

進化するグローバル金融規制と 金融機関の経営

一橋大学大学院経営管理研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

■ 1. フィンテックで変わるグローバル金融規制

21世紀に入って、世界の金融規制は強化された。その代表例が、2001年米国同時多発テロ事件後の資金洗浄規制強化と2008年リーマン危機後の金融機関に対する資本・流動性規制強化である。これらは、その後の金融サービス業の発展や金融機関の経営に大きな影響を与えてきた。

2010年代以降、米国の金融市場の成長は加速し、それにつれて、米国金融機関の相対的な優位が顕著になっている。近年、フィンテックの進化により、世界的にデジタル金融サービスが浸透しつつある。この分野でも、米国企業が圧倒的な競争力を持っており、世界の主要なフィンテック企業のほとんどは米国が占める。

フィンテック時代に入り、新たな規制や制度が生まれようとしている。ディエム（旧リブラ）に代表されるグローバル・ステーブルコイン（GSCs）などの出現に対応して、資金洗浄防止とテロ資金供与対策（AML/CFT）を交えて、新たな規制が策定されている。

■ 2. グローバル金融規制の枠組み

グローバル金融規制は、主に、①グローバルな枠組み、②世界的に影響を及ぼす米国の

(図表1) 主要なグローバル金融規制の組織

機関	設立年	役割
国際決済銀行 (BIS)	1930年	BCBS、FSB、IAIS等に運営資金・事務局機能を提供
国際通貨基金 (IMF)	1944年	国際的な通貨市場の安定化維持
国際会計基準審議会 (IASB)	1973年	IFRS策定
証券監督者国際機構 (IOSCO)	1974年	証券当局の国際的な協力と証券市場の国際的な基準設定
バーゼル銀行監督委員会 (BCSC)	1975年	銀行の世界的な規制のため、各国監督当局が討議する場
先進国首脳会議	1975年	世界経済の討議の場
先進7ヵ国財務相・中央銀行総裁会議	1986年	各国・地域の財務大臣と中央銀行総裁が世界の経済・金融問題について討議・枠組み設定
保険監督者国際機構 (IAIS)	1994年	保険監督当局の連携、国際保険監督基準の策定
金融安定理事会 (FSB)	1999年	世界的な金融規制検討の場
主要20ヵ国・地域財務相・中央銀行総裁会議	1999年	各国・地域の財務大臣と中央銀行総裁が世界の経済・金融問題について討議・枠組み設定
主要20ヵ国・地域首脳会合	2008年	各国・地域の首脳陣が、世界の経済・金融問題について討議・枠組み設定

(注) FSBの設立年は、前身機関の設立された年を基準とする。

(出所) 各機関資料

法制度に分かれる。歴史的に、国際通貨基金 (IMF)、バーゼル銀行監督委員会 (BCBS)、先進7ヵ国財務大臣中央銀行総裁会議 (G7) などが、大きな役割を果たしてきた。しかし、これらは、必ずしも十分に機能せず、数々の通貨危機や金融危機が発生した。リーマン危機は戦後最大の景気後退を生み、欧米では大手金融機関の経営破綻や経営悪化が起こった。

この反省から、2010年代に、現在のグローバル金融規制のフレームワークが完成した。それまでの先進7ヵ国中心の経済・金融監視体制であったものを、新興国を加えて拡充した。こうして、主要20ヵ国首脳会議 (G20サミット)、20ヵ国財務大臣・中央銀行総裁会議 (G20)、金融安定理事会 (FSB) が新設された。

現在、グローバル金融規制策定の頂点にあるのは、各国の大統領や首相が集まるG20サミットである。G20サミットがFSBに具体的な検討事項を諮問し、FSBがそれに答申する形をとる。また、より専門性を伴うものについては、バーゼル銀行監督委員会 (BCSC) や国際会計基準審議会 (IASB) に基準策定をゆだねる。こうして出来上がった基準 (ソフトロー) を各国で法制化し、ハードローとする。

