

国際証券業協会会議 (ICSA : International Council of Securities Associations) の第 26 回年次総会が、去る 5 月 7～9 日にオーストラリア金融市場協会 (AFMA) の主催によりシドニーにおいて開催された。

ICSA は、各国 (地域) の証券業界団体・自主規制機関が加盟する国際組織であり、世界の証券市場における取引慣行及び規制の調和を図り、メンバー間の情報交換及び理解を促進し、市場の健全な発展に寄与することを目的に、1988 年に本協会の提唱により設立された。現在の会員数は 18 ヶ国 (地域) 19 団体 (別添参照) である。

本年次総会には、メンバー及びオブザーバー団体から 35 名のほか、ニュー・サウス・ウェールズ州副首相アンドリュー・ストーナー氏、オーストラリア準備銀行副総裁ガイ・ドゥベル氏、証券監督者国際機構 (IOSCO) 理事会議長グレッグ・メドクラフト氏、オーストラリア財務省 G20 担当部長 HK ホルダウェイ氏をはじめゲスト・スピーカー 8 名が参加した。

1. 年次総会の概要

(ポイント)

金融危機の教訓を踏まえ G20 等で国際的に合意された金融規制改革が各国 (地域) における実施段階に移行する中で、規制の重複・矛盾・ギャップが表面化しており、規制の域外適用への対処とともに、各国 (地域) 間の規制の調和が重要な課題となっている。以上に加え今回の総会では、銀行規制の強化により相対的に市場ファイナンスの重要性が増す中で、社債市場の育成、中小企業 (SME) 向けファイナンス、金融機関の破たん処理等の課題が議論されたほか、欧州で提案された金融取引税 (FTT) の問題点について参加者間で意見交換が行われた。また、G20、金融安定理事会 (FSB)、IOSCO 等への提言活動の強化等、国際的な業界団体としての ICSA の今後の活動のあり方もメンバー間で協議された。

総会における各セッションの議論の概要は以下のとおり。

1) 実体経済に資すべき金融市場の役割

ゲスト・スピーカーであるオーストラリア準備銀行副総裁のガイ・ドゥベル氏のプレゼンテーション及びその後の参加者との議論において、以下の点が指摘された。金融セクターが肥大化し、実体経済の需要から遊離した形で無秩序な利潤追求が行われたことが金融危機をひき起こした。金融セクターは、適正な規模で、適正なコストで (リスクに見合った自己資本・流動性バッファーを手当てして)、投資家に必要な情報を提供しながら資金を集め、実体経済に必要な資金を提供する「仲介」という金融市場の本

来の役割に立ち返るべきである。この方向で危機後の規制改革（自己資本・流動性規制強化、商業銀行と投資銀行業務の分離等）が進められてきた結果、欧州を除き金融セクターの健全性・耐性はかなり強化された。一方で引き続き高頻度取引（HFT）、ダークプール、金融工学の革新と金融商品の多様化等が再び金融市場を実体経済から遊離させてしまう惧れがないか、また、直近の主要国における金融緩和が資産バブルにつながらないか注視する必要がある。

2) G20 の今後の課題

オーストラリアが 2014 年に G20 の議長国となることから、同国財務省 G20 担当部長の HK ホルダウェイ氏が今後の G20 における検討課題を紹介した。概要は以下のとおり。

G20 は引き続きマクロ経済、財政金融政策、開発・貿易に関する政策協議を続ける。金融規制の分野では、自己資本や流動性規制については既にかんがりの進展が見られることから、来年にかけては OTC デリバティブ、シャドー・バンキング、破たん処理の三点が重要な課題となる。また、長期的な成長を支える長期のインフラ投資を、財政健全化を進めながらどのような案件を選定し促進していくかも重要なテーマとなる。これに対し参加者からは、

