
証券監督者国際機構（IOSCO）第43回年次総会の模様について

平成30年5月7日～11日

証券監督者国際機構（IOSCO）第43回年次総会が、5月7日（月）～11日（金）の間、ハンガリー ブダペストにおいて開催された。

IOSCOは、我が国の金融庁や米国証券取引委員会（SEC）など各国の証券規制当局を中心に構成されている国際組織であり、主に証券規制当局の意見交換の場として機能しているが、より幅広く市場参加者の見識・意見を取り入れ、国際的に調和のとれた包括的な証券市場の規制を維持・発展させていく観点から、本協会のような証券業協会や日本取引所グループなどの各国の自主規制機関等も協力会員としてこの機構に参加している（参考参照）。

IOSCOの年次総会は、各国が持ち回りで開催している。年次総会では、代表委員会、代表理事会、各地域委員会、新興市場委員会、協力会員諮問委員会等が、それぞれの構成メンバーを集めて開催されるほか、メンバーを対象にした規制ワークショップが開催される。また、メンバー以外の一般参加者も対象にした公開セッションも催される。

主なセッションの概要は、以下のとおり。

-
- ○ ○
- 1) 開催日 平成30年5月7日（月）～11日（金）
 - 2) 開催地 ハンガリー ブダペスト
 - 3) 主催機関 ハンガリー国立銀行
 - 4) 参加者 約650名
 - 5) 今回のポイント
 - IOSCOの年次総会が東欧で初めて開催された。
 - 今回の総会では、IOSCOが注力する5つの重点分野（①資本市場の構造的な強靱性の強化、②規制機関によるデータと情報の共有、③投資者保護、④持続可能性を視野に入れた資本市場の発展（market development）、⑤資本市場におけるテクノロジー・イノベーションへの対応）について経過報告・議論が行われた。
 - 協力会員諮問委員会（AMCC）年次会合では、上記のIOSCOにおける重点分野に関する意見交換、各政策委員会における取組みの報告が行われたほか、ブレグジットの影響、Initial Coin Offering（ICO）と仮想通貨、コーポレートガバナンスに係る取組み等を含む証券市場における倫理、各法域における規制上の課題や取組みなどについて情報・意見交換が行われた。
 - 公開セッション等のパネルでは、最近拡大しつつあるICOや仮想通貨、バイナリーオプション等の投機性の高い商品に関する投資者保護の問題、Fintech及びサイバーセキュリティ

に関する課題、アクティブ運用とパッシブ運用、資本市場を通じた中小企業ファイナンス等のトピックが取り上げられた。

1. 協力会員諮問委員会 (AMCC) 年次会合 (5月7日)

□ 歓迎の辞

- ・ Mr. Jose Carlos Doherty, AMCC 議長, ブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA), CEO
- ・ Ms. Karen Wuertz, AMCC 副議長, 全米先物協会 (NFA), Senior Vice-President



現議長の Jose Carlos Doherty 氏が、今回会合が自身が議長を務める最後の会合であり、4月上旬に行われた選挙において次期議長に NFA の Karen Wuertz 氏が、副議長に国際取引所連合 (WFE) の Nandini Sukumar 氏が選出されたことを報告した。また、今回の会合では、市場のボラティリティ・コントロール、サイバーセキュリティ、ICO といった現在 IOSCO の理事会レベルで議題となっているトピックのほか、ブレグジット、倫理等 AMCC メンバーが重要と考えるトピックを取り上げることを紹介した。

副議長の Wuertz 氏は、Doherty 氏及び ANBIMA スタッフの 6 年間の努力及び AMCC メンバーの積極的な貢献に感謝し、自身が議長を務める今後の会合においても同様の協力を期待する旨述べた。

□ IOSCO の優先課題と政策的取組み

- ・ Mr. Paul Andrews, IOSCO 事務局長
- ・ Mr. Tajinder Singh, IOSCO 事務局次長
(ディスカッション)
- ・ Mr. Paul Redman, エマージングリスク委員会 (CER) 委員長, カナダ・オンタリオ州証券委員会 (OSC), Chief Economist and Head of Research

現在 IOSCO が取り組んでいる主要課題について概ね以下の説明があった。

- IOSCO では現在、①資本市場の構造的な強靱性の強化、②規制機関によるデータと情報の共有、③投資者保護、④持続可能性を視野に入れた資本市場の発展 (market development)、⑤資本市場におけるテクノロジー・イノベーションへの対応の 5 つの分野に注力している。
- ①では、金融安定理事会 (FSB) の指摘を踏まえ、レバレッジの動向等を含め資産運用業における脆弱性を注視しているほか、拡大し続けている ETF が市場に与えるインパクトを調査している。

- ②では、IOSCO のメンバーである当局間の情報交換協定である **Multilateral Memorandum of Understanding (MMOU)** の締結済み当局の増加（加盟する 146 法域中 118 が締結）や協定内容の拡充（**Enhanced MMOU**）などポジティブな進展がみられる一方、5 月 25 日から欧州で導入される情報保護法（EU 一般データ保護規則（**GDPR**））との整合性確保が新たな課題となっている。
- ③では、**Initial Coin Offering (ICO)** や仮想通貨が新たな課題として生じている。これらは現在の取引規模では市場全体の安定性に対する脅威にはなっていないが、個人投資者が多額の損害を被る事例が発生している。各国当局の対応もまだ定まっていないが、IOSCO としてもこれらを注視し、メンバー間の情報交換・協議を促していく。この一環として、昨年 11 月に全メンバー当局あてに ICO のリスクと規制機関における対応例を記したステートメントを送付したほか、当局間の情報交換を促進するため、**ICO Consultation Network** を設けた。
- ③に関しては更に、バイナリーオプションや CFD を含む OTC レバレッジ商品の特に国境をまたいだ取引で投資者が不当な損失を被る事例が生じていることに鑑み、対応策を提示する市中協議文書を策定している。
- ④については、証券規制の国際基準策定を使命とする IOSCO は、市場の開発・発展については直接の権限を有していないが、持続可能性に対する国際的な関心の高まりを踏まえ、グリーンボンドを含むサステイナブル・ファイナンスの促進、新興市場国における持続可能性を念頭に置いた市場振興策について議論を始めている。
- ⑤については、規制サンドボックス等の枠組みも含めたイノベーション拠点の有効性、投資者保護のための規制上の対応等につき、メンバー当局間の情報交換を促進するため、IOSCO 内に **Fintech Network** を設けた。
- 引き続き、これらの課題に関し自主規制機関及び業界からの視点によるインプットを求める。

