

FSB(金融安定理事会)の最近の活動状況

令和元年 6 月 24 日

佐志田 晶夫

(公益財団法人日本証券経済研究所)

FSB(金融安定理事会)の最近の活動状況

要約

本稿では FSB(金融安定理事会)の最近の取組みについて、G20 財務大臣・中央銀行総裁会議に向けて公表された様々な報告書などを参考に概観する。

G20 蔵相／中銀総裁宛のレター（4 月）でフォールズ FSB 議長は、主要な分野（強靱な金融機関の構築、大き過ぎて潰せないこと（TBTF）の終結、ノンバンク金融仲介の強靱性強化、デリバティブ市場の安全性向上）での国際金融規制改革の完成と実施の重要性を指摘、加えて、FSB の当面の課題として金融安定への新たな潜在的なリスクへの対応、実行された改革の効果の評価などをあげた。脆弱性の新たなリスク要因としては、フィンテックや暗号資産、ビッグテックの金融業への進出に注意を向けている。

また、2019 年の G20 議長国日本の提案を踏まえ、G20 向けの成果物と見込まれる FSB の新しいイニシアティブでは、市場分断のリスクの評価、分散型金融技術の金融安定に及ぼす影響、TBTF 改革の影響評価、サイバー事象への金融機関の対処が示されている。

今年 FSB が公表した文書には、①TBTF 改革の評価（付託事項の要約）、②破綻処理計画ピア・レビュー、破綻処理関連のディスカッション・ペーパー、③技術革新の影響、フィンテック、暗号資産、サイバー事象への対処、④その他分野の報告書（コルレス銀行業務の減少や送金サービス業者の銀行へのアクセス、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）進捗状況報告、市場分断に係る報告書、中小企業金融への規制の影響評価（市中協議）、取引主体識別子の導入状況）などがある。

規制の影響による市場分断の評価は、日本が G20 議長国としてテーマに取り上げたものだが、FSB と連携して IOSCO でもグローバルな証券・デリバティブ市場での市場分断の影響評価と対応策が検討され、報告書が公表されている。FSB の市場分断に係る報告書は、監督や規制による法域毎に市場分断の発生を検討、クロスボーダーの金融活動増加と国内の規制枠組みを地域の状況や任務に合わせることの潜在的なトレードオフを論じている。

市場分断の具体的な事例としては（IOSCO の報告書も参照し）、クロスボーダーの OTC デリバティブの取引と清算、銀行の資本と流動性のクロスボーダーな管理、データや他の情報の国際的な共有の 3 分野を取り上げている。その上で、国際協力の効果と効率を高め、市場分断が金融安定に及ぼすマイナス影響を軽減するアプローチとメカニズムを論じ、今後のステップをまとめている（2019 年 11 月に進捗状況の報告を予定である）。

目次

I. はじめに～金融規制改革の設計・実施から効果の点検と新しい課題への対応へ

II. FSBの2019年の作業プログラム

1. クォールズ議長のG20向けレター、議長国日本によるイニシアティブ
2. 金融システムの新しい及び発生しつつある脆弱性への対応
 - (1) 新しい及び発生しつつある脆弱性の識別
 - (2) 金融システムの構造的な変化が金融システムに及ぼす効果を評価する
3. 金融危機後の改革を完成させ、運用を開始
4. 完全でタイムリーかつ首尾一貫した実施を支援
5. 改革の効果を評価～改革の実効性と意図せざる副作用の評価
 - (1) 中小企業金融への規制の影響と大き過ぎて潰せないことを終結させる改革の効果
 - (2) 統合され強靱性のあるグローバルな金融システムを強化（市場分断の検討と対応）
6. 様々な関係者（ステークホルダー）へのアウトリーチ強化
7. FSBが公表した主要な文書

III. FSBからの主な報告書のポイント（1）～TBTF改革、破綻処理計画の整備

1. FSBが今年公表した主な文書
2. “大き過ぎて潰せない（TBTF）”を終結させる改革の評価：付託事項
3. 破綻処理計画ピア・レビューと破綻処理に関連するディスカッション・ペーパー
 - (1) 銀行の破綻処理計画に関するピア・レビューの概要
 - (2) 破綻処理可能性向上への取組み：2つの市中協議ディスカッション・ペーパー

IV. FSBからの主な報告書のポイント（2）～技術革新の影響、フィンテック関連など

1. フィンテックと金融サービスでの市場構造：市場動向と潜在的な金融安定への影響
2. 暗号資産関連
3. サイバー事象への初動と回復（進捗報告書）
4. 分散型金融技術の金融安定への影響

V. FSBからの主な報告書のポイント（3）～その他の（新）分野についての報告書

1. コルレス業務と送金サービス業者の銀行サービスアクセス関連
2. 気候関連財務情報開示について
3. 市場分断に係る報告書
 - (1) 報告書の構成
 - (2) 市場分断の事例
 - (3) 市場分断に取り組むためのメカニズムとアプローチ
 - (4) 今後のステップ

VI. 結びに代えて

補論（1）：市場分断についてのFSB-IOSCOワークショップ非公式記録

補論（2）：IOSCOの「市場分断とクロスボーダー規制」報告書

補論（3）：2019年のIOSCOの作業計画と公表された主な報告書

FSB(金融安定理事会)の最近の活動状況

公益財団法人日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー佐志田晶夫

I. はじめに～金融規制改革の設計・実施から効果の点検と新しい課題への対応へ

本稿では FSB(金融安定理事会)の最近の取組みについて、福岡で開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁会議に向けて公表された様々な報告書などを参考にして概観したい。なお、補論として、関連する IOSCO（証券監督者国際機構）の活動をごく簡単に紹介する。

リーマンショック後に FSF（金融安定化フォーラム）が強固な組織基盤と拡大した能力を持つ FSB へと再構成されて 10 年が経った。危機の反省を踏まえ、バーゼルⅢの導入（銀行の自己資本と流動性の増強など）、G-SIFIs（グローバルなシステム上重要な金融機関）への規制、破綻処理制度・手段の整備と大き過ぎて潰せない問題（TBTF）の終結、ノンバンク金融仲介（シャドーバンキング）規制、リスクガバナンスや報酬制度の改革、モニタリング強化、店頭デリバティブ市場の規制と取引所や清算機関の活用による強靱性増強など広範な対応措置が立案され、実施されてきた⁽¹⁾。

FSB の規制改革への取り組みが進むと共に、主要な課題は推進体制構築、改革の立案から、規制の実施、進捗状況の監視に焦点が移り、また、規制強化が意図せざる副作用をもたらしていないかとの懸念への対応や新たな課題の検討・調査が重要になってきた。加えて、金融安定に向けた幅広い協調を弱めないことも重要になってきている。

昨年 12 月に FSB 議長に就任したランダル・クォールズ（FRB 副議長）は、今年 3 月の講演⁽²⁾で、地域諮問グループを含む幅広いステークホルダーとの“交流”、グローバルな金融システムの脆弱性を評価し軽減するための“厳格な警戒”、規制の効果と意図しない副作用の有無の“分析”を FSB の活動で中核的な原則だとしている。また、新しい主要な課題としてはフィンテック、ノンバンク金融仲介の変化を取り上げ、規制効果の評価では“大き過ぎて潰せない（TBTF）”ことを終わらせる改革の評価を始めるとしている。以下では、新たな領域での取組みが増えつつある FSB の活動をみてみたい。

1 FSB を中心とした金融規制改革の動きについては、小立敬：「金融規制改革 10 年の回顧と将来への課題－国際協調と規制のフラグメンテーション－」野村資本市場研究所、資本市場クォータリー（2018 秋号）と奥山大輔：「国際的な金融規制改革は枠組み作りがおおむね完了」三菱 UFJ 証券ホールディングス、制度調査月報（2019 年 1 月号）参照。

2 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/S280319.pdf> を参照。

Ⅱ. FSB の 2019 年の作業プログラム

1. コールズ議長の G20 向けレター、議長国日本によるイニシアティブ

2019 年の作業計画（2 月公表⁽³⁾）とコールズ議長の G20 蔵相／中銀総裁宛のレター（4 月公表⁽⁴⁾）から、FSB の当面の主要な課題と取組みを整理する。コールズ議長によれば、FSB が詳しい作業プログラムを公表したのは初めてであり、FSB の意思決定プロセスをステークホルダーに公開することを目指したものであるとしている。金融危機の記憶が徐々に薄れて改革の機運が弱まりかねない中で、広範な支持の重要性を意識しているようだ。

コールズ議長は、主要な 4 分野（強靱な金融機関の構築、大き過ぎて潰せないことの終結、ノンバンク金融仲介の強靱性強化、デリバティブ市場の安全性向上）での国際金融規制改革の完成と実施の重要性を指摘し、金融安定への新しい潜在的なリスクや実行された改革の効果の評価（TBTF 改革の評価開始）といった課題への対応を含め、現行の FSB の活動を概観している（図表 1：作業プログラムを参照）。

脆弱性の新たな要因としては、フィンテックや暗号資産、ビッグテックの金融業への進出などに注意を向け、現状では重大な問題は発生していないが金融業に大きな変化を引き起こす可能性があるとして、何らかの形で脆弱性につながるかの早期把握に取り組んでいる。

また、FSB の活動には G20 議長国の方針が反映されるが 2019 年の議長国は日本であり、昨年 10 月の FSB 本会合では、2019 年の G20 への成果物と見込まれる新しいイニシアティブとして、市場分断のリスク、分散型金融技術の金融安定に及ぼす影響、TBTF 改革の影響評価、サイバー事象への金融機関の対処が示されている⁽⁵⁾⁽⁶⁾⁽⁷⁾。

