

G20大阪サミットに向けて

～国際金融規制研究会意見書～



国際金融規制研究会

座長（大和総研理事長）

中曾 宏
小立 敬

委員（野村資本市場研究所主任研究員）

本年6月28、29日にG20大阪サミットが開催される。G20サミットは、グローバル金融危機への対処を図るため、2008年11月に米国ワシントンDCで初めて開かれた国際経済協定の第一のフォーラムである。その後、G20のコミットメントの下で金融危機の再発防止を図る国際金融規制改革が行われてきた。2017年12月に「バーゼルⅢ最終化」に合意が得られたことで、金融危機から10年を経て金融規制改革の設計を終え、現在は実施段階に移っている。

〈目次〉

1. 金融市場の分断に対する懸念
2. 金融市場の分断の要因
3. 金融市場の分断を回避するために必要な措置
4. 結語

このように改革が実施段階に移行する中、最近の国際金融規制の動向を注視し、各種規制の導入過程においてわが国関係者が適切な意見発信を行うとともに、わが国金融機関の新たな規制環境への円滑な対応を実現することを目的として、2016年11月に日本証券経済研究所に「国際金融規制研究会」が設置された。当研究会は、2017年7月に意見書「国際金融規制の課題と国際基準のあり方について」を取りまとめている。

当研究会としては、わが国で初めて開かれるG20サミットが充実した討議の場となり、これまでに開催されてきたG20サミットにおける合意事項が高度化されることを期待している。そこで今般、各金融業界の意見を横断的に取りまとめた意見書「G20大阪サミットに向けて」を公表した。本稿は、当該意見書のうち、G20大阪サミットに関わる討議テー

マである「金融市場の分断を回避する国際的な連携・協力」に関する議論を紹介するものである。本稿は、筆者の判断で執筆したものであり、文責はすべて筆者にある。

■ 1. 金融市場の分断に対する懸念

現在、各国・地域はG20のコミットメントの下、国際合意された金融規制改革を自らの法域において国内法化し、実際に規制を適用する作業を進めている。しかしながら、各国・地域の間で規制の枠組みが異なるものとなっている現実が明らかになってきている。その背景として、①国際合意された基準から乖離した規制を各国が導入するケース、②国際基準がプリンシプル・ベースで定められているために国内法化の際に各国で異なるルールとなるケース、③各国規制の域外適用が行われるケース、④各国が自国利益を優先した規制を導入するケースなど、様々な要因があると考えられる。

規制の枠組みに不一致が生じる結果として、金融サービスにおいて有益なイノベーションの発展や普及が阻害され、ひいては金融システムの安定を促す取組みの実効性を損なうような「金融市場の分断（フラグメンテーション）」が国際的に懸念されるようになってきた。G20議長国であるわが国は、G20大阪サミットを機に「金融市場の分断を回避する国際的な連携・協力」に関する議論を本格

的にスタートさせ、将来的には、金融市場の分断を回避するための枠組みを国際的に構築していくことを視野に入れている。

■ 2. 金融市場の分断の要因

当研究会は、金融市場の分断について様々な議論を行った。ISDA（国際スワップデリバティブ協会）からは、金融市場の分断の具体的な例として、参考（後掲）に掲げる多くの事例が紹介された。それらは、①規制の域外適用に関わる問題、②国際合意された自己資本規制で生じている各法域間の規制の相違、③店頭デリバティブ規制における証拠金規制および集中清算義務、取引執行義務、取引報告義務、ネットイングに関する様々な問題、④金融指標に関する規制のあり方など、幅広い分野に及んでいる。

このような多くの金融市場の分断をもたらすものとして、当研究会においては次の4つの要因があることが確認された^(注)。

- 矛盾（Discrepancies）：同一金融機関に対して、複数の当局から両立し得ない規制が課されること
- 重複（Overlaps）：規制の域外適用により、同一の市場や取引に対して複数の当局から異なる規制が課されること
- 時期の不一致（Desynchronization）：国際合意された基準について、実施時期が各国当局によって異なること
- 競争（Competition）：立地政策、リングフ

エンス、内部TLACなど自国内にリソースや活動を確保することを目的とした政策の導入

また、金融市場の分断は、国際合意された規制によってのみもたらされるものではない。例えば、ある法域では、監督当局が利用するために金融機関が作成した情報について金融機関に秘密保持を求める規制が存在しており、外国金融機関が母国の監督当局であってもその内容の報告・開示を行うことが制限されている。当研究会では、各国・地域に存在する独自の制度が金融市場の分断につながる可能性があることも確認された。