上記に関し、AMCC メンバーからは、以下の指摘・意見表明があった。

- ICO や仮想通貨の取引に相当程度個人投資家が参加しているが、規制上の監督がほとんど及んでおらず、詐欺的な行為も多々生じている。
- テクノロジーは国境を持たないが、規制当局は自身の管轄区域を有しており、今後更に国際的な協調が必要となる。
- ICO 等新たに発生するスキームに関し、投資者の理解を深め、十分な注意を呼びかけることが必要である一方、これらテクノロジーを利用した商品に対しては、世代間における態度、情報格差が大きい。
- EU は現在のところ金融規制上統合されているが、ブレグジットが市場の分断要因となり、金融イノベーションに対する当局の機動的・整合的な対応の妨げとなり得る。
- 各国の市場間において整合的なデータを有していないため分析・対応の検討が難しい。

- 米国で組成された商品がブラジルの投資者に販売されており、国境を越えた規制の協調が必要である。

□ ブレグジットの影響

- ・ Ms. Josina Kamerling, CFA 協会, Head of Regulatory Outreach EMEA
- ・ Ms. Jaqueline Mesa, 米国先物業協会 (FIA) , Senior VP
- ・ Mr. Torsten Schaper, ドイツ取引所グループ, Head of Regulatory Analysis
- ・ Ms. Allison Parent, グローバル金融市場協会 (GFMA) , Executive Director
- ・ Mr. Daniel Waters, ICI グローバル, Managing Director

AMCC メンバーがブレグジットに関する懸念・意見を以下のとおり表明した。

- 英国の EU 離脱に向けた 2 年間の手続が発動されてから既に 1 年以上経過するが、未だ技術的な要件が示されておらず、市場インフラとして対応のしようがない。これは英国国内のみならず、英国以外の EU 諸国のインフラも直面する深刻な問題である。決済をどの CCP で行うか等の問題も発生し、取引執行市場の選択の問題が発生する。
- ブレグジットがどのように決着するか未だ見えておらず、想定される全てのシナリオに準備をする必要があるが、時間的な余裕がない。
- ブレグジットはニューノーマルへのけん引力となりうる一方で、ハードブレグジットが起きた場合、金融の安定性を損なう可能性がある。
- 現存する契約の継続性をどのように担保するかを含め、ビジネスモデルの再構築は必須であると思われ、リスクマネジメントも難しくなる。
- UCITS ファンドの取り扱いも明確になっていない。
- 移行期間の設定は絶対に必要であるし、金融セクター FTA の締結が望ましい。
- EU 域内においては新たな情報保護法の施行も控えており、英国が EU 域外国となった場合の情報保護法上の取り扱いも今後問題となる可能性もある。

□ 規制関係グループ (RAG)

司会：石倉 宏一, AMCC RAG 議長, 日本証券業協会 執行役 IOSCO 業務室長

- ・ Mr. Andy Hill, 国際資本市場協会 (ICMA) , Senior Director - Market Practice and Regulatory Policy
- ・ Mr. Federico Cupelli, 欧州投資信託協会 (EFAMA) , Senior Regulatory Policy Advisor
- ・ Ms. Allison Parent, グローバル金融市場協会 (GFMA) , Executive Director
- ・ Mr. Yang LI, 中国証券登記結算有限責任公司 (CSDC)
- ・ Mr. Nehal Vora, ボンベイ証券取引所 (BSE) , Chief Regulatory Officer

- ・ Mr. Suprabhat Lala, インド国立証券取引所 (NSE) , Vice President

参加メンバーから最近の課題として以下のトピックが紹介された。

- 国際資本市場協会 (ICMA) : 債券市場における MiFID II 導入後の影響と課題
- 欧州投資信託協会 (EFAMA) : 持続的成長への資金拠出に関する欧州委員会の行動計画の概要及びバイサイドへの示唆
- グローバル金融市場協会 (GFMA) : GFMA が提案した 2 つの原則 (①市場の透明性要件、②一貫性のある規制体系及び監督実務)
- 中国証券登記結算有限責任公司 (CSDC) : 中国資本市場における市場インフラとしての CSDC の役割
- ボンベイ証券取引所 (BSE) : BSE における電子報告・開示システム
- インド国立証券取引所 (NSE) : ビッグデータと AI を活用した市場監視

□ ラウンドテーブル：イニシャル・コイン・オファリングと仮想通貨

- ・ Mr. Ashley Alder, IOSCO 代表理事会議長, 香港証券先物委員会 (SFC) , CEO
- ・ Ms. Karen Wuertz, AMCC 副議長, 全米先物協会 (NFA) , Senior Vice-President
- ・ Mr. Carlo di Florio, 米国金融取引業規制機構 (FINRA) , Executive Vice President

IOSCO 代表理事会議長である Ashley Alder 氏を交えた本セッションでは、概ね以下の説明・指摘があった。

- ICO については、その規模の小ささから今のところ金融市場の安定性に影響を与えるようなリスクはないと認識している。しかしながら、ICO には個人投資者が多く関与しており、実際に多額の損害を被った事例もある。また、証券の IPO と類似の性格も指摘されており、IOSCO としてもどのように対応すべきかについて、過去 2 回の代表理事会において時間を割いて議論している。また、ICO Consultation Network と名付けられた定期的な電話会議を代表理事会メンバー間において行うことにより情報交換を促進している。
- ICO については、まず詐欺的行為を防止することが必要であり、そのためには国境を超えた規制・監督の協調が求められる。
- 仮想通貨は、様々な性格を有しており、定義次第で支払い手段、ユーティリティ・トークン (発行体が提供するサービスを楽しむための証票)、通貨、証券等として捉えることができる。仮想通貨の監督に際して、現在その定義付けが試みられている。
- FINRA は、傘下の会員中 1 社が、デジタル証券を発行していることを紹介した。