作業計画の項目に沿って各分野について簡単にまとめてみよう。

3 <https://www.fsb.org/2019/02/fsb-work-programme-for-2019/> を参照。

4 <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P090419.pdf> を参照。

5 <https://www.fsb.org/2018/10/fsb-reviews-financial-vulnerabilities-and-deliverables-for-g20-summit/> を参照。

6 G20 に向けた財務大臣談話と G20 財務トラックのプライオリティを参照。技術革新・グローバル化がもたらす経済社会の構造変化への対応がテーマの一つで、(I)金融市場の分断を回避する国際的な連携・協力、(J)金融セクターにおける技術革新一機会と課題が含まれる。https://www.g20fukuoka2019.mof.go.jp/ja/outline/pdf/20181203_1.pdf
https://www.g20fukuoka2019.mof.go.jp/ja/outline/pdf/20190213_2.pdf なお、成果については会合の公式 HP の「20 年国財務大臣・中央銀行総裁会議声明」を参照。<https://www.g20fukuoka2019.mof.go.jp/ja/outline/pdf/20190610.pdf>
7 技術革新の金融への影響に関する問題意識は、6 月 8 日の技術革新にかかる G20 ハイレベルセミナーでの麻生副総理・金融担当大臣と遠藤金融庁長官の挨拶も参照。<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20190608/02.pdf>
<https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20190608/06.pdf>

図表1：FSBの2019年の作業プログラムの主要項目
・新しい及び発生しつつある金融システムの脆弱性への対応
脆弱性の評価 フィンテック サイバーレジリエンス（抵抗力） ノンバンク金融仲介
・金融危機後の改革を仕上げ、運用を開始
強靱性のある金融機関の構築 大き過ぎて潰せない（TBTF）の終結 デリバティブ市場をより安全にする 強靱性のあるノンバンク金融仲介の促進
・改革の実施
G20改革の実施状況モニタリング ピアレビュー その他の分野の進展を評価
・改革の効果を評価
実施中の評価作業 改革のクロスボーダーでの整合性
・広範な関係者（ステークホルダー）へのアウトリーチ強化
地域諮問グループ 外部ステークホルダーとのコミュニケーション及び交流
出所：FSB work programme for 2019より作成

2. 金融システムの新しい及び発生しつつある脆弱性への対応

金融システムの脆弱性要因が変化していることへの対応は以下の通りである。

（1）新しい及び発生しつつある脆弱性の識別

FSB はメンバーとの定期的な協議、IMF と共同での半年毎の早期警戒演習などで、発生しつつあるリスクを識別しようとしている。さらに明示的な監視枠組みを開発し、脆弱性評価常設委員会が潜在的な脆弱性の監視と評価を続ける。作業の一環として CLO（ローン担保証券）とレバレッジドローンのリスクを取り上げる。また、Brexit の動向も注視し、必要に応じて G20 に助言する。

（2）金融システムの構造的な変化が金融システムに及ぼす効果を評価する

ノンバンク金融仲介とサイバーリスクなどを含め、市場構造の変化の影響と技術革新のグローバルな金融安定への影響評価も続ける。技術革新の影響は日本が議長国を務める G20 の主な焦点の一つで、グローバルな金融システムを大きく変化させる可能性がある。

そうした変化には経済的な利得もあるが、新しいリスクもある。FSB は暗号資産の影響を監視して規制のギャップを特定しようとし、また、大手技術系企業（ビッグテック）の金融分野への参入や分散型金融技術の成長など、金融安定への技術革新の幅広い影響も分析する。サイバーレジリエンス強化に向けた作業も続け、2019 年～2020 年には、金融機関のサイバー事象への初動と回復に関する効果的な実務を開発し報告する予定である。

3. 金融危機後の改革を完成させ、運用を開始

危機後の改革はかなりの部分が実施に移っているものの、以下のような残された課題もある。FSB は、基準設定主体と共に規制改革の残った項目の完成に取り組んでいる。

- ・保険：IAIS（保険監督者国際機構）は 2019 年に、ICS（国際資本基準）開発と Com Frame（国際的に活動する保険グループ監督のための共通枠組み）の仕上げを行う。
- ・清算機関：“大き過ぎて潰せない問題” 解消のため、破綻処理に伴う技術的課題、運営面の問題に取り組み、清算機関（CCPs）のシステミックなリスクに対処する。2019 年には破綻処理を支える財務資源の適切性に関する追加的な指針の提供と CCP のエクイティの扱いについて作業し、2020 年にそれらを完成させる。
- ・デリバティブ市場：金融リスクの分析と管理のための取引データ活用が重要な課題であり、FSB は基準設定主体と共に改善に取り組む。固有取引識別子（UTI）と固有商品識別子（UPI）のガバナンス・アレンジメントを完了させ、1 つ以上の UPI サービス提供者を特定、2020 年に取引報告のグローバルな集計メカニズムの開発の検討を目指す。
- ・資産運用業：構造的な脆弱性に対処するため、IOSCO は首尾一貫したレバレッジ指標の完成を含む FSB の提言に基づく作業を続ける。FSB 提言の実施が進んだなら、FSB と IOSCO は、2019 年以降に実施状況を評価し FSB が G20 に報告する。

4. 完全でタイムリーかつ首尾一貫した実施を支援

FSB は基準設定主体と共に実施状況のモニタリングを続け、重要な項目のピア・レビューを行う（銀行の破綻処理計画、取引主体識別子（LEI））。また、TLAC（総損失吸収力）基準への適合について報告し、10 月に金融規制改革の実施と影響に関する第 5 回年次報告書を公表する。

5. 改革の効果を評価～改革の実効性と意図せざる副作用の評価

（1）中小企業金融への規制の影響と大き過ぎて潰せないことを終結させる改革の効果

FSB は合意された G20 規制改革の効果についての厳格な評価を重視してきている。2018 年にはインフラ投資への影響の評価と OTC（店頭）デリバティブ取引について集中清算を行うインセンティブの評価を実施。2019 年に中小企業金融への影響の評価を完成させ、大き過ぎて潰せない問題に対応した改革の銀行部門への影響評価に着手する。

（2）統合され強靱性のあるグローバルな金融システムを強化（市場分断の検討と対処）

金融安定を損ないかねない市場分断を招く要因の特定と対処は、開かれた強靱な金融システムの維持に重要である。FSB は基準設定主体と共に市場分断の問題を調査し、G20 議長国としての日本の優先課題への対応を支える。

6. 様々な関係者（ステークホルダー）へのアウトリーチ強化

金融安定の脆弱性は G20 に止まらないグローバルな問題であり、非メンバー諸国に働きかけることはグローバルな金融安定の促進を達成するために重要である。FSB は 6 つの地域諮問グループの実効性改善のためのレビューを実施し、加えて外部のステークホルダーとのコミュニケーションと透明性の改善に努める。これは市中協議プロセスの標準化、公衆への情報提供の改善（作業計画の公表を含む）などを含んでいる。

7. FSB が公表した主要な文書

FSB は、作業計画に沿って活動し、G20 蔵相・中銀総裁会合及び G20 首脳サミットのスケジュールに合わせて文書を公表（及び予定）している。主要な文書を簡単に紹介する。

図表2：2019年にFSBが公表した主要な文書と作業計画

公表日/予定	報告書などの内容	コメント、（）は予定
2月	ノンバンク金融仲介に関するグローバル・モニタリングレポート2018年 FSBの2019年作業計画 フィンテックと金融サービスでの市場構造：市場動向と潜在的な金融安定への影響	
4月	暗号資産の規制当局ディレクトリ 銀行の破綻処理計画に関するピアレビュー報告書 （分散型金融技術による諸問題）	G20向け成果物 （G20向け成果物）
5月	大き過ぎて潰せないことを終結させる改革の評価：付託事項の要約 サイバー事象への初動と回復に係る進捗報告書 取引主体識別子の導入に関するピアレビュー報告書 コルレス銀行業務の減少への評価と対処のためのアクションに関する進捗報告書 送金サービス業者の銀行サービスへのアクセスに係る報告書：FSB提言のモニタリング 暗号資産に係る報告書：進行中の作業、規制アプローチと潜在的なギャップ	G20向け成果物 G20向け成果物 G20向け成果物 G20向け成果物
6月	協議用ディスカッション・ペーパー：破綻処理計画および破綻処理可能性に関する情報開示 協議用ディスカッション・ペーパー：デリバティブおよびトレーディング・ポートフォリオのソルベントな（支払い能力を保っての）縮小 オーバーナイト無リスク金利：ユーザー向けガイド 市場分断に係る報告書 TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）進捗状況報告書 分散型金融技術に係る報告書（金融安定への影響） 市中協議文書：中小企業金融への規制の影響評価 （金融規制改革の実施に関する進捗報告書（要約）～作業予定） （TLAC基準の技術的な実施に関するレビュー～作業予定）	G20向け成果物 G20向け成果物 G20向け成果物 G20向け成果物 （G20に提出）
10月（予定）	（金融規制改革の実施と影響に関する第5回年次報告書～作業予定） （中小企業金融への規制の影響評価：最終報告書～作業予定） （デリバティブとトレーディングポートフォリオの支払い能力を維持した段階的縮小：最終報告書～作業予定） （破綻処理計画と破綻処理可能性の開示について：最終報告書～作業予定） （破綻処理改革の実施に関する報告書～作業予定） （店頭デリバティブ市場改革に関する進捗状況報告書～作業予定）	（G20向け成果物） （G20向け成果物） （G20向け成果物）
11月	（2019年のG-SIBs認定～作業予定） （主要な金利指標の改革に関する進捗報告書～作業予定）	
12月 時期未定	（メキシコと南アフリカのピアレビュー～作業予定） （ノンバンク金融仲介に関するグローバル・モニタリングレポート2019年～作業予定）	

