

金融安定理事会（FSB）市中協議「G20 金融規制改革の実施後の影響の評価のための枠組み案」に対するコメント（仮訳）

平成 29 年 5 月 12 日

日本証券業協会（JSDA）¹ は、金融安定理事会（FSB）が 2017 年 4 月 11 日付で公表した“G20 金融規制改革の実施後の影響の評価のための枠組み案”における協議質問事項に対してコメントする機会を得られたことに感謝する。

1. 総論

JSDA は、本年 3 月の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議声明で示された、「我々は、重大で意図せざるいかなる結果に対処すること等により、我々の全体的な目的との整合性を確保するため、改革の実施と影響に対する監視を引き続き向上させる。」との合意を支持している。そしてこの度、FSB において G20 金融規制改革の実施後の影響の評価のための構造的な枠組みを策定するための作業が進められていることを歓迎する。

JSDA は、将来的な金融危機を防止するため、市場に存在する脆弱性を取り除き、グローバルレベルでの金融安定を確保することの重要性を理解しているが、他方で、金融の安定に対して過度に重きを置くことにより、金融・資本市場の本来の機能である成長資金の円滑な供給など実体経済への寄与が阻害されてしまうことのないよう、適切なバランスが図られることを期待している。そうした観点から、JSDA は、今後の関係者間の更なる協議において、以下の各論について十分に配慮されることを望む。

2. 協議質問事項へのコメント

(1) フレームワークについて（Question 1-3）

① 新規導入規制に対する評価

本市中協議文書では、新規導入規制に対する評価については、「本フレームワークは、実施後の評価のために必要な限りにおいてのみ事前の分析をカバーする」と述べ

¹ JSDA is a self-regulatory organization (SRO) as well as an interlocutor for the securities industry. Its legal status is a Financial Instruments Firms Association authorized by the Prime Minister pursuant to Article 67-2, Paragraph 2 of the Financial Instruments and Exchange Act (FIEA). JSDA comprises around 500 members consisting of securities firms and other financial institutions operating securities businesses in Japan.

られるに止まっており、本フレームワークは基本的には実施が完了・進捗している規制の事後評価を対象としているように思料する。他方、将来的に新たな事象が発生し、それに対処するため新たな規制の導入を検討しようとする際には、既に導入済みの様々な規制との組合せ、またレバレッジ規制と OTC デリバティブのクリアリングの関係のように、適用前の規制の組合せにより、意図せざる結果が生じないよう、導入前にも慎重な検証が求められると考えられる。新規に導入する規制の評価についても、評価のアプローチや分析手法について首尾一貫性を確保する観点から可能な限り同じフレームワークの中で、意図せざる結果が生じないよう配慮した指針が示されることを望む。

② 規制見直しに対するスタンス

本市中協議文書では、「評価は、もし結果が正当であれば、危機後の規制改革の fine-tuning のベースとなり得るものであり、規制改革を scale back させたり、規制の実施を undermine させたりするものではない」と述べられている。しかし、それらの必要のあるなしは、まさに評価分析を行った後に判断されるべきものであり、あらかじめ fine-tuning に限定するべきではないと考える。本フレームワークの実施は、ある意味で過去の FSB の判断を自ら否定することにも繋がりがねず、思い切った見直しを行うハードルは高いことも理解するが、規制と経済成長のバランスの最適化に向けて、必要な見直しが過不足なく実施されることを望む。

(2) 課題と評価について (Question 4-6)

① 社会的便益・コストのバランス

本市中協議文書において、影響評価に際して社会的便益とコストのバランスを取るべきことに言及されている点を高く評価する。ただし、その便益には金融危機及びそれに伴い生じる経済産出の損失 (Output Loss) の深刻度を低下させ、あるいは発生可能性を低下させることを含むと述べられているが、万一それが過大に評価された場合、コスト意識が希薄化することを懸念する。加えて、市場仲介者に対する取引の抑制及び資本政策の制限並びにそれらから生じる仲介者・利用者双方にとっての市場流動性の低下と機会の損失、また、情報開示の強化やストレステストへの参加など、様々な要請に伴い生じる負担が適切に考慮されることを望む。

例えば、定性的なサーベイを通じた個々の経済主体の便益・コストの把握などが考えられる。加えて、資本市場では証券決済制度を始め様々な改革が進められているところであるが、危機後の規制が当該改革の実施に間接的な負担を及ぼすことがないか、Fintech、デジタル化といったイノベーションの機会損失も含めて検証し、加味することも重要である。

② 環境変化を踏まえた再評価

本市中協議文書では、ある規制改革分野における影響評価を頻繁に繰り返すことは想定していない旨言及されている。他方、影響評価を行う際の課題の一つとして、FinTech に代表されるような金融技術革新の進展を通じ、市場環境の変化のスピードは増しており、従来にはなかった新たなマーケット・プレーヤーが出現するなど、一度行った影響評価の結果が比較的短期間に陳腐化してしまうことも懸念される。この点、市中協議文書では、「関連する市場のセグメントにおける進展をモニタリングすることは問題やトレンドの特定に役立つだろう」と述べられていることを歓迎する。これに加えて、例えば、継続的・定期的な対話を可能とする官民フォーラムの構築など、一度実施した影響評価が必要に応じて柔軟に見直され得る仕組みを構築することも重要であると考えられる。