□ ラウンドテーブル：証券市場における倫理

司会：Ms. Josina Kamerling, CFA institute, Head of Regulatory Outreach EMEA

- ・ Mr. Thomas Deinet, オルタナティブ投資基準審議会, Executive Director
- ・ Mr. Nehal Vora, ボンベイ証券取引所 (BSE) , Chief Regulatory Officer

- コーポレートガバナンス改革、ホイッスルブローイング制度（内部通報制度）の導入等、証券市場の倫理を高める取組みが長い時間を掛けて様々行われている。最近では悪い行いをどのように抑止するかという観点に加え、善い行いが動機付けられる方策も議論の中心になっている。
- エンロンの様に外見上はガバナンスの効いた会社が、近年、財務上の問題を開示せず大きな問題に発展したケースが散見されている。会社にとって不都合な情報の開示をどのように動機付けていくかも課題である。
- 短期的な企業価値向上は株式の所有者を利することもあるが、それを重視するあまり企業の持続性が損なわれる場合には債券を含む投資者全体に不利益となる。
- 企業は今後、社会全体を自社のステークホルダーとして捉え、環境問題等に取り組み、社会的価値を向上させていく行動を取ることが一層求められるようになる。

□ AMCC の運営に関する事項及び閉会挨拶

- ・ Mr. José Carlos Doherty, AMCC 議長, ブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA) , CEO
- ・ Ms. Karen Wuertz, AMCC 副議長, 全米先物協会 (NFA) , Senior Vice-President
- ・ Ms. Nandini Sukumar, AMCC 副議長 (2018-2020) , 国際取引所連合 (WFE) , CEO

- 議長の Doherty 氏は、自身が議長に就任してからの 6 年間における主な成果として、ニュースレターの配信や研修セミナーの開催を通じた活動、AMCC にタスクフォースやワーキンググループを設け IOSCO の各政策委員会に積極的に提言を行ったこと、IOSCO 代表理事会へのオブザーバー参加が認められたことに言及した。続いて、次期議長の Karen Wuertz 氏及び次期副議長の Nandini Sukumar 氏が就任挨拶を行った。
- 次回の AMCC 中間会合及び研修セミナーは、国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) の主催により、本年 10 月 29 日～11 月 1 日に英国ロンドンで開催されることがアナウンスされた。

2. 規制に関するワークショップ（5月8日（火））

□ WS1：金融サービスの将来における人工知能とマシン・ラーニングの役割

司会：Mr. Greg Yanco, オーストラリア証券投資委員会 (ASIC), Senior Executive Leader



- ・ Mr. Tony Sio, NASDAQ, Head of Exchange & Regulator Surveillance, Market Technology
 - ・ Mr. Nick Cook, 英国金融行為規制機構 (FCA), Head of RegTech and Advanced Analytics
 - ・ Mr. Shary Mudassir, RBC キャピタルマーケットツ, Managing Director
- 証券市場で利用されている人工知能 (AI) については様々な性格・定義付けが試みられている。業務活動のプロセスを、予測 (prediction)、判断 (judgement) 及び行動 (action) に三分した場合、現在、証券市場で利用されている AI が行っていることは予測である。
- 投資判断を含む膨大な量のデータの解析に基づく予測においては、マシン・ラーニング、ディープ・ラーニング及びデータ・サイエンスの発展により、特に 2015 年頃から、人間よりも AI がその速度及び確度において勝るようになってきている。
- この背景には、PC 自体の高速化・高度化に加えて、いわゆるビッグデータと呼ばれるデータ量の増大、画像や音声データ等データ形式の多様化等も存在する。
- 証券業はデータビジネスであり、予測が重要な要素となる産業であることから AI との親和性が高い。人間の活動プロセスには未だ解明されていない部分 (black box) があるが、将来的には、判断・行動も AI が代替する可能性も否定できない。
- 他方、如何に技術が進歩し、機械による関与が高まったからといって、規制すべき対象が変わるものではない。様々な規制関係機関における責任の所在を明確にしたうえで証券取引に対し規制・監督を行うという枠組みは現在とそう大きく変わらないと認識している。

□ WS2：仮想通貨とイニシャル・コイン・オファリング -トレンド、リスク及び規制上の示唆

司会：Mr. Alp Eroglu, IOSCO Senior Policy Advisor

- ・ Mr. Henri Arslanian, PwC, Fintech & Regtech Lead for China/HK
 - ・ Mr. Kevin Werbach, ペンシルバニア大学ウォートン校, 准教授 (法学及び企業倫理)
 - ・ Mr. Patrick Armstrong, 欧州証券市場監督局 (ESMA), Senior Officer, Financial Innovation
 - ・ Mr. Kaspar Ulmann, スイス金融市場監督局 (FINMA), Senior Legal and Policy Specialist
- ICO は 2017 年後半に急増し、本年も 1 月から 4 月までの期間、昨年同期の調達額を凌いでいる。他方、本年 1 月から 4 月までの月毎の調達額は減少トレンドにある。ICO はいくつ