出所：実績はFSBのHPより金融庁のHPを参照して作成、（）は作業計画に基づく予定。

Ⅲ. FSB からの主な報告書のポイント（１）～TBTF 改革、破綻処理計画の整備

1. FSB が今年公表した主な文書

FSB が公表した文書は多岐にわたるが(図表 2 参照)、主なものを簡単に紹介したい。まず、筆者の理解で内容・テーマに基づいて各文書を便宜的に分けると以下の通りである。

①大き過ぎて潰せない問題の終結

- ・大き過ぎて潰せないことを終結させる改革の評価：付託事項の要約

②破綻処理計画及び関連するディスカッション・ペーパー

- ・銀行の破綻処理計画に関するピア・レビュー報告書
- ・協議用ディスカッション・ペーパー：破綻処理計画および破綻処理可能性に関する開示
- ・協議用ディスカッション・ペーパー：デリバティブおよびトレーディング・ポートフォリオのソルバントな（支払い能力を保っての）縮小

③技術革新の影響、フィンテックなど

- ・フィンテックと金融サービスでの市場構造：市場動向と潜在的な金融安定への影響
- ・暗号資産の規制当局ディレクトリ
- ・暗号資産に係る報告書：進行中の作業、規制アプローチと潜在的なギャップ
- ・サイバー事象への初動と回復（進捗報告書）
- ・分散型金融技術に係る報告書（金融安定への影響）

④その他

- ・コルレス銀行業務の減少への評価と対処のためのアクションに関する進捗報告書
- ・送金サービス業者の銀行サービスへのアクセスに係る報告書：FSB 提言のモニタリング
- ・TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）進捗状況報告書
- ・市場分断に係る報告書
- ・取引主体識別子の導入に関するピア・レビュー報告書
- ・中小企業金融への規制の影響評価（市中協議文書）

2. “大き過ぎて潰せない（TBTF）”を終結させる改革の評価：付託事項

規制の効果を評価する対象に、システム上重要な銀行の“大き過ぎて潰せない（TBTF）”問題の改革を取り上げ、実施方法の要点を文書で公表している⁽⁸⁾。

付託事項の概要は以下の通りである。

8 FSB “Evaluation of too-big-to-fail reforms: Summary Terms of Reference”, 23 May 2019 を参照。

<https://www.fsb.org/2019/05/evaluation-of-too-big-to-fail-reforms-summary-terms-of-reference/>

目的：改革がその目的を達成しているかの評価では、以下の2つを取り上げる。

- ・実施が完了した（または、十分に進展している）改革は、SIB（システム上重要な銀行）がもたらすシステミックリスク及びモラルハザード・リスクを減少させているか。
- ・改革が金融システムに及ぼした幅広い影響（プラスもマイナスも）を検証。これは、SIBの構造や行動の変化、グローバルな金融統合への影響（市場分断の問題）を含む。

金融安定との関連性：TBTF改革の評価は、金融安定に関連する金融危機後の改革の中核的な領域を対象とする。金融安定のためのTBTF改革は以下のように進んできた。

- ・金融危機の後にG20首脳は、SIFIsがもたらすシステミックリスク及びモラルハザード・リスクに対処する手段を提案することを要請。
- ・2010年のG20ソウルサミットでFSBのシステム上重要な金融機関の改革枠組み策定プロセスとして「システム上重要な金融機関がもたらすモラルハザードの抑制」を承認。
- ・2011年に「システム上重要な金融機関（SIFIs）に対処するための政策手段」を策定。
- ・2013年に「大きすぎて潰せない」問題の終結に向けた進捗と今後の取り組み」を報告。
- ・その後FSBは、基準設定主体と共に改革の実施を監視しG20に進捗を定期的に報告。

任務：評価はSIBs破綻の確率と影響の軽減を目指すTBTF改革の効果に焦点を当てる。

- ・対象とするG20の政策措置。資本バッファの上乗せとTLACの確保、監督の強化、実効的な破綻処理枠組みと破綻処理計画、破綻処理可能性の評価、改善。その他各国規制（銀行構造改革等）では、TBTF改革の評価に関連する場合のみを対象とする。
- ・対象とする金融機関。FSBがバーゼル委員会の手法に基づいて認定したG-SIBs、各国当局がバーゼル委で合意した枠組みに沿って認定したD-SIBs。なお、バーゼル委のシステム上の重要性を評価する手法や枠組みの再検討は、今回の評価の対象としていない。

実施された改革が以下のような効果をもたらしたかを評価する。

- ・SIBs破綻の確率とその影響の軽減に効果があったか（暗黙の資金調達補助の推定、破綻処理可能性の進展、損失吸収力の適切性などで測定）
- ・負のシステミックな外部性の内部化を反映してビジネスモデルやリスク特性の変化をもたらしたか。TBTFへの様々な対応措置にわたってインセンティブが揃っているか。
- ・意図した成果と重大な意図せざる影響に関し、金融システムと経済の全般的な機能に影響を及ぼしているか。

FSBメンバー法域を評価対象とし、国境（クロスボーダー）及び部門を跨いだ効果（クロス・セクトラル）の評価を可能な限り含める。G-SIBsの分析は各国内及びホスト国への影響などのクロスボーダーな効果を含む。TBTF措置による他の部門（保険や清算機関）への相互作用と潜在的な波及効果（相互連関を含む）も検証。

評価プロセス：評価チームは独自の分析を実施する前に関連する既存の作業を吟味する。

改革の当初の目的と対応すべき主要な課題を明確にすることが出発点であり、次いで既存の文献と作業を吟味し、目的に向けた前進を評価するデータや指標を特定する。

- ・吟味の対象は、関連する FSB と基準設定主体や公的部門の報告書⁽⁹⁾、FSB 法域の当局や民間部門、学術的な分析作業など。業界や規制上のデータが利用されることもある。
- ・効果の評価の証拠が包括的で頑健なことを確実にするため（i）定性的分析（政府支援への格付け会社の期待、SIB の構造変化や行動面の反応、破綻処理枠組みの準備状況と破綻処理可能性の改善）、（ii）記述的統計（暗黙の補助や SIB の構造や活動の変化を評価するための市場価格、バランスシート指標）、（iii）定量的／実証的分析（TBTF 改革実施のイベントスタディ、改革と利得の因果関係の計量経済学的な分析）などの様々なアプローチを用いる。評価には幅広い情報源を利用し、アカデミックアドバイザーは全プロセスで作業に関与する。なお、ステークホルダーへのアウトリーチは評価の重要な側面である。

期待される最終的な成果物：FSB は評価報告書を用意する。

報告書は、動機、目的、対象範囲、アプローチ、関連する改革と実施状況や潜在的波及経路を記述。TBTF 改革の効果に関する全般的な評価を提供し、市中協議の草案を公表。評価結果には適切な団体による調査の検討が含まれるが、特定の政策提言は含まない。基準設定主体と FSB が、担当分野での基準や政策措置の変更を必要に応じて提言する。

期間：2020 年末までに最終報告書を公表し評価は完了する。2020 年 6 月に市中協議のための草案の公表を予定しており、寄せられた意見を踏まえ最終報告を公表する。

3. 破綻処理計画ピア・レビューと破綻処理に関連するディスカッション・ペーパー

破綻処理制度の整備に関連して、①銀行の破綻処理計画に関するピア・レビュー報告書が公表され、また、②破綻処理計画と破綻処理可能性の情報開示と③デリバティブおよびトレーディング・ポートフォリオのソルベントな（支払い能力を保っての）縮小に関する市中協議のためのディスカッション・ペーパーが公表されている⁽¹⁰⁾。