- G20 がグローバルな政策決定に大きな役割を果たしていることは評価しつつも、G20 の決定に基づき導入されようとしている各国の規制にはかなりの差異・不整合が見られるので、市場関係者等との対話を通じてこれらに対処してほしい、
- 金融危機の要因となった銀行の不動産関係の与信について、より注意深く監視すべき、
- G20 においても市場流動性のモニターを強化し、欧州の金融取引税（FTT）等流動性に悪影響を及ぼす政策について議論してもらいたい（これに対し、ホルダウェイ氏は、FTT については G20 においても何度も議論してきたが、結局は各国当局の判断に任せざるを得ないとコメント。）

等の指摘があった。

3) IOSCO の課題

3 月から新たに IOSCO 理事会議長に就任(金融庁の河野統括官の後任)したオーストラリア証券投資委員会(ASIC)のグレッグ・メドクラフト委員長が、IOSCO における今後の検討課題を説明した。同委員長は、銀行への規制強化に伴うファンディング・コストの上昇により銀行からの借入が減少する一方、市場ベースのファイナンスの重要性が増すとともに、証券市場及び証券市場監督者の役割が増大していることを指摘した。また、取引コストの上昇につながる各国毎の規制の違いを調和させていくため、相互認証等のあり方を検討するタスク・フォースを IOSCO に設けたこと、新興市場の重要性増大に鑑み適切なルール策定、市場・投資家の育成等の面で新興国支援を強化していく方針であることを紹介した。また、今後の IOSCO の活動において重視する三つの要素として、

- ① 関与（エンゲージメント）：規制立案等における当局や市場関係者等の積極的な関与

- ② 協力：多国間の覚書や技術支援を通じた情報共有や規制の調和・実施の促進
- ③ グローバルな基準設定機関としての役割強化：相互認証や各国規制の同等性認証等
 についての手続策定

を紹介した。また、IOSCO の役割増大に伴う所要コストを手当てするため、IOSCO 財団を設け資金基盤を拡充するとともに、IOSCO 事務局の機能を向上させ、従来の「メンバー自身が作業する機関」から「メンバーが作業を指示する機関」に変えていきたいとの意向が示された。

以上に対し参加者からは、

- 数多くの検討を要する課題についての適切な優先順位づけ、個々の規制・原則の導入に際して十分な費用／便益分析を行うため、市場関係者等との対話を一層拡充すべき、
 - 市場協議においては、G20 や FSB に回答する政治的なタイム・リミットがあることは理解するが、適切な規制・原則を策定するには、十分な協議期間を設けるとともに、IOSCO 内部にも提案のクオリティを確保する内部プロセスを設けることが望ましい、
 - 沈黙していることが多い新興市場国のメンバーの参画を促進すべき
- 等の意見が述べられた。

4) 国際基準設定機関への働きかけと相互認証促進

標記課題に関するパネル・ディスカッションでは、以下の点が指摘された。

金融危機後様々な規制が必ずしも市場の現実を知らない人々の間で協議され、市場関係者の声を十分に反映しないままあまりにも急速に導入されたため、米国や欧州で様々な規制（OTC デリバティブ規制等）の不整合、重複、域外適用といった問題を生じさせている。これに対処するには IOSCO 等の機関が多国間ベースで調整を図るのが望ましいが、これには時間がかかる。WTO の貿易交渉における紛争解決プロセスのような二国間の調整プロセスを国際的な合意の下で IOSCO に設けるのも一案である。ICSA 及び各業界団体としては、政策決定者との関係を構築・維持しながら、より迅速かつ明確に信頼性・実効性のある形で問題を提起し提言を行っていく必要がある。

5) 社債市場の育成

ナショナル・オーストラリア銀行債券市場担当常務のステイブ・ランバート氏が、オーストラリアの社債市場の現状と課題を紹介し、参加者と議論を行った。指摘された主な点は以下のとおり。

オーストラリアでは、企業の資金調達の太宗は銀行部門（特に四大銀行）を通じて行われており、社債市場からの調達比率は低い。さらにこれまでは調達コストが国内より海外発行の方が低かったため、社債の 8 割程度が海外発行のものとなっている。他方、今後人口の高齢化等により資金運用手段としての債券の需要は高まることが予想され、国内の社債市場の育成が課題となっている。現状では投資家のほとんどが債券を満期まで保有しており、流通市場は活発ではない。安全で効率的な取引プラットフォームの提供、個人投資家のリテラシー向上、市場の透明性確保を通じて債券市場の発展を図っていくことが期待される。同国では、米国の TRACE のような取引価格報告・開示システ