かの国で禁止されていること、多くの著名人が否定的な見解を示していること等から、必ずしも昨年のような著しい拡大が継続するとは限らない。

- ある調査によると調査対象の 1,500 件の ICO のうち、5%は明らかに詐欺であり、12.5%は詐欺の可能性が高く、さらに 25%は現在問題となっていなくとも将来的には投資者保護上の問題となりうるリスクを孕んでいる。
- ICO、仮想資産及び DLT については議論の対象が整理されておらず、混乱が見られる。それぞれの定義・法的性格を明確にして議論することで、イノベーションを阻害せずに適切にリスクを管理するような規制体系を目指すべきである。
- 現在はこれらのイノベーションが有する革新的な機能に目が向けられ過ぎており、投資者保護上の問題等のリスクが十分認識されていない。
- 仮想資産取引、ICO への投資については、適合性等の判断において顧客確認 (KYC) が重要であるが、この分野への行政の対応は遅れがちであり、自主規制等業界の自助努力による規制の方が機能する可能性がある。技術開発の速さ及びボーダーレスな性格を考慮すると、柔軟性のあるプリンシプル・ベースの自主規制の方が効率的に機能する可能性が高い。
- 仮想資産は、現在は市場が小さくシステミック・リスクとなる存在ではないと認識されているが、仮に膨大なユーザーを擁する Facebook や Amazon が参入してくると、状況は違ってくる。
- 仮想資産は、発展の仕方次第（支払い手段、価値保存手段としての機能の向上）では銀行業務にも影響を与えうる。現在では、仮想資産の価格変動が大き過ぎて貨幣の代替手段としてはあまり機能していないが、将来は商業銀行、中央銀行等が発行するコインと他の一般事業会社が発行するコインの性格について整理して規制する必要が出てくる可能性がある。
- DLT を利用した場合、顧客の取引の一連の流れを完全に捕捉することが可能となり、他の金融取引との照合も容易になる可能性がある。これは、規制監督者側の観点としては好ましいものである一方、顧客の中にはこのような状況にプライバシー上嫌悪感を抱く者が出てくるかもしれない。
- 現在のところ、ICO 及び仮想資産への投資は IT リテラシーを必要とすることから、必ずしもユーザーフレンドリーとは言えず、投資している者の多くはミレニアル、テックギークと呼ばれる若い世代である。他方、仮想資産を投資対象とするファンドの設定も増えており（2016 年 19 本、2017 年 167 本、2018 年 20 本）、同市場の拡大や参加する投資者属性に応じた規制対応が必要になる可能性がある。
- ICO は資金調達を民主化 (democratization) したとも言え、ICO 自体が絶対悪なのではなく、また ICO 自体はツールに過ぎず、その利用目的・プロセスを監視し、適正に規制することにより健全な市場が形成されることが社会的な便益にも叶うと考えられる。

□ WS3 : アセットクラスとしての ETF の増大 - 強力なイノベーションに支持された急速に成長している業界

司会: Mr. Robert Taylor, 英国金融行為規制機構(FCA), Head of Global Asset Management Regulatory Strategy

- ・ Ms. Barbara Novick, ブラックロック, Vice Chairman
- ・ Mr. Ivan Gilmore, ロンドン証券取引所, Head of LSE Fixed Income Secondary Markets
- ・ Mr. Noel Archard, ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ, Senior Managing Director, Global Head of SPDR Product
- ・ Mr. Nick King, フィデリティ・インターナショナル, Head of ETFs
- ・ Mr. Slawomir Rzeszotko, ジェーン・ストリート, ETF Business Development

- ETF は、投資信託全体に占める設定額は現在のところそれほど多くないものの、現物市場に一定の影響を与えている。
- 流動性供給者 (liquidity provider) としてマーケットメイカーや authorized participants 等が存在する一方、ストレス環境下における流動性の確保について懸念が示されている。
- ETF が人気を集めている理由としては、最近では、長期投資においてアクティブ運用がパッシブ運用のパフォーマンスを上回ることが難しいことが指摘されていること、MiFID II において手数料の透明性向上が求められ、一般の投資信託と比較して徴収される手数料が安くかつ明確であることが指摘できる。
- 流動性については 1 社が流動性を提供するシングルディーラーモデルよりも複数のディーラーが流動性を提供するマルチディーラーモデルの方が高い流動性を提供できている。
- デリバティブを利用し高いレバレッジを有する ETF については、投資者の理解が不足している様にも見受けられる。

3. IOSCO 代表委員会 (MMoU 署名セレモニー等)

(5月9日(水))

IOSCO 代表理事会議長、事務局長らが、IOSCO の現在の 5 つの重点分野 (詳細前述) について説明するとともにメンバーとの間で質疑応答を行った。その後、新たに MMoU 及び EMMoU の署名機関として認められたメンバーが署名を行った。

続いて IOSCO の会計報告が行われた後、最後に次回 IOSCO 総会ホスト機関のオーストラリア証券投資委員会 (ASIC) から次回総会への参加を呼び掛けるプレゼンテーションが行われた。



- 新たに MMoU の署名機関となったメンバー国（地域）
 - ・ アルメニア
 - ・ ドミニカ共和国
 - ・ ザンビア

- 新たに EMMoU の署名機関となったメンバー国（地域）
 - ・ オーストラリア
 - ・ ブリティッシュ・コロンビア州（カナダ）
 - ・ 香港
 - ・ シンガポール
 - ・ 英国

4. 公開セッション（5月10日（木）～11日（金））

□ 開会式

今回総会の主催者であるハンガリー国立銀行総裁 Gyorgy Matolcsy 氏から公開セッションの開会挨拶が行われた後、IOSCO 代表理事会議長 Ashley Alder 氏及び事務局長 Paul Andrews 氏から IOSCO の最近の戦略・取組みについて説明があった。



<Ashley Alder 氏>

投資者の資本市場へのアクセスを確保・促進することは引き続き重要であり、ETF 等を含む投資信託市場を適切な監督の下で健全に発展させていくことが課題となっている。また、テクノロジー・イノベーションを駆使した ICO のような新たなスキーム、あるいはバイナリー・オプションのような投機性の高い取引への個人投資者のアクセスが増加しており、投資者保護上の問題も注視している。

<Paul Andrews 氏>

着任以来3つの目標に取り組んできた。1つ目は IOSCO の立場を強くすること、2つ目は規制当局への技術支援を強化すること、3つ目は新たに発生するリスクを特定し適切に対処することである。新しい金融商品の出現や技術の発展を踏まえ、個人投資者の保護、社債市場の改革、規制当局間の情報交換の促進（MMOU）、決済システムの改善によるシステムミック・リスクの削減などに取り組んできた。資本市場を巡る環境が激しく変化の中で規制が後追いにならないよう、Emerging Risk Committee の積極的な活用も進めてきた。また、G20 に支持されたキ

キャンペーンである世界投資者週間（WIW）を開始した。WIW は世界銀行、投資者教育国際フォーラム（IFIE）、米州開発銀行、経済協力開発機構（OECD）からの支援を受けて実現した。さらに、研修のための地域拠点を設けるなど新興市場国への技術支援にも一層注力している。これらの取り組みは、多くの国で銀行の金融仲介機能が資本市場ベースのファイナンスにシフトしつつあることの反映でもあり、IOSCO の役割はより重要になっていると認識している。

□ 基調講演

- ・ Mr. Richard Vegh, ブダペスト証券取引所, Chairman and CEO

ハンガリー経済は欧州全体に比べ、順調な成長を見せているが、家計資産の大半は預金にとどまるなど、保守的で資本市場のメリットを十分に活かしきれていない。ハンガリーの資本市場関係者は、EU の Capital Market Union 構想を重視しており、これに連動することで資本市場の発展を図っていきたいと考えており、例えば中小企業への投資を促進する SME ファンドの組成などを図っている。