9 筆者の目についた資料ではバーゼル委のワーキングペーパー、<https://www.bis.org/bcbs/publ/wp34.pdf> がある。

10 FSB: “Thematic Peer Review on Bank Resolution Planning” 29 April 2019 を参照。

<https://www.fsb.org/2019/04/thematic-peer-review-on-bank-resolution-planning/>

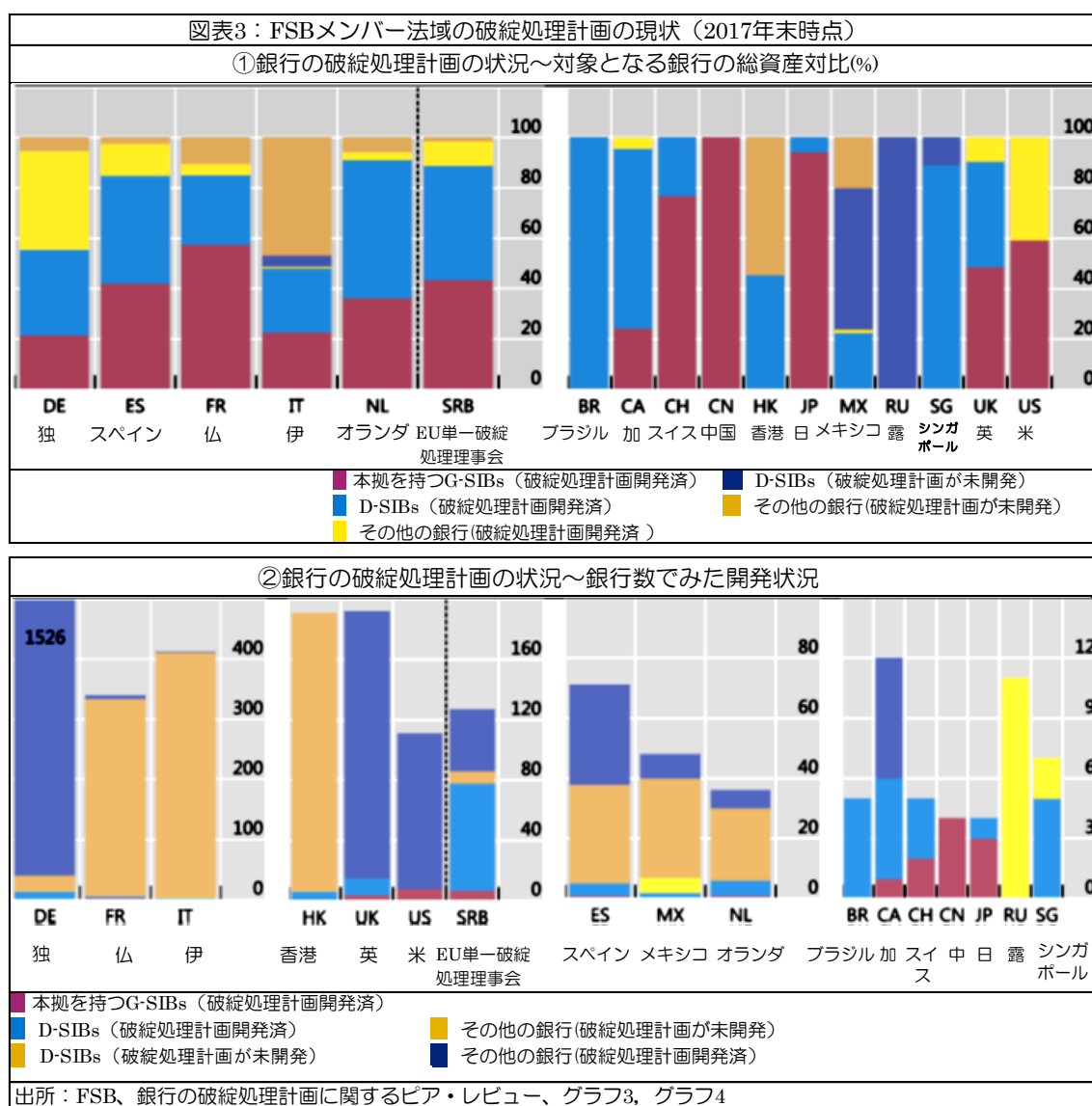
“Public Disclosure of Resolution Planning and Resolvability: Discussion Paper for Public Consultation” 3 June 2019 <https://www.fsb.org/2019/06/public-disclosure-of-resolution-planning-and-resolvability-discussion-paper-for-public-consultation/> 及び Solvent Wind-down of Derivatives and Trading Portfolios: Discussion Paper for Public Consultation” 3 June 2019 を参照。 <https://www.fsb.org/2019/06/solvent-wind-down-of-derivatives-and-trading-portfolios-discussion-paper-for-public-consultation/>

(1) 銀行の破綻処理計画に関するピア・レビューの概要

・破綻処理計画の枠組みは多くの FSB 法域で適用され、G-SIBs の母国である法域全てを含む 16 法域が、銀行の破綻処理計画と戦略を準備している（2016 年時点から 3 法域増加）。残る 8 メンバー法域は、破綻処理計画枠組みを高い優先度で導入すべきである。

・破綻処理計画は、比例性に基づき目的達成のための破綻処理戦略と手段の決定及び範囲と要件の厳しさが調整されている。G-SIBs や D-SIBs のみが対象か一定規模以上の銀行を対象とする国もあるが、EU、香港、メキシコは全ての銀行を対象としている。

・破綻処理計画は G-SIBs の母国で最も進展し、多くがバйлインに基づく破綻処理戦略を開発している。全 G-SIBs で危機管理グループが設立され、協力協定は 5 行を除く G-SIBs で締結。G-SIBs の母国では D-SIBs 等の破綻処理計画も進む傾向がある（図表 3）。



- ・以上のような進展はみられるものの、破綻処理計画が完全な効果をあげることを確実にするためには重要な作業が残されている。例えば、破綻処理の資金確保⁽¹¹⁾、（処理対象機関の）価値評価やクロスボーダーでの協力、情報共有のための取決めなどが課題である。
- ・各国当局が破綻処理計画を G-SIBs 以外にも広げるに当たっては、既存の FSB の指針を D-SIBs や他の銀行にどう適用していくかを検討すべきである。

提言 1：破綻処理計画枠組みの適用をさらに進め、運営可能にすべきである。

提言 2：G-SIBs 以外の銀行についての破綻処理計画を支援する作業を行う。

提言 3：破綻処理計画のためのクロスボーダーの協力と情報共有を強化する。

（2）破綻処理可能性向上への取組み：2 つの市中協議ディスカッション・ペーパー

システム上重要な銀行の破綻処理に関連して 2 つのディスカッション・ペーパーが 6 月に公表され、コメントが求められている。1 つは対応措置の信頼性を高めるための情報開示に関する文書であり、もう 1 つは、再建・破綻処理に際して多くの G-SIBs が保有するデリバティブやトレーディング・ポートフォリオを、金融安定へのリスクを抑え、秩序立って処理する諸手段を検討したものである。要点のみ紹介する。

①ディスカッション・ペーパー：破綻処理計画及び破綻処理可能性に関する情報開示

破綻処理計画と破綻処理可能性の透明性は、システム上重要な金融機関のモラルハザードに対応する政策枠組みの重要な要素である。情報開示は、市場参加者が破綻処理で予想されるリスクの情報に基づいて意思決定を行うことを助ける。本文書の対象は事前（平時）の情報開示で、一般的な情報と金融機関に特有の情報を検討し意見を求めている。

一般的な情報開示には、(i)破綻処理枠組み、権限、手段、(ii)破綻処理戦略開発を含む破綻処理計画、(iii)破綻処理可能性評価の枠組み、(iv)損失吸収力の要件（金額、性質、構成等）、(v)海外当局との協力、破綻処理開始や他の関連する意思決定プロセス、を含む。

当局による破綻処理関連の各金融機関に特有の情報開示は、現状では限定的である。これは方針策定が相対的に未成熟なことや、機密性の高い情報の保護や各国で異なる法的な守秘義務条項を考慮する必要による。また、当局は実際の破綻処理での選択肢や対応の柔軟性確保を望むが、事前の情報開示に基づく市場の期待は異なる対応を制約しかねない。

11 国際的な金融専門家の集まりである G30 が昨年公表した報告書“（次の金融危機を管理する）”は、危機が生じた場合の非常時対応手段への法的な制約や非常時の手段を用いるための政治的資本が衰えたことへの懸念を指摘している。このレポートは、以前トピックスで紹介した。http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1810_02.pdf 参照

なお、一部の金融機関では、各金融機関に特有の情報開示を自身で行っている。本ディスカッション・ペーパーは、当局による一般的な情報開示と、当局及び各金融機関による金融機関に特有の情報開示について意見を求めている。

②ディスカッション・ペーパー：デリバティブ及びトレーディング・ポートフォリオのソルベントな（支払い能力を保っての）縮小

再建・破綻処理での大規模なデリバティブ及びトレーディング・ポートフォリオの無秩序な縮小は、金融安定へのリスクをもたらす。いくつかの G-SIBs はグローバルに活動し、そのポートフォリオはクロスボーダーな性質を持つ（リスク管理、記帳モデルに基づくグループ内取引、各地での顧客取引、金融市場インフラの利用などによる）。

本ディスカッション・ペーパーは、G-SIBs のデリバティブ・トレーディング勘定での活動の段階的な縮小に焦点を当て、ポートフォリオ縮小を秩序立って制御された方法で行う明確な戦略が、G-SIBs の破綻処理可能性の評価に必要だとしている。ソルベントな縮小の手段には、(i) 期日前のポジションの清算、または解約（法域により早期解約停止の制約あり）、(ii) 契約のラン・オフ（契約の期日までの継続を許容）、(iii) ポートフォリオのオークションか第三者への移転、またはノベーション（更改）、(iv) コンプレッションまたは合意に基づく解消（tear-up）、などがある。

ディスカッション・ペーパーでは、ソルベントな縮小と縮小計画を説明、次いで各金融機関の実施能力（運営能力、意思決定を支える分析、評価・モデリング能力）、金融機関の能力の評価／検証、母国当局とホスト国当局の協調を取り上げて意見を求めている。

IV. FSB からの主な報告書のポイント（2）～技術革新の影響、フィンテック関連など

FSB は、デジタル金融の監視や ICT の悪意ある利用への対応に取組み、暗号資産やサイバーセキュリティの問題などの分析を行ってきている。G20 議長国の日本がテーマとした技術革新がもたらす機会とリスクにも関連して、以下の文書が公表されている⁽¹²⁾。