ムはなく、個々の取引を報告・開示する必要はないが、月毎の取引データは開示されている。同国では加入が義務付けられている退職年金制度の中に保険の機能が含まれており、生保のビジネスはあまり大きくなく、債券市場でのプレゼンスも限られている。レポ市場は政府債・準政府債に限られていたが、この3, 4年の間に対象債券は多様化しているが、依然としてプレーヤーは少数の大規模金融機関に限られている。

6) 新興市場国における SME ファイナンス

ICSA 新興市場委員会のアティラ・コクサル委員長(トルコ資本市場仲介業協会会長)が同委員会で作成した、新興市場国における中小企業 (SME)・新興企業向けのファイナンスの現状と課題に関するレポートの内容を紹介するとともに、同委員会の次回スタディのテーマは新興市場における IPO とすることを報告した。

7) 債券・デリバティブ市場における規制改革の影響

国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) アジア大洋州部長のキース・ノワイエ氏が、G20 の公約に基づく OTC デリバティブに関する規制改革のアジア主要国における実施状況及び欧米の規制がアジア市場に及ぼす影響を説明した。この中で同氏は、

- 日本は金利スワップ等デリバティブ取引の量が大きく電子取引基盤やクリアリング・ハウスを設置しても十分採算が取れるが、他のアジア諸国は必ずしも採算ベースに達しておらず、インフラの設置が進んでいない、
- 米国や欧州の規制がアジア諸国の金融機関に登録や報告の義務を課し、かつ、欧州の当局はアジアのクリアリング・ハウスが欧州の規制と同等の基準に達していない場合には欧州の金融機関との取引の清算を認めない可能性があり、アジアの市場の流動性を大きく損なう恐れがある、
- 欧米のデリバティブ規制が求める報告義務を履行すると中国・韓国・インドの秘密保持法に違反する恐れがあり、これらの国の市場プレーヤーは欧米での取引及び欧米金融機関との取引ができなくなる恐れがある

等国際的に合意された規制改革が関係各国間で十分な連携・調整が行われなまま実施されると予期せぬ深刻な結果を招くことを指摘した。また、同氏はバーゼル III による銀行に対する規制強化の結果、銀行の資本・流動性手当てのコストがかさみ、既に銀行の与信、債券部門の縮小が生じており、今後も縮小が進む可能性があることを指摘した。参加者との質疑応答の中で、同氏は、上記規制のグローバルもしくは地域毎の影響度調査が実施されその悪影響の度合いが認識されつつあるほか、アジア諸国の当局や市場関係者からの問題提起に対し欧米の当局から部分的ながら懸念を理解する旨の回答があった反面、規制の不整合が当局間の対立を招き、報復規制の応酬に陥る恐れがあることを指摘した。

8) 大規模金融機関の破たん処理

スタンダード&プアーズ社専務理事のポール・コフリン氏が、「Too Big to Fail」(大

きすぎてつぶせない) 問題について講演し、以下の点を指摘した。銀行はそもそも短期で借入れ長期で貸すミスマッチを抱えており、基本的な脆弱性を有しているほか、多くの銀行が同じような環境で同じようなビジネスをしているため、一たびトラブルが生じると信頼の欠如が多くの銀行に波及していく。金融危機の際破たんしに瀕した銀行の救済に多額の税金が使われたため、銀行の救済は悪という意識が先行してしまったが、救済に要したコストよりも救済しなかった時のコスト（金融不安の拡大、失業の増大、実体経済の落ち込み）の方がはるかに大きかったはずである。このことは大銀行だけでなく中小の銀行にも当てはまる。実際に米国では過去多くの破たんしに瀕した中小銀行が政府により救済されてきたが、一定の規律の下で介入・救済を行う政策は誤りではないと考える。