米国は、世界最大の経済と金融市場を持ち、さらに、大手金融機関の多くが米国企業である。このため、グローバル規制は米国主導であることが多い。例えば、銀行の自己資本規制であるバーゼル規制は、米国の要請で生まれたものである。

「世界的に影響を及ぼす米国の法制度」は、米国の国内法であるものの、事実上、グローバル法制に近い効果を持つ。米国政府は国内法を外国に対して事実上強制することがある。米国の方針を受け入れなければ、外国金融機関を米国市場から締め出し、米国金融機関と取引を制限することが可能である。以下、主要な例である。

(図表2) ドッド・フランク法の概要

概要	内容
金融安定監督評議会 (FSOC) 創設	金融システムリスクの特定、システム上重要な金融機関 (SIFIs) の指定
“too big to fail” の終焉	SIFIsの破綻処理計画の提出、FDICによる清算処理制度の整備
ボルカー・ルール	自己勘定取引の原則禁止、ヘッジファンド、PEファンドの保有・投資の原則禁止
FRB改革	SIFIsの一元的監督、最後の貸し手機能制限、連銀総裁の選任方法
金融機関の規模抑制	金融システム全体の負債10%以上となるM&A禁止
コリンズ修正条項	銀行資本積み増し、レバレッジの制限
消費者金融保護局設置	7連邦機関の整備、消費者保護強化
連邦保険局設置	保険業界のブルーデンス政策、州規制当局との連携
デリバティブ規制	店頭デリバティブ取引の清算集中、スワップ部門分離
コーポレートガバナンス強化	say-on-pay、ゴールデンパラシュート、ブロックアクセス
モゲージ市場の投資家保護	サブプライムローンの不正貸付慣行の禁止、罰則
ヘッジファンドの透明化	ヘッジファンドのSEC登録
信用格付機関の監督	SEC内に信用格付局設置

(出所) The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、米国財務省

FATCA (外国口座税務コンプライアンス法) は、外国金融機関に対して、米国納税者の米国外所得に関する情報を米国課税当局に提供させ、米国における租税回避を防ぐ目的を持つ法律である (注1)。2008年に起きたUBS脱税幫助事件を契機に制定された (2013年施行、2014年実施)。これを契機に、FATCAは、日本を含む外国に適用されている。

2014年に、スーダン、イラン、キューバに対して、BNPパリバ (フランス) が違法な米ドル決済を行ったとして、総額9,000億円弱の制裁金を支払うことになった (注2)。米国内で、国際緊急事態経済権限法と対敵通商法に違反したとして、刑事訴追を受け、司法取引に応じることになった。

■ 3. 銀行に対する規制強化の影響

バーゼル規制では、金融機関の経営の健全性確保の観点から、銀行の自己資本や流動性などを規制する。リーマン危機後、2010年にバーゼルIIIが合意された。2013年から段階的に実施されており、2019年から完全施行された。

バーゼルIIIは財務レバレッジを抑制し、高い資産流動性を求めるため、商業銀行の貸出姿勢は抑制された。自己資本規制は、自己資本比率目標の引上げ、分子である資本の質の向上、分母であるリスクアセットの定義の厳格化などによって構成される。

特に、普通株と利益剰余金からなる有形普通株主資産を重視する。これが普通株等Tier 1 (CET 1) の概念であり、最も中核的な自己資本である。リスクアセットで除した比率が、普通株式等Tier 1比率 (CET 1比率) で、最低所要水準は4.5%である。

