

[仮訳]

市場の分断

金融庁 金融国際審議官 氷見野良三
国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) 地域総会

2018年10月26日 東京

ご紹介ありがとうございます。皆さん、おはようございます。

本日は、市場の分断についてお話ししたいと思います。

強靭性と開放性

世界の金融規制当局は、この10年間、二つの目的の実現を目指してきました。第一に、グローバルな金融システムをより強靭にすること、第二に、金融システムの開かれて統合された構造を維持することです。

第一の目的を達成するため、新しい規制が次々に策定されてきました。

当庁は、世界は安定性だけではなく、安定性と成長の両方を必要としていると最初に主張した機関の一つでした。また、バーゼルやマドリッドにある140の委員会及びサブグループが、次から次へと強力な薬を作り、処方し続けるべきではないこと、規制改革全体の累積的影響や副作用を評価すべきであること、さらに、静的な規制に依存するのではなく動的な監督により注力すべきだということを最初に主張した当局の一つでした。

3年前の時点では、そうした当庁の意見はまだ孤立したものでしたが、今日では金融安定理事会 (FSB) は、規制の策定から、規制改革の着実な実施やその影響の評価へ軸足を移すことを基本方針とするようになってきました。

第二の目的は、グローバルな金融システムが開かれて統合されていること、つまり、金融システムが国境線で分断されてしまうのを防ぐことです。これに関しては、良いニュースと悪いニュースがあります。

良いニュースは、10年間の苦労の末に、バーゼルの会合で何度も行き詰まりを開いて、ようやく一連の基準に国際的に合意することができたことです。

また、以前一部で予想されていたのとは異なり、米国の金融行政当局が、多国間の規制協力が果たす役割の重要性を強調し続けていることも良いニュースだと思います。

他方、悪いニュースとしては、各国当局間の信頼関係が、システム上重要な金融機関を国境を越えて円滑に破綻処理するために必要な水準にまでは達していないことです。自分が母国当局である場合にはSPE戦略（Single-Point-of-entry）¹を採用する、と言っているのと同じ当局が、自分が現地当局の立場に立つ場合には資本を自国内に囲い込む準備を着々と進める、といったこともしばしばみられます。

更に、ブレグジットによって、第三国の金融機関が提供するクロスボーダーの金融サービスに対して寛容度の低い規制枠組みが期せずして生じてしまう可能性もあるのではないかと思います。

金融規制が膨大になりその複雑さが増すにつれ、国内規制の技術的な差異から、クロスボーダーの取引や活動に意図せざる弊害が引き起こされています。

市場参加者の話を聞くと、良いニュースもあるけれども、それ以上に市場の分断に対する懸念が膨らんでいる、という印象を受けます。

より賢明なグローバル化

他方で、国ごとの規制の違いや、国際規制に対する上乘せ、域外適用などを一切排除していくべきだとは、私も思っていません。各当局はそれぞれの国や地域の民主的統制のもとで運営されており、何よりも自国/地域の預金者や消費者に対し責任を持つものです。国として優先すべき課題は、発展段階や文化、市場構造によって異なります。

規制の完全な調和を目指すことはできませんし、目指すべきでもありません。

モノ、サービス、人、情報、お金の流れは、ますます国境を越えて往来するようになっています。グローバル化の恩恵は今後も急拡大していきますが、すると、その副作用も拡大していかざるを得ません。

グローバル化は副作用の分を差し引いてもプラスの方が遥かに大きいと思いますが、その副作用の絶対量が全体として増大すれば、反グローバル化感情も強まらざるを得ません。

¹ 事業会社に生じた損失を持株会社に引き上げ、金融グループ一体として破綻処理する方法

輝かしいテクノロジーの発展も、人々に取り残されように感じさせ、反グローバル感情を増幅させてしまいます。

経済史家によれば、19世紀後半から20世紀初頭にかけてはグローバル化が急速に進んだもう一つの時代だとされていますが、周知の通り、その時代は終焉を迎え、その後第二次世界大戦に至ってしまいました。

グローバル化が反グローバル化に拍車をかけるというこの矛盾した時代に、我々は立ち向かわなければなりません。

そのためには、グローバル化の副作用を緩和させる必要がありますが、そのために使える規制権限は国民国家、地域連合、グローバルな基準設定主体の間に分散しています。これは非常に厄介なプロセスです。規制当局がある対応策を講じると、クロスボーダーでの不整合が新たに生じ、さらなる副作用を生み出すことも多いのです。