9) 金融取引税 (FTT) : 金融機関及び市場への影響

ICSA メンバーによる欧州の金融取引税(FTT)に関するディスカッションが行われ、欧州のメンバーを中心に FTT に関して、以下のような多くの懸念が表明された。

- 欧州の金融取引税は、市場の実態を考慮せず、金融危機で生じたコストは金融機関に負担させろという極めて拙速な政治的判断により導入されたものである。
- フランスの FTT は上場株式の流通市場における取引のみが対象であるが、EU 提案では、課税対象はデリバティブを含む広範な金融商品にわたる。提案通り導入されれば、短期のレポ市場は成立しなくなり、金融取引が阻害され、市場の流動性を大きく損なう恐れがある。
- 域外国の金融機関に課税することは税制の原則に反している。
- EU が試算する税収（年間 350 億ユーロ）の達成は困難であり、実際に既に導入した国では実際の税収が見込みを大きく下回っている。
- 他方、取引が FTT 非課税国へ逃避するなど、市場に大きなマイナスの影響が生じており、FTT 導入国の金融機関は既に課税リスクから米英銀と比較して競争上不利になり始めている。
- インドで導入済みの証券取引税も株式市場に悪影響を与え、多くの取引が商品市場に逃避した。この結果当局は商品市場にも課税することを決定した。この影響で現在取引は外為市場にシフトしている。

以上の懸念・問題提起を踏まえ、ICSA の FTT ワーキング・グループの活動は継続し、引き続き欧州当局等への提言を行うこととされた。

10) ベター・レギュレーション : 行動規範と原則

ニュー・サウス・ウェールズ州立大学のジャスティン・オブライエン教授が、金融機関の倫理とベター・レギュレーションのあり方について LIBOR スキャンダルを例に講演を行い、以下の点を指摘した。LIBOR 事件は非常にわかりやすい不正であり、多くのメディアが金融機関に対する非常に攻撃的な報道を行った。LIBOR の虚偽報告が行われたのは銀行に所属する個人の動機によるが、長期に渡りそれを許す文化が英国銀行業界にあった。金融機関が組織として一貫した価値と倫理観を徹底するためには、「使

命」のような文章を作成するだけでは足りず、訴訟リスク等を明確に認識するとともに、「倫理」を情報伝達と意思決定を含む組織のメカニズムに組み入れる必要がある。コンプライアンスは最低限の法的義務を遵守する以上の主体的な姿勢がなければ有効に機能しない。内部告発システム等もただ設けるだけでなく、実際に活用され機能しなければ意味がない。

11) 業界団体の役割

ICSA のメンバーである業界団体及び、その集合体である ICSA 自体の役割と存在意義、今後の活動のあり方について意見交換を行った。主要なポイントは以下のとおり。

- ICSA のメンバーはそれぞれ業界団体として、政府等への提言、投資家教育、業界関係者の研修、市場プロモーション等の活動を行っている。韓国の KOFIA、本協会等は自主規制機能も併せ持っている。
- ICSA には市場の規模や発展段階が異なる多様な協会が加盟していることから、グローバルな業界団体として幅広い意見表明を行うことができる。
- 業界の利益・関心を主張するだけでなく、投資家の利益、公益に基づいた提言を行うことで、規制当局、国際的な基準設定機関、さらには一般の人々に対しより説得力のある意見表明が行えるのではないか。
- ICSA が主張する規制の相互認証や調和については、欧米の業界とアジアの業界間で温度差を感じる。また、国際的に業務を展開している大規模な会員会社には理解を得られるが、中小の会員会社には必ずしも十分な理解が得られていない。業界全体のイニシアティブとして推進するには、中小規模の会員会社の理解を得る努力も必要ではないか。

12) ICSA の活動方針

ICSA は、最近の活動として、G20、FSB や IOSCO に対する市中協議での意見表明のほか、規制の相互認証推進の提言、欧州委員会に対する金融取引税に関する問題提起等を行ってきた。国際的な規制改革が策定から実施段階に移行する中で、より有効な提言活動のあり方を、予算及び人的リソースも含め今後検討することがメンバー会合において合意された。