12 FSB: “FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications”, 2019 年 2 月。FSB: “Crypto-assets regulators directory, 2019 年 4 月及び” Crypto-assets: Work underway, regulatory approaches and potential gaps”, 2019 年 5 月。FSB: “Cyber Incident Response and Recovery: Progress Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors” 2019 年 5 月。FSB: “Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications” 2019 年 6 月参照。 <https://www.fsb.org/publications/> 金融庁 HP の <https://www.fsa.go.jp/inter/fsf/20190610.html> を参照。

①フィンテックと金融サービスでの市場構造：市場動向と潜在的な金融安定への影響
②暗号資産の規制当局ディレクトリ、暗号資産：進行中の作業・規制アプローチと潜在的なギャップ、③サイバー事象への初動と回復（進捗報告書）、④分散型金融技術の金融安定への影響。各文書について簡単に紹介する。

1. フィンテックと金融サービスでの市場構造：市場動向と潜在的な金融安定への影響

本報告書ではフィンテックによる金融システムの構造及び金融安定、金融業の収益性などへの影響を、①既存の金融サービス提供者と競争または協調する銀行に類似したサービスの新たな提供者(フィンテック業者)、②大規模技術系企業（ビッグテック）による金融サービスの提供、③クラウドサービスでのサードパーティーへの依存という3つの異なる観点から検討し、現状評価と今後の課題をまとめている。

現状では、フィンテック企業による金融サービスの提供は、銀行等の既存の金融サービス提供者との補完関係で協調する事例が多くみられる（顧客基盤や低コストの資金の活用）。各国の状況やビジネスモデルによる違いはあるが、協力関係によってフィンテック企業は相対的に小さくても活動ができ、規制の負担を避けられる。一方、既存の金融機関は競争力を提供する革新的な技術にアクセスできる利点がある。

ビッグテックによる金融サービス提供の影響は、上記のフィンテック企業の場合より大きいと予想される。ビッグテックは、大規模で確立された顧客ネットワークを持ち、知名度が高く信頼も得ている。多くの場合、ソーシャル・メディアなどからの顧客データにより、顧客の選好に合わせた提案ができる。財務面の強さや低コスト資本の活用により、ビッグテックは、急速に金融サービスでの規模を拡大できる。とりわけ、支払い・決済、貸出、（潜在的には保険）などネットワーク効果がある場合はそうなり得る。

提供するサービス間の相互補助により低マージンで活動し、市場シェアを獲得できるため、ビッグテックは、既存の金融機関に競争激化をもたらさう。なお、ビッグテックの高いシェアが、既存の金融業者を代替して市場集中を伴うこともあるだろう。一例では、中国のモバイル支払い市場では、上位2社が94%のシェアを有している。

中核的な業務の運営におけるサードパーティーのデータサービス提供者への金融機関の依存は、現状ではまだ低いと推定される。ただし、他の業界の傾向に追随して依存が今後は高まるとの予想もある。その場合、サービス提供者の集中度の高さもあり、運用の停止やサイバー事象または支払い不能が、複数の金融機関の業務を混乱させうる。

このためサードパーティーへの依存度の高まりは、サードパーティーの複雑さや相互依

存関係もあり、金融システム全体への新たなリスクや障害をもたらす可能性がある。フィンテックやビッグテック、サードパーティー・サービスの拡大が続くとともに、その動向と金融安定への影響の監視を続けることが重要になる。FSB の金融革新ネットワーク（FIN）はこうした問題の更なる調査を行う。

2. 暗号資産関連

FSB は暗号資産に関して 4 月に“暗号資産規制当局ディレクトリ（FSB メンバーの暗号資産関連の規制当局、担当分野の要覧）”を公表、5 月末には G20 向けの報告書“暗号資産：進行中の作業・規制アプローチと潜在的なギャップ”を公表している。

FSB は昨年 10 月に、報告書“暗号資産市場—将来の金融安定に対する潜在的チャネル”を公表しているが、その中では、暗号資産やその市場については、低流動性、レバレッジの利用、ボラティリティによる市場リスク及びオペレーショナルリスクがあり、支払い手段としての利用に適さないとしていた。また、利用可能な情報に基づく限り、暗号資産は現時点では、グローバルな金融安定に重大なリスクをもたらしてはいないが、市場の発展が急速であることを踏まえた注意深い監視が必要だと指摘している。

5 月末の報告書では、バーゼル委員会や決済・市場インフラ委員会、IOSCO、FATF（金融活動作業部会）、OECD 等のアプローチを概観、問題点としては投資家及び消費者保護、市場の健全性、銀行のエクスポージャー、支払いシステム、金融安定モニタリング及び AML/CFT（マネーロンダリング防止とテロ資金供与対策）に焦点を当てている。

暗号資産には、確立された規制の外で機能するようにデザインされたものがあり、規制の境界内に収まらない点に注意する必要がある。法域によっては、暗号資産が法律上の証券やデリバティブとされず、市場規制の対象とされないこともある。各国の規制対応が大きく異なった場合にはギャップや重複、不一致が生じうる。経済的に同等な資産が規制、監督上で異なる扱いを受けるなら、政策の不整合が生じかねない。

急速な技術進歩が規制アプローチに影響し規制上のギャップを生じさせかねない。暗号資産市場に伴うリスクや潜在的な規制ギャップの重要さは変化を続けているため、各国当局と基準設定主体は焦点を当てる分野を調整し続ける必要がある。FSB メンバーは、急速に変化するエコシステムについてのフォワードルッキングなリスク評価の実施で合意している。ただし、リスクの程度や既存の政策手段でどこまで対応できるかについては、FSB メンバー間の見解が異なっていることが指摘されている。

以上の分析を踏まえて FSB は、更なる協調が必要かという点を含めて G20 が規制アプローチと潜在的なギャップの検討を継続するように提言している。

3. サイバー事象への初動と回復（進捗報告書）

FSB は、金融機関のサイバーレジリエンス強化のため、サイバー事象への初動と回復に関するワーキンググループ（CIRR）を組成、金融機関のサイバー事象への初動と回復についての効果的な実務のツールキットの開発（手法の取りまとめ）を行っている。

まず、文献のレビューと今までの国際機関及び各国当局の取組みの吟味を実施し、7 月からの 6 週間で外部のステークホルダーに対するオンラインサーベイを実施する。10 月の CIRR 会合でそれまでの作業結果をまとめ評価する。その上で 2020 年の初期に市中協議を行い、2020 年 9 月頃の報告書完成を目指す。

4. 分散型金融技術の金融安定への影響⁽¹³⁾

この報告書では技術革新の金融サービス、金融システムへの影響を分散化（リスクテイク、意思決定（取引）、記帳の分散化）という次元で整理している。

2018 年にフィンテックへの投資は 1120 億ドルに達し、分散型台帳技術（DLT）、クラウドサービス、ビッグデータ、AI などの技術が様々な金融活動に用いられ金融サービスの提供形態を変化させている。P2P 貸出、DLT を利用した貿易金融、資本市場取引、クロスボーダー支払・決済が、金融機関などの従来の金融サービス提供者を介さずに行われ、これに伴い、リスクテイク、意思決定、記帳が分散された形で実行されている。

分散型金融技術の利用が拡大し、金融システムやサービス提供者の分散化と多様化を進めることにより、伝統的な金融機関や仲介者に伴う金融安定へのリスクの削減が期待できる。だが一方では、新しいサービス提供者への集中化のリスクや信用供与での循環増幅性の増大、説明責任の拡散や不明確化、再建・破綻処理での困難（明確な取引相手との債権・債務関係や集中された記帳データによるアプローチが困難）、オペレーショナルリスクや法務リスクの増大といった形で、金融安定へのリスクが高まることも懸念される。

金融規制、監督枠組みでは金融機関への規制や対応という規制手法の見直しを考えるべきだろう。また、新しい技術でクロスボーダーな取引（サービス提供）が増加し、提供者が所在地を移すことが容易になることは、管轄法域を不確実にしかねない。分散化された金融システムの規制では、金融機関ではなく金融活動を対象とする規制アプローチや監督当局のデータ取得方法など、分散型金融技術に対応した規制のあり方を検討すべきであり、また、幅広いステークホルダーと対話し、分散型金融技術による機会とリスクの評価に努めるべきである。

13 この報告書は 2019 年の G20 議長国である日本の問題意識を踏まえたもの。注 5、注 6 等を参照。

V. FSB からの主な報告書のポイント（3）～その他の（新）分野についての報告書

FSB 設立当初の国際金融危機への対応が進む中で、新たな課題や問題意識に基づく活動が行われてきている。主なものを紹介し市場分断に係る報告書をやや詳しく説明する。

1. コルレス業務と送金サービス業者の銀行サービスアクセス関連

AML/CFT 対策でのコスト増を懸念し、国際的な銀行が途上国等とのコルレス業務から撤退する動きが生じ、金融包摂の観点で問題となった。FSB は 2015 年の G20 サミット（トルコが議長国）に“コルレス銀行業務の減少への評価と対処のためのアクションに関する報告書”を提出し対応を行っている。これに関連する文書として“コルレス銀行業務の減少への評価と対処のためのアクションに関する進捗報告書”と“送金サービス業者の銀行サービスへのアクセス：FSB 提言のモニタリング”が公表されている。

2. 気候関連財務情報開示について

2015 年 4 月の G20 蔵相・中銀総裁会合の要請を踏まえて FSB は、TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)を民間主体の組織として設立、TCFD は同年 12 月から活動を開始し 2017 年に最終報告書を公表している。これを踏まえた気候関連財務情報開示に関する進捗状況報告書（Task Force on Climate-related Financial Disclosures: Status Report）が、2018 年 9 月に続いて 2019 年 6 月に FSB 宛に提出され公表されている。

