

# IOSCO 専門委員会の活動と最新動向

平成19年6月20日

大橋 善晃

(日本証券経済研究所)

## IOSCO 専門委員会の活動と最新動向

このところ数回にわたって紹介してきたように、欧州では、金融商品市場指令（MiFID）のレベル 3 プロセスが始動し、証券規制の汎欧州規模での統合的な実施にむけて、加盟各国が歩調をそろえる段階に達した。EU におけるこうした動きに対して、国際的な証券取引についての基準設定者である証券監督者国際機構（IOSCO）の動向が改めて注目されるところである。

そこで本稿では、IOSCO 原則、金融犯罪に対抗する資本市場の強化に関するアクションプラン、市場監督・監視のための IOSCO 多国間 MOU（証券情報の交換取り決め）を中心に、これまでの活動を振り返り、あわせて、2007 年 3 月にコンサルテーション・レポートとして公表された専門委員会の今後の作業計画について紹介することにしたい。

## IOSCO 専門委員会の活動と最新動向

日本証券経済研究所  
専門調査員 大橋 善晃

### 1. はじめに

前回のレポート<sup>1</sup>で紹介したように、欧州では、金融商品市場指令 (MiFID) のレベル 3 プロセスが動き始め、証券規制の汎欧州規模での統合的な実施にむけて加盟各国が歩調を揃える段階に達した。EU におけるこうした動きに対して、国際的な証券取引についての基準およびその効果的な監視の確立を目的として設立された証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) の動向が改めて注目されるところである。

周知のように、IOSCO は、1983 年に米州証券監督者協会 (Interamerican Association of Securities Commissions, 1974 年設立) を母体として設立され、その後 1986 年のパリ総会で現在の IOSCO という名称に改められた。IOSCO のメンバーは、普通会员 (Ordinary Member: 証券監督当局) 準会員 (Associate Member: その他当局) および協力会員 (Affiliate Member: 自主規制機関等) から構成され、2007 年 5 月現在、合わせて 201 機関 (普通会员 110 機関、準会員 11 機関、協力会員 80 機関) がメンバーとなっている<sup>2</sup>。

IOSCO 会員の目的は以下の 4 つである。

- ・ 公正で効率的かつ健全な市場を育成するために、高度な規制基準 (high standards of regulation) の普及を協力して促進すること。
- ・ 国内市場の発展を促すために、会員各自の経験について情報交換を行うこと。
- ・ 国際的な証券取引の基準と効果的な監視を確立するために、会員が一体となって努力すること。
- ・ 基準の厳格な適用と違反に対する効果的な法的措置によって市場の健全性を促進するために、会員がお互いに協力し合うこと。

IOSCO は、設立以来この目的に沿った活動を展開するとともに、その目的を達成するための「証券規制の目的と原則」(IOSCO 原則) をはじめとする原則 (Principle)、指針 (Guidance)、基準 (Standard)、方針 (Policy) などを定めてきた。これらはメンバーに対する拘束力はないものの、メンバーはこれらを踏まえて行動することが促されるという性格のものである。とりわけ、1998 年に採択された包括的な「証券規制の目的と原則」(Objectives and Principles of Securities Regulation)、いわゆる「IOSCO 原則」(IOSCO Principles)<sup>3</sup>は、全ての証券市場にとっての国際的規制のベンチマークとして認識されて

<sup>1</sup> 大橋善晃「市場透明性データの開示と統合に関する CESR ガイドラインと提言 - 動き始めた MiFID レベル 3 プロセス -」平成 19 年 4 月 11 日、日本証券経済研究所ホームページ (トピックス)

<sup>2</sup> IOSCO ホームページの「Members Lists」による。わが国からは、金融庁が普通会员、証券取引等監視委員会と商品先物を所掌している経済産業省および農林省が準会員、東京証券取引所、大阪証券取引所および日本証券業協会が協力会員として加盟している。

<sup>3</sup> 本レポート第 3 章を参照されたい。

おり、こうした活動を通じて IOSCO は、証券市場のための国際基準の設定者( international standard setter for securities markets )としての地位を確立し、また、証券監督当局の国際協調の場として重要な位置を占めるに至っている。

IOSCO の活動については、IOSCO のホームページやわが国金融庁のホームページなどで紹介されているところであるが、本稿では、IOSCO 原則、金融犯罪に対抗する資本市場の強化に関するアクションプラン、市場監督・監視のための IOSCO 多国間 MOU (証券情報の交換取り決め) を中心にその活動を振り返り、あわせて、2007 年 3 月にコンサルテーション・レポートとして公表された専門委員会の今後の作業計画について紹介する。

## 2. IOSCO の組織と専門委員会

### ア . IOSCO の組織

本論に入る前に、IOSCO の組織について簡単に触れておきたい<sup>4</sup>。

まず、普通会员の代表者によって構成される代表委員会 ( President Committee ) がある。この委員会は、IOSCO の目的達成のために必要な全ての事項について決定権限を持つ。代表委員会は、年 1 回、年次総会時に開催される。代表委員会の下には、理事会 ( Executive Committee ) と地域委員会 ( Regional Committee ) が置かれている。

理事会は、専門委員会議長、新興市場委員会議長、各地域委員会議長および各選出委員、代表委員会により選出された 9 普通議員 ( 任期 2 年 ) によって構成され、IOSCO の目的達成のために必要な全ての決定を行う。理事会は、年次総会を含めて年 3 回程度開催される。

この理事会の下に、専門委員会 ( Technical Committee )、新興市場委員会 ( Emerging Markets Committee ) および自主規制機関諮問委員会 ( SRO Consultative Committee ) が置かれている。新興市場委員会は新興市場の効率性を喚起し改善することを目的として設立され、そのための原則や基準の設定を行うほか、メンバーのスタッフのための教育プログラムの提供や、情報交換の推進、技術や専門知識の移転などを行っている。また、各国の自主規制機関 ( SROs ) がメンバーとなっている自主規制機関諮問委員会は、SROs や国際機関との緊密な対話を重視する IOSCO の意向に沿って設立されたものである。自主規制機関諮問委員会には、専門委員会のワーキング・グループとの交渉担当者が所属しており、そのため、彼らの主導の下で、かなりの提言を行うことが可能である。