2. 中間会合・次回総会の予定

本年の中間会合は 9 月にルクセンブルグで、次回総会はフランス金融市場協会 (AMAFI) が主催し、来年春にフランス (開催都市未定) で開催することがアナウンスされた。

以 上

(別添)

国際証券業協会会議 (I C S A) の参加団体

正会員

	機関名	概要
日本	日本証券業協会(JSDA)	自主規制機関+業界団体
韓国	韓国金融投資協会(KOFIA)	自主規制機関+業界団体
台湾	台湾証券業協会(CTSA)	自主規制機関+業界団体
オーストラリア	オーストラリア金融市場協会 (AFMA)	業界団体。2005年にICSAメンバーであった国際銀行証券協会(IBSA)と合併。
米国	証券業金融市場協会(SIFMA)	業界団体。米国証券業者協会(SIA)と債券市場協会(TBMA)が合併して2006年11月に発足。
カナダ	カナダ投資業協会(ILAC)	業界団体。2007年加入。
ブラジル	ブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA)	自主規制機関+業界団体。2011年加入。
欧州	国際資本市場協会 (ICMA)	欧州証券市場の自主規制機関+業界団体。2005年にICSAメンバーであったスイスの国際証券市場協会(ISMA)と英国の国際発行市場協会(IPMA)の合併により発足
	欧州金融市場協会 (AFME)	欧州金融市場の業界団体。2009年にICSAメンバーであったロンドン投資銀行協会(LIBA)とSIFMA欧州支部の合併により発足。
フランス	フランス金融市場協会 (AMAFI)	自主規制機関+業界団体。IOSCO/SROCCにも、2006年から参加。
ドイツ	ドイツ証券取引所参加者協会 (BWF)	業界団体。2008年加入。
イタリア	イタリア金融仲介業者協会 (ASSOSIM)	業界団体
スウェーデン	スウェーデン証券業協会 (SSDA)	自主規制機関+業界団体
デンマーク	デンマーク証券業協会 (DSDA)	業界団体
トルコ	トルコ資本市場仲介業協会 (TSPAKB)	自主規制機関+業界団体。2006年加入。
メキシコ	メキシコ証券業協会 (AMIB)	業界団体。2010年総会よりオブザーバーとして参加。2012年より正会員として加入。

客員会員

ブルガリア	ブルガリア認可投資会社協会 (BALIF)	業界団体。2010年正会員として加入。2012年より客員会員として再加入。
タイ	タイ証券業協会 (ASCO)	業界団体。2012年加入。
インド	インド証券取引所参加者協会 (ANMI)	業界団体。加入手続中。

オブザーバー

中国	中国証券業協会 (SAC)	自主規制機関＋業界団体。 2013年年次総会にオブザーバー参加。
インドネシア	インドネシア証券業協会 (APEI)	業界団体。 2013年年次総会にオブザーバー参加。
インド	ボンベイ証券取引所参加者協会 (BSEF)	業界団体。 2013年年次総会にオブザーバー参加。

○ 総会開催地

1988年	日本	東京
1989年	カナダ	オタワ
1990年	米国	ワシントン
1991年	英国	ロンドン
1992年	日本	大阪
1993年	フランス	カンヌ
1994年	オーストラリア	シドニー
1995年	スイス	ルツェルン
1996年	カナダ	バンクーバー
1997年	韓国	ソウル
1998年	米国	サンフランシスコ
1999年	英国	スコットランド (グレンイーグルス)
2000年	台湾	台北
2001年	フランス	パリ
2002年	オーストラリア	シドニー
2003年	イタリア	ローマ
2004年	スウェーデン	ストックホルム
2005年	スイス	ルガノ
2006年	日本	東京
2007年	カナダ	トロント

2008年	韓国	ソウル
2009年	米国	ワシントン
2010年	トルコ	イスタンブール
2011年	英国	ロンドン
2012年	デンマーク	コペンハーゲン
2013年	オーストラリア	シドニー
2014年	フランス	(未定)