3. 市場分断に係る報告書

前述のように、2019 年の議長国日本の問題意識を踏まえたテーマの市場分断が取り上げられ“市場分断についての報告書”が公表された。概要は以下の通り（補論も参照）。

（1）報告書の構成

報告書の構成は図表 4 の通り。監督や規制による法域毎に市場分断の発生を検討し、クロスボーダーの金融活動増加と国内の規制枠組みを地域の状況や任務に合わせることの潜在的なトレードオフを論じている。

FSB は IOSCO の報告書⁽¹⁴⁾ なども参照しつつ、クロスボーダーの OTC デリバティブの取引と清算、銀行の資本と流動性のクロスボーダーな管理、データや他の情報の国際的な共有の 3 分野を取り上げ、国際協力の効果と効率を高め市場分断が金融安定に及ぼすマイナスの影響を軽減するアプローチとメカニズムを論じ、今後のステップをまとめている。

14 ”IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation Final Report”, September 2015 と”Market Fragmentation & Cross-border Regulation”, June 2019 を参照。 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD507.pdf>
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD629.pdf>

図表4：市場分断に係る報告書（目次）
要旨
1. はじめに
2. 市場分断と金融安定
3. 監督、規制政策と市場分断
3.1 クロスボーダーのOTCデリバティブ取引、清算
3.1.1 国際的な基準の各国での実施の内容及びタイミングでの相違
3.1.2 域外への影響を伴う 国内政策
3.2 銀行の資本と流動性のクロスボーダーでの管理
3.2.1 国際的な基準に追加された各法域での規制
3.2.2 国際的な基準の各法域での実施の内容及びタイミングの相違
3.3 クロスボーダーでの情報共有
3.3.1 取引報告要件の実施に関する法域による相違
3.3.2 完全なデータ報告と共有に関する各法域の法的制約
3.3.3 サイバーリスクとストレステストに関する報告要件での法域による相違
4. 市場分断に取り組むためのメカニズムとアプローチ
4.1 国際基準の開発と実施
4.2 現状でのクロスボーダーのコミュニケーションと情報共有
4.3 規制枠組みの比較可能性及び相互依拠と認識プロセスの効率性
5. 次のステップ
付属文書A：文献レビュー 付属文書B：基準設定主体の市場分断についての作業 付属文書C：OTCデリバティブ取引の取引報告についてのケーススタディ 付属文書D：リングフェンスと危機管理グループについてのケーススタディ 付属文書E：ワークショップの非公式な要約 付属文書F：清算機関についての相互依拠

出所：FSB：“” Report on Market Fragmentation”より作成

（2）市場分断の事例

①クロスボーダーの OTC デリバティブ取引、清算

デリバティブのクロスボーダー取引と清算では、ところどころで地理的な境界に沿った分断がみられ、G20 改革（証拠金、報告要件、中央清算、標準的な取引のプラットフォーム）の各国での実施方法がその要因になったことが考えられる。

改革には透明性を高め、リスク管理を強化してシステミックリスクを削減する利点があるが、以下の 2 種類の各国規制で OTC デリバティブ市場での潜在的な分断が生じる。

- ・国際的な基準の各国での実施の内容及びタイミング
- ・各国政策の域外適用

OTC デリバティブ市場では、首尾一貫していない規制要件や域外適用によるマイナスの影響が懸念されており、いくつかの事例で相互の依拠が影響軽減のために用いられている。

②銀行の資本と流動性のクロスボーダーでの管理

この改革は、国際的に活動する銀行の強靱性を高めることを市場に再保証し、銀行のクロスボーダーな活動から生じるシステムリスクを抑えて各国当局の不安をなくし、危機後の金融面の統合を支援した。だが、資本と流動性の潜在的な分断をもたらす要因が、危機後の改革の目的を達成するための２種類の規制当局の行動で起きている。

- ・国際的な基準に追加された各法域での規制（リテールとホールセールのリングフェンス、各国子会社での活動義務付けや持株会社構造（法域でのリングフェンス））
- ・国際的な基準の各法域での実施の内容及びタイミングの相違（バーゼルⅢの各国での実施、市場リスク改定枠組みや安定調達比率の実施時期、TLAC 基準（ホスト国の懸念））

③クロスボーダーでの情報共有

大量のデータを処理し分析することの重要性が高まっている。より利用しやすいデータは、リスクエクスポージャーや市場機能のクロスボーダーでの状況の監視やグローバルな金融安定の監視を含め、当局が効果的な監視を行うことを支援する。

だが、各国でのデータ報告要件の大幅な相違やクロスボーダーでの情報共有への障害が、金融機関のクロスボーダーな活動に伴うコンプライアンスコストを増加させかねない。こうした市場分断が一定の業務活動からの金融機関の撤退につながることもありうる。潜在的な市場分断要因として以下が考えられる。

- ・取引報告要件の実施に関する法域による相違
- ・完全なデータ報告と共有に関する各法域の法的制約
- ・サイバーリスクとストレステストに関する報告要件での法域による相違

（３）市場分断に取り組むためのメカニズムとアプローチ

情報共有関連の２者間の取決めや監督カレッジと危機管理グループ（CMG）に助けられ、金融危機後の当局間のクロスボーダーな協力や情報共有が改善してきている。さらなる協力は、監督の実務と結果へのいっそうの理解で促され、当局が相互への依拠やお互いの監督や承認プロセスに依存する用意があれば、より改善するだろう。

国際的な基準の開発と実施の様々な段階で検討を行い、市場分断に対処するアプローチを探索する。なお、報告書では、既存の制度的な責任と機構は変えずに、運営上の負担を大幅に増やすことなく高い効率性を目指し、各国当局間の協力の効果と効率を高めて共通の課題と目的を認識する潜在的な方法に、焦点を合わせている。

- ・国際基準の開発と実施

規制の潜在的な分断化の効果をよりシステマティックに検討する（公式、非公式の市中協議の活用など）。

適切な場合は、国際的な基準の特定の技術的な側面を明確化する（取引報告や TLAC 実施の技術的なレビューなど）。

市場分断を実施状況モニタリングと改革評価の一部として検討する。

- ・現状でのクロスボーダーのコミュニケーションと情報共有

既存の国際フォーラムで市場分断関連の問題を定期的に検討（監督カレッジや CMG）。

計画中の措置（規制）で市場分断への影響がありそうなものについての対話に努める。

データ集計を調整して揃え改善するために監督フォーラムを利用する。

- ・規制枠組みの比較可能性及び相互依拠と認識プロセスの効率性

監督当局の協力を支援する取決めの採用を促進する。

相互依拠、認識のプロセスの効率性を高める。

（4）今後のステップ

FSB メンバーは、規制、監督の意思決定は各国（または地域）レベルで行われることを認識した上で、市場分断に対応するメカニズムとアプローチの強化に資する追加の作業を行ういくつかの分野を特定している。

- ・デリバティブ及び証券市場での相互依拠プロセス
- ・各法域のリングフェンスと国際的な銀行の財務資源の事前確保
- ・規制、監督当局のコミュニケーションと情報共有
- ・市場分断を改革の評価の一部とする（具体的には TBTF 改革の評価で対応）

FSB は上記のイニシアティブの進捗状況を 2019 年 11 月にレビューする予定である。

VI. 結びに代えて

本稿では、FSB の最近の活動について G20 に向けて公表された報告書などを参照して概観した。バーゼルⅢの制定と導入や TBTF 対応などが進展しつつある中で、FSB の活動の重心が、金融危機後に進めてきた規制改革の影響評価やフィンテックの金融システムと金融安定への影響、サイバーセキュリティなどの新分野に移ってきたことが見てとれる。

なお、日本の当局は規制・監督による市場分断への懸念や各国間の協調の強化につながる分析と方向性の提示を働きかけているが、その努力は様々な報告書に反映されていると思われる。市場分断に関する IOSCO の報告書（補論で概要紹介）などでも、こうした取り組みの広がりや具体化の動きが示唆される。

金融危機の教訓を踏まえた規制改革が、国際的な金融システムが安定を保ちつつ、世界経済の着実な成長に貢献することを期待したい。

以上

補論（1）：市場分断についての FSB-IOSCO ワークショップ非公式記録の概要紹介

2019 年 1 月 28 日に FSB と IOSCO による市場分断の公・民ワークショップが開催され、市場分断の現状と対応に関連する幅広い情報が得られた。要点を紹介する。

①市場分断と金融安定

G20 の金融改革は金融安定を強化し、各国当局は規制を自国の状況に合わせる必要がある。だが、市場参加者からは、国際的に合意された規制を各国で実施する際の内容とタイミングの不整合、母国とホスト国の監督・規制要件の非両立、各国の改革の域外効果と市場参加者への影響が、各国とクロスボーダーで市場分断を引き起すとの指摘があった。

市場分断には不可避なものもあるが、金融安定や効率性を損なう市場分断には対応が必要である。多くの市場参加者が、金融安定への市場分断のコストと利点を指摘。複数の取引の場への証券市場の分断は競争や革新を促すこともあるが、探索コストを高め、流動性や価格の透明性を低下させ、取引執行の不確実性を増加させかねない。

市場の集中は深みを持ち取引執行の確実性と価格の透明性を提供する（独占の弊害もありうる）。国際銀行業務の分断は、子会社で多くの資本と流動性を保有するコストの増加につながるが、個別銀行の利益や金融安定での利点もありうる。