### イ . IOSCO 専門委員会

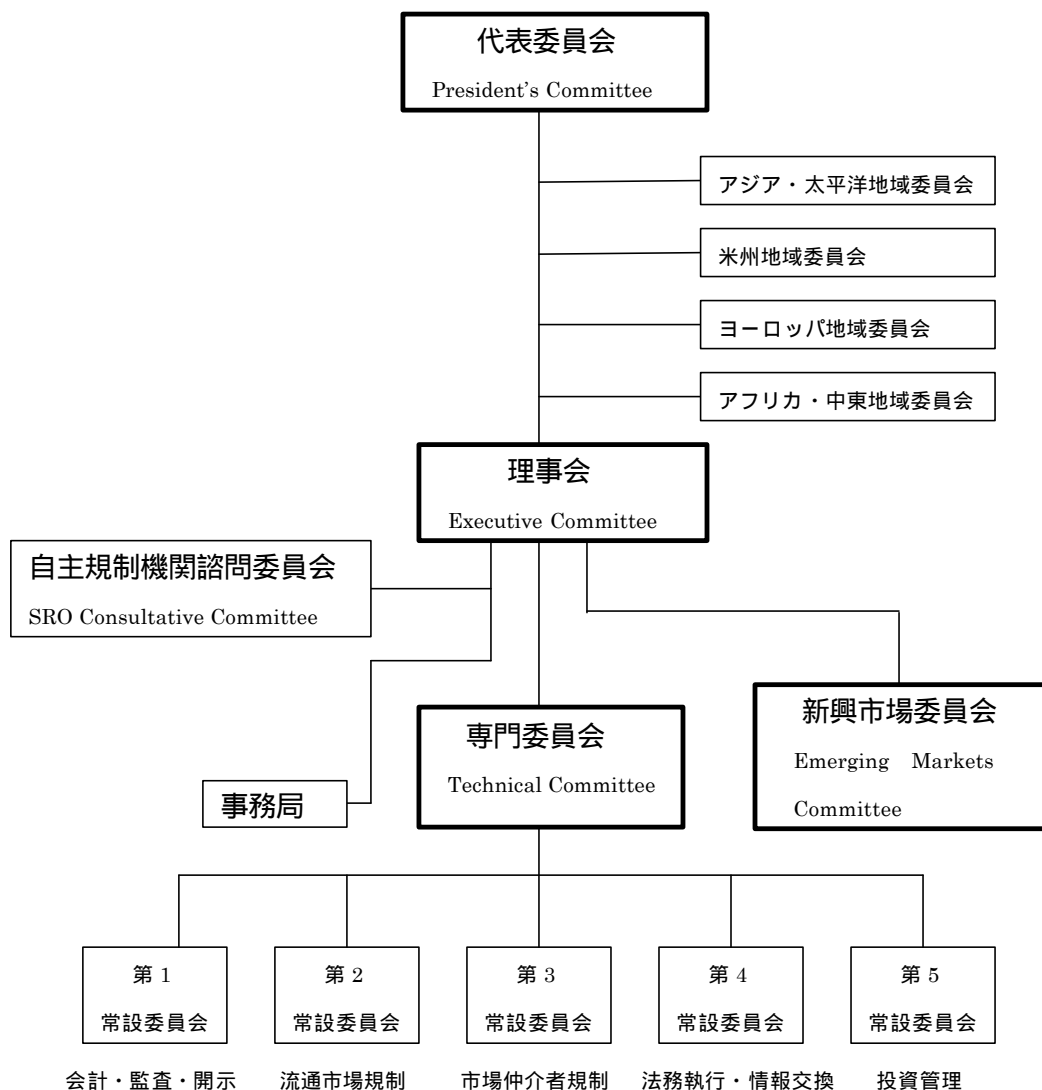
専門委員会は、理事会によって 1987 年 5 月に設置され、先進国・地域の 15 の普通会员がメンバーとなって、証券分野における国際的な規制上の課題等についての検討・調整を行っており、事実上、IOSCO の活動の中心となっている。専門委員会は、年次総会時を含め、年 3 回程度開催されている。

この専門委員会の下には、5 つの常設委員会 ( Standing Committee: SC ) が設けられて

<sup>4</sup> この部分の記述は、金融庁のホームページによる。組織図は、金融庁のホームページ記載の組織図にもとづき、IOSCO のホームページを参照して作成。

おり、専門的・実務的な議論が行われている。さらに、専門委員会の下には、特に専門性の高い課題について検討を行うためのタスクフォースやプロジェクトチームが置かれる場合がある。

第1図 IOSCO の組織



(出所) 金融庁ホームページ、IOSCO ホームページ。

### 3. IOSCO 原則 (IOSCO Principles) の採択と実施

#### ア. IOSCO 原則の採択

1998年9月にナイロビで開催された年次総会において採択された「証券規制の目的と原則」<sup>5</sup>は、IOSCO 設立以来の「最も重要な文書のひとつ」(one of the most significant

<sup>5</sup> "Objectives and Principles of Securities Regulation" International Organization of Securities Commissions, September 1998. (2003年10月改定)。

document in the Organisation's history) <sup>6</sup>である。この IOSCO 原則の採択以前においても、IOSCO はさまざまな証券規制上の問題や課題について、報告書 (reports) やメンバーによる決議書という形で対応してきた<sup>7</sup>のであるが、この時期に IOSCO が、証券業界に対する高度な規制基準 (high regulatory standards) の確立と維持に更なるコミットメントを表明した背景には、金融市場の国際化と統合の進展がある。

IOSCO によれば、金融市場の国際化と統合の進展は、証券市場の規制に対する重要な挑戦をもたらす。同時に、市場、とりわけ近年急速に拡大している新興市場のいくつかは、クロスボーダーおよびクロスアセットの相互作用をもたらし易く、また、他のいくつかは、経済の大変動の後、あるいは、大きな不確実性の時期において、短期的な変動の影響を受け易い。したがって、監督当局 (regulators) が、公正で効率的で透明な市場を確保しようとするならば、クロスボーダー行動の本質を評価するポジションにいないなければならない。

さらに、市場の国際化の進展は、監督当局の相互依存を高めることになる。監督当局の間には強い連携が必要となり、また、その連携をもたらすためのキャパシティーが必要となる。監督当局はまた、互いに信頼し合わなければならない。このような連携と信頼の強まりは、共通の指標となる原則 (common set of guiding principle) の開発と監督目的の共有によって支えられることになる。

IOSCO 原則採択の背景には、このような IOSCO の認識があった<sup>8</sup>。

## イ．IOSCO 原則の概要

IOSCO 原則は、証券規制の 30 の原則を設定したものであるが、それらの原則は、証券規制の目的にもとづいて設定されている。その目的とは、以下の 3 つである。

- ・ 投資家の保護
- ・ 市場が公正で効率的で透明であることの保証
- ・ システムリスクの削減

この 30 の原則は、上記の規制目的を達成するための法的な枠組みの下で、実際に実施される必要がある。この原則は、次の A から H までの 8 つのカテゴリーに分類される。

### A. 監督当局に係わる原則 (Principles Relating to the Regulator)

- 1 . 監督当局の責任は、明確で客観的に規定されたものでなければならない。
- 2 . 監督当局は、運営上独立した機関であり、その機能と権限の執行について説明責任を有する。
- 3 . 監督当局は、その機能を発揮し、その権限を行使するための適切な権限、関連資源および能力を備えていなければならない。
- 4 . 監督当局は、明確で継続的な規制プロセスを採用しなければならない。
- 5 . 監督当局のスタッフは、適切な秘密保持基準を含む最高の専門的な基準

<sup>6</sup> 1998年9月18日付のIOSCOプレス・コミュニケ。

<sup>7</sup> IOSCOの設立以降2003年5月までの決議書については、前掲「証券規制の目的と原則」の付録1、公開文書については、付録2に一覧表として掲載されている。

<sup>8</sup> IOSCO「証券規制の目的と原則」前掲、序文を参照。

( highest professional standards ) を順守しなければならない。

B. 自主規制原則 ( Principles for Self-Regulation )

- 6 . 規制体制については、市場の規模や複雑さに応じて適切であると考えられる範囲内で、自主規制機関 ( SROs ) を活用すべきである。自主規制機関は、かれらが権限を持ついくつかの分野について、直接的な監督責任を果たす。
- 7 . SROs は、監督当局による監視の対象であり、また、権限や委任された責任を行使する際には、公正および秘密保持の基準を順守する必要がある。

C. 証券規制の施行のための原則 ( Principles for the Enforcement of Securities Regulation )

- 8 . 監督当局は、広範な検査 ( inspection )、調査 ( investigation ) および監視 ( surveillance ) 権限を有していなければならない。
- 9 . 監督当局は、広範な施行権限 ( enforcement power ) を有していなければならない。
- 10 . 規制システムは、効率的で信頼しうる検査・調査・監視権限の行使および効果的なコンプライアンス・プログラムの実施を保証するものでなければならない。

D. 規制における協調のための原則 ( Principles for Cooperation in Regulation )

- 11 . 監督当局は、国内および海外の相手方と公式情報、非公式情報を共有する権限を持たなければならない。
- 12 . 監督当局は、いつ、いかにして国内および海外の相手方と公式・非公式情報を共有するのかという情報共有の仕組みを構築しなければならない。
- 13 . 規制システムは、かれらの機能の履行や権限の行使に当たって照会する必要がある海外の監督当局に対する支援の提供を可能とするものでなければならない。

