

市場の分断への取組み

[「国際スワップ・デリバティブ協会四季報誌」(IQ)とのインタビュー]

日本が G20 議長国を務める本年、日本当局は市場の分断に対応する決意を示している。金融庁の氷見野良三金融国際審議官が市場の分断を軽減するための構想を語る。

IQ：昨年 10 月に開催された国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) 地域総会で、市場の分断のリスクに対処するために行動する必要性について講演されましたが、その後何か進展はあったのでしょうか。

氷見野良三 (RH)：G20、金融安定理事会 (FSB)、証券監督者国際機構 (IOSCO) において大きな進展がありました。

2018 年 12 月 1 日に、G20 首脳は、ブエノスアイレスサミットにおいて、規制・監督上の協力を通じて分断に対応する旨を宣言しました。同日、麻生太郎財務大臣が、市場の分断への対応は 2019 年に G20 の議長国を務める日本の優先課題であると述べました。1 月に東京で開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁代理会議でも、麻生大臣の計画が支持されました。市場の分断への対応は再び G20 の議題に戻ったのです。

FSB は 2019 年の作業計画において「市場の分断とは何か、どのような条件下で生じうるか、それがどんな影響をもたらさうのかなど、市場の分断に係る諸課題について検討する。」また、「規制上やその他の原因で生じる市場の分断のリスクに対応するために、特にそのような分断が金融安定性に悪影響を及ぼさうる場合に、各国当局や基準設定主体が利用できるツールを特定する」と明言しています。

FSB は IOSCO と協力し、1 月 28 日にバーゼルで市場の分断に関するワークショップを開催しました。第一線の学者、取引所、中央清算機関、資産運用業者、規制当局、中央銀行、各国財務省高官等とともに、ISDA のメンバーも多数招かれており、非常に充実した議論が行われました。ISDA のスコット・オマリオ CEO はこのワークショップに積極的に参加されていました。

IOSCO は、外国の規制・制度の同等性評価を行うためのプロセスや課題などについて論じた、2015 年のクロスボーダー規制ツールキットに関するフォローアップを行っています。このフォローアップ作業は、米商品先物取引委員会 (CFTC) の

J. クリストファー・ジャンカルロ委員長と金融庁の水口純審議官が共同議長を務めています。

これまでの進展は、昨年 10 月時点で私が期待していたものを遥かに超えていると言えます。

IQ： G20、FSB、IOSCO が市場の分断に対応することを決定したのは何故だと思いますか。

RH： 開放的で強靱なグローバル金融システムを実現することは、以前からずっと世界の規制当局の共通の目標となってきました。市場の分断に対応することは、この目標に沿うものです。

強靱性を高めるための改革はすでに概ね整備されたので、FSB 新議長に選任されたランダル・クオールズ氏が 2 月の香港での講演で述べたように、私たちは今や、以下の 3 点について考えるべき局面に入ったと考えられます。第一に、これらの改革が、より強靱な金融システムの構築という意図した効果をどの程度もたらしたか。第二に、これらの改革が、我々が対応すべき意図せざる悪影響をもたらしていないか。第三に、高いレベルの強靱性を実現するために、より効率的で、単純かつ透明性があるやり方は採れないか、の 3 点です。

クロスボーダーの矛盾、重複、不一致、競争を伴うような形で実施された改革は、市場を分断し、市場の流動性を低下させ、資本プールや流動性資源の囲い込みにつながることで、金融システムの安定に対して副作用をもたらす可能性があります。特にシステムミックなストレスが生じた際は、問題が悪化する恐れがあります。

改革の効率性を損ない、複雑さを増してしまう恐れもあります。過剰な分断は、世界規模での効率的な資本配分を阻害し、消費者や企業家が利用できるサービスを制限し、コンプライアンスコストを必要以上に引き上げることで、持続可能でバランスのとれた包摂的な成長という G20 の目標を損なう可能性もあります。

IQ： 最近 ISDA が公表したペーパーには、規制の矛盾、重複、不一致、競争によって引き起こされたデリバティブ市場の分断の 21 件の事例が挙げられています。これらのうち、少なくとも一部について、是正のための具体的な提案が出てくるものと期待してよいのでしょうか。

合意済みの基準についての議論の再開や規制改革を後退をさせることは意図しておりません。むしろ、意図せざる市場の分断を引き起こすことなく合意済みの改革を実施する方法を見つけたいと考えています。

国ごとの規制の違いや国際規制に対する上乘せを取り除こうとしているわけでもありません。規制・監督当局は何よりも自国の預金者や投資家、消費者に対し責任を負っています。そうした当局がとる措置は、各国の政策上の優先課題や文化的差異、発展段階を反映したものにならざるを得ません。結局のところ、先のグローバル危機が示したように、最終的な責任はやはり主として各国政府がとることになるのですから。

では、私たちは何をしたらいいのでしょうか。

分断への対応にあたっては、規制の統一化に力を入れる考え方もあります。実際、国内規制を見直す用意があることを示唆している当局が最近出てきたことは明るい材料です。

しかし、分断に対応する方法は、既に策定された規制の改正だけに限りません。規制策定過程の早い段階で議論して対処するほうが容易な場合もあります。将来生じうる規制の不整合の防止に重点をおくわけです。

