

国際金融規制研究会「国際金融規制改革の最近の動向」(第1回) 議事要旨

1. 日時：
平成28年11月4日(金曜日)14時30分～16時00分
2. 場所：
東京証券会館9階会議室
3. 議題：
 - (1) 開会、研究会の趣旨説明、メンバーの紹介
 - (2) 報告「国際金融規制改革の最近の動向」(河野座長)
 - (3) 討議「今後取り上げるべきテーマ」
 - (4) 閉会
4. 議事内容：

冒頭、日本証券経済研究所理事長の増井から開会の挨拶がなされた。続いて、河野座長から研究会設立の趣旨説明がなされたのち、常務理事の大前より、メンバーの紹介がおこなわれた。

I. 研究会の主旨について(河野座長)

国際的な金融規制の検討が進む中で、日本からも更なる情報や提案の発信が望まれる。すでに実施されている金融規制を見ると、例えば市場での取引コストを高めている、ないしは、円滑な金融・資本市場取引にとって何らかの障害となっている等の指摘もある。また、規制の導入が金融機関のビジネスモデルに事前に意図していなかった影響を与えているとの懸念もある。さらに、複数の金融規制が導入された場合に生じる、累積的あるいは複合的な影響などは、これまで検証が必ずしも十分に行なわれてきたとは言いがたい。本研究会は、国際金融規制を巡り、金融に係わる諸業態の委員間で業態横断的な忌憚のない意見を交換することを目的としている。

II. プレゼンテーション「国際金融規制改革の最近の動向」(河野座長)

河野座長より、「国際金融規制改革の最近の動向」のタイトルでプレゼンテーションが行なわれた。

III. 研究会で交わされた主な意見

○複合的な影響に関する議論を取り上げるべきでは。規制体系の最適化に関する議論や視点が、今まで欠けている。考えられ得る限りの規制が検討され、現在はそれらの影響が出始めている状況である。果たして本当にこれだけの規制が必要なのか。多くの規制が導入された結果、個々の規制の費用対効果が減退しているのではないか。リスク管理などと言われるフォワードルッキングな規制について。例えば、流動性に関する議論等で一番欠けているのはフォワードルッキングの視点ではないか。比較的マーケットが平和な時期に「(問題が起きているという)証拠がない」と言っても、それはある意味バリュエーション・リスクなどと一緒で、バックワードルッキングでしかないように思う。これらに関する議論を経て、国際的な議論の場で日本から発信する必要がある。

○本研究会のアウトプットへの質問。本研究会は邦文や英文で報告書を作成し海外へ発信する予定があるのか。もしくは、金融庁への提出に留まるのか。余りにも規制が多過ぎる。また、外国と日本の規制がずれている。（ホスト国の規制を域外適用するのではなく）母国規制による代替的コンプライアンス（Substituted Compliance）について、もう一度議論する必要がある。日本の国益を考えた意見を国際的に発信しているのか。IOSCO が唱える “one size does not fit all” について、彼らの審査を受けた（各国での実施状況に関する）コメントを見ると one size fits all しかあり得ないと受け取れる。様々な市場の特徴を考慮した規制であるべき。その為には、国益も絡んでくる。また、我々の市場がどの様なものであるかを相手方（外国の方）に説明することが、これまで十分ではなかったのではないかと。日本で国際的な金融規制を議論する場合に、どの様なコンテキストで考えるのかを検討し、それを発信していくことが必要。金融外交力を高めるツールとして、本研究会を活用すべきでは。

○河野座長（本研究会のアウトプットに関して）

本会議の発足にあたり、必ずしも報告書の作成は目標とはしなかったが、各委員のご賛同があれば、ある程度の分量での取りまとめは可能。6 月頃を目処に、参加する委員の意見が一致できれば考慮したい。その際には、意見のあった規制の域外適用の問題や、母国規制による代替的コンプライアンスの問題といった根本的な問題を含め、サミットの宣言等の実効性についても指摘することは意味がある。規制の複合的影響とか最適な規制とは何かという問題とともに、全体として考えて新たな規制体系が日本の国益に沿っているか、合意された内容が本当に合意されたとおりに現場において実現しているかという着眼点や視点も必要。