□ パネル 1：投資者に不適合な商品：規制上及び監視上のアプローチ

司会：Mr. Andras Nemesco, DLA PIPER, Hungary, Partner, Head of Litigation & Regulatory

- ・ Mr. Steven Maijoor, 欧州証券市場監督機構（ESMA）, 長官（フランス）
 - ・ Mr. Paul M. Koster, European Investor's Association（European Investors）, Chairman（ベルギー）
 - ・ Mr. Marcelo Santos Barbosa, ブラジル証券取引委員会（CVM）, Chairman of the Board
 - ・ Mr. Andrew J. Kriegler, カナダ投資業規制機構（IIROC）, President and CEO
 - ・ Mr. Jean-Paul Servais, ベルギー金融サービス市場局（FSMA）
- 仮想資産、レバレッジの高い FX や複雑なデリバティブ商品などが一般投資者にアクセス可能になっているが、現状の資本市場の規制体系では十分に消費者保護が図れない可能性がある。この問題には法令上の定義の問題、監督組織の責任回避姿勢などにも問題があり、規制当局は事態の把握や対応に遅れがちである。また、規制当局同士の連携も難しい場合が多い。証券規制当局は問題を回避せず、proactive に問題を捉えて関係者に働きかけていく必要がある。
- 消費者保護の責任を持つ政府組織が規制・監督のギャップを埋めている場合もあり、関係当局が合議体を作って協力を深めているケースも見られる。
- バイナリー・オプションや ICO については、取引を禁止している国もある一方、ICO の拡大が懸念され、IOSCO も各国証券規制当局がどのように対処すれば適切かについて、助言を提供するフレームワークを検討している。

- 結局のところ、広報や消費者教育が重要ではないか。

□ パネル2：Fintech とデジタル化に関する最新の課題

司会：Mr. Mark Hetenyi, ハンガリー国立銀行, Deputy CEO, Retail and Digital (ハンガリー)

- ・ Mr. Ashley Alder, IOSCO 代表理事会議長, 香港証券先物委員会 (SFC) , CEO
- ・ Mr. Reinier Pollman, オランダ金融市場庁 (AFM) , Programme Manager-Innovation and Fintech
- ・ Mr. Shaun Port. ナツメグ, Chief Investment Officer (英国)
- ・ Mr. Eric Pan, 米商品先物取引委員会 (CFTC) , Office of International Affairs

- Fintech は、銀行分野や携帯電話分野での進展が先行しているが、急速に他の分野に広がりつつある。技術の進展は基本的に歓迎すべきものであり、既存の業者の利益を害する可能性があり得るからといって規制を優先させるべきではない。
- 最近の進展は、大量データを活用するものであり、それは最終的には個人情報の収集に繋がるので、その保護などの面で問題が生じないように注視していく必要がある。
- 最も重要な課題はサイバーセキュリティを確保することである。

□ パネル3：パッシブ運用戦略対アクティブ運用戦略 - 何が投資者にとって最善か？

司会：Mr. Andras Temmel, ハンガリー投資協会 (BAMOSZ) , Secretary General

- ・ Mr. Peter De Proft, 欧州投資信託協会 (EFAMA) , Director General
- ・ Mr. Martin Moloney, アイルランド中央銀行・金融サービス機構, Senior Policy Advisor
- ・ Mr. Noel Archard, ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ, Senior Managing Director, Global Head of SPDR Product
- ・ Mr. Gerard Fitzpatrick, オーストラリア証券投資委員会 (ASIC)

- Active から Passive 投資への流れが加速しているが、その背景には、①低金利環境の中でコストを意識した投資が重要になっていること、②証券会社が投資顧問業に転換しており、顧客のコストをより強く意識した投資戦略を推奨しつつあること、③運用会社でも Active 運用に必要な人材確保や体制構築のコストに敏感になっていること、などがある。
- しかし、Active と Passive 投資の間にはっきりした区別があるわけではなく、後者も一種の投資戦略を反映しているという意味で Active 的な要素もある。インデックス業者と運用業者との区別も必ずしも判然としていないとも言える。
- 投資者にとってどちらが良いかは、投資者のリスク許容度や投資期間などに依るので、一律の判断をするのは早計ではないか。
- Active 投資の重要な点は、投資先の企業への engagement が強いことで、それによる企業価値

値増大の効果を過小評価すべきではない。

- コーポレートガバナンスに関する **Active** と **Passive Manager** の取組みや当局の関与には大きな差異があり得るが、**ESG** については、運用業者が重視する度合いが高まっており、それが与える企業行動への影響も大きくなっている。

□ パネル 4 : SME の資本市場金融へのアクセス

司会 : Mr. Geza Sebestyen, ブダペシュト・コルヴィヌス大学, Associate Professor

- ・ Mr. Marcos Ayerra, アルゼンチン国家証券委員会 (CNV) , Chairman
- ・ Mr. Mirosław Kachniewski, Polish Association of Listed Companies, President
- ・ Mr. Jurgen Boyd, 南アフリカ Financial Services Board, Executive Director
- ・ Professor Hal S. Scott, ハーバード・ロー・スクール, Nomura Professor and Director of the Program on International Financial System (PIFS)

- 中小企業が資本市場を利用するための敷居は高い。利益を短期であげることが求められるだけでなく、開示、監査、コーポレートガバナンスなどの要請は高い。一方、公開市場を通じないと資本の流通性、流動性が限られ、事業の拡大には限界が生じる。公開市場の重要性は低下しないだろうが、リスク資金の提供の仕組みは今後変化する可能性が高い。
- IPO ではなく **Private Equity** を通じて資本調達をしている割合が米国等を中心に高まっている。(McKinsey のレポートなど引用)。
- 個人投資者、特に退職後の投資者にとっては資産の流動性が重要であり、非公開会社への投資には限界がある。投資信託も非上場の会社への投資はオープン・エンドの場合には難しい。一方、富裕層や長期投資者にとっては専門家が非公開会社に投資する仕組みは魅力的となり得る。今後こうした分野が発展することは自然である。
- 政府は、ファンドの組成や保証を行うなどの中小企業育成策を取っているが、これについては別途議論が必要である。資本市場の政策としては、中小企業への投資者にとってどのような方策が安心できる投資につながるのかが重要である。
- クラウドファンディングは公開市場の外での資本調達だが、①リスクが高いことから、1人当たりの投資は少額の投資に限定する、②詐欺的なファンディングを防ぐ簡易な開示を義務づける、などの規制が導入されている。
- 中小企業に関する資本市場の役割を考えるにあたっては、銀行規制の動向（特に資本規制の影響）に注目していくべきであり、IOSCO としてもこの点に留意していくべきではないか。