E. 発行企業のための原則 ( Principles for Issuers )

- 14 . 投資家の意思決定にとって重要な金融成果 ( financial results ) 等の情報の完全でタイムリーかつ正確な開示が行われなければならない。
- 15 . 会社内の証券保有者は、公正かつ公平なやり方で ( in a fair and equitable manner ) 取り扱われなければならない。
- 16 . 会計および監査の基準は、高度で国際的に受け入れられるクオリティーを持つものでなければならない。

F. 集合投資スキームのための原則 ( Principles for Collective Investment Schemes )

- 17 . 規制システムは、集合投資スキームを市場で売買しようとしている者についての適格性基準および規制を定めたものでなければならない。
- 18 . 規制システムは、集合投資スキームの法的形式と仕組み、そして顧客資産の分離と保護を規定したルールを備えたものでなければならない。
- 19 . 規制は、発行企業のための原則で述べたように、特定の投資家にとっての集合投資スキームの適合性を評価し、また、投資家の当該スキームへの関心の高さ

を評価するうえで必要な開示を要求するものでなければならない。

20. 規制は、集合投資におけるユニットの資産価値、価格および償還について、適切な開示原則があることを保証するものでなければならない。

#### G. 市場仲介業者のための原則 (Principles for Market Intermediaries)

21. 規制は、市場仲介業者に対して最小の参入基準を準備するものでなければならない。
22. 仲介業者が担っているリスクを反映した、市場仲介業者のための当初資本金・継続資本金要件等の健全性要件 (prudential requirements) がなければならない。
23. 市場仲介業者は、顧客の利益を保護し、また、適切なリスク管理を確実に行うことを狙いとする内部組織基準および運営行動基準を満たす必要がある。仲介業者の経営者は、当該基準の下で、これらの事項についての一義的な責任を受け入れなければならない。
24. 投資家のダメージと損失を最小限にとどめ、システムリスクを抑制するために、市場仲介業者の倒産処理手続きがなくてはならない。

#### H. 流通市場のための原則 (Principles for the Secondary Market)

25. 証券取引所を含む取引システムの設立は、認可と監視の対象でなければならない。
26. 異なる市場参加者の需要を適切に均衡させるような公正で公平なルールを通じて取引の統合が確実に維持されることに狙いを定めて、取引システムの継続的な規制が行われなければならない。
27. 規制は、取引の透明性を高めるようなものでなければならない。
28. 規制は、相場操縦等の不公正な取引を発見し、阻止するようなものでなければならない。
29. 規制は、多額の債務、倒産リスク、市場の混乱の適切な管理の確保を狙いとしたものでなければならない。
30. 証券取引の清算と受渡のシステムは、監視の対象であり、公正・効果的・効率的であるように設計され、システムリスクを軽減するようなものでなければならない。

#### ウ. IOSCO 原則の実施

IOSCO 原則は、IOSCO ミッションのいわば心臓部であり、原則が採択された後、IOSCO はその実施に対するコミットメントを堅持し続けている。世界の証券市場の構造、規模、規制方法は一律ではなく、IOSCO 原則そのものも、加盟国・地域間の法律、規制の枠組み、市場構造の違いに適応するように、幅広い概念レベル設定されている。こうした事実が、加盟国・地域における IOSCO 原則の完全な実施を困難なものにしているのであるが、そうした状況を踏まえて、IOSCO は、取り組みの重点を、加盟国・地域による IOSCO 原則の



実施に対する支援に置くこととし、2002年5月、イスタンブールで開催された年次総会において、専門委員会と新興市場委員会によるIOSCO原則の実施状況を評価するためのベンチマークの開発とそれを通じたIOSCO原則の実施に関する詳細な指針を提供するための新たなプロジェクトに着手した。

2003年のソウルにおける年次総会で採択された「証券規制の目的と原則に関する評価メソドロジー」と題する報告書<sup>9</sup>は、上記プロジェクトの成果であり、IOSCO原則の実施レベルの自己評価あるいは第三者評価に際しての指針の提供を目的として作成されている。IOSCOは、この評価メソドロジーについて、IOSCOによる原則の解釈（IOSCO's interpretation of its Principles）を提示するとともに、加盟国・地域が、IOSCO原則において規定されている国際的な基準を満たしていない証券規制分野を明らかにし、実施できていない事項を重要度に応じて分類した上で優先行動分野を特定し、必要な改革のための行動計画を整備することを支援するものであり、したがって、原則に代わるものではなく、また原則を拡大するものでもないとしている。

この評価メソドロジーは、原則の一つ一つを詳細に取り扱っている。まず、原則ごとにいくつかの重要課題（Key Issues）が提示され、これらの重要課題がどのように取り組まれているかを評価するための重要な質問事項（Key Questions）がこれに続く。続いて、実施のレベルを評価するためのベンチマーク（Benchmarks）が提示され、必要に応じて、補足的な説明が付け加えられる。

この革新的ともいえる評価メソドロジーを活用しながら、IOSCOは、選別したエキスパートによるIOSCO原則の実施評価や欠陥是正のための行動計画の策定に関する支援に着手することになった。その後2005年には、「原則の評価および実施プログラム」(Principles Assessment and Implementaion Program)を策定して、加盟国・地域のIOSCO原則の受入と実施に対する支援強化を図っているが、加盟国・地域からの支援要請はIOSCOの対応能力をはるかに超えているのが現状のようであり、本年4月にムンバイで開催された年次総会では、より多くの技術支援が可能となるような選択肢の検討が必要であるとの認識が、IOSCOから表明されている。

#### 4. 金融犯罪への対応

##### ア．特別タスクフォースの設置

IOSCOは、設立以来、証券市場規制監督や法執行に関するメンバー間の協力を目指した数多くのプロジェクトを担ってきた。このプロジェクトには、上述のIOSCO原則をはじめとして、監査法人監督、監査人の独立性、継続開示および重要事項の報告、非財務情報の開示、証券アナリストの利益相反および信用格付け機関の活動のような諸分野の規制監督に関する原則などが含まれている<sup>10</sup>。IOSCOはまた、証券規制監督当局間の法律違反の調

<sup>9</sup> “Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”, International Organization of Securities Commissions, October 2003.

<sup>10</sup> IOSCOが策定した原則等については、付表1として巻末に掲げたので参照されたい。

査・訴追に関する協力や情報共有の改善を目指すための重要な作業を行ってきた。後述する「IOSCO 多国間 MOU」もその一つである。これらの原則や IOSCO 多国間 MOU は、いずれも、世界の資本市場の廉潔性（integrity）と安定性を脅かす恐れがあると認識されている脆弱性に対処することを目的としたものであった。

しかし、90 年代後半から 21 世紀初頭にかけて頻発した国際的な金融・証券犯罪スキャンダル、特にイタリアのパルマラット・グループ（Parmalat S.p.A）に関するスキャンダルは、IOSCO に対して、これらの分野についての追加的なレビューが必要であるとの認識をもたらした。IOSCO 専門委員会は、これらの犯罪に対応して、2004 年 2 月に開催されたマドリッドでの会合において、パルマラット事件を発生させた状況をレビューし、この事件がグローバルな資本市場の安定性と廉潔性にとってどのような意味合いを持つのかを評価し、専門委員会の更なる作業の道筋を示唆するための、諸委員会の議長から構成されるハイレベルのタスクフォースの設置を提案した。このタスクフォースは、イタリア国家証券委員会（CONSOB）と米国証券取引委員会（SEC）による共同議長のもとで、以下の 3 段階からなる作業を推進することとなった。