3. 金融市場の分断を回避するために必要な措置

当研究会としては、以上のような議論を踏まえて、金融市場の分断を回避するためには以下の措置が必要であると考えている。

① 当局間の信頼関係と連携の強化

- ナショナル・インタレストとグローバル・インタレストのコンフリクトが生じないよう当局間の信頼関係を強化すること。
- 域外適用を回避し、仮に域外適用が生じる場合には、範囲や時間軸を含めて他の法域の当局との間で事前に十分に協議すること。
- 各法域の規制の間に矛盾が認識された場合に備えて、問題提起の方法や当局間の交渉の枠組み、想定される処理の時間などを定めた「標準的な解決プロセス」を整備すること。

- 当局間の相互の信頼関係を損ねるおそれのある各法域に固有の制度については、信頼関係を損ねることのないよう見直しを図ること。

② 承認、同等性評価の効率的・広範な活用

- 各法域間の規制の承認 (Recognition)、又は同等性評価に当たっては、各法域の規制の詳細な差異に焦点を当てて評価を行うことなく、成果 (Outcome) ベース、又はリスク・ベースの評価を効率的かつ実効的に行うこと。
- 国際基準設定主体は、各法域の当局が予測可能、統合的かつ適切なタイミングによって承認、又は同等性評価等の適用を行うことを可能にする枠組みを構築すること。
- 監督カレッジや危機管理グループ (CMG) の下で関係当局が合意する場合、又は金融安定理事会 (FSB) のピア・レビュー等で国際合意に則した国内規制が導入されていると評価された場合、自動的に承認・同等性評価が認められるような仕組みを工夫すること。

③ 国際合意への遵守の確保

- 各法域に、全く同じレベルの法規制をかけることはできないという現実的な発想から出発し、各法域の規制間のより高い整合性を確保するため、国際合意と各法域において実際に国内実施される規制との差を縮小すること。
- 過度な規制競争 (Race to the Bottom及び Race to the Top) に歯止めをかけるような基本原則を確立すること。
- 各法域において規制を国内法化する段階で認識された課題については、それを国際基準設定主体にフィードバックし、必要に応じて

修正を図る枠組みを整備すること。

- 金融活動のレベルが相対的に低い法域においては、最終的な国際合意への取れんを図る観点から、国際基準の適用方法、適用時期に配慮すること。

④ 政策目標の確認

- 各法域は、グローバル金融市場が持続可能な経済成長を達成するために果たす役割を認識した上で、規制の策定を検討すること。
- 国際基準設定主体は、政策目標を達成するために規制が効率的、効果的であることの説明責任を果たすこと。
- 一連の改革の結果、規制が複雑化、重層化しており、規制の複合的な効果について事後的な見直しを行うこと。

4. 結語

当研究会としては、上記で紹介した取組み

が行われることによって、国際的に金融市場の分断が解消される方向に進むことを期待している。なお、当研究会が取りまとめたG20大阪サミットに向けた意見書では、金融市場の分断の問題の他に、高齢化の課題・政策対応や質の高いインフラ投資についても提言を行っている。

当研究会は、国際金融規制に関して、民間の立場から業態横断的に分析・評価を行うことを試みたユニークな取組みである。当研究会で示された意見が日本のリーダーシップのもとで開催されるG20大阪サミットにおける討議への貢献につながることを期待している。

(注) 金融市場の分断については、金融庁の氷見野金融国際審議官が2018年10月に東京で開催されたISDAのカンファレンスにおいて講演を行っており、その中でそれらの要因を指摘している。

(参考) 金融市場の分断 (フラグメンテーション) の代表的な事例

規制内容	要因	影響
① 域外適用		
各法域の規制の適用範囲： 多くの法域において（１）規制対象である金融機関が域外で行う取引が規制の対象となる、又は（２）第三国の規制対象となる第三国の金融機関が域内で行う取引を義務の対象とし、遵守を求める。	重複	■ 特にヘッジ目的のエンド・ユーザーは、外国の規制の適用範囲の不一致・不明確を回避するため、自国の金融機関との間でのみ取引を行うようになる。これにより市場が地域化し、リスク管理の手段としてのデリバティブの利用が非効率となる。
同等性／代替コンプライアンスの決定： ある法域の規制当局が、他の法域の規制に関する同等性を評価する場合、細かなルールの内容を比較する方法によって行われている。	競争	■ 金融機関としては、複数の法域への規制対応や、重複又は相反する内容のコンプライアンス・プログラムを実行することを強いられないように、自らの活動範囲を地域化し、他の法域の規制対象とならないようにする。これにより、競争が阻害され、流動性が低下する。
② 資本規制		
マーケット・リスクに関する資本規制（トレーディング勘定の抜本的改革（FRTB））： 主要な法域における本規制の実施の内容と時期に関しては、重大な不透明さが残っている。	時期の不一致	■ 主要な法域における市場リスク自己資本規制の内容や実施のタイミングに関する不一致によって、金融機関がデリバティブ取引を提供し、プライシングやリスク管理をする能力に重大な影響を及ぼす可能性があり、ひいては、市場の流動性に悪影響を及ぼす可能性がある。

