

## 金融市場分断の回避に向けた国際的な規制・監督上の協力の強化

### 各国規制に潜む「意図せざる齟齬」の解消に向けた取り組み

財務省 東海財務局長

水口 純

(前金融庁 証券取引等監視委員会事務局次長兼国際証券監理官)

近年、ブレグジットや主要国間の貿易紛争など、世界市場の分断化の動きが見られるほか、金融規制面でも、リーマンショックの教訓を踏まえた国際共通ルールが合意される一方、デファクト・スタンダードを巡る角逐など「市場の分断」の傾向が生じつつある。金融庁は、市場の効率性を損なうようなかたちで各国の規制・監督が齟齬を来し、市場の分断を生む傾向には歯止めを掛けるべきと考えている。本稿では、筆者が携わってきたIOSCOでの取り組みを中心に、市場の分断への国際的な対応策や、金融庁の貢献について紹介したい。なお、文中意見にわたるところは必ずしも金融庁の見解ではなく、筆者の個人的な見解である。

#### 規制の「意図せざる齟齬」の対処について日本主導で議論

2019年に開催されたG20会合では、日本は初めて議長国を務め、首脳会合を含む諸会合を主催した。G20財務大臣・中央銀行総裁会議は同年6月8～9日に福岡で開催されたが、日本は金融セクターの優先課題として、三つの課題(市場の分断回避、暗号資産を含む技術革新、高齢化と金融包摂)を取り上げた。

リーマンショック以降、金融規制が複雑化していく中で、各国の実情に応じた国内規制の相違は必要との前提の下で、規制の実施に当たり各国の間で市場の効率性を損なうようなかたちで「意図せざる齟齬」が拡大してきた。例えば、①合意された国際規制の実施時期が各国で異なることで、クロスボーダーの取引が円滑に実施できなくなる、②同一の取引に複数の異なる規制が適用されることで規制の重複が生じる、③「よく似ているが少しずつ違う」規制(取引報告義務など)への対応が必要となる——といったように、いわば市場が各国ごとに分断され、金融システムの安定性などに悪影響を与える状況が生じてきた。

例えば①では、デリバティブ市場において、非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金規制について国際的に合意された実施時期があったが、欧州などで規制導入が遅れた。そのため、日本などの規制導入済国と未導入の国に所在する金融機関間の越境取引が一定期間控えられる動きがあったといわれている。最終的に各国で規制導入が順次進められてこの問題は回避されたが、日本や他の諸国にも影響を及ぼした。

18年12月のブエノスアイレス・サミットにおいては、19年にG20議長国となる日本が市場分断の問題を初めて本格的に取り上げ、G20首脳が日本の提案を受けるかたちで、規制・監督上の協力を通じて市場の分断に対処する旨が宣言された。

これを受けて、金融安定理事会(FSB)および証券監督者国際機構(IOSCO)が、規制の実施時期の相違や規制の重複といった市場の分断に対処するためのアプローチについて検討を開始した。金融庁は、18年末以降、FSB規制監督上の協調に関する常設委員会における官民合同の「市場の分断に関するワークショップ」の議長(氷見野良三金融国際審議官(現金融庁長官))、IOSCOのクロスボーダー規制フォローアップグループ(FUG)の共同議長(筆者)に就任し、市場分断が金融システムの安定性などに影響を与えている事例や要因およびその解決策などについて、日本が主導するかたちで精力的に議論を行った。

FSBが銀行も含めた広い分野の市場の分断について、主に金融システムの安定性の観点から議論(資本や流動性の自国内への囲い込みなど)を行う一方、IOSCOは店頭デリバティブ市場を含む証券市場に関する市場の分断につき、投資家保護などの観点も含めて議論を進めるなど相互補完的な議論を行い、最終的に各々報告書を19年6月に公表し、同月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議に提出した。

これらFSBおよびIOSCOにおける市場の分断回避のための国際的な連携・協力については、G20財務大臣・中央銀行総裁会議のコミュニケのみならず、G20首脳会合(19年6月28~29日)においても支持され、その宣言において「市場の分断についての取り組みを歓迎し、その意図せざる、悪影響に対して、規制・監督上の協力等により対処する」とうたわれている。現在、両国際機関において各々の報告書に基づくフォローアップ作業を行っているところである。

市場の分断に対応するため日本がG20議長国として主導した昨年の議論は、グローバル化の副作用を緩和し、危機時における流動性の分断や規制の重複により金融システムの不安定性が助長されることを防止するために有益である。また、日本の官民両セクターにとっても、欧州と米国の規制の狭間で異なる対応を要求されることによる規制対応コストを抑えるといった見地から、重要な意義を有するものであったと考えられる。