②証券・デリバティブ市場での市場分断

清算集中の分断（一定の取引への各国での清算の義務付け）に焦点が当り、データ標準、サイバーセキュリティ、暗号資産も取り上げられた。

・清算集中

市場参加者は、一定の種類（通貨の種類など）の取引についてそれぞれ地域の清算機関での集中清算を求める政策による摩擦を指摘。各国の市場参加者が自国での清算を義務付けられ海外からの参加者は海外の清算機関を選好するなら、同じ商品で一つ以上の法域の清算機関が利用される。これはポートフォリオ全般でのネットティング機会を減らし、当初証拠金、デフォルト基金拠出、資本賦課、カウンターパーティリスク増大によるコスト増を招く。証拠金、資本、カウンターパーティリスクが総計 5%～20%増との試算がある。

コスト増による CFTC 登録先物取引業者の減少（10 年で 90 から 54 に）による顧客向け清算市場の集中が指摘された。デリバティブ取引の清算では上位 5 社が取引の 80%を占める。清算メンバー減少はリスクを相互化する範囲を削減し、エンドユーザーの集中清算へのアクセスを制約、ヘッジコスト増加で投資家のリターンが低下する。また、ダークプールの利用は、個別の参加者には市場インパクトを減少させる利点があるが、価格発見に寄与しないため流動性を低下させる。

加えて、銀行への様々な流動性要件が担保の利用速度を低下させることにより流動性を分断している。期末のバランスシートに基づく規制は、レポ・レートの急騰につながる。ストレス時には担保不足が生じる懸念がある。

分断された市場での集中化は、清算メンバーが破綻した場合のデリバティブ契約の可搬性を減少させる。取引が同一でも清算メンバーの集中により、資産が妥当な時間内で移せないこともありうる。また、顧客の証拠金増加でレバレッジ比率を相殺できないことが、清算機関のデフォルト管理へのストレスを高めることも考えられる。

・データ標準

当局によるシステミックリスクの監視を改善し金融機関の負担を低下させるため、データ報告の標準化をさらに進める必要がある。各国当局で異なる基準と要件が問題を生じさせる。取引毎の報告を求められる OTC デリバティブでは、とりわけ重要な問題である。基準設定主体によるデータ基準の調和が進んではいないが、さらなる作業が必要。

・サイバーセキュリティ

サイバーセキュリティは各国で慎重なアプローチが必要な分野だが、それによって市場が分断されるべきではない。全ステークホルダーが同じ成果を求めるが、法域毎に規制・監督への期待が異なり、同様だが若干異なる規制要件の重複で複雑さが生じる。サイバー予防の最低基準とサイバー事象を見つけ回復する能力が重要。FSB の調べでは規制・監督スキームが多く、金融市場インフラや最高情報責任者は、規制対応に 30%~40%の時間を費やしている。

・暗号資産

暗号資産はグローバルな性質があるが、規制は各国で様々である。AML/CFT 目的では、同様に厳格な規制を受けるべきである。暗号資産の共通した定義を含め、各国での首尾一貫した規制アプローチがこうした問題への対処に資するだろう。

③国際銀行業務での市場分断

いくつかの政策が市場分断の原因となり得る。これには預金の移動の禁止や各国規制の相違、国内での活動に有利な要件（貸出でのホームバイアス）とその域外への影響がある。監督手法の相違と破綻処理、データの地域化に議論の大半が集中した。

・破綻処理政策

リングフェンス（囲い込み）などの手段は、クロスボーダーな銀行業務のコストを増やすことに加えシステムをより脆弱にし、財務資源の配分の効率性低下につながりうる。国

際的に開発された破綻処理政策は、当局にグローバルな金融機関を全体として処理する権限と手段を提供しようとしたが、その実施に当たって危機での管理強化のため囲い込み戦略を採用する誘惑が生じた。子会社化要件や中間持ち株会社設立、資本等での高水準の事前保持要件の導入がみられるが、これらがコスト高に加え脆弱性を高めるのか、効果的なクロスボーダーの破綻処理枠組みの完全な実施までの中間的な措置なのかが論じられた。

破綻処理政策による分断のマイナスの影響を避ける手段が検討され、当局間の相互信頼による、グローバルな破綻処理戦略の実施と基本的な破綻処理措置（TLAC のバイルイン、親会社から子会社への資源拠出）がクロスボーダーで実施されることへの信頼性確保が必要。CMG での破綻処理計画と破綻処理可能性の共同作業を強化すべきである。

・データの地域化

データプライバシーは、クロスボーダーな協力と情報共有の障害になる懸念がある。データの法域内での保管要件は、金融機関にデータ、情報または業務活動を各国内に置くことを強制する。クロスボーダーな金融機関は、コスト増と顧客サービス能力低下を余儀なくされることに加え、リスク管理、サイバーセキュリティ、AML での内部的な情報共有を制約される。この問題には金融部門を越えた当局が関連している。金融当局は、MOU（合意覚書）を含め、データプライバシーを尊重しつつ必要な情報を共有する方法を見いだすべきである。

④既存の監督・規制手段

ワークショップ参加者は、IOSCO が 2015 年にまとめたクロスボーダー規制諸手段と現在の市場分断への取組みについて検討した。外国規制枠組みの認証は最も実地的な手段だが、既存の成果に基づく評価は複雑であり時間がかかる。例えば EU では、35 法域の 43 の規制について同等性評価の作業をしているとの指摘があった。

また、政策立案者はデリバティブ規制の比較可能性の評価と認証にリスクベースの枠組みを導入すべきであり、基準設定主体は、各国規制当局が同等性と代替的なコンプライアンスの判断を予測可能で首尾一貫し、タイムリーに実施できるためのプロセスを確立すべきだとの提案があった。成果に基づく評価における課題には、国際的な基準の細かさが不十分で、測定される“成果”の基準が不明確だとの指摘があり、意図する成果と国際的な基準の目的をより明確化することによる対処が示唆された。

国際銀行業務では、資本や流動性をグローバルに管理できないことによる非効率という分断の対価が指摘された。こうした制約の一部は、MOU や監督カレッジ、CMG など監督当局の協力を強化する既存の手段で対処できる。監督カレッジは、当局にとって有用なフ

フォーラムだが、最終的な到達目標についての強固な連携が欠けている。国際的な規制策定のプロセスについては、基準設定主体がアジェンダの透明性を高め、市場が相互作用できるプロセスが有用である。市中協議アプローチの改善や、国際的な規制の QIS（定量的影響度調査）を開発段階で早期に行い、分断の問題も評価すべきだとの指摘もあった。

⑤市場分断への対応となりうるメカニズム

国際的な政策の開発プロセスの改善方法が論じられた。これは、開発された国際的な基準が各国で実施されるときに生じる相違を特定することを容易にする細かな基準や、基準策定プロセスでの市場分断の金融安定への影響についての分析、FSB の評価枠組みや BCBS の整合性評価プログラムでの事後的な検証、市中協議の強化を含む。

国際基準の導入の整合性を促すために、どうすれば各国当局の監督・規制での協力の有効性をより強化できるかも議論された。当局間の信頼を構築するメカニズムや多国間情報交換枠組みなどを通じた相互協力の強化、国際的な基準設定に沿うような国内政策の開発の継続が示唆された。こうしたプロセスの強化は成果に基づく評価を支え、より効果的にシステミックリスクを監視するためのデータ報告様式の調和を促す。

ある市場参加者は、デリバティブ改革の原罪は 10 年前に G20 がグローバルな基準設定者を指名できなかったことだとの指摘があり、また、清算機関へのシステミックリスクの集中は、超国家的な監督といったラディカルな解決策を必要とするとも指摘があった。規模の経済性が高く強固な監督に服す、資産クラス毎の単一の大きな清算機関（自然独占的な公益事業体）の設立が望ましいとの示唆もあった。

各清算機関をより効率的に協働させ、どうすれば清算機関の最善の組織化ができるかに焦点を当てるべきだとの議論もあり、何人かの市場参加者は認証／相互依拠に適用される成果に基づく評価の枠組みの開発、国際的評価（ピア・レビューや IMF の FSAP（金融セクター評価プログラム））の利用による各法域の同等性評価の透明性向上を示唆した。

ある市場参加者は、多様な顧客ベースを反映して資産運用はかなり分断されていると指摘した。これは金融安定にはプラスだが、一律な対応が適さないためにリスク管理では課題が生じる。また、金融安定自体を目的とすべきではなくエンドユーザーに信頼を与えるべきであり、政策開発の初期段階でエンドユーザーへの影響を考える必要がある。例えば、ESG の基準は多すぎるとの指摘があり、株式取引所が ESG 開示要請を始め、会計の基準設定主体が続くことができないかと論じられた。

補論（2）：IOSCO の「市場分断とクロスボーダー規制」報告書

IOSCO が 6 月に公表した「市場分断とクロスボーダー規制」報告書の構成を概観すると図表の通りであり、メンバーが提出したケーススタディも踏まえて、規制による市場分断の具体的な現状評価を実施、今後の対応が検討されている。