安定調達比率 (NSFR) : BCBSによる国際基準を策定する一環として安定調達比率に関する見直しが行われ、各法域が、グロスのデリバティブ債務に対する賦課 (GDLA) として5%から20%を設定できる。	競争	■ 個別の法域によるGDLAの適用に不整合があると、顧客の資金調達・投資・ヘッジ取引の仲介を行う市場サービスの提供に対して悪影響を及ぼす可能性がある。
信用評価調整 (CVA) : BCBS CVAリスクの枠組みの実施については法域ごとに異なる。	競争	■ CVAリスクは、バーゼル規制におけるデリバティブ取引にかかる資本コスト、ひいては、デリバティブ取引のプライスの決定に影響を及ぼす可能性がある。CVAリスクの異なる取り扱い、結果的に特定の法域の利用者にとって、デリバティブ取引のコストや入手可能性に影響を与えることとなる。
レバレッジ比率 : レバレッジ比率における金融機関の規制資本の計算において、清算集中取引に関して顧客から提供され分別管理された証拠金を算入すべからずかについての取り扱いが法域ごとに異なる。	競争	■ 信用リスク削減のために顧客から提供された現金担保をオン・バランスの資産として計上する法域においては、金融機関のレバレッジ比率の計算において算入され、規制資本を増やす要因となる。これにより、清算集中のコストが上昇したり、清算集中へのアクセスが阻害されたりする可能性がある。
③ 非清算集中取引の証拠金規制		
担保授受の期限 : 当初証拠金 (IM) 及び変動証拠金 (VM) の計算及び決済について、該当する担保の標準決済期間に応じて、T+1が要求されている法域もあれば、T+3又はそれ以上が許容されている法域もあり、法域ごとに異なった取り扱いがなされている。	重複	■ 当事者が異なるタイムゾーンに位置する場合、適時の決済が阻害される可能性がある。とりわけ、アジアのタイムゾーンに位置する当事者にとって、米国の相手方との間でのT+1の決済は困難である。
適格担保の基準 : 適格担保の基準については法域によって相当な違いがある。	競合	■ 異なる適格担保の基準に服する相手方との取引を行う場合、より厳格な基準に従った取引を行う必要が生じるため、かかる相手方との取引を行わない方向へのインセンティブが働く可能性がある。
グループ会社間の取引に関する当初証拠金の授受 : 法域によっては、グループ会社間の取引についてもIMの授受が義務付けられている (例えば、米国健全性規制当局)。米国CFTCでは、金融庁及び他の法域と同様に、例外規定を設けている。	矛盾	■ グループ会社間のIMの授受が必要とされる金融機関は、システムック・リスクのおそれのない取引についても重大なファンディング・コストを負担することになる。
標準的当初証拠金モデル (ISDA SIMM) のバックテスト : 法域によっては (例えば、EUや日本)、ディーラーではない場合を含む全ての当事者について、各自の取引におけるIMの計算に使われる業界標準のモデルをモニターし、かつバックテストすることが義務付けられている。	矛盾	■ エンド・ユーザーは通常そのようなテストを行うリソースを持ち合わせておらず、したがって、標準法を用いることを強いられる点で不利な立場に置かれることとなり、ひいては、より高い価格での取引を強いられる可能性がある。
Phase 5の相手方との間の契約書整備 : IM計算の結果、IM閾値 (最大USD50million) に達しないため実際のIMの授受が発生しない場合であっても、2020年9月に効力を生じるUSD8billionの想定元本の閾値以上の取引がある場合には、規制遵守のためのIM契約書類を締結する義務を課す法域がある (例えば、米国)。	矛盾	■ このような法域においては、IMを実際に授受する必要が生じない取引相手が、時間も費用もかかる契約書の交渉や、使用されないカストディー口座を開設する義務に服することとなる。
④ 清算集中義務		
清算集中に係る地域政策 : 法域によっては、一定種類の取引が国内にて執行された場合には、当該国内において国内の規制が及ぶ中央清算機関 (CCP) において清算集中することが義務付けられている。外為規制のある通貨市場を有する法域における清算集中義務も、事実上の地域政策を課すものである。	競合	■ 清算集中に係る地域政策により、流動性に悪影響を及ぼす可能性がある。このことは、異なるCCPにおいて取り扱われている同一の商品についてベース・リスクが事あるごとに生じていることから明らかである。加えて、清算集中に係る地域政策により、ネットインセットを分断し、結果的に規制資本やマージン必要額及びこれに関連するコストを上昇させる要因にもなっている。このような競合によりグローバルのシステムック・リスクが増大している。
クライアント・クリアリング : 法域によっては、CCPの直接参加者ではない顧客が、当該地域において登録されているCCP (例えば、CFTCにおいてderivatives clearing organizationとして登録されている) において清算集中をするよう義務付けられている。	競合	■ このような義務があることにより、海外のCCPを通じて顧客に対して流動性の供給やヘッジを提供することなどが阻害されている。米国においては、国内のCCPがCFTCからの除外命令を得ている場合であっても、このような結果となっている。