FSBは、国際的に金融システムに重要な影響を与える銀行 (G-SIBs) を指定する。こ

(図表3) 先進国の金融機関(G-SIBs) 時価総額上位10社の株主資本増加額

(兆円)	時価総額	株主資本 (FY09)	株主資本 (FY19)	増減額	CET1比率 (FY15、%)	CET1比率 (FY19、%)	増減 (ppt)	バケット
1 JPモルガン・チェース	35.9	16.5	26.1	9.6	11.2	12.4	1.2	3
2 バンク・オブ・アメリカ	24.4	23.1	26.5	3.3	12.3	11.2	-1.1	2
3 RBC	11.6	3.6	6.4	2.7	9.9	12.1	2.2	1
4 シティグループ	11.5	15.5	19.4	3.9	13.8	11.8	-2.0	3
5 ウェルズ・ファーゴ	11.3	11.4	18.8	7.4	11.0	11.1	0.1	1
6 モルガン・スタンレー	11.2	5.3	8.3	3.0	12.6	16.4	3.8	1
7 HSBCホールディングス	10.6	13.6	19.3	5.7	10.9	14.7	3.8	3
8 トロント・ドミニオン銀行	9.8	3.8	6.7	2.9	11.3	12.1	0.8	1
9 ゴールドマン・サックス・グループ	8.3	7.2	9.0	1.9	11.7	13.3	1.6	1
10 BNPパリバ	6.4	11.5	12.6	1.0	11.0	12.1	1.1	2

(注) 2020年11月末時点、1ドル100円で換算。

(出所) ブルームバーグ

れは、より大きく、複雑な構造を持つ銀行に対して、より厳しい自己資本比率を求めるものである。

もう一つ大きな影響を与えたものが、グローバル規制ではないものの、米国独自のドッド・フランク法(2010年制定)である。これにより、銀行や投資銀行の業務が、厳しく規制されることとなった。

新型コロナウイルス危機に対応し、銀行の健全性を保つために、銀行に対し、資本の分配(配当、自社株買い、裁量的ボーナスの支払い)を制限する動きが世界的に見られる(注3)。FRBは、大手銀行の資本を維持するため、自社株買いを禁止し、配当に上限を加えた(注4)。欧州中央銀行(ECB)は、ユーロ圏の金融機関に対し、配当支払いや自社株買いを停止して資本を維持するよう推奨した(注5)。

4. 規制強化の効果と副作用

バーゼルIIIとドッド・フランク法の共通の目的は、大型金融機関の持つ様々なリスクを抑制することである。米国の伝統的金融機関は、これら両方の規制の対象となるため、経営方針の大きな転換を迫られた。2010年代の規制強化は、大きく分けて、以下の効果をもたらした。

第一に、大型金融機関の経営の安定である。現在、大手銀行のCET1比率はいずれも十分な余裕がある。コロナ危機に起因する世界的な経済危機に際しても、経営危機に陥った大型金融機関は皆無である。

第二は、成長力低下である。規制強化によって、世界の大手金融機関の経営は、ローリ

(図表4) 先進国の銀行・証券時価総額増加額上位10社(過去10年)

(兆円)	国	時価総額 (2010年11月末)	時価総額 (2020年11月末)	増減額	純利益 (FY10)	純利益 (FY20E)	増減額	
1	JPモルガン・チェース	米国	14.6	35.9	21.3	1.7	2.3	0.6
2	バンク・オブ・アメリカ	米国	11.0	24.4	13.3	-0.2	1.5	1.8
3	モルガン・スタンレー	米国	3.7	11.2	7.5	0.5	0.9	0.5
4	チャールズ・シュワブ	米国	1.8	9.2	7.4	0.0	0.3	0.3
5	トゥルイスト・ファイナンシャル	米国	1.6	6.3	4.6	0.1	0.4	0.3
6	RBC	カナダ	7.6	11.6	4.0	0.5	0.9	0.3
7	トロント・ドミニオン銀行	カナダ	6.4	9.8	3.4	0.4	0.9	0.4
8	オーストラリア・コモンウェルス銀行	豪州	7.2	10.3	3.1	0.5	0.6	0.1
9	PNCファイナンシャル・サービスG	米国	2.8	5.9	3.0	0.3	0.7	0.3
10	USバンコープ	米国	4.6	6.5	1.9	0.3	0.5	0.1

(注) 10年前未上場企業除く。2020年11月末時点、1ドル110円で換算。2020年度純利益は、ブルームバーグ予想(RBC、オーストラリア・コモンウェルス銀行、TD銀行は実績)。