これは規制当局にとって厄介なことですが、金融業界にとってはさらに厄介です。いつになれば調整が行われるのか分からないまま、矛盾しあう複数の規制に従う必要があるからです。さらに重要なのは、利用できるサービスの制限やコストの増加などの形で、顧客も負担を負うことになる可能性があることです。

しかしながら、我々は辛抱強くなければなりません。一つずつ問題を解決していくこと以上に、容易な手段は存在しないからです。また、効果的に対応していく必要があります。非効率的な官僚主義や政治的駆け引きに陥ると、過去のグローバル化の時代に起きたことを繰り返すことになりかねません。

戦略も必要です。私は数年前から、金融規制の「より賢明なグローバル化」を主張してきました。規制の性質によってクロスボーダーの整合性に対する期待度を変えるアプローチをとってはどうかと思うのです。

これまでは、グローバルな整合性は通常良いものだという前提のもと、規制に関する国際基準を策定・実施してきました。しかし規制分野毎に、クロスボーダーの整合性を確保すべき理由は異なり、各国固有の事情に応じて考慮すべきニーズも異なります。グローバルな基準を設けることにも、また国ごとに調整された個別の規制を策定することにも、それぞれ良い面と悪い面が多々あります。

グローバル基準を設けることの良い面としては、良いプラクティスを広め、底辺への競争（race to the bottom）を防止できること、負の波及効果を阻止できること、規制設計に必要な各国の専門人材をプールして用いることができること、各国共通の基準・言語を利用することによる利便を享受できること、規制裁定の機会を減らせること、金融機関に対し矛盾した要求を課すことを回避

できること、規制対応コストを削減できること、競争条件を公平にできることなどがあります。

グローバル基準の設定に頼ることの悪い面として最も典型的なのは、国内の利害関係者を説得するという痛みを伴うプロセスを端折ってしまうことです。

国ごとに調整された個別の規制を策定することの最も重要な良い面は、発展段階や市場構造、優先すべき政策の違いを反映させられることです。

そして、各国の裁量に任せることの悪い面として最も典型的なのは、その国特有の脆弱性を覆い隠すためにそうするということです。こうした特別な措置は、短期的な痛み止めとしては効き目があるかもしれませんが、後々、問題が一層深刻になって露呈してくるということも往々にしてあります。

これらの要素を再検討することで、規制のより賢明なグローバル化へのアプローチを見出すための手掛かりとなる可能性があります。すなわち、矛盾した要求がクロスボーダー活動を阻害するような領域においてはよりきめ細やかな共通ガイダンスを設ける一方で、スピルオーバー効果が限定的な領域においては各国規制当局が果たす役割を十分確保するようなアプローチです。

このようにすれば、基準設定主体と各国規制当局の間で、責任分担の仕方を改善することにもなると思われます。

たとえば、店頭デリバティブのクロスボーダー取引では、国家間で証拠金規制の整合性が取れていることが必要不可欠です。主要な金融センター間で別々の規定を定める必要性は相対的に低い一方、不整合性が市場の分断を引き起こす可能性があるからです。

他方、コミュニティ・バンクの自己資本比率に関する規制が各国で全く同一でなければならないとは言えず、むしろ、各国の規制当局は、バーゼル合意で決まっているからというだけにはせずに、各自もそれなりに国内で説明責任を果たすよう努めなければなりません。

何もかも統一しようという動きを継続すると、グローバル化の副作用はさらに切実に感じられるようになり、反グローバル化感情は一層強まりかねません。

逆に国家間の整合性を取る必要性がはっきりと見受けられない領域にまで国際基準を拡大しないよう慎重に対応すれば、市場の分断を回避すべき領域においては国際基準を遵守することに対する国民の支持が得られやすくなるのではないのでしょうか。

分断を引き起こす四つの要因

各国/地域間の規制の矛盾や重複により、金融機関のクロスボーダー活動に不必要または過度な負担が生じ、実害のある市場の分断や規制の裁定行為が起こるリスクが高くなっているような分野は実際に存在します。

市場の分断のリスクを不必要に高める類型として、規制の矛盾、重複、時期の不一致、競争の4つを考えるとと思います。

規制の矛盾の一例として、母国当局と現地国当局の規制を両立させえないケースがあります。一方の規制ではある行為が要求されるにも関わらず、もう一方の規制ではその行為が禁止されているような状態です。