また、規制のギャップが残っている場合でも、監督協力の強化や、異なる枠組みの間をつなぐ仕組みの改善に取り組むことができます。

規制と監督については、国際基準の策定、国ごとのルールの策定、他国の規制制度を認める（**recognition**）プロセス、日常的な監督活動など、様々な段階に着目して、それぞれの段階に合わせたプロセスやアプローチを立案することが考えられます。

ときには、ささいな実務的な措置が効果を発揮することもあります。負担の軽い単純なプロセスのほうが、大規模で面倒なプロセスよりうまくいく傾向があります。各国当局は問題を解決すると約束はできなくても、しっかりと耳を傾けることにはコミットできるかもしれません。

市場の分断への対応は、グローバル化した金融市場と国ごとの規制・監督のガバナンスの間に橋渡しをすることですから、簡単な仕事ではありません

しかし、柔軟に創意工夫をもって取り組めば、前に進むことはできます。正しい方向に向かって具体的な措置をとり始めることには、現在の世界においては特に意味があります。

IQ：どのような結果を期待しますか。

RH：FSB の作業計画にあげられている要素はすべて重要ですが、私は規制・監督当局や基準設定主体のための、将来の市場分断の広がりを防ぐのに役立つプロセスやアプローチの改善を特に期待しています。

IQ：プロセスやアプローチについて、もう少し具体的に話して下さい。

RH：現在のブレインストーミング段階では、可能性のあるアイデアをできるだけ数多く検討することが重要です。例として、いくつかのアイデアについて説明してみましょう。

例えば、バーゼル銀行監督委員会によるトレーディング勘定の抜本的な見直しは先般完了しました。各国当局は国内の銀行規制を策定し、その実施をモニターするためのデータ報告要件を作成することになると思います。そうすると、グローバル銀行は複数の「ほぼ同じであるけれども全く同じではない」報告様式に記入して、各国の当局に提出することになります。他方、バーゼル委員会は、基準の策定段階においてメンバー各国の当局からのデータ収集目的で定量的影響調査の様式を、各国実施後の段階では監督報告システムの様式を使用します。

関心のあるバーゼル委員会メンバー国が協力して、強制力のないモデルとして、複数の各国当局が使用できる監督報告様式を作成できないものかと思います。各国当局がその様式を自由に修正できるようにしておくことは必要ですが、それでも意図せざる不必要な差異を減らすことはできるかもしれません。

国内ルールの策定プロセスにおいて、クロスボーダーのやりとりの効率性と有効性を高めるための改善も可能でしょう。日本を例にとれば、新しい規制枠組みを導入する際、通常は金融庁がまず様々なステークホルダーや専門家からなる審議会を立ち上げます。審議会は何度も議論を重ねた後、金融庁に報告書を提出します。それをもとに金融庁が法案を起草し、それを内閣が国会に提出します。国会での審議の上で法案が可決されれば、金融庁は施行規則を立案し、その規則案を一般の意見募集のために公表して、寄せられた意見を反映して最終案を策定します。

規制のクロスボーダーな影響に関する懸念については、審議会が組成される時点で話し合いができることが望ましいのですが、規制が施行された後にそうした懸念に気づかされるのが普通です。同様のことは世界中で起きていると思います。

欧州では、欧州委員会が議会や理事会に提案を提出した後に意見書が届き始めます。

協調の取り組みがもっと効率的になるように、各国当局が自国の国内ルール策定プロセスの典型的なパターンを共有できるフォーラムとして、基準設定主体が機能することができないだろうかと思えます。クロスボーダーの影響を及ぼしうる進行中のプロジェクトや計画についての情報も共有できれば、更に良いでしょう。

(他国の枠組みを自国と同等として) 認めるためのプロセスも、合理化してもっと効果的なものにできるかもしれません。金融庁は、日本の規制枠組みを海外の各国当局に認めてもらうため、数多くの調査票に回答しています。通常、このような調査票は各国の国内規制に基づいて記入項目が定められています。さらに、国際通貨基金 (IMF) の金融セクター評価プログラム (FSAP) チームや基準設定主体のピアレビューチームから、国際基準に基づいた大部の調査票も届きます。

二国間での認証に関する各国当局の判断に資するよう、オーストラリア、香港、日本、シンガポールの規制当局が、関連する国際基準に基づく共通の調査票を作成した事例があります。これをもう一步進めることができないかと考えています。新しい国際基準が合意された後、国内外の評価者が調査票の基礎として (必要な追加や修正を行ったうえで) 利用できるように、ベースとなるような調査票を担当の基準設定主体が作成すればいいのではないのでしょうか。項目ごとのチェックリストとしてではなく、規制の結果により焦点を当てて調査票を作成できれば望ましいと思えます。

IQ: では、そうしたアイデアについて、G20、FSB、IOSCO での合意が得られることを期待している訳ですね。

RH: 日本以外の規制当局やその他のステークホルダーから更に多くの良いアイデアが議論の場に出てくると良いと思えます。特に、ISDA からの更なる貢献に期待しています。