(出所) ブルームバーグ

スク・ローリターンに転換した。

とりわけ、2010年代に、機関投資家向け業務の収益性が悪化した。リーマン危機は、大手投資銀行リーマン・ブラザーズが破綻したことに起因する。このため、株式、デリバティブ、ヘッジファンドなど投資銀行にとって高リスク・高収益業務が厳しく制限されることになった。機関投資家向け業務が中心の投資銀行であるゴールドマン・サックスは、規制の影響を大きく受け、成長力が低下した。

一方で、オンライン化が進んだりリテール分野を中心に銀行業務や証券業務は成長した。商業銀行では、モバイル戦略によってリテール部門を成長させたJPモルガン・チェース、バンク・オブ・アメリカの成長力が高まった。また、米国の地銀も高い成長をとげた。

リテール証券会社であるチャールズ・シュワブ、フィデリティ(非上場)はオンライン戦略を拡充し、高い成長を実現した。モルガン・スタンレーは買収などによって成長分野であるリテール部門を強化し、投資銀行から総合証券会社に転換した。

5. フィンテック時代の到来とグローバル規制

2010年代後半以降、金融サービス業のデジタル化が加速し、フィンテックが金融業に大きな影響を与えるようになった。特に、世界的にキャッシュレス化、決済サービスの高度化が加速した。結果として、ビザ、マスターカード、ペイパル・ホールディングスなどが急成長した。

ただし、グローバルな決済、送金に関しては、資金洗浄の規制が厳しく適用される。

(図表5) 先進国の金融機関とフィンテック企業の時価総額上位10社 (フィンテック企業太字)

(兆円)	時価総額 (2015年11月末)	時価総額 (2020年11月末)	増減額	株価騰落率 (過去5年)
1 ビザ	19.2	46.5	27.3	166.2%
2 JPモルガン・チェース	24.5	35.9	11.4	76.8%
3 マスターカード	11.0	33.5	22.6	243.7%
4 ベイバルHD	4.3	25.1	20.8	507.3%
5 バンク・オブ・アメリカ	18.1	24.4	6.2	61.6%
6 RBC	8.5	11.6	3.2	39.4%
7 シティグループ	16.1	11.5	-4.6	1.8%
8 ウェルズ・ファーゴ	28.1	11.3	-16.8	-50.4%
9 モルガン・スタンレー	6.6	11.2	4.5	80.3%
10 ブラックロック	6.0	10.7	4.7	92.0%

(注) バークシャー・ハサウェイ除く。2020年11月末時点、1ドル100円で換算。

(出所) ブルームバーグ

1989年、資金洗浄対策の多国間の枠組みとして、金融活動作業部会 (FATF) が設立された。G7 を含む39カ国・地域、2 国際機関がメンバーである。そして、米国同時多発テロ事件後、世界の資金洗浄規制は厳格化した。

フィンテックが生んだ新しい技術は、ビットコインなどの暗号資産である。そして、それを応用したICO (Initial Coin offering) とSTO (Security Token Offering) が注目される。

ビットコインは、2009年に運用が開始された。2013年に金融危機が発生したキプロスでは銀行が閉鎖され、国際送金ができなかった。そこで、匿名性の高いビットコインが国際送金に使われた。2016年以降、国際送金の制限が厳しい中国でビットコインが使われるようになり、ビットコイン相場が急上昇した。

暗号資産に関しては、各国の独自の規制が中心であり、グローバル規制は十分整備されていない。ただし、暗号資産による国際送金は、FATFの監視の対象となる。2019年に、FATFは、暗号資産・暗号資産交換業者に関するAML/CFTの要件を明確化するため、基準を改定した (注6)。

G20の要請を受け、FATFは、ステーブルコインAML/CFT上の問題を検討し、報告書を公表した (注7)。ディエムのプロジェクトを精査した上で、そのスキームが金融機関及び暗号資産交換業者に該当し、AML/CFT上の義務を負う可能性を示している。

6. ICOとSTOに関わる規制

ICOとは、企業等が電子的にトークン (証券) を発行して、公衆から資金調達を行う行為の総称である (注8)。投資家はそのトークンを購入し、発行体は調達した資金を用いて