第一段階として、タスクフォースは、パルマラット事件に関する公開情報を評価し、専門委員会にその概要を報告する。

第二段階として、タスクフォースは、利用可能な情報から証券当局の検討・再検討が望まれる主要課題を、専門委員会に明示する。さらに、これらの課題が既存の IOSCO 原則にもとづいて対処されているかどうか、また、どのように対処されているか、あるいは追加的な原則の策定が求められているかどうか、についても議論する。この段階におけるタスクフォースの作業としては、以下のような課題が取り上げられている<sup>11</sup>。

コーポレート・ガバナンスおよび独立取締役の役割

監査人監督および監査基準の有効性

当局による監督

「特別目的会社」のような複雑な企業構造の利用や複雑な株式所有構造

現代の証券市場における投資銀行やブローカー・ディーラーのような市場仲介業者や市場の「ゲートキーパー」の役割

現代の証券市場における証券アナリストや信用格付け機関のような民間部門の情報アナリストの役割

オフショア金融センター

第三のそして最後の段階として、タスクフォースは、専門委員会に対し、提起された課題への可能な対応として、委員会がとるべき行動について勧告する。提起された課題ごとに、これらの勧告は以下のいずれかの内容を含むものとされた。

現在のアプローチでは適切に対処されていないとタスクフォースが考える規制監督上の課題については、新たな IOSCO 原則・基準を策定し、金融犯罪の発見および訴

<sup>11</sup> 当初タスクフォースで取り上げられたこれらの課題については、その後の検討過程で若干入れ替えが行われている。

追を強化する。

特定された課題に対処するために適切かつ効果的ではあるが、広範な実施が完了していない既存の IOSCO 原則・基準の実施を加速させるメカニズムの策定。

メンバーによって適切かつ効果的であると考えられているものの、実施されていないためにクロスボーダーにおける規制監督上の脆弱性をもたらしている既存の IOSCO 原則・基準の実施についての評価の提案。

発行企業や仲介業者のクロスボーダー活動に関する当局間の積極的かつ定期的な情報交換。

## イ．金融犯罪報告書の公表

### (1) 報告書の概要

IOSCO 専門委員会は、上記タスクフォースの作業結果を「金融犯罪に対抗する資本市場の強化」と題する報告書<sup>12</sup>(金融犯罪報告書)として取りまとめ、2005年3月に公表した。この報告書は、タスクフォースが提起した課題の一つ一つについてその内容、関連する既存の原則・基準の有効性、専門委員会がとるべき行動項目(action item)を明らかにした上で、これら喫緊の懸案事項を是正するための優先作業を特定し、さらに、IOSCO が今後優先的に取り組むべき包括的な運営上の課題として次の二つを提示した。その一つは、既存の原則・基準の実施を促進すること、二つ目は、既存の法律と規制を施行する際に、証券監督当局が互いに協力し合う能力を高めることである。報告書によれば、ほとんどの場合、タスクフォースが特定した脆弱性を解決するための国際的な基準や原則はすでに整備されているものの、証券監督当局による基準・原則の実施および施行が不徹底であり、それが、脆弱性を残すことにつながっている。したがって、実施および施行に係わる証券監督当局間の協力を強化することによって、証券市場を支える国際的なインフラの効率性が格段に高まることになる、というのが専門委員会の見解であった。

### (2) 規制原則と基準

報告書は、タスクフォースが提起した次の7つの分野の一つ一つについて、最近の金融スキャンダルがもたらした問題は何か、既存の国際基準や原則がこうした問題を是正するのかどうかについて論じた上で、専門委員会による今後の作業のための行動項目を特定している(第1表参照)

- 1) コーポレート・ガバナンス。発行企業の取締役会に関する独立取締役の役割、少数株主の保護、独立監査人監視委員会の重要性、関連当事者の取引によって発生する利益相反を防止する仕組みを含む。
- 2) 監査人および監査の基準。監査人の独立性、監査基準および監査人監督の有効性、指名監査人のローテーションを含む。
- 3) 財務報告書および非財務報告書の開示の有効性。発行企業に影響を与えそうな需

<sup>12</sup> “Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud”, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, February 2005.

要事項および重要な事実についての経営者による議論と分析を含む。

- 4) 事業債市場の規制と透明性。事業債の発行企業が求められている金融開示のタイプ、債券市場の価格形成メカニズムの透明性を含む。
- 5) 市場仲介業者の役割と義務。アンダーライター等の市場仲介業者が投資家に対して負っている義務、および、風評リスク、リーガルリスク、オペレーショナルリスクを適切な管理や手続きを通じて軽減し、彼らが発行企業に関して手に入れた重要な非開示情報を悪用しないことを保証する方法を含む。
- 6) 複雑な企業構造の利用。複雑な金融構造および持ち株構造、特定目的会社の利用、特別の規制課題をもたらすような状況を含む。
- 7) 民間部門の情報アナリストの役割。かれらが、分析上の廉潔性と独立性を守りうる方法を含む。

第 1 表 新たな規制上の原則および基準にかかわる優先作業

目的	優先的成果物	期限
1. 発行企業の取締役会における独立取締役の定義と責務についての追加的な分析および発行企業が有力株主によって支配されている場合に求められる追加的な保護を行うために OECD との共同作業を実施すること	OECD と IOSCO の共同作業	2006 年央、OECD との合意を待って
2. IOSCO および OECD の加盟国・地域における、コーポレート・ガバナンス規則や原則の実施状況についての実態調査を、OECD との共同作業として実施すること	OECD と IOSCO の共同作業	同上
3. 最近の監査不正に係わりがあると考えられる全ての動きについて、現行の監査基準におけるいくつかの問題分野を指摘しながら明らかにすること	最近の監査不正に係わる動きについての報告書	2006 年末
4. 専門委員会メンバー国・地域における発行企業の規制要件についての調査を行うこと	実態調査報告書	2005 年末 - 2006 年初
5. 専門委員会の報告書「社債市場における透明性」に掲げられている勧告の実施について、その仕組みを改善し、最善の実践を行うこと	社債市場の透明性を促進するためのベストプラクティスに関する報告書	2006 年末
6. 公債発行の原則は、公に取引されている債券をめぐる最近の金融スキャンダルに照らして再検討されるべきかどうか、また、債券の開示基準は、関連当事者の取引および金融的な	債券開示原則を改善するために、現行のアプローチを再検討するための専門委員会の開催	2005 年 10 月まで

位置づけと経営の成果についての経営者の議論を含めるべきかどうかを決定すること。	IOSCO 債券開示基準の設定	2005 年 10 月
7. 最近の金融スキャンダルにおいて市場仲介業者が演じた役割を見直し、その役割が、金融犯罪の一因となったのかどうかを検証する。そして、彼らの金融取引に係わる仲介方針および手続き（内部管理を含む）に関する一連の原則を策定すること。	問題点の見直しと原則の改定	初期作業は 2005 年 3 月 進捗報告は 2005 年 10 月までに 原則の改定（必要な場合）は 2006 年央

### （3）実施と施行

報告書はまた、二つの包括的な事項をカバーしている。それは国際基準および原則の実施と国境を超える協力の促進である。実施については、当然のことながら、一連の原則あるいは基準の有効性を測る上での必須要件である。そして、現代の資本市場においては、資金の流れは容易に国境を超えるので、国境を超える協力の促進は、おそらく、国境を超える金融犯罪の予防、阻止、発見、訴追を行うために証券監督当局や警察当局が保有する唯一最強の証券規制ツールである。

最近の金融スキャンダルによって注目を集めた重要な規制課題のレビューの過程で、専門委員会は、この報告書で明らかにされた脆弱性に対応する規制原則・基準が、多くの場合、すでに整備されているという結論に達した。言い換えれば、専門委員会は、非常に多くのケースで、どのような規制上の問題があり、これらの問題がどのように解決されるかということについて、幅広いコンセンサスがすでに存在していると判断したのである。しかし、これらの原則・基準が、証券監督当局の間であまねく実施されているかどうかについては、現在のところ不明である。あまねく実施されていないとすれば、その実施不足は、現代の資本市場における多数の参加者のクロスボーダー営業がもたらした規制上の「ギャップ」（regulatory “gaps”）によるものではないかというのが、専門委員会の見解であった。さらに、現代資本市場の国際化は、国際的な規制原則・基準が普遍的なものであったとしても、金融監督当局および警察当局が、効果的な施行行動をとり、施行関連情報を共有し、調査に協力するという能力に欠ける場合には、これら原則・基準がもたらす利益は無効になることもあり得る。