### IOSCOにおける市場分断対応プロジェクト

IOSCOにおいて筆者が共同議長として直接関与してきた市場分断への具体的な対応について、詳しく述べたい。

IOSCOにおける作業は、各国におけるクロスボーダー規制の在り方や、金融機関のクロスボーダー活動を阻害する可能性のある課題を特定しつつ、市場分断の問題に対処するための実務的・実践的な方策に関する方向性を提示することを目的としていた。IOSCOが19年6月に公表した報告書(19年報告書)では、IOSCOメンバーへ

のサーベイや複数のケーススタディーを通じて、ホールセールの証券・店頭デリバティブ市場における(i)規制によって意図せざる市場の分断が生じていると思われる事例、(ii)相手国の制度・監督への依拠(Deference)の要素(後述)を含むクロスボーダー規制ツールの最近の利用例を記述するとともに、(iii)その過程で得られた教訓やさらなる改善に向けた今後の方向性などを提示した。

今後も引き続き検討を進めるべき具体的な課題として、19年報告書は次の三つの提言、すなわち、①各国規制に関する当局間の相互理解のさらなる促進、②当局間監督協力の強化(当局間の監督MOU(情報交換枠組み)や監督カレッジ(各国の金融規制当局による共同監督)のさらなる充実など)、③他国規制・監督を信頼し、依拠する仕組みの明確化・効率化などに関する各国当局の好事例の取りまとめに向けた検討を行った。

ただし、19年報告書作成の過程は必ずしも容易ではなかった。19年1月に作業グループ(FUG)を立ち上げ、米国商品先物取引委員会(CFTC)のジアンカルロ委員長(当時)を共同議長としてタッグを組んで議論を進めた。19年のG20首脳会合が例年より早く6月末であったので、とにかく集中的・精力的に議論を進める必要があり、FUG関連に限っても、数カ月間に、報告書の基本コンセプトの策定やドラフティングのため、頻りに電話会合を実施するとともに対面会合を3回開催した。

特に19年3月の対面会合では「合意に至るまでは今日は会議室から出ない」とメンバーに宣言して、合意形成に向け議論を進めた。最後に、福岡G20会合ではIOSCO代表理事会のオルダー議長が自ら出席して報告書について説明したが、会議終了後の議長の満足そうな表情は今でも印象に残っている。

### 規制・監督における国際的な「依拠」の広がり

19年報告書で特に明らかになったのは、証券・店頭デリバティブ分野における他国当局の規制・監督への「依拠」の利用の広がり、そのプロセスにおける幾つかの残された課題である。

「依拠」(deference)とは、国境を越えた取引や金融機関の活動などに対する規制・監督に当たり、他国の規制・監督を信頼し、それに依拠する作用一般をいう。法律・規則などその形式は問わない。例えば、国境を越えて他国の域内で金融サービスを提供する自国の金融機関が存在するケースにおいて、他国において自国の金融機関にサービスを提供する者に対する規制・監督の仕組みを審査し、それが自国のものと同様であると認められる場合、他国の規制・監督への遵守をもって、自国の規制・監督が遵守されたものとみなし、自国の金融機関へのサービス提供を認める方法がある。よく知られた例としては、欧州の域内パスポート制度や欧州域外国に対する同等待遇評価、米国における代替的コンプライアンス措置等が挙げられる。

この報告書を受け、19年秋以降のIOSCOにおいて、「依拠」のプロセスに関する

残された課題について議論が行われてきた。特に重要な作業としては、プロセスの透明性・効率化の向上や、依拠の可否に関する当局審査において考慮すべき要素に関する好事例(グッドプラクティス)のとりまとめの議論である。その結果、IOSCOは 20 年6月 26 日、証券・デリバティブ市場における国境を越えた取引や金融機関の活動などに対する規制・監督に当たり、他国の規制・監督を信頼し、依拠するプロセスについて当局として考慮できる 11 の好事例(グッドプラクティス)をとりまとめたG20 向け報告書(依拠の好事例報告書)を公表した。