事業を行う。投資家には事業から得た利益が分配されることがある。

国際決済銀行（BIS）は、年次経済報告書の中で、ICOについて詐欺の問題を指摘している（注9）。金融庁は、ICOの問題点として、①価格下落の可能性、②ホワイトペーパーに掲げたプロジェクトが実施されないリスク、③約束されていた商品やサービスが提供されないリスク、を挙げる。

2017年以降、ICOの資金調達が増加した。そこで、ICO発行に際し、各国政府当局や国際機関は、投資家保護、市場濫用の防止の観点から、証券規制に従うことを求めた。規制強化により、ICOの資金調達は2018年6月をピークに急減し、2019年にはほぼ消滅した（注10）。

SECはThe DAOのICOが事業利益の配当を受けるスキームであるため、証券（有価証券）に該当し、連邦証券法の規制の対象になりうると結論付けている（注11）。証券の募集や販売に該当する場合、証券法5条により、SECに登録する必要がある（もしくは、登録免除規定に従う）。クラウドファンディングである場合、クラウドファンディング規則や連邦証券法に基づかなければならない。

STOは、DLT上で発行したトークンに証券の要件を持たせ、当該トークンの譲渡により権利移転を可能としたものをセキュリティトークンと呼称する（注12）。証券規制に沿ったものとして、STOがICOに置き換わった。

SECの規制上、ICOは証券（STO）に該当する可能性があり、その場合、証券法違反とならないよう証券登録するか、登録義務の適用免除（レギュレーションD、レギュレーションA+等）を受けるか慎重に判断し、スキームを組成する必要がある。流通市場での取引にも規制が及ぶ。

日本の場合、2019年の金融商品取引法改正により、有価証券のうち、DLTを用いたトークンに表示された権利について、「電子記録移転権利（2条3項）」と位置付け、STOの規定を整備した（注13）。電子記録移転権利は、株式、社債などと同様に、第一項有価証券として扱われ、原則として、開示規制が及ぶ。

募集に該当する場合は、有価証券届出書、目論見書などの作成・交付が義務付けられ、継続開示として、有価証券報告書、四半期報告書等の提出義務がある（注14）。そして、第一種金融商品取引業の登録業者（証券会社、FX業者等）のみが取り扱うことができる。

■ 7. 新デジタル通貨ディエムに対する規制

2019年に、フェイスブックは新デジタル通貨ディエム（旧リブラ）の構想を公表した。

ディエムは、グローバルな決済に大きな影響を与え、かつ、金融包摂を改善する可能性があることから大きな話題となった。ディエムの副作用として、金融機関の地位低下、サイバーリスク、マネー・ロンダリング、金融安定性など様々なリスクがあることから、米国をはじめ、各国の規制当局から否定的な見解が出された。

ディエムは、ステーブルコインに位置付けられる。国際規制機関は、大規模で国際的なステーブルコインをGSCsと位置付け、規制の枠組み作りを行っている。G20は、法律、規制、監視の問題に対し適切な設計が行われな限り、運営を認めない方針を示した。

FSBは規制上の論点について検討を行い、最終報告と勧告を公表した^(注15)。GSCsが大規模に利用されるようになった場合、金融安定上のリスクを生じさせる可能性がある。勧告ではリスクに応じた規制・監督・監視を求め、当局は、「同じビジネス、同じリスクには同じルールを適用する」原則に基づき、監督・監視することに合意した。2021年末までに、国際基準を策定し、当局間の協力体制の確立または必要に応じた調整が行われる。さらに、2022年7月までに、各国で、FSBの基準と統合的な監督・監視の枠組みを確立する予定である。

また、証券監督者国際機構（IOSCO）は、GSCsの報告書を公表した^(注16)。個別の設計次第ではあるものの、GSCsが証券規制の管轄下に入る可能性があるとしている。

IMFは、CBDC及びGSCsといったデジタル通貨がマクロ金融に及ぼす影響について分析している^(注17)。大手IT企業のGSCsを採用した場合、頑強なガバナンスとリスク管理体制が必要となるとしている。

