選解任について、基本的に当事者である利害関係人の判断に委ねられている。このうち受託者の解任については、信託業法において、当局による申立てにより裁判所が行うことも可能となっているが、新受託者の選任及び信託財産管理者の選解任については、当局による申立てができない仕組みとなっているため、新受託者又は信託財産管理者の選任等の調整に時間を要し、信託財産の適切な管理が困難となるおそれがある。

（注）昨年、信託業の免許取消し事例が発生したところ、同事例は、裁判所の職権による信託財産管理者の選任等が認められている旧信託法に基づく信託契約に係るものであったため、円滑に信託財産管理者選任の手続が行われた。しかしながら、今後、仮に信託業の免許・登録の取消し等が発生した場合、現行の法制度においては、上記の理由により、新受託者又は信託財産管理者の選任等の調整に時間を要し、信託財産の適切な管理が困難となるおそれがある。

#### 考え方・対応骨子

現行の法制度においては、新受託者又は信託財産管理者の選任等の調整に時間を要し、信託財産の適切な管理が困難となるおそれがあることに鑑み、受益者保護の観点から、信託業の免許・登録の取消し等が行われた場合の新受託者又は信託財産管理者の選任等について、当局による申立ても可能となるよう制度整備を行う。

## VI. その他

### ○ 空売り報告制度の整備

#### 背景

有価証券の空売りについては、現行、恒久的措置として、売付けが空売りであるか否かの別の明示・確認が取引者等に義務付けられているとともに、原則、金融商品取引所が直近に公表した価格以下の価格での空売りが禁止されている。

今次の金融危機においては、諸外国における動向も踏まえ、上記の恒久的措置に加え、

- ・ 売付けの際に株の手当てがなされていない空売り（いわゆる Naked Short Selling）の禁止（平成 20 年 10 月 30 日導入）
- ・ 発行済株式総数の原則 0.25%以上の空売りポジションの報告・公表義務（平成 20 年 11 月 7 日導入）

を時限的措置として導入したところである（平成 22 年 1 月末まで）。

諸外国においては、当初時限的措置として導入された空売り規制について、強化された空売り規制の恒久化や時限的措置の継続の動き等が見られている。また、店頭取引を含むデリバティブ取引のポジションを報告対象とする国も見られ、IOSCO が平成 21 年 6 月に公表した空売り規制に係る報告においても、デリバティブ取引を報告の対象に含めることを検討することが提案されている。

#### 考え方・対応骨子

○ 時限的措置として導入した空売りポジション報告・公表制度については、当面、マーケットの状況を注視しながら対応していくこととする。

一方、現在、我が国においては、価格規制を含め、国際的に比較しても厳しい規制内容となっているとの意見に留意するとともに、諸外国の動向等を踏まえつつ、将来における空売りポジション報告・公表制度の恒久化について、下記の点も含め、引き続き、総合的に検討する。

- ・ 価格規制のあり方についてどう考えるか。
- ・ 店頭取引を含むデリバティブ取引のポジションを報告対象とすることについてどう考えるか。

その際、報告方法として、顧客が会員証券会社を通じて取引所に報告する現行の方式を、当局へ直接報告する方式へ変更すること等を含めた見直しについて、どう考えるか。

- ・ 公表内容についてどう考えるか。