依拠の好事例報告書は、依拠の評価プロセスに関連して、①評価プロセスの透明性(依拠の範囲、手順やスケジュールなど)の考慮、②ルールベースではなく、規制の効果に着目した評価の要素の考慮(当局の監督・法執行能力や国際基準への準拠性など)、③リスクの性質や程度に関する考慮(金融システム安定性や投資家保護など)、④当局間での十分なコミュニケーションを行うことへの考慮などに関する好事例について、金融庁や、日本を含むアジア太平洋証券当局のこれまでの経験や事例も反映しつつ、記載している。

例えば、①特定金融指標(ベンチマーク)規制について日本が作成・公表した国際基準と国内基準の簡便な比較表の事例、②監督協力枠組みを前提として、日本の資本市場にとって影響が軽微な外国の中央清算機関(CCP)の免許免除の恒久化に向けた最近の法令改正、③日・豪・シンガポール・香港の4法域で、非清算店頭デリバティブ取引に対する証拠金規制について他国の枠組みに依拠できるかをお互いに審査する際に、国際基準に即した共通の質問票を作成して審査の効率化を図った事例、④日本を含むIOSCOアジア太平洋地域委員会と欧州当局(EC・ESMA)との間の相互の規制状況に関する情報交換のため実施中の定期対話——がある。

### 「依拠」実施に当たり当局間の共通理解を醸成

これまで、日本のみならず主なアジア太平洋諸国の官民両セクターにとって、金融市場インフラやデリバティブ業者に関して数年ほど前に欧米当局により実施された「依拠」の評価の際に、実務上の困難(欧米規制との整合性に関する多数の論点についての累次の質問票のやりとりや、詳細なルールベースでの評価など)があった。また、欧米の両規制の狭間で異なる対応を要求され、不必要に規制対応コストが高まる可能性もあった。依拠に関するこれらの実務上の課題は、他国の規制監督への依拠の評価の実施に当たり、当局間に一定の共通認識が事前に存在しなかったことに起因した面も大きいと考えられる。

今回の依拠の好事例報告書は、評価・被評価当局の双方に対して、依拠の審査において考慮することが有用な事項を示すことにより、当局間の共通理解の醸成と相互の協力を促し、不必要にコストを高め市場の効率性を損なうような市場分断を可能な限り回避するという点に関して一定の方向性とモメンタムを与え、市場分断の回避

に向けた証券当局のメッセージを表明するという意味で重要な意義を有するものである。

また、従来から主に他国規制の「評価国」である欧州や米国当局を巻き込んだ上で、日本を含むアジア太平洋諸国等の非欧米諸国という「被評価国」側からの視点を可能な限り取り込んだものとしても評価できるものと考えている。

### 新型コロナウイルスと市場分断リスク

新型コロナウイルス感染症により、各国が直面する課題に対して迅速に手立てを講じる必要がある昨今においては、自国主義が強まることで意図せざる市場分断が生じるリスクが高まっている。そのため、グローバルな「ヒト・モノ・カネ」の流れが変化していくと見込まれる中で、すでにさまざまなかたちで起きつつある世界市場の分断化の動きが、さらにどのような影響を受けるか注視していく必要がある。

IOSCOとしても20年3月以降、市場分断に関する問題意識も踏まえ、秩序ある資本市場の機能継続に向けた強い意志の表明や、非清算店頭デリバティブ取引に係る証拠金国際規制の実施時期の延期など一連の対応を行ってきた。また、筆者が議長を務めてきたIOSCOアジア太平洋地域委員会においても、地域の証券当局間で新型コロナウイルス感染症がもたらす国境を越えた波及効果について、地域レベルの情報交換等を行っているところである。

新型コロナウイルス感染症へのグローバルでの対応が求められる現状において、証券・デリバティブ市場においても、市場の分断につながらないように、当局間のより一層の信頼関係の構築および緊密な結束が今まさに求められている。

\* \* \*

市場の分断への対応に関するG20プロジェクトは、日本のかねての問題意識をG20議長国の立場から優先課題として取り上げ、金融庁がFSBやIOSCOなどの関連国際機関での議論をリードした上で、報告書の作成・公表といった一定の成果に導くことのできた好事例である。今後とも、金融庁としては、この過程で得られた知見をもとに、証券・デリバティブ市場も含めた金融規制・監督に関する国際的な議論において、引き続き積極的に発信・提案していきたいと考えている。

### 水口 純(みずぐち じゅん)

87年東京大学法学部卒、大蔵省入省。91年ハーバード大学ケネディスクール修了(公共政策学修士)。財務省国際局調査課長、金融庁総務企画局参事官、同庁総合政策局審議官などを経て、19年7月同庁証券取引等監視委員会事務局次長兼国際証券監理官。20年7月から現職。