■ 8. 2020年代の金融規制の在り方

国内送金と比較し、国際送金はコストが高く、その上、時間がかかることが多い。さらに、世界では、新興国を中心に金融サービスを十分に受けられない人口が多いため、金融包摂という観点からも、フィンテックの役割は大きい。このため、ディエムのように技術革新と新たなビジネスモデルの開発によって、新しい市場を創造することが期待される。

ただし、世界で唯一の基軸通貨ドルを保有する米国にとって、新たな基軸通貨やそれに近い通貨が台頭することは容易に許容できない。また、主要先進国にとっても、国家主権の一部を構成する通貨主権や金融政策が大きく影響される事態は避けたいはずである。このため、GSCsは法定通貨の領域を大きく侵さない範囲で、限定的に使われるようになることであろう。

STOについても、規制が一般的な証券と同様であれば、STOを用いるメリットは限定的である。一部の領域で補完的に用いられることはあろうが、これも、資金調達の主流になることは、しばらく考えにくい。

ただし、GSCsやSTOの登場によって、既存の国際送金、資金調達の手段との競争が発生することが期待される。その結果、既存のシステムの機能が向上し、結果として、国際送金、資金調達全体のパフォーマンス向上が実現することであろう。

2010年代に現在の形となったグローバル金融規制体制は、金融機関の経営安定化、そして、資金洗浄／脱税対策において、大きな役割を果たした。同様に、2020年代はフィンテックに対応した世界的な規制をつくりあげ、世界の金融サービス業の発展につながることを期待したい。

(注1) IRSウェブサイト〈Corporations/Foreign Account Tax Compliance Act〉参照。

(注2) Department of Justice, “BNP Paribas Agrees to Plead Guilty and to Pay \$8.9 Billion for Illegally Processing Financial Transactions for Countries Subject to U.S. Economic Sanctions”, June 30, 2014, BNP Paribas, “BNP Paribas announces a comprehensive settlement regarding the review of certain USD transactions by US authorities”, June 30, 2014

(注3) Rachid Awad, Caio Ferreira, Aldona Jociene and Luc Riedweg, “Restriction of Banks’ Capital Distribution during the COVID-19 Pandemic (Dividends, Share Buybacks, and Bonuses)”, IMF, July 7, 2020

(注4) FRB, “Federal Reserve Board releases results of stress tests for 2020 and additional sensitivity analyses conducted in light of the coronavirus event”, Jun 25, 2020

(注5) ECB, “ECB asks banks not to pay dividends until at least October 2020”, March 27, 2020

(注6) FATF, “Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers, June 2019

(注7) FATF, “FATF Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on So-called Stablecoins”, June 2020

(注8) 金融庁「ICO (Initial Coin Offering) について～利用者及び事業者に対する注意喚起～」(2017年10月27日)

(注9) BIS, “BIS Annual Economic Report 2018”, June 17, 2018

(注10) 田中修一、副島豊 (分散型台帳技術による証券バリュチェーン構築の試み—セキュリティトークンを巡る主要国の動向—) (日本銀行、2020年8月)

(注11) Maximilian Kops, “The current state of ICOs—H2 2018, A concise overview of ICO overall developments, regions, raised capital and the biggest projects”, September 2018

(注12) 田中修一、副島豊 (分散型台帳技術による証券バリュチェーン構築の試み—セキュリティトークンを巡る主要国の動向—) (日本銀行、2020年8月)

(注13) 増田雅史「セキュリティトークン・STO規制の全体像」(金融法務事情2137号、2020年5月) 38～

47頁。

(注14) 宮田俊、石橋誠之「暗号資産取引、STOとその不正」(金融法務事情2140号、2020年8月) 17～23頁。

(注15) FSB, “Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements Final Report and High – Level Recommendations”, October 13, 2020

(注16) The Board of the IOSCO, “Global Stablecoin Initiatives”, March 2020

(注17) IMF, “Digital Money Across Borders : Macro – Financial Implications”, October 19, 2020