規制の重複には、国内規定の域外適用の結果、一つの取引に関わる二人のカウンターパーティーに対して、異なる規制要件が課されるケースなどがあります。

実施時期の不一致とは、国際的に合意された基準を、各国が別々の時期に実施することです。

競争とは、自国域内にリソースや活動を確保するために各国当局が取る規制上の措置を指します。

矛盾

まずは矛盾についてです。同一の金融機関に対し、別々の当局から矛盾した規制上の要求が課せられるケースは多々あります。

当局Aが、ある銀行に対し予定されている制裁・措置について他言してはならないと要求する一方で、当局Bは、当該措置について事前に当局Bに報告しなかったことについて制裁を与える、ということもあります。

すべての事業を統括する単一の持株会社を現地に設立すべきとする現地当局からの要求と、事業活動ごとにコーポレート・チェーンを分けるべきとする母国当局からの要求が対立してしまうこともあります。

また、母国当局が、グローバルな顧客確認（KYC）の管理体制に対する監査を本社で実施するよう要求する一方で、現地当局は、個人情報情報を国外に持ち出すことを許可しない、ということもあります。

こうした矛盾から生じる問題を軽減するために、何ができるでしょうか。

各国規制間の矛盾に対処するための簡単なプロセスに各国が合意したらどうでしょうか。

二国で事業展開する金融機関が、二つの規制当局から矛盾した要求に直面している場合、この金融機関は両方の規制当局に対し、矛盾について説明した書面を提出します。

そして、書面の提出から例えば3週間以内に、この金融機関と二つの規制当局は2時間の電話会議を行います。

さらに6週間以内に、各当局は簡潔な回答を作成し、金融機関が最初に提出した書面と各当局による二つの回答内容をまとめた合意文書を、各自当局のホームページ上で公開します。

このプロセス案を実施しても、クロスボーダーの不整合性が消えてなくなるとはいえないでしょう。しかし、透明性と説明責任を確保することはできます。そして少なくとも、政策立案者に対し自分たちがどんなに厄介な事態を生み出しているかを認識させることはできます。

重複

第二のカテゴリは、重複です。様々な政策上の理由により、各国の規制には域外への影響を有する要素が含まれています。

この結果、同一の市場や取引に二つの異なる規制枠組みが適用される事態が生じます。ここで、市場参加者が相手方を選んで規制の重複を避けようとすることで、市場の分断が引き起こされてしまう場合があります。

先に述べたように、域外への影響を完全に排除すべきではありません。しかし、規制の重複により生じる不必要な負担を軽減するための効果的かつ実務的な手段はあると考えています。

たとえば、国外に影響を及ぼすことが明らかな国内規制の立案プロセスについてのベストプラクティスを示したガイダンスを設けることにより、市場分断のリスクを軽減できるかもしれません。ガイダンスの内容として、立案の初期段階において、国内当局はどのように潜在的なステークホルダーを特定して意見を求めたらよいか等の方法を示すことも考えられます。

当庁は高速取引に関する規制枠組みの立案段階において、海外の市場参加者の意見を聞きました。これは、海外のトレーダーに対する規制上の要求を定める上で大変有用でした。

さらに踏み込んだ方法として、各国または地域当局が他国の制度をアウトカム・ベースで評価するための様々なマニュアルを作成することも考えられます。

規制の条文を対比することは比較的容易な判断ですが、アウトカム・ベースでの比較は複雑になりがちです。

この問題は、国際合意が存在する場合には国内の上乗せ基準ではなく国際合意の方を評価基準とすること、法律の専門家と市場の専門家の両方を評価チームに加えること、あるいは、ポイントを絞った簡潔な調査票を用いることなどの方法でも対処することができるかもしれません。

手続を策定するのはあくまで個別の当局ですが、他の当局の取り組みも参考になるのではないのでしょうか。

証券監督者国際機構（IOSCO）のクロスボーダー規制タスクフォースは2015年に報告書を発表し、クロスボーダー規制問題に対処するツールキットを示しました。これを当局間の「Recognition（認証）」に焦点を当てて改良することができれば、大変有益だろうと思われまます。

また、米国証券先物取引員会（CFTC）による最近の取組も、規制の重複問題への新たなアプローチを示しています。本日のカンファレンスでバーナム委員が何を話してくれるのかとても興味深く思っています。

時期の不一致

第三のカテゴリは時期の不一致、つまり、国際的に合意された基準の実施時期が各国当局によって異なるということです。

中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制の実施時期に各国間で違いが生じたことや繰り返し遅れが生じたことなどがその代表例です。

実施時期をずらしたことで、移行期間中の金融安定性へのリスクが上昇するとともに、市場参加者や規制当局が負担するコストも増加してしまいました。

国際的に合意された基準の実施については、既に十分なピアレビューおよび監視プロセスが存在しています。

私は、バーゼル委員会の基準実施部会の議長を務めていた時、バーゼル委員会のイングベス議長の指示のもと、バーゼルⅢ実施に関するモニタリング枠組みを立ち上げるとともに、モニタリング結果をまとめた色別チャートの活用を主導しました。

