



ゴールドマンサックス証券株式会社 マネージングディレクター 業務統括本部長

# 星野 好幸氏

# 語

Yoshiyuki Hoshino

# 金融

## ほしの よしゆき

Profile

1985年 ゴールドマンサックス証券東京支店入社。東京証券取引所の第1次会員権解放による日本におけるビジネスの立ち上げや、日本国債の取引への参加などを業務部門一筋でキャリアをつむ。債券業務部長。その後、メリルリンチ証券、ドイツ証券を経て、2005年から再び同社。現在、日本および韓国の業務部門を担当。インドやシンガポールへのオフショアリングへも積極的に取り組む。日本国債清算機関の社外取締役も兼務。

日本の金融制度には、日本特有のルールが存在しており、グローバルスタンダードの世界に身をおく外資系金融機関にとっては、理解するのに時間を要することもしばしばで

## Financial Information Technology Focus 日本独特の慣行からの脱皮

**平中** 1994年にゴールドマンサックスのニューヨーク研修に参加させていただきました。これはその時のテキストで、私の宝物になっています。

これを見ると、当時のアメリカのビジネスは



意外とシンプルだったのがわかります。クレジットものもそんなに出ていません。普通にキャッシュのビジネスだけでやっていたという感じでしょうか。

**星野** 商品としてはキャッシュベースが中心で、どちらかという昔ながらのビジネスモデルでした。ゴールドマンがデリバティブを始めたのは結構、遅かったほうだと記憶しています。

今でこそ、プリンシパル・インベストメントなどを手掛けています

が、その頃は始まったばかりですので、テキストには載っていないかもしれませんね。

当社はまだブティック街道を進んでいましたし、パートナーシップの時代で資本も限られていたので、伝統的な投資銀行業務が中心でした。

**平中** それを考えると、この20年弱の間に、様変わりしましたね。

最近では、日本でも私設取引市場のPTSが増えてきています。

**星野** この辺は逆に残念だなと思っているんです。

世界的には日本が技術立国として最先端をいっていると思われていますが、「何とか日本も世界に追いつこう」というのが実態です。本来ならば、日本は世界のイノベーションをリードしていてもおかしくない潜在的な能力を持っていると思います。

**平中** そういう遅れがちな日本にあって、御社は投資銀行の中でも最初にカバードワラントを販売されたり、一般信用取引のスキームを最初に作られたりしました。そういう先

進的なものを、御社は最初に仕掛けているという印象があります。

**星野** アイデアはどこでも生まれると思っています。ただ、それを実行できるかどうかで違って来んです。

**平中** 横並びの文化がいけないんですかね。

**星野** 原因は1つではなく、制度や業界慣行、それからインフラなどの複合的な要因が考えられます。

**平中** 制度・慣行といった意味では、5日目決済制度がなくなったりと2009年は、結構、日本独特の商慣行が次々に消えていった1年でした。

**星野** そこは大事だと思います。

**平中** 1月4日からは東京証券取引所で、新しい株式・CB売買システムである「アローヘッド」が始まって注文処理速度が外国の証券市場並みになりました。

**星野** 今回の新システム導入で、世界の売買システムの標準に追いついたという意味では評価できると思います。ただし追いつくよりも、追いついていってもっとよかったですと個人

# らう 平中 直也

対談

Naoya Hiranaka



ある。そういったルールは徐々に取り払われつつあるが課題も多い。グローバルスタンダードをよく知るゴールドマンサックス証券の星野氏に語っていただいた。

## ひらなかなおや

## Profile

1989年 野村総合研究所入社。海外向け証券システムの開発に従事。その後オープン系プラットフォームによるワークフローシステムの開発を経て、1994年よりホールセール証券会社向け統合バックオフィスシステム「I-STAR」の営業・マーケティングを担当。現在はグループマネージャーとして、外資系投資銀行及び日系ホールセール証券向けにソリューションを提供。

的には思います。

事業仕分けではないですが、世界一を目指す意味はあると思っています。東京証券取引所は、取引の自動化を諸外国に先駆けて推進されているのですから、もう一歩先に進む力があると思っています。

**平中** 東京証券取引所のオプション取引システム「Tdex+」は、欧州のデリバティブ取引所で使用されている取引システムを元に開発されましたし、大阪証券取引所のデリバティブ取引ではNASDAQのシステムを使うことが決まっています。今は、インフラストラクチャーを外国からもってきて、とにかくキャッチアップする、という感じですね。

グローバル化に向かってはいるけれども、外資系の投資銀行からすると、まだまだ日本特有のものが残されているという話をよく聞きます。例えば、国債先物は最終決済の時に現物で決済しないといけないといったこともその一つですね。