補論図表1：IOSCOの「市場分断とクロスボーダー規制」報告書の目次・構成	
要旨	
1. はじめに	
背景 IOSCOのクロスボーダーな規制に係る前回の作業 フォローアップグループの設立とマンデート レポート作成の展開	
2. 市場分断の定義と2015年報告書提案の諸手段の利用状況レビュー：調査への回答の分析	
市場分断の定義と特定 実際の問題としての市場分断 ～デリバティブの取引と清算 ～取引報告 改革実施での相違-取引報告要件（英国FCA（金融行為規制機構）によるケーススタディ参照） 取引報告-市場分断による規制上のリスクとコスト（英国FCAによるケーススタディ参照） ～データ・プライバシーとデータの地域化要件 ～その他の事例 市場分断-将来に影響がありうる分野 ～Brexist、ベンチマーク、新しく生じている部門、デリバティブと市場インフラ 2015年の報告書で提案した諸手段 ～2015年以降の諸手段の利用-はじめに 依拠～パスポート制、代替的コンプライアンスと免除 依拠と成果に基づく認証：クロスボーダー規制へのCFTCのアプローチに関してのジャンカルロCFTC議長が提案する原則（米国CFTCによるケーススタディ参照） EUの格付け機関枠組み（CRAR）-内国民待遇の代替的手段（ESMA（欧州証券市場監督当局）によるケーススタディ参照） 承認と評価-方法と基準の例示：香港SFC（証券・先物取引観察委員会）とフランスAMF（金融市場庁）のファンドの相互認証協定（香港SFCとフランスAMFによるケーススタディ参照） 承認での運用-証拠金要件についてのオーストラリア、香港、シンガポール及び日本の”市場当局による同等性評価のためのプラットフォーム”（日本の金融庁によるケーススタディ参照） 2015年の諸手段：得られた教訓と政策の実施	
3. 所見と考えられる次のステップ	
相互理解の促進 協調と協力の強化 依拠のプロセス	
付属文書A-ケーススタディ（IOSCOメンバーが作成したものであり、IOSCOや他のメンバーを反映したものとは限らない）	
①OTCデリバティブ取引（米国CFTCによるケースス） ②取引報告（英国FCAによるケーススタディ） ③証拠金要件（金融庁によるケーススタディ） ④EUの同等性評価モデルに事例としての格付け機関規制（ESMAによるケーススタディ） ⑤ファンドの相互認証（フランスAMFと香港SFCによるケーススタディ）	
付属文書B：フォローアップグループのメンバーリスト	
付属文書C：IOSCO代表理事会メンバーに対する調査への回答者リスト	
出所：IOSCO, "Market Fragmentation & Cross-border Regulation" Report, June 2019より作成	

IOSCO の報告書は、2015 年に公表された「IOSCO のクロスボーダー規制タスクフォース」報告書をフォローアップし、証券市場に加えてデリバティブ市場での市場分断を検証するものである。FSB の「市場分断に係る報告書」でも参照しているように、市場分断への対応を進めていく上で重要性が高いと考えられる⁽¹⁵⁾。

IOSCO は 2019 年 1 月にフォローアップグループを設立、IOSCO の代表理事会メンバーに対して金融市場の分断に関する調査を行い、また、業界関係者と公的部門、学界からの情報を求める FSB 主催のワークショップに参加（概要は前述）、さらに各国規制当局とデリバティブ業界関係者とのラウンドテーブルを開催した。なお、作業グループは J. クリストファー・ジャンカルロ CFTC 委員長と金融庁の水口純審議官が共同議長を務めている。

報告書では、前回の同報告書が示したクロスボーダー規制に対応するアプローチ、内国民待遇、認証（同等性評価に基づく）、パスポート制を説明した上で、各国当局が規制・監督の実施で相互に依存することを“依拠”という概念で整理し、具体的な規制メカニズムとして、代替的コンプライアンス、承認／同等性評価、パスポート制などの活用を提示している。

まず、市場分断について概念的に定義して発生要因を整理した上で、実際の問題として、デリバティブの取引と清算、取引報告、データのプライバシーと地域化要件を取り上げている。また、将来的な懸念として Brexit の影響やベンチマーク（LIBOR など市場指標）問題、技術革新による新たな金融部門、市場インフラへの規制などを指摘している。

市場分断への対処方法の事例では、主要な各国当局が提出したケーススタディに基づき、取引報告、成果に基づく認証、格付け機関での内国民待遇への代替手段、ファンドの相互認証協定、証拠金要件の同等性評価のためのプラットフォームなどを取り上げている。今後の対応手段として相互理解の促進、各国当局の協調と協力の強化、依拠プロセスの拡充、好事例や健全な実務の特定などを提示し、また、IOSCO は、クロスボーダー規制に関するアプローチについてのメンバー間の情報交換のフォーラムとしての役割を果たすとしている。

なお、メディアリリースによれば IOSCO 代表理事会は、今年後半に次のステップへの取組について決定する予定である。

15 市場分断に関しては、氷見野良三金融国際審議官：「市場の分断への取組み」-国際スワップデリバティブ協会(ISDA)四季報誌（インタビュー）、2019 年 4 月を参照。 <https://www.fsa.go.jp/common/conference/danwa/20190409-1.pdf>
また、当研究所の「国際金融規制研究会（座長 中曽宏大和総研理事長）」の意見書も、市場分断の問題と対応を論じている。 http://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/011a_01.pdf, http://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/011a_02.pdf 参照。

補論（3）：2019年のIOSCOの作業計画と公表された主な報告書

①IOSCOの作業計画

3月にIOSCOは、作業計画を公表した。主な作業は図表の通りで、暗号資産、AIと機械学習、市場分断、パッシブ投資とインデックス提供者、リテール販売とデジタイゼーションが優先分野。これらは2016年制定のIOSCOの指針である、①資本市場の構造的強靱性強化、②データギャップ・情報共有対応、③投資家保護と投資家教育への新しいインサイトの適用、④資本調達と持続的な成長での証券市場の役割と規制当局の役割の分析、⑤金融技術と自動化での規制の役割の検証、のいずれかに該当するものである。

参考図表2：IOSCOの作業計画（2019年3月公表）
暗号資産
・暗号資産取引プラットフォームに関する市中協議 ・G20に対して暗号資産取引プラットフォームについて報告 ・暗号資産取引プラットフォームに関する最終報告書
証券、デリバティブ市場での市場の分断化
・G20に対して市場分断化について報告
AI(人工知能)と機械学習
・資産運用会社を含む市場仲介業者による人工知能と機械学習の一般的な利用に関するシステムと制御についての市中協議文書 ・証券市場での執行に適用される技術についてのコンファレンス（ケベックAMFと共催）
パッシブ運用とインデックス提供者
リテール販売とデジタイゼーション
資産運用
・投資ファンドのレバレッジの一貫性のある評価指標に関する最終報告書 ・ETFについてのIOSCO/FSB共同でのワークショップ
フィンテック
・人工知能／機械学習での倫理に関するラウンドテーブル
外部委託と第三者プロバイダー
・外部委託と第三者プロバイダーについての市中協議文書 ・外部委託と第三者プロバイダーについての最終報告書
サイバー
金融ベンチマーク
持続可能性に配慮した金融
・新興市場諸国での持続可能性に配慮した金融と証券規制当局者の役割に関するGEMC報告書 ・持続可能性に配慮した金融ネットワーク報告書
（OTCデリバティブ市場での）効率的な強靱性
・業界関係者とのラウンドテーブル
実施状況モニタリング
・IOSCOの流通市場の原則の実施状況：最終報告書 ・複雑な金融商品の販売に関する適合性要件の実施状況：最終報告書
証拠金要件
金融市場インフラ
・CPMI-IOSCOによる市中協議文書：清算機関におけるデフォルト処理オークション
データ・プライバシー（EU一般データ保護規則対応）
・管理上の協定を導入
財務報告
監査
・監査関連の諸基準の改革に関する提言に関する市中協議文書
リテール投資家保護への行動インサイトの活用
・リテール投資家保護への行動インサイトの活用についての最終報告書
出所：IOSCO work program for 2019（IOSCO代表理事会、2019年3月公表）

②IOSCO が 2019 年に公表した報告書

2019 年になってから公表された各種の文書をまとめると図表の通りである。

市場分断の報告書以外でも、金融市場インフラの諸原則の実施状況評価、清算機関の強靱性に関連した措置など、金融危機後の改革の実施で重要性を増した金融市場インフラやデリバティブ市場関連の文書が公表されている。

参考図表3：最近のIOSCOの公表文書（2019年）		
文書の種類	題名、内容	公表時期
BIS決済・市場インフラ委員会とIOSCOの市中協議文書	清算機関におけるデフォルト処理オプション	6月
最終報告書	新興市場諸国での成長の持続可能性に配慮した金融と規制当局の役割	6月
最終報告書	市場分断とクロスボーダー規制	6月
最終報告書	「金融市場インフラのための原則」の実施状況モニタリング：米国の評価報告書	5月
市中協議文書	暗号資産交換業者に関する論点、リスク、及び規制に係る重要な考慮事項	5月
最終報告書	行動インサイトの投資者保護への活用	4月
IOSCO代表理事会の報告	2019年の作業計画	3月
バーゼル委員会とIOSCOの共同声明	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最終フェーズ実施に関する声明	3月
最終報告書	IOSCOの目的と原則の実施状況モニタリング報告書；流通市場の原則	2月
最終報告書	商品の在庫保管とデリバリーのインフラの優良または健全な実務	2月
市中協議文書	新興市場諸国での成長の持続可能性に配慮した金融と規制当局の役割	2月
最終報告書	「金融市場インフラのための原則」の実施状況モニタリング：スイスの評価報告書	1月
声明	企業のESG情報の開示に関するIOSCO声明	1月
最終報告書	会計監査の品質確保に向けた監査委員会の取組みを支援するための優良な実務の事例	1月

出所：IOSCOのHPに基づき金融庁のHPを参照して作成