○2018 年 1 月から施行される MiFID II について。例えば、リサーチ・アンバンドリングなどの問題があるが、余り検討されていない。複合的な規制の影響などの検討も必要だが、議論の対象をある程度明確化するのも 1 つの案では。

○大阪で開催された国際投資信託協会の総会で議論された、世界の投資信託の国際的な規制環境やその動向を踏まえて一つ指摘すると、国際的な規制で用いられるシャドーバンキングの定義が曖昧である。金融危機後に、市場のスタビリティが重要視されているが、例えば Brexit のような事象が起こったときに、投資信託のような商品が本当にシステミックなスタビリティに大きな影響を及ぼすものなのか。あるいは、それは市場の自然な作用であって、むしろ危機を未然に防止する上で役立っている市場の役割なのではないのか。こういうことを重要視すべき。

スタビリティではなくて、規制のロバストネスが大事なのでないか。また市場のリクイディティについて、例えば、SEC の流動性規制などでは登録投資会社（投資信託）の流動性が問題とされている。SEC の規制は非常に細かいが、それは常時リクイディティを管理しているという幻想をつくってしまうのではないかと。実はリクイディティがなくなるような状況というのは、平時の問題ではなくて危機時の問題ではないかということが議論になった。アセットマネジメント産業に関して、その組織的な形

態は多様であり、また、多様な市場参加者が機能を担っているという点を認識しないと、一律の規制によりアセットマネジメント産業の成長にとって問題が生じる。

○本研究会では、個別のテーマを議論するほうがふさわしいのでは。例えば規制の複合的影響や市場の流動性の問題は、各当局や業界団体などでも議論され、アウトプットが出されている。むしろ、デリバティブの規制の影響や、MiFID IIなどの個別の規制を対象にしたほうが、リアリティーのある結論が出せるのでは。

○個別テーマの検討を否定するつもりはなく、テーマによってということかもしれないが、少し広目の視点を持った議論のほうがよいのではないか。また、国益の観点から日本が国際規制にどのような影響を及ぼしていくかという点についても重要である。例えば、OTC デリバティブの証拠金規制や、FMI 原則（金融市場インフラのための原則、PFMI）等で、余りプリスク립ティブな規制になってほしくないと言っているが、一方では、過去を見ると、細かいところを書いていないがゆえに規制のアービトラージ（規制回避）の問題が起きた。日本の国際金融市場としての競争力強化を国益と位置づけるのであれば、市場間競争も含めて、国益と規制のバランスを取ることを市場関係者の立場から発信していくことには意味がある。

○保険に関しては、2020 年に向けて IAIS によるルールメイクの段階で、国際的な規制基準はまだほとんどない。銀行や証券から遅れて、保険に国際的な規制が導入された時、保険はどのようになるのか、保険のルールメイキングの段階で我々は何を言っていけばいいのか、ミクロやマクロを問わず規制が経済に対してどのように影響するのか、あるいはビジネスモデルに対してどう影響するのかという話を、ぜひ聞かせていただきたい。

IV. 次回以降の会合での報告

○小立委員（次回の会合での報告について）

例えば複合的な規制の影響等について、今、民間サイドでも、コンサルタント会社等がいろいろな調査をしている。今どの様な議論が行われていて、どの様な点が懸念材料となっているのかなど、少し論点整理のような形で説明させていただきたい。

○後藤委員

現在は、メンバー各社から問題提起が集まってきている状況で、答えがまだない。問題提起について、もう少し詳しく話すことは可能。

○安田委員

OTC デリバティブ規制、証拠金規制等、まだ規制が最終化されていないが、CVA の規制などは日本では議論が遅れている。これらについて報告は可能。