<p>IM規制に係るMPOR： 法域によって、CCPが清算集中取引についてIMを設定する際に用いるリスクの最短マージン期間（minimum margin period of risk (MPOR)）が異なる。</p>	競争／矛盾	<ul style="list-style-type: none"> ■ 最短マージン期間の法域間の相違により、顧客は、実際の取引が清算集中がなされたCCPの所在地によって、異なる金額のIMを提供しなければならない。
<p>⑤ 取引執行義務</p>		
<p>取引の執行場所に関する政策： 一定の取引は、特定の法域内の指定されたプラットフォームにおいて執行されなければならないという義務が課される法域がある。</p>	競争	<ul style="list-style-type: none"> ■ 場所に基づく取引に対する規制によって、プラットフォーム間による流動性の分断が生じ、結果として類似の取引の流動性や価格について、異なるプールが作出されることになる。 ■ 2018年におけるUS-EU間のtrading venueに関する同等性評価決定によって、ある程度の市場の分断に関する懸念は払拭されたものの、他の法域におけるtrading venueの同等性認識がなされていないことにより、依然としてグローバルのマーケットの分断が継続している。
<p>取引関係者の居所に関する政策： 米国の規制では、非米国組織同士の取引であっても、米国人によってアレンジ、交渉又は執行された取引（ANE取引）については、米国の規制に従って清算集中、執行及び報告がなされなければならないとされている。</p>	競争／重複	<ul style="list-style-type: none"> ■ この規制により、非米国組織は、米国の規制によって補足され重複する規制（場合によっては内容が異なる規制）に従う可能性を回避するために、米国人を関与させないようになっている。 ■ このような取引を行おうとする非米国組織は、CFTCのルールと当該法域のルール（必ずしもその内容は一致しない）とを重疊的に遵守するコンプライアンスシステムを構築する必要がある。
<p>⑥ データ及び取引報告義務</p>		
<p>取引報告義務： 取引情報蓄積機関に対して、取引当事者の一方又は両方に取引を報告する義務を課すか否かについては、法域によって異なる。</p>	矛盾	<ul style="list-style-type: none"> ■ 自身のデリバティブ取引を報告する義務を課す法域におけるバイ・サイドの市場参加者及びエンド・ユーザーは、相手方によって報告されているデータを二重に作成・報告する義務を負担することとなり、不利益な立場におかれることとなる。
<p>必要な情報内容： 法域によって、報告義務の対象となる異なる定義・フォーマット・利用可能な数値等が異なる。</p>	矛盾	<ul style="list-style-type: none"> ■ 法域毎に要求されるデータ型及びフォーマットが一致しないと、必要なコストやリソースを増加させるだけでなく、規制当局がデータを集積し照合することを阻害するという非効率が発生することとなる。
<p>⑦ ネットティング</p>		
<p>適格カウンターパーティの範囲： ネットティング法によってカバーされるカウンターパーティの範囲は法域によって異なる。例えば、法域により、銀行の種類（国有か、私有か）による分類や、その他の分類（銀行か、証券会社か、保険会社）など、様々。</p>	競争／重複	<ul style="list-style-type: none"> ■ 適格カウンターパーティの範囲の違いにより、ネットティングによる効果（特に、カウンターパーティ・リスクの削減効果）が限定される。
<p>適格取引種類の範囲： ネットティング法によってカバーされる取引種類の範囲は法域によって異なる。例えば、現物決済のコモディティ取引は非適格とし、現金決済によるコモディティ取引は適格とする、といった法域がある。</p>	競争／重複	<ul style="list-style-type: none"> ■ 適格取引種類の範囲の違いにより、ネットティングによる効果（特に、カウンターパーティ・リスクの削減効果）が限定される。
<p>⑧ 金融指標</p>		
<p>一部の法域では、当局により承認を受けた金融指標やインデックスのみ、利用が許容されている。金融指標の運営機関やデータの呈示者は規制の対象となり、承認を受けていない金融指標の提供者と利用者には罰則や罰金が課されることもある。</p>	競争	<ul style="list-style-type: none"> ■ 金融指標の運営機関やレート提示者が、当該規制遵守を過剰負担だと考えて承認の申請を行わない場合、又は承認が与えられなかった場合、利用できる金融指標の数は減少する。それによって、流動性は分断され、投資の選択肢は減少する。

(注) 第10回研究会（2019年3月8日開催）に森田智子委員（ISDA東京事務所長）より提出された資料の一部を修正した。