以 上

証券監督者国際機構 (IOSCO) 第 43 回年次総会 プログラム

5月7日(月) 協力会員諮問委員会 (AMCC) 年次会合

- 9:00 – 9:15 歓迎の辞 (AMCC 議長・主催者)
- Mr. José Carlos Doherty, AMCC 議長, ブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA), CEO
 - Ms. Karen Wuertz, AMCC 副議長, 全米先物協会 (NFA), Senior Vice-President
- 【AMCC 中間会合の議事録及び今回議案の承認】
- 9:15 – 10:30 IOSCO の優先課題と政策的取組み
- Mr. Paul Andrews, IOSCO 事務局長
 - Mr. Tajinder Singh, IOSCO 事務局次長 (ディスカッション)
 - Mr. Paul Redman, エマージングリスク委員会 (CER) 委員長, カナダ・オンタリオ州証券委員会 (OSC), Chief Economist and Head of Research
- 10:30 – 11:00 ブレグジットの影響
- Ms. Josina Kamerling, CFA institute, Head of Regulatory Outreach EMEA
 - Ms. Jaqueline Mesa, 米国先物業協会 (FIA), Senior VP
 - Mr. Torsten Schaper, ドイツ取引所グループ, Head of Regulatory Analysis
 - Ms. Allison Parent, グローバル金融市場協会 (GFMA), Executive Director
 - Mr. Daniel Waters, ICI グローバル, Managing Director
- 11:15 -12:00 流通市場に関する IOSCO 第 2 常設委員会からの報告
- Ms. Tracy Kamerling, IOSCO 第 2 常設委員会 委員長, カナダ・オンタリオ州証券委員会 (OSC), 市場規制部門, Manager (ディスカッション) 過度なボラティリティを管理するメカニズム
 - Mr. Andrew J. Kriegler, カナダ投資業規制機構 (IIROC), President and CEO
 - Ms. Priya Subbaraman, インド国立証券取引所 (NSE), Chief Regulatory Officer
 - Mr. Torsten Schaper, ドイツ取引所グループ, Head of Regulatory Analysis
 - Mr. Luiz Felipe Calabro, サンパウロ証券取引所 Market Supervision, Associate Director of Legal and Enforcement
- 12:00 – 13:10 規制関係グループ (RAG)
- (前半) 司会: 石倉 宏一, AMCC RAG 議長, 日本証券業協会 執行役 IOSCO 業務室長
- Mr. Andy Hill, 国際資本市場協会 (ICMA), Senior Director – Market Practice and Regulatory Policy
- 16:00 – 16:30 (後半)
- Mr. Federico Cupelli, 欧州投資信託協会 (EFAMA), Senior Regulatory Policy Advisor
 - Ms. Allison Parent, グローバル金融市場協会 (GFMA), Executive Director
 - Mr. Yang LI, 中国証券登記結算有限責任公司 (CSDC)
 - Mr. Nehal Vora, ボンベイ証券取引所 (BSE), Chief Regulatory Officer
 - Mr. Suprabhat Lala, インド国立証券取引所 (NSE), Vice President
- 14:00 - 15:00 ラウンドテーブル: イニシャル・コイン・オフアリングと仮想通貨
- Mr. Ashley Alder, IOSCO 代表理事会議長, 香港証券先物委員会 (SFC), CEO
 - Ms. Karen Wuertz, AMCC 副議長, 全米先物協会 (NFA), Senior Vice-President
 - Mr. Carlo di Florio, 米国金融取引業規制機構 (FINRA), Executive Vice President
- 15:00 - 16:00 デリバティブ取引に関する IOSCO 第 7 常設委員会からの報告及びサイバーセキュリティに関する IOSCO タスクフォースからの報告
- Ms. Nancy R. Doyle, 米商品先物取引委員会 (CFTC), Senior Special Council

(ディスカッション)

- Mr. Andrew J. Kriegler, カナダ投資業規制機構 (IIROC) , President and CEO
- Ms. Nandini Sukumar, AMCC 副議長 (2018-2020) , 国際取引所連合 (WFE) , CEO
- Mr. Thomas Deinet, オルタナティブ投資基準審議会, Executive Director

16:30 - 17:00 ラウンドテーブル：証券市場における倫理

司会：Ms. Josina Kamerling, CFA institute, Head of Regulatory Outreach EMEA

- Mr. Thomas Deinet, オルタナティブ投資基準審議会, Executive Director
- Mr. Nehal Vora, ボンベイ証券取引所 (BSE) , Chief Regulatory Office

17:00 - 17:20 AMCC の運営に関する事項及び閉会挨拶

- Mr. Jose Carlos Doherty, AMCC 議長, ブラジル金融資本市場協会 (ANBIMA) , CEO
- Ms. Karen Wuertz, AMCC 副議長, 全米先物協会 (NFA) , Senior Vice-President
- Ms. Nandini Sukumar, AMCC 副議長 (2018-2020) , 国際取引所連合 (WFE) , CEO

5月8日 (火) 規制に関するワークショップ

10:00 - 12:00 WS1：金融サービスの将来における人工知能とマシーン・ラーニングの役割

司会：Mr. Greg Yanco, オーストラリア証券投資委員会 (ASIC) , Senior Executive Leader

- Mr. Tony Sio, NASDAQ, Head of Exchange & Regulator Surveillance, Market Technology
- Mr. Nick Cook, 英国金融行為規制機構 (FCA) , Head of RegTech and Advanced Analytics
- Mr. Shary Mudassir, RBC キャピタルマーケット, Managing Director