(3) 利害関係者の関与について（Question 11）

・ 幅広いインプットと各国市場の特性の考慮

市中協議文書において、影響評価作業のデザイン、データ収集や分析の実施において、学会、シンクタンク、業界等の専門性を活用することが肝要と述べられている点を評価する。パブリックコメント以外にも、影響度調査案をまとめる段階でも外部からの意見が適切に反映されるよう、利害関係者が関与できることが望ましい。

影響評価の実施に当たっては、欧米とそれ以外では規制の実施状況が大きく異なっており、各国ごとに実施の影響が大きく異なることも考えられる。この点について、各市場の特性なども十分考慮して、欧米市場の分析をそのまま他の市場にもあてはめるようなことのないよう留意していただきたい。

(4) 影響評価を行う際のアプローチ、優先順位等について（Question 1, 4, 7, 12）

① 有事を想定したシミュレーション

市中協議文書では、影響評価を行う際のアプローチについては、主に3つの課題（①その規制改革が結果を生じたのか（Attribution）、②その規制改革が市場、国を跨って同様の影響をもたらしているのか（Heterogeneity）、③その規制が overall objective を達成したか（Aggregation/general equilibrium）が挙げられている。いずれにおいても、各規制が、有事を迎えた際にも当初の意図どおりに有効性を発揮できるかという視点での十分なシミュレーションが行われることを期待する。

例えば、オープンエンド型のファンドの流動性プロファイルの開示は、平時は投資家にとっては参考情報となっても、金融危機時には、流動性が低くなった旨の開示が意図せざるアラートとなり、投資家の解約行動に一層の拍車をかける恐れもある。ま

た、LEIに付加しようとする Level 2 関係情報は、OTC デリバティブ市場の参加者に大きな負担を強いるものであるが、果たして有事の際には急速に変化する可能性のある取引参加者の資本関係を遅れずにトレースできるのか、という疑問もあるだろう。各規制については、有事の際に期待どおりに機能するかが重要であると思われる。

② unintended consequences 対応の緊要性

本文書は、unintended consequences 対応の緊要性についての認識が欠落しているように見受けられる。本文書は full financial cycle を含む longer period の分析により、はじめて social benefit や a set of reforms を評価できるとしている。しかし、分析に長期を要すると unintended consequences により金融システムに甚大な悪影響が及び、かえって金融システムが不安定化するリスクがある。

こうしたリスクを mitigate する措置の要否を早急に判断することが重要であり、対策のベースとなる暫定的な評価が当面の最も優先度の高い作業であろう。レバレッジ規制などによる市場流動性の低下、短期金融市場の機能不全、クレジット市場での裁定の崩壊、クライアント・クリアリングをはじめとする OTC デリバティブ取引の縮小など、短期的コストに加え、長期的に見ても金融危機の発生確率を高める問題について、規制を見直さずに financial cycle の一巡を待つのはリスクが大きい。

こうした評価に基づく対応策には、実施スケジュールや対象範囲の見直し、導入済の規制の停止などがありうる。とくに国際的に規制を suspend して、その間に分析を深め、改正を講じることで金融システムの劣化、不安定化を回避できるだろう。また、規制の suspension の影響を観察することで、規制の影響を identify できるので、より適切に規制を設計できる。既に米国は、いくつかの理論的、実務的な課題を踏まえて、カウンターシクリカル資本バッファの実施を先送りしている。実施を強行すれば、かえってプロシクリカリティを高める懸念があるためである。

③ qualitative analysis の位置付け

規制の相互干渉のメカニズムは明らかではない。だからこそ深刻な unintended consequences が生じている。こうした状況を踏まえれば、計量モデルに過剰に依存すべきではなく、サーベイやヒアリングなどを情報源として重視すべきである。とくに、interaction や overall effects の評価において、モデルに基づく一般均衡分析を有用とし、qualitative analysis を低く位置づけている点は見直すべきである。

3. 最後に

JSDA は、今回の FSB の取組みに対して改めて敬意を表するとともに、国際スタン

ダードセッター間で一層の協力が促進されることを期待する。

また、昨今 G20 が主導する国際金融規制に対し、個別国が国際基準を超えて規制を上乗せし、域外適用を及ぼすケースが見受けられているが、こうした上乗せ及び域外適用は規制を複雑化させ、市場の歪みや分断をもたらす危険を孕んでいる。他方、米国や EU など大きなマーケットの当局が延期や段階的適用を検討し始めた場合、FSB においても市場の分断の影響を緩和するため国際合意の合理性について早期に再検証されることが望ましい。本フレームワークに基づく影響評価が有効に機能するためにも、各国当局が連携を進め、各国が互いの規制を尊重しながら、国際基準の整合的な実施が進むことを期待する。

以 上