そこで、専門委員会は、二つの運営上の優先事項を特定した。一つは、すでに整備された国際基準・原則の実施促進である。そして二つ目は、クロスボーダーの施行協力の促進であり、これによって、既存の証券法および規制が完全に施行されることになる。これらの目的を達成するために、専門委員会は、以下の3つの方針を採用している（第2表、第3表を参照）。

- 1) IOSCO 加盟国・地域での実施について評価を行い、実施のベンチマークを設定し、そして、IOSCO 原則・基準の実施を、先進市場の証券監督当局に対して専門的な

- 支援を提供し助言を行うための IOSCO 専門支援プログラムの基盤 (cornerstone) とすることによって、全ての既存原則・基準の実施を強調すること。
- 2) IOSCO のメンバーシップを維持するための第一の基準である「IOSCO 多国間 MOU」への署名を行うための能力を醸成するために、IOSCO メンバー間の施行協力のベンチマークとして、「IOSCO 多国間 MOU」をコンファームすること。
- 3) クロスボーダー施行、また、規制監督や協力度合いの評価基準として「IOSCO 多国間 MOU」を活用しながら、クロスボーダー施行調査に協力しうる能力を醸成する方策に係わる作業計画を進める上でもっとも問題があるとみられる、規制がゆるく非協力的な加盟国・地域について、市場規模、取引の流れ、国際金融に対する重要性を基準とした優先順位付けを行うこと。

第 2 表 実施に関する優先作業

目的	優先的成果物	期限
1. 全ての規制原則・基準の実施を、IOSCO メンバーに強調すること。	IOSCO 戦略プランの採択	2005 年 4 月
	IOSCO 原則の実施についての自己評価の終了および自己評価重点地域に指定された加盟国・地域のための新たなプログラムの設計	2005 年末
	IOSCO 原則の順守状況の評価を支援し、IOSCO メンバーの IOSCO 原則実施を支援するための財政援助を強化するための国際金融機関との共同作業を引き続き実施。	実施中。終了は、2005 年末。

第 3 表 クロスボーダーの施行協力に関する優先作業

目的	成果物	期限
1. IOSCO のメンバーシップを維持するための第一の基準である「IOSCO 多国間 MOU」への署名を行うための能力を最終的に醸成することを目的として、IOSCO メンバー間の施行協力のベンチマークとしての「IOSCO 多国間 MOU」をコンファームすること。	代表委員会 決議案は、コロンボにおける IOSCO 年次総会に提出	2005 年 4 月

<p>2. クロスボーダー施行、また、規制監督や協力度合いの評価基準として「IOSCO 多国間 MOU」を活用しながら、クロスボーダー施行調査に協力しうる能力を醸成する方策に係わる作業計画を進める上でもっとも問題があるとみられる、規制がゆるく非協力的な加盟国・地域について、市場規模、取引の流れ、国際金融システムに対する重要度を基準とした優先順位付け。</p>	<p>専門委員会による優先順位付け  選別されたオフショア金融センター（Offshore Financial Centers、OFCs）と規制がゆるく非協力的な加盟国・地域との間での、より進んだ施行協力を促すための対話</p>	<p>2005 年 2 月終了  2005 年 2 月対話開始</p>
<p>3. 非協力加盟国・地域の評価および情報が監督当局の間で協力的かつ非差別的なやり方で収集され共有されていることを保証するための最適な規制手段を、OFCs が適切に保有しているかどうかを確認するための分析</p>	<p>OFCs と規制がゆるく非協力的な加盟国・地域との対話をふまえた評価</p>	<p>2005 年 2 月対話開始</p>

## 5. 「IOSCO 多国間 MOU」による情報交換の強化

### ア. 「IOSCO 多国間 MOU」の採択

上述の金融犯罪への対応と並んで、IOSCO が重要課題として推進しているのが「IOSCO 多国間 MOU」である。2003 年にソウルで開催された年次総会において、IOSCO は、証券監督当局間のグローバルな情報共有に関する初めての取り決めとなる「協議・協力・情報交換に関する多国間取り決め」<sup>13</sup>（IOSCO MOU、IOSCO 多国間 MOU）を中心テーマとして取り上げ、これが、証券・デリバティブに係わる法律違反と戦う上できわめて重要な協力についての国際的なベンチマークとなるものであることを力説した。

この取り決めは、2002 年はじめにはすでに合意されていたのであるが、IOSCO が、この総会において改めてこれを中心テーマとして取り上げたのは、この取り決めが、過去 1 年にわたって、世界の証券監督当局が他の加盟国・地域の当局と協力し、執行に関連した情報を共有する能力を高める上で極めて大きな役割を果たしうるということを示してきたためだとされている<sup>14</sup>。

過去においても、多くの証券当局者がクロスボーダーの証券不正の調査について互いに協力するために、独自の 2 国間合意を結んできたが、この IOSCO 多国間 MOU は、証券監督当局が他の全ての署名メンバーとの間で、対等に、執行のための調査に関する情報共有に同意した初めての取り決めとなった。IOSCO 多国間 MOU は、クロスボーダーの証券・デリバティブに関する法律違反の調査のために必要不可欠な情報（銀行、証券会社、本人

<sup>13</sup> "Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information" International Organization of Securities Commissions, May 2002.

<sup>14</sup> IOSCO Press Release, "IOSCO Strengthens International Cooperation to Fight Illegal Securities and Derivatives Activities", 16 October 2003.

確認に関する記録を含む)の交換について規定しており、また、証券・デリバティブに関する法令の順守を執行(民事・刑事訴追を通じた執行を含む)するために、証券当局がその情報を利用することを可能としている。

IOSCO 多国間 MOU の署名メンバーとなるためには、署名申請者は、IOSCO 多国間 MOU に掲げられている通りに協力する能力を有していることを証明する必要がある。そのために、署名申請者は、厳しい審査を受けなければならない。署名メンバーとなるための要件を満たすことの出来ない IOSCO メンバーは署名メンバーとなることは出来ないが、必要な法的権限を得ることについて具体的なコミットメントを表明することが出来る。さらに、署名メンバーによる IOSCO 多国間 MOU の順守状況をモニターするために、全ての多国間 MOU 署名メンバーから構成されるモニタリング・グループも設けられた<sup>15</sup>。

イ. 2010 年までに全メンバーの署名を目指す

IOSCO は、この取り決めを、「規制上の協調および効率的な国境を超えた施行という分野における、IOSCO の最も優れた貢献の一つ」と位置づけていた<sup>16</sup>ものの、メンバーによる IOSCO 多国間 MOU への署名は、厳しい審査が要請されることもあって、2005 年初旬までに、27 加盟国・機関にとどまっていた。こうした現状を踏えて、IOSCO は、2005 年 4 月に開催されたスリランカ総会において、全メンバーによる署名を目指したタイムテーブルを提示し、まだ署名を終えていないメンバーは、2010 年 1 月 1 日までに、署名申請を行い、署名者として承認を受けよう要請した。このタイムテーブルは同総会において採択され、IOSCO は、この目的を達成するために技術的な支援を含むさまざまな手段をメンバーに提供することを表明した。IOSCO ウェブサイトの署名者リストによれば、2007 年 6 月現在、署名メンバーは 41 加盟国・機関、コミットメントを行っているメンバーは 15 加盟国・機関となっている<sup>17</sup>。

## 6. 専門委員会の最新動向

IOSCO 専門委員会は、現在、今後の優先課題について検討中であり、どのような問題が緊急を要するものであるか、また、取り組みが必要であるかを特定するために、業界をはじめとする利害関係者からの意見を求めようとしている。そのために、IOSCO 専門委員会は、進行中の作業について優先順位を含めて概観したうえで、国際金融サービス業界に対して、優先度および妥当性の観点からのコメントを要請することとし、このたび「IOSCO 専門委員会の作業概観」と題するコンサルテーション・レポートを公表した<sup>18</sup>。このレポートは、IOSCO 専門委員会の今後の作業分野を探る上で参考になると思われるので、以下、

<sup>15</sup> 署名申請手続き、コミットメント、順守状況のモニター、審査のための質問表については、前掲報告書に付録 B として掲載されている。

<sup>16</sup> IOSCO Press Release, "Final Communique of the XXXth Annual Conference of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)", 7 April 2005.