13:00 - 15:00 WS2：仮想通貨とイニシャル・コイン・オファリング - トренд、リスク及び規制上の示唆

司会：Mr. Alp Eroglu, IOSCO Senior Policy Advisor

- Mr. Henri Arslanian, PwC, Fintech & Regtech Lead for China/HK
- Mr. Kevin Werbach, ペンシルバニア大学ウォートン校, 准教授 (法学及び企業倫理)
- Mr. Patrick Armstrong, 欧州証券市場監督局 (ESMA) , Senior Officer, Financial Innovation
- Mr. Kaspar Ulmann, スイス金融市場監督局 (FINMA) , Senior Legal and Policy Specialist

15:30 - 17:30 WS3：アセットクラスとしてのETFの増大 - 強力なイノベーションに支持された急速に成長している業界

司会：Mr. Robert Taylor, 英国金融行為規制機構 (FCA) , Head of Global Asset Management Regulatory Strategy

- Ms. Barbara Novick, ブラックロック, Vice Chairman
- Mr. Ivan Gilmore, ロンドン証券取引所, Head of LSE Fixed Income Secondary Markets
- Mr. Noel Archard, ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ, Senior Managing Director, Global Head of SPDR Product
- Mr. Nick King, フィデリティ・インターナショナル, Head of ETFs
- Mr. Slawomir Rzeszotko, ジェーン・ストリート, ETF Business Development

5月9日（水）IOSCO 代表委員会

9:00 - 13:00 IOSCO 代表委員会（MMoU 署名セレモニーを含む）

5月10日（木）公開セッション

10:00 - 11:00 開会式

11:00 - 11:30 基調講演

- Mr. Richard Vegh, ブダペスト証券取引所, Chairman and CEO

11:45 - 13:15 パネル1：投資者に不適合な商品：規制上及び監視上のアプローチ

司会：Mr. Andras Nemescsó, DLA PIPER, Hungary, Partner, Head of Litigation & Regulatory

- Mr. Steven Maijor, 欧州証券市場監督機構（ESMA）, 長官（フランス）
- Mr. Paul M. Koster, European Investor's Association（European Investors）, Chairman（ベルギー）
- Mr. Marcelo Santos Barbosa, ブラジル証券取引委員会（CVM）, Chairman of the Board
- Mr. Andrew J. Kriegler, カナダ投資業規制機構（IIROC）, President and CEO
- Mr. Jean-Paul Servais, ベルギー金融サービス市場局（FSMA）

15:00 - 16:30 パネル2：Fintech とデジタル化に関する最新の課題

司会：Mr. Mark Hetenyi, ハンガリー国立銀行, Deputy CEO, Retail and Digital（ハンガリー）

- Mr. Ashley Alder, IOSCO 代表理事会議長, 香港証券先物委員会（SFC）, CEO
- Mr. Reinier Pollman, オランダ金融市場庁（AFM）, Programme Manager-Innovation and Fintech
- Mr. Shaun Port, ナツメグ, Chief Investment Officer（英国）
- Mr. Eric Pan, 米商品先物取引委員会（CFTC）, Office of International Affairs

5月11日（金）公開セッション

9:00 - 10:30 パネル3：パッシブ運用戦略対アクティブ運用 - 何が投資者にとって最善か？

司会：Mr. Andras Temmel, ハンガリー投資協会（BAMOSZ）, Secretary General

- Mr. Peter De Proft, 欧州投資信託協会（EFAMA）, Director General
- Mr. Martin Moloney, アイルランド中央銀行・金融サービス機構, Senior Policy Advisor
- Mr. Noel Archard, ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ, Senior Managing Director, Global Head of SPDR Product
- Mr. Gerard Fitzpatrick, オーストラリア証券投資委員会（ASIC）

10:45 - 12:15 パネル4：SME の資本市場金融へのアクセス

司会：Mr. Geza Sebestyén, ブダペシュト・コルヴィヌス大学, Associate Professor

- Mr. Marcos Ayerra, アルゼンチン国家証券委員会（CNV）, Chairman
- Mr. Mirosław Kachniewski, Polish Association of Listed Companies, President
- Mr. Jurgen Boyd, 南アフリカ Financial Services Board, Executive Director
- Professor Hal S. Scott, Harvard Law School