**星野** いまだに先物にはオープン取

引とクローズ取引の区分があります。

できた当初から「世界のスタンダードと違う」とは指摘されていましたが、残念ながら20年近く見直されていません。

**平中** 確かに外資系金融機関の方は、皆さん驚きますね。

**星野** 古きよき慣行はあっていいと思います。ですが、世界中の投資家が受け入れられる慣行と受け入れられない慣行があって、受け入れ難い慣行はやはりスタンダードに合わせていかないと、日本だけが取り残されてしまいます。

## Financial Information Technology Focus

### ホールセールのグローバル化は必須

**平中** 金融ビジネスをホールセールとリテールに分けると、グローバルスタンダードを強く意識しなくてはいけないのは、やはりホールセールですよね。

**星野** ホールセールの世界は、仮に日本が立ち止まっても、世界の

グローバル化の動きは止まりません。将来のことを考えたら、ホールセールのグローバル化は必須です。日本の金融界の遅れは、日本経済の成長にも影響してしまいます。

**平中** ホールセールとリテールは独自の進化を遂げているので、同じ金融商品取引法という法律の中で運営するのは難しいという意見も多いですね。

**星野** 個人投資家を保護する観点からすると大切な制度だと思います。ただし、自由取引を前提とする取引やISDA<sup>1)</sup>のようにグローバルな枠組みで行われる取引と重複する部分もあり、ダブルスタンダードができつつあるのは残念です。

**平中** 確かに、金商法について、ホールセール側とリテール側では話題も異なっていました。リテール側が気にしていたのは、契約締結前にどういう書面を交付して、どのように書面管理を行えば、投資家への説明責任を果たしたと言えるのかという点です。一方、ホールセール側



## 日本のマーケットは、成熟はしていてもポテンシャルはまだあります。

は、例えば「クロス取引をきちんと分かるような形で記帳しないとイケない」というような点でした。「クロス取引の定義って何だっけ？」と。他にも「取引所外で、顧客同士の有価証券の売買を仲介する、いわゆる“媒介”に係る取引を記録すること」とあるけれども、媒介の件数も相当ですし、どこまでデータベースから取引データを引っ張ってくるべきなのかに話題が集中しました。

**星野** ビジネスは複雑化していますから、私たち自身は法定帳簿とは別に もっと3次元的に取引やリスク等のデータ管理をしています。データを的確にとらえて保存・管理していくには、制度の枠組みのなかで昔ながらに帳簿を残していくことでは、対応できなくなってきていると思います。効率も悪くなり非常に残念です。

**平中** 本当にそうですね。昔よく言われたのは「日本の規制はすべての金融機関の帳簿にセムカラー、セムウエート、セムサイズを求めている」と。

ホールセールにかかわる規制については、パブリックコメントに対する回答を見ても、極めてファジーなことが多いですね。結局、私たちも色々な投資銀行の方々と意見交換しながら、システムの整備を進めたというのが実情です。

### Financial Information Technology Focus

#### 決済におけるグローバル化

**平中** 2009年1月から株券電子化が始まりました。日本銀行は、新日銀ネットの構築や、国債の決済を取引日の翌日に行うT+1の導入に向けた検討を開始しました。決済という意味では、一通り大きな規制改革に着手しているように見えます。

何か、今後のトレンドみたいなものはありますか。

**星野** 制度は変わっても慣行が変わるかどうか大きなポイントだと思っています。国債のT+1のところでは、制度を変える前にやらなければいけないこととして、「フェイル」の慣行をどうするかという問題があります。

日本では制度的に、決済日を過ぎても証券の受け渡しが行われない「フェイル」が認められています。大半の投資家はそれを受け入れようとしません。フェイルをしないでT+1を本当にやろうと思うと、世界に例のないモデルをつくることになります。T+1を実施している国はたくさんありますが、そういった国は一般にフェイルを受け入れていますのでT+1が成り立つのです。

**平中** 確かに、国内でも外資系金融機関同士だとフェイルが行われていますよね。日本銀行がまとめた

「決済システムレポート2009」の中でも、フェイル慣行の見直しについて言及しています。

**星野** フェイルに抵抗があるのは、慣行というよりは文化的な価値感の問題だと思っています。「決済日だから決済するのは当然」という考えを振り払って、「T+1のモデルはこうなんだ」というものを受け入れることができるかどうかです。

**平中** リーマン・ブラザーズの破たんの時に、多少はフェイルが起きました。しかし、きちっと積んでいた担保を取り崩したりして、結果的には流動性を損なわずにうまくいきました。そういう経験をうまく生かせればいいのかなどという気もします。

**星野** DVP決済<sup>2)</sup>の形をとっているため、フェイルはほとんどリスクではないんです。

欧米の金融機関は、「最終的に求めるものはリターンだ」という考えが徹底しています。フェイルする取引としない取引があり、いずれもリスクが変わらない場合は、フェイルする取引の方が高いリターンが期待できるので、海外の金融機関はフェイルするほうを選びます。最終的なリターンの高いほうを選ぶというのが投資家や株主への信頼に応える行為だからです。