<sup>17</sup> IOSCO ウェブサイト、[http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=mou\\_siglist](http://www.iosco.org/library/index.cfm?section=mou_siglist) を参照。

<sup>18</sup> Consultation Report, "An Overview of the Work of the IOSCO Technical Committee", Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, March 2007.



その概要を当該レポートに即して紹介する<sup>19</sup>。

## ア．専門委員会で進行中の作業

### (1) 発行企業に関する作業

#### a. 会計基準の整備および執行の監視

最近の金融スキャンダルは、金融市場における透明性の確保がいかに重要であることを認識させる出来事であったが、発行者および市場運営の透明性に係わる基準の改定については、常に、IOSCOにとって優先的な課題となっている。2000年5月、IOSCOは、未解決の問題の取り扱いが必要な場合に、内国民待遇を条件として、国境を超えて利用できる国際会計基準を認めるという国際会計基準委員会（International Accounting Standards Committee, IASC）の基準に関する決議を受け入れた。

IOSCOは、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards, IFRSs）の改定を見守り、修正提案についてコメントし、国際会計基準審議会（International Accounting Standards Board, IASB）の代表者とともに、定期的に、基準設定作業について検討を行っている。IOSCOは、会計基準の複雑さと原則に対する例外の数を減らすよう働きかけており、また、会計基準の費用対効果の適正なバランスを要望している。

#### b. 財務開示基準および非財務開示基準

##### 負債の開示

犯罪報告書に記載されている通り、IOSCOは、負債目論見書の開示原則を改定するためのプロジェクトを立ち上げたが、このプロジェクトは、証券監督当局に対して、役に立つガイドラインを提供することを目指している。専門委員会は、まもなく、「海外発行者による債券のクロスボーダー売り出しおよび上場のための国際開示原則」と題する報告書を刊行する。これは、1998年の株式の国際開示原則に関するIOSCO公開リリースのフォローアップである。

##### 定期的開示

IOSCOは、上場された発行者が定期的に報告を行うように開示の原則の改定に着手した。これらの原則は、定期報告書、とりわけ年次報告書のための最小限の基準に関する監督当局間の合意を促進することになる。

##### 特別目的会社

犯罪報告書のフォローアップとして、IOSCOは、統合されていない特別目的会社（Special Purpose Vehicles）の利用に関連して適用される会計報告要件および非財務報告要件を解明するための調査に着手し、2007年4月、「特別目的会社」と題する報告書を刊行している<sup>20</sup>。

#### c. コーポレート・ガバナンス

##### 取締役会の独立性および少数株主

<sup>19</sup> IOSCO 専門委員会の作業計画一覧を、付表 2 として巻末に掲げたので参照されたい。

<sup>20</sup> “Special Purpose Entities”, Report of the Technical Committee of IOSCO, April 2007.

犯罪報告書において、IOSCO は、広範な独立性、関係者間の取引、少数株主の保護をコーポレート・ガバナンスの重要な要素として認定した。これらの課題は、すでにいくつかの国際基準、とりわけ OECD が公表した国際基準において取り扱われている。しかし、これらはいずれも、異なる法的枠組みおよび規制上の枠組みに対応するハイ・レベル基準なので、IOSCO は、OECD 原則が実際に適用されうる方法に関して、追加作業を行うことを決定した。

2006 年、コーポレート・ガバナンスに関するタスクフォースは、取締役会の独立性に関する幅広い調査を行った。2006 年 12 月に、コンサルテーション・ペーパーが公表され、2007 年 3 月初旬には、「上場企業の実業取締役会の独立性 - 最終報告」が刊行されている<sup>21</sup>。この報告書には、取締役会の独立性に関する既存の監督上の枠組みの概観およびそれに関連する包括的な分析が含まれている。

引き続きタスクフォースは、支配株主からの少数株主の保護、あるいは、支配の修正 (changes in control) に関する調査を実施中である。報告書は、2007 年中の刊行が予定されている。

#### 今後の予定 (Scheduled output)

- 報告書「支配株主からの少数株主の保護あるいは支配の修正」: 2008 年初旬

#### d. 信用格付け機関

2004 年 12 月、IOSCO は、「信用格付け機関の基本行動規範」と題する報告書を公表した<sup>22</sup>。この規範 (CRA Code) は、IOSCO が 2003 年に公表した当該事項に関する原則の目的を実現するための指針となり、また、その実施の枠組みとなる堅固で実際的な尺度を提示している。これらの尺度は、個々の CRA 行動規範に組み込まれるべき基礎となるものであり、また、この基本規範 (Code Fundamentals) は CRA 経営層の完全なサポートを受けべきものであり、コンプライアンスとエンフォースメントの仕組みを通じてバックアップされるべきものである。

この行動規範の実施レベルを評価するために、IOSCO は、CRA が発行する行動規範を検閲するためのタスクフォースを組成した。タスクフォースの報告書は、2007 年 2 月に「信用格付け機関のための IOSCO 基本行動規範の実施の見直し」と題して、諮問のために公表されている<sup>23</sup>。IOSCO は、CRA の活動の新たな動きとそれが市場に及ぼす影響を、引き続き監視していくことにしている。

#### 今後の予定

- 引き続き、CRA 規範の採択の進展とこの規範の見直しを要請するような市場の動きについて監視する

<sup>21</sup> “Board Independence Of Listed Companies - Final Report”, Report of the Technical Committee of IOSCO, March 2007.

<sup>22</sup> “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”, Report of the Technical Committee of IOSCO, December, 2004.

<sup>23</sup> “Review of Implementation Of The IOSCO Fundamentals Of A Code Of Conduct For Credit Rating Agencies”, Report of the Technical Committee of IOSCO, Consultation Document, February 2007.

## (2) 公認会計士および会計監査人に関する作業

### a. 会計監査基準に関する整備の監視

国際会計士連盟 (International Federation of Accountants, IFAC) および国際監査・保証基準審議会 (International Auditing and Assurance Board, IAASB) は、国際監査基準 (International Standards on Auditing, ISAs) を明確にし、改善するための主要プロジェクトに携わっている。IOSCO は、このプロジェクトを注視しており、また、ISAs の大きな改善を期待している。それは、マルチナショナルな証券発行およびクロスボーダー上場の促進という目標に対する IOSCO の支持を正当化することになる。

### b. 非監査業務

IOSCO は、監査人 (auditor) の独立性に係わる事項についての調査に着手した。調査は、公開されている監査顧客 (publicly listed audit clients) に対する監査以外のサービス提供とそれらのサービスが監査人の独立性に及ぼす影響に焦点をあてている。IOSCO の目的は、会員である監督当局が、かれらの国・地域において監査人の独立性問題を処理する最善の方法を決めるに際して、かれらの役に立つ情報を収集すること、そして、それに関連して、国境を超えた(情報の)集中を促進することにあつた。2007年3月に、監査人による非監査業務の規制に関して、調査結果が公表されている<sup>24</sup>。