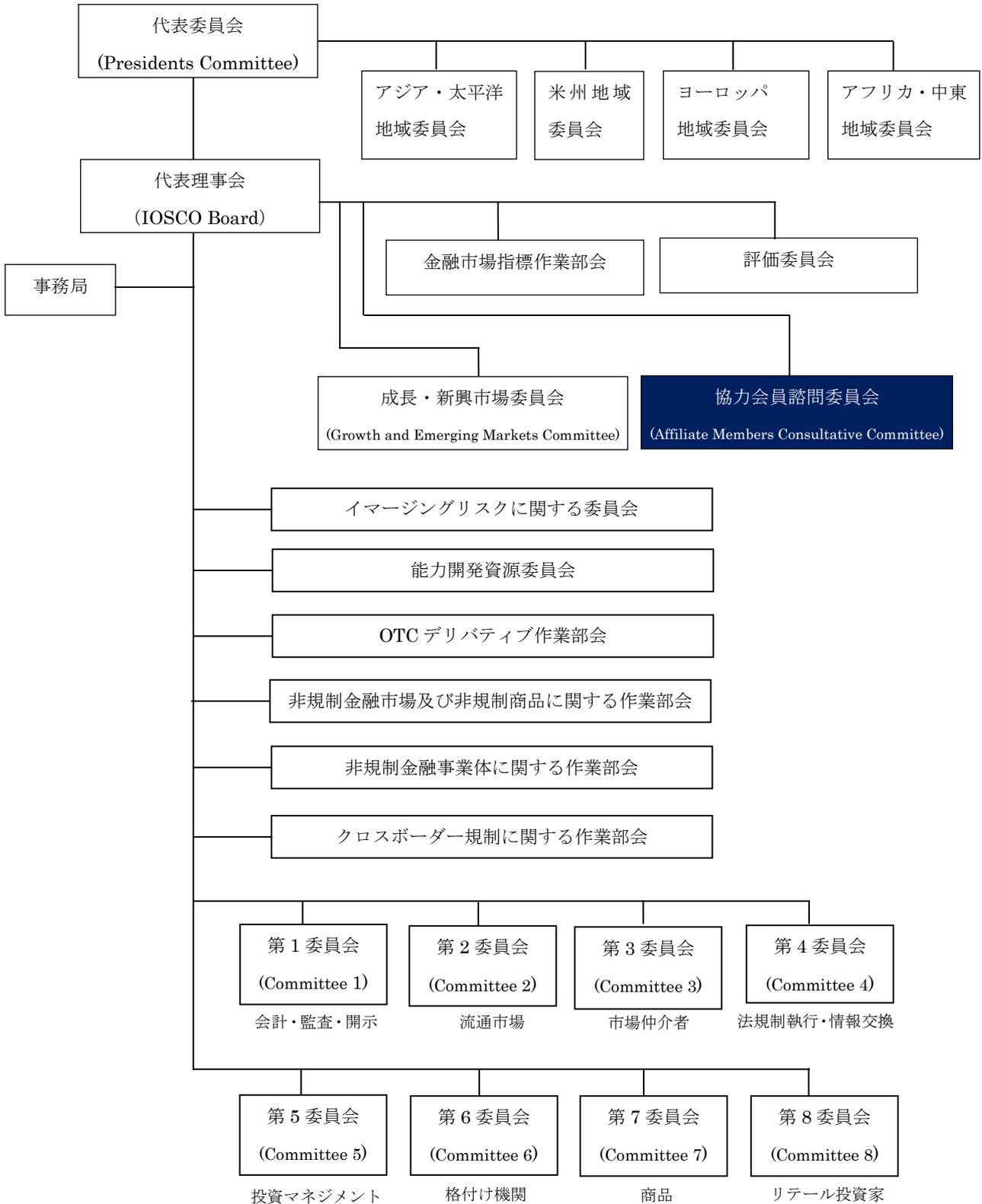
12:30 - 13:00 閉会挨拶、ハンドオーバーセレモニー

- Mr. Gergo Szeniczey, ハンガリー中央銀行, Executive Director

IOSCO/AMCC の概要

会議名	証券監督者国際機構／自主規制機関諮問委員会 (IOSCO : International Organization of Securities Commissions) (AMCC : Affiliate Members Consultative Committee)
IOSCO の 設立目的	<ol style="list-style-type: none"> 1. 投資者を保護し、公正かつ効率的で透明性の高い市場を維持し、システミック・リスクに対処することを目的として、国際的に認識され、一貫した規制・監督・執行に関する基準の適切な遵守を確保し促進するために、協力すること 2. 公正行為に対する法執行や、市場・市場仲介者への監督に関する強化された情報交換・協力を通じて、投資者保護を強化し、証券市場の公正性に対する投資者の信頼を高めること 3. 市場の発展への支援、市場インフラストラクチャーの強化、適切な規制の実施のために、国際的に、また地域内で、各々の経験に関する情報を交換すること
IOSCO の 設立時期	1974 年に設立された米州証券監督者協会を母体とし、1980 年代以降に欧州・アジア諸国の機関が加盟。1986 年のパリ総会において、現在の証券監督者国際機構という名称に改められた。
IOSCO の メンバー	IOSCO のメンバーには、正会員 (Ordinary Member)、準会員 (Associate Member)、協力会員 (Affiliate Member) の区分がある。我が国からは、金融庁、経済産業省及び農林水産省が正会員として、証券取引等監視委員会が準会員として、日本証券業協会及び日本取引所グループ/日本取引所自主規制法人が協力会員として、それぞれ加盟している。
組織	次葉のとおり。
AMCC の 活動	<p>本協会が加入する協力会員諮問委員会 (AMCC) は、1989 年に事務局長のイニシアティブにより設置された自主規制機関諮問委員会 (SROCC) が、協力会員の属性の多様化に伴い、2013 年 9 月に名称変更されたものである。AMCC の機能としては、協力会員相互間の情報交換のほか、協力会員として IOSCO に参加している自主規制機関 (SRO) の知見及び意見を IOSCO の政策委員会の議論に反映させ、グローバルな規制環境の適正な整備に資することが主要なものとなっている。同委員会の会合は通常年 2 回 (IOSCO 年次総会時の会合及び中間会合) 開催されている。現在同委員会には約 60 の機関が加入している。</p> <p>2006～2012 年の間、本協会が旧 SROCC の議長を務めた。今回会合において、前 AMCC 副議長の全米先物協会 (NFA)、Senior Vice-President である Ms. Karen Wuertz 氏が議長に就任した。本協会は AMCC のワーキンググループである Regulatory Affairs Group (RAG ROCC から改名) の議長を務めている。</p>
市場関係者 との対話	IOSCO では、民間セクターとの対話の拡充を目的に、市場関係者との会合を年 2 回程度開催している。

IOSCO の組織



開催実績・予定

	IOSCO 年次総会	AMCC (SROCC) 中間会合及び研修セミナー	
2006年	香港(6月)	スペイン マドリード(11月)	中間会合のみ
2007年	インド ムンバイ(4月)	東京(11月)	中間会合のみ
2008年	フランス パリ(6月)	米国 ワシントン(12月)	第1回研修セミナー
2009年	イスラエル テルアビブ(6月)	英国 ロンドン(2010年1月)	第2回研修セミナー
2010年	カナダ モントリオール(6月)	ブラジル リオデジャネイロ(11月)	第3回研修セミナー
2011年	南アフリカ ケープタウン(4月)	台湾 台北(10月)	第4回研修セミナー
2012年	中国 北京(5月)	トルコ イスタンブール(11月)	第5回研修セミナー
2013年	ルクセンブルグ(9月)	カナダ トロント(5月)	第6回研修セミナー
2014年	ブラジル リオデジャネイロ(9月)	東京(4月)	第7回研修セミナー
2015年	イギリス ロンドン(6月)	スイス チューリッヒ(10月)	第8回研修セミナー
2016年	ペルー リマ(5月)	米国 シカゴ(9月)	第9回研修セミナー
2017年	ジャマイカ モンテゴ・ベイ(5月)	インド ムンバイ(9月)	第10回研修セミナー
2018年	ハンガリー ブダペスト(5月)	英国 ロンドン(10月)	第11回研修セミナー
2019年	オーストラリア シドニー(5月)	未定	
2020年	アラブ首長国連邦 ドバイ(未定)	未定	