**平中** 他に決済という観点でみたとき、何かありますか。

**星野** 決済に関してお話ししたいことは2つあります。

1つは、清算機関の話です。今回の金融危機で、CDS取引の清算機関がなかったために、市場が大きく混乱しました。そこで今、清算機関の設立の話が出ています。リスクを

管理するという観点からすると、理論的には世界中で清算機関は1つというのが望ましいと言えます。しかし、今の情勢を見ると、それぞれの国が、自国の中に清算機関をつくる方向に動いてしまっています。

日本でも、東京証券取引所や東京金融取引所、金融機関といった様々な関係者が、それぞれのオピニオンを持たれています。残念ながら、何が日本にとっていいのかという議論と、世界中の金融界にとって何がいいのかという議論が、擦り合っていないように見えます。2つのスタンダードが生まれてしまうことは避けたいですね。

もう1つは、非居住者、外国人の投資家が、日本のマーケットにこれだけ浸透しているにもかかわらず、商品や取引によっては、電話決済になっているということです。国内ではほとんど自動決済になっていますが、外国投資家の取引をする銀行間、信託銀行、証券会社も含めて、皆さんが電話照合を相変わらず続けているというのがもう20~30年ずっと続いています。いわゆるSTPができない部分として残っていて、スピーディーな決済ができず大変非効率です。ここを改善する方法は何かないのかと、個人的には考えています。

STP化ができないことはロケーション・ストラテジーにも影響します。

Financial Information Technology Focus  
**競争優位戦略における  
 ロケーション・ストラテジー**

**平中** 非戦略的なルーティン業務に

ついて、大手の投資銀行はロケーション・ストラテジーを常に考えていますよね。「この部分は、シンガポールで、この部分は香港で。ITはインドで」といった戦略が、今後ますます進んでいくと思います。

**星野** その中でネックになる問題のひとつが、先ほど申し上げた外国人に対する決済STPがないという点です。オペレーションをコストの安い国にもっていくことは可能ですが、電話照合が残っているのは効率の悪いことは変わらないので抜本的な解決にはなりません。

**平中** ロケーション・ストラテジーを考える場合、言語の問題はネックにならないのでしょうか。

**星野** 当社でも、ロケーション・ストラテジーについて色々検討していますが、言語の問題は、人が動けば解決することなので最終的なネックにはなっていません。世代によって考え方が違いますが、今の若い人たちは、海外転勤に全然抵抗がないというのも大きいかもしれません。

**平中** ロケーション・ストラテジーには大きく2つあって、1つ目は定型化されたオペレーションをどうするかということ。2つ目は、国ごとに新商品戦略を練ったり、決済制度の変更に対応したりすることで、他社との差別化を図ることだと思います。

**星野** それが、まさにロケーション・ストラテジーですね。コスト競争力のあるところは外にもっていく。しかし、その国での個別の事業戦略といった部分、またその国独自の制度的な部分で残しておかなければいけないものも相当あります。ですので、決して日本での仕事を海外

に大幅にシフトするようなモデルにはならないと思っています。日本のマーケットの重要性はまず第一義的にありますから。

日本のマーケットが成熟してしまって、あとは工場のようにサポートしていく、ということになれば別ですが、マーケット自体を見ていても、成熟はしていますがポテンシャルはまだありますので、日本においてマーケットの成長に貢献できることは、まだまだたくさんあると思っています。

ロケーション・ストラテジーで単に業務をアジアの国に持っていくのは簡単ですが、本当はこれから日本において証券業で働きたいという希望を持っている若い人たちが誇りをもって仕事をしてもらえるマーケットにしていくことが一番大切だと思いますね。

**平中** ロケーション・ストラテジーにおいて、常に日本の強みを意識してもらえるマーケットをつくりあげたいですね。

本日はありがとうございました。

(文中敬称略)

- 1) 店頭デリバティブ市場の主要参加者により構成される全世界的な業界団体。主として、各デリバティブの取引を対象とした契約書の発展と維持、取引の効率的締結のための市場慣行の促進、及び健全なリスク管理体制の発展等を目的として活動。
- 2) 証券の引渡し (Delivery) と代金の支払 (Payment) を同時に行う仕組み。どちらか片方の決済不履行が生じるリスクをなくすることができる。