IOSCO は、IFAC の国際倫理基準審議会 (International Ethics Standards Board) によって提示された監査人の独立性基準の進展を注意深く見守っており、定期的に、変更提案と追加的に必要とされる変更に関してコメントを行っている。

### c. 監査のクオリティー

監査に関連して、IOSCO は、監査業者の統合、監査人の負債その他の要因を含む、監査クオリティーの要因 (possible drivers of audit quality) について調査を行っている。IOSCO は、2007年6月に、金融市場の利害関係者と、監査人のクオリティーに係わるトピックスに関して、円卓会議の開催を予定している。IOSCO とその会員は、また、監査人のクオリティーに影響を及ぼす問題を調査し、対処するための監査人監視組織と協調している。

### d. 監査の緊急時対策 (Audit Contingency Planning)

監査に関連して、IOSCO は、監査上の危機、あるいは、主要監査業者の倒産、業務停止が発生した際の、証券監督当局による考慮事項の範囲を明確にしようとしている。

#### 今後の予定

- 監査人によって提供される非監査業務の規制に係わる世論調査の回答結果について記述された報告書の公表：2007年央
- 監査人のクオリティーに関する円卓会議：2007年央
- IOSCO による監査人の独立性に関する追加的な作業の推奨：2007年中

<sup>24</sup> "Survey On The Regulation Of Non-Audit Services Provided By Auditors To Audited Companies", Report of the Technical Committee and Emerging Markets Committee of IOSCO, March 2007.

### (3) 取引場所に関する作業

#### a. 債券市場の透明性

犯罪報告書で明らかにされた重要課題は、社債市場の透明性と規制であった。社債市場がさまざまな面で株式市場とは異なっているという現象は、(全てではないが)多くの加盟国・地域において見られた。たとえば、社債はしばしば店頭市場(OTC)で売買されており、そこは、機関投資家主体の市場となっている。同じように、多くの上場社債は、しばしば機関投資家専門ディーラーとバイヤーの間で、「市場外で(off market)」取引されている。

このような事実が積み重なって、債券市場の価格設定メカニズムを株式市場に比べて不透明なものにしており、それは、とりわけ個人投資家にとって顕著なものになっている。こうしたことから、IOSCOは、犯罪報告書の中で、いかにして債券市場の透明性を高めるか、また、最近の金融スキャンダルに照らして、2004年5月に公表されたIOSCOの報告書「社債市場の透明性」<sup>25</sup>において掲げた提言に加えて、更なる追加的な提言が必要なのではないかという問題提起を行っている。

そこで、IOSCOは、加盟国・地域における監督上の環境、業界による評価、学界の研究成果等を勘案しながら、債券市場の直近の進展状況について分析を行った。全体として、この情報は、上場社債および取引所で取引される社債取引の透明性は、受入可能であることを示している。しかし、ほとんどの専門委員会メンバーの国・地域では、OTCで取引される社債について透明性を義務付けておらず、そのいくつかは、取引後透明性の向上が有用であるとほのめかしていただけである。かれらのうちの何人かは、この分野における監督主導に賛成し、また、何人かは、市場主導のアプローチを強く主張している。

IOSCOは、2004年の報告書に含まれている社債市場の監督環境についての記述は見直す必要はない、と結論付けている。2004年以降、加盟国・地域における社債市場の構造に大きな変化はなかったというのがその理由である。しかし、IOSCOは、社債市場、とりわけOTC市場の取引後透明性の分野における進展を注意深く見守って行くことにしている。

#### b. 市場監視のための多国間情報交換 (Multi-jurisdictional Information Sharing for Market Oversight)

最近、国際的に資金調達を計画する発行者が増加している。機関投資家を中心とする投資家の多くは、かれらのポートフォリオを国際的に分散してきた。その結果、さまざまな国の投資家が、今や、発行された証券その他の金融商品の保有割合を高めている。同時に、これらの商品を取引するための場所もまた国際化している。

このような市場の国際化が起こりうる道はいくつかある。たとえば、市場は、他国において、参加者に直接(電子的に)アクセスを提供することができる。また、同じ金融

<sup>25</sup> “Transparency Of Corporate Bond Markets”, Report of the Technical Committee of IOSCO, may 2004.

商品を上場して、異なる国で並行的に売買するということもある。

これらのシナリオは、多角的な監視 (multi-jurisdictional oversight) に関して、広範囲の問題をもたらす。これらの課題に取り組むために、IOSCO は、複数の加盟国・地域で運営しようとしている (あるいは運営している) 市場について、監督手法を特定しようとしており、また、クロスボーダー証券取引に関して、監督当局の間で、定期的あるいはその場その場で効果的に共有されうる情報のカテゴリーを特定しようとしてきている。この問題に関しては、2007 年 4 月に、「市場監督・監視のための多国間情報交換 - 最終報告」と題する報告書が公表されている<sup>26</sup>。

c. ボイラー・ルーム (Boiler rooms)

投資サービスの国際化は、新たな国際詐欺の展開をもたらすこととなった。巧妙な「ボイラー・ルーム」オペレーションが、時々、IOSCO の「レーダー・スクリーン」に現れるようになった。このタイプのオペレーションは、多くの監督当局が経験する共通の問題である。IOSCO は、このタイプの悪事 (crime) と闘うに際して、監督当局があらかじめお互いに支援しあうことが出来るように、フォーラムを開催している。

d. 資産凍結 (Asset freezing) およびその他執行関連事項

国際詐欺を取り扱う際に、IOSCO は、もし、各国の監督当局が、証券の違反行動 (securities violations) に関連する資産凍結という形で他国の監督当局に国境を超えた支援を提供できれば、証券法および証券監督の効果的な執行 (enforcement) を強化することができると考えている。しかし、実際には、全ての IOSCO メンバーが、詐欺行動によって生じた資産の凍結についての十分な権限を持っているというわけではない。したがって、IOSCO は、メンバーに対して、かれらの加盟国・地域の範囲内でこれらの資産を凍結しうる仕組みを開発することが出来る法的な枠組みを研究するように奨励している。

IOSCO のエンフォースメント作業の根底には、IOSCO 多国間 MOU がある。これは、すでに述べたように、個々のメンバーが署名をすれば、そのメンバーに対して、国境を超えた情報交換を許容するものであるが、IOSCO 多国間 MOU への IOSCO メンバー (正会員および準会員) の署名は道半ばである。

(4) 仲介業者に関する作業

a. 利益相反

犯罪報告書の重要な指摘事項の一つは、新規公開 (IPO) における仲介業者の役割についてであった。最近の金融不祥事は、引受業者および投資銀行側の犯罪行動の告発に端を発したものであった。証券引受の一環として、市場仲介業者は、しばしば発行者の重要な非公開情報に接することがある。市場仲介業者は、この種の情報を悪用できる立場にある。とりわけ、仲介業者がいくつもの役割を持って (たとえば、引受業者として、

<sup>26</sup> “Multi-jurisdictional Information Sharing - Final Report”, Report of the Technical Committee of IOSCO, April 2007.