この枠組みは、現在「バーゼルⅢ規制との整合性評価プログラム」と呼ばれていますが、バーゼル委員会は今でもこの枠組みを利用しており、他の基準設定主体も同様のアプローチを取り入れるようになりました。

バーゼルⅡは、結局米国では実施されませんでした。バーゼルⅢはバーゼルⅡの時よりは足並みを揃えて実施することができました。

しかし、実施時期不一致のケースはまだ残っています。バーゼルⅢの中には、2017年までに実施されるはずだった要素や、2018年、または2019年に実施されるべき要素がいくつかありますが、各国が合意通りに実施するという見通しが立っていません。

基準設定主体が直近10年間の活動を振り返り、各国で足並みを揃えて基準を実施しやすくするための工夫を基準策定時に盛り込めないか、検討を始めることはできないでしょうか。

単純明快で、金融機関に対する個別の承認手続きの必要性も限られているような基準なら、合意通りのスケジュールでの実施の可能性も高くなります。

この他にも、合意通りのスケジュールでの実施を促すための効果的な取り組みはあるだろうと思います。

競争

第四のカテゴリは競争です。立地政策（一定の取引が行われる場が自国内に設けられるよう求める政策）、リングフェンス（資本や流動性の自国内への囲い込み）、内部 TLAC（総損失吸収力）など、各国は自国内にリソースや活動を確保することを目的とした規制を敷いています。

そうした競争が強まる要因としては、当局間の信頼の欠如、その国にとって重要な市場で規制上の自律性を維持したいという要請などがあります。

第四のカテゴリへの対処は、国家間のゼロサム・ゲーム的要素を含むこともあり、はるかに難易度の高い課題です。

しかし、ドミノ効果や報復、エスカレーションの可能性も視野に入れなければなりません。米国が中間持株会社規制を導入し、それに続く形でEUが中間親会社規制の導入を検討しました。

これらの政策によりリソースの囲い込みが起これば、金融システムにストレスが加わった際に問題が深刻化する可能性もあります。ゲーム理論における囚人のジレンマの要素を考慮すると、日本やその他の国までも同様の対応をする必要に迫られる可能性もあります。

壁があちこちに広がり、より高くなっていくとすればそれは誰の利益にもなりません。

世界の規制当局コミュニティはこの最後の類型にも関心を持っていくべきだと思っております。

おわりに

分断が生じると、市場の流動性が減り、希少資源の囲い込みが行われ、その結果として金融安定性が損なわれてしまいます。また、金融仲介の効率性を損ない、成長にマイナスとなります。市場の分断を阻止することは、我々共通の目標の筈です。

2009年、ピッツバーグ・サミットに際しG20の首脳は、「我々は、公平な競争条件を確保し、市場の分断、保護主義、規制潜脱行為を回避するような方法で各国当局が世界基準を着実に実施できるよう、国家レベル及び国際レベルで共に基準を引き上げる行動をとることにコミットしている。」と宣言しました。

また、2013年、サンクトペテルブルクでも、「我々は、国・地域及び規制当局が、自国の規制枠組みを十分尊重しつつ、アウトカムの類似性に基づいて、国によって差別されることなく相互の規制及び執行枠組みの質により正当化されるときは、相互の規制に委ねることを可能とすべきとの見解で一致する。」と述べられました。

これらの取り組みは今日さらに重要性を増しており、その遂行のためになすべきことは多々あります。

当庁は、銀行、保険会社、資本市場を一元的に監督する機関です。また、幅広い国際フォーラムにも参加しています。

市場の分断によるリスクへの対応を開始し、行動を起こすべきことを、私たちは様々な場で関係者に提案しています。

私は今週の月曜日にオタワで開催された金融安定理事会（FSB）の会議に参加しました。会議後に発表されたプレスリリースでは、FSBが、市場の分断のリスクへの対応の検討を作業プログラムに追加した旨公表されました。

FSBでの議題に市場の分断への対応が載ったことは大きな前進であると思えます。しかし、それは始まりにすぎません。

当庁は、この取り組みが将来のリスクに対処し、実務的な解決策を見出すことに重点を置いた、フォワードルッキングでアクション重視なものとして進められることを期待しています。

ISDA のメンバーにおかれましても、各国規制の有害な分断としてどのようなものがあるかを特定し、今後可能な解決策を模索するためのご支援を頂けますと幸甚です。

ご清聴ありがとうございました。