貸手として、ブローカー・ディーラーとして、マーケット・メーカーあるいは専門トレーダーとして)市場に参加している場合には、そうである場合が多い。そこで、IOSCOは、2006年に、最近の金融不祥事の中で金融仲介業者が果たした役割についての調査に着手した。

このプロジェクトは、生じる可能性のある利益相反、証券発行に関与した市場仲介業者の範囲内での情報管理の方法、これらの対立に関する情報の悪用または隠匿、についてこれを特定するために、市場仲介業者内部の情報の流れに焦点をあて、また同様に、市場仲介業者、発行者および投資家間の情報の流れに焦点を当てている。IOSCOは、また、情報の悪用および証券発行に係わる利益相反を、市場仲介業者内部の情報管理手段によってどのように対処することが出来るのかに注目している。

2006年初旬の市場利害関係者との非公式の議論を経て、IOSCOは、証券発行に係わる活動から生じた相反の管理のために、仲介業者によって利用される監督上の原則に関する金融市場利害関係者との対話の一層の促進を図るために、2007年2月に「証券引受において生じる利益相反の市場仲介業者による管理」と題するコンサルテーション・ペーパーを公表している<sup>27</sup>。

#### b. 販売開示および顧客適合性のポイント

個人投資家は、市場のプロ並みの情報アクセスが出来ないので、金融市場におけるこれらの役割の増大は、金融商品の適合性と当該商品のリスクを評価するこれらの能力への配慮という問題を提起することになる。

投資商品を購入する個人投資家、特に集合投資とそれに類似した商品に興味を持つ個人投資家の多くは、商品内容および当該商品に付随するコストについて十分に理解しているとはいえない。また、個人投資家の多くは、これらの商品販売における仲介業者の利益(stake)について十分理解しているわけではない。

IOSCOは、現在、適切な投資の意思決定を行うために、顧客が販売の時点で受け取るべき重要情報について考慮中である。もしそれが適切ならば、この問題に関係する提言あるいは原則を改善することになる。この問題に関するコンサルテーション・ペーパーは2008年に刊行される予定になっている。それが適切な場合、IOSCOは、諮問後に、この問題に関する提言や原則を改定するものと見られ、それについても諮問のために公表されることになる。

IOSCOは、現在、販売開示のポイントに集中しているが、販売ミス、適合性、最良執行などの課題についても引き続き監視することになる。

#### 今後の予定

- 顧客適合性報告書：2007年末
- 販売開示のポイントに関するコンサルテーション・レポート：2008年央

---

<sup>27</sup> “Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings”, Report of the Technical Committee of IOSCO, February 2007.

## (5) 資産管理に関する作業

- a. 集合投資スキーム商品 (CIS products) の範囲内でのデリバティブの利用および複合戦略 (complex strategies) にリンクした資産の価格設定、ファンドの評価およびリスク管理の側面

ヘッジファンドの規模を背景として、この分野における監督上あるいは市場の失敗が、世界の金融市場の安定性に大きな影響を及ぼす可能性が出てきた。ヘッジファンドが世界金融市場に対して空前の影響を持つようになり、特定国において個人投資家の参加が激増したことを受けて、IOSCO は、ヘッジファンドとオルタナティブ投資に関する作業を優先することとし、2006年11月に、「ヘッジファンドに対抗する監督環境：調査と比較検討 - 最終報告」を公開している<sup>28</sup>。

IOSCO は、現在、「ヘッジファンドのポートフォリオ評価のための原則」についての作業を行っている。これら原則の主たる狙いは、ヘッジファンドの金融商品の価値が間違いのないもので、ファンドの投資家の不利益につながらないものであることを保証することにある。この作業に係わる報告書は、2007年3月に公表された<sup>29</sup>。

- b. ヘッジに対抗する規制の本質

IOSCO が考慮中のプロジェクトとしては、ヘッジファンドの資産に対抗する既存の監督について調査し、この分野において考慮すべき問題を特定するためのプロジェクトがある。その目標は、最新の傾向と評価について IOSCO が 2003 年に作成した報告書<sup>30</sup>を更新し、最良市場慣行をベースにした「ヘッジファンドの資産に関する国際監督基準の基本 (elements)」に関する報告書に改定することである。この問題についてのコンサルテーション・ドキュメントが、2007年4月に、「ヘッジファンドのファンドに関して IOSCO が取り扱うべき課題についての意見聴取」と題して公表されている<sup>31</sup>。

- c. ソフト・コミッションとインセンティブ

ソフト・コミッションは、投資家に対抗するサービスの提供およびファンドへの配分に関して、利益相反につながりかねないため、IOSCO は、ソフト・コミッションの現行規制についての調査を公表したことがある。この報告書を受けて、専門委員会は、投資マネジャーが、かれらの受託者義務に従うための注意義務およびインセンティブの査定について検討中である。

インセンティブの利用は、また、ビジネスを呼び込みたい取引所などの取引場所に係わる問題でもある。取引場所の競争は激しくなっているため、その多くは、仲介業者にインセンティブを付与している。このスキームが、価格形成の統合を損ない、投資家の

<sup>28</sup> “The Regulatory Environment For Hedge Funds, A Survey And Comparison – Final Report”, Report of the Technical Committee of IOSCO, November 2006.

<sup>29</sup> “Principles For The Valuation Of Hedge Fund Portfolio”, Report of the Technical Committee of IOSCO, March 2007.

<sup>30</sup> “Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds”, Report of the Technical Committee of IOSCO, February 2003.

<sup>31</sup> “Call For Views On Issues That Could Be Addressed By IOSCO On Funds Of Hedge Funds”, Report of the Technical Committee of IOSCO, Consultation Document, April 2007.

損失との利益相反を生み出すというリスクは存在する。IOSCO は、この分野での動きを引き続き注意深く監視していくことになろう。ソフト・コミッションに関するコンサルテーション・レポートは、2006年11月に公表されている<sup>32</sup>。

## イ．新たな作業項目

### (1) 取引場所に関する作業

#### a. 分裂市場における価格形成

ここ数年のうちに、証券取引の様相は劇的に変化した。変化は、取引所の株式会社化、国際化、取引所の国境を超えた提携 (alliance) を通じた重要な国際プレーヤーの輩出などによって生じている。このような変化についての監視および市場統合と投資家保護の帰結の評価は、引き続き IOSCO の優先事項の一つである。IOSCO が現在監視しているものの一つに、市場分裂の成り行きがある。同じ証券が取引されている多角的市場の存在は、価格形成の効率性に影響を及ぼす問題を引き起こす。非効率的な価格形成は、市場透明性に悪影響を及ぼし、多くの金融市場の利害関係者の利益を損なうことになる。

#### b. 取引所およびその他の市場への「直接」アクセス

電子取引の出現で、仲介業者は、注文の電子的な回送を開始し、市場は、仲介業者の顧客に対して、「直接に」電子的なアクセスを提供できるようになった。こうして、顧客は登録された仲介業者のシステム、あるいは、仲介業者によって用意された方法の双方を通じて、市場へのアクセスを提供されることになった。

デリバティブ取引も、登録仲介業者を通じたアクセスが認められており、そのうえ、「仲介業者が介在しない (non-intermediaries)」直接的なアクセスも認められている。このような企業は、特定の適格性基準を満たしている場合には、取引所の会員あるいは参加者となることが許される。

直接的なアクセスに関連して、監督当局にとっての問題は、さまざまな直接アクセス (different permutations) に対応するための監督体制とはどのようなものかということである。たとえば、監督当局にとって、顧客が必要なときにはいつでも必要な情報を全て入手できるような手段とはどのようなものかということが、考慮すべき懸案事項となる。IOSCO は、専門委員会メンバーの国・地域にある直接アクセス市場モデルの実態調査に取り組むことによって、この課題により深く対処しようとしている。これによって、アクセスの問題に関するガイダンスを作成することが適切であり、また、必要なことかどうか決定されることになろう。

### (2) 仲介業者に関する作業

#### a. 新技術のインパクト

金融市場におけるインターネットの利用の進展については、IOSCO によって、引き続きしっかりと監視されている。2003年、IOSCO は、金融市場利害関係者と関連する進展について議論し、関連する監督上のイニシャチブが必要かどうかを検討するために、いく

<sup>32</sup> “Consultation Report – Soft Commissions”, Report for the Technical Committee of IOSCO, November 2006.



つかの大規模な円卓会議を設営した。IOSCO は、新規の技術開発を引き続き監視し、定期的に金融市場の利害関係者とそれについて議論することになっている。

さらに、IOSCO は、電子的な記録の保存によって生じる技術的な問題と、監督当局からの要望に応じて特定の電子的な記録を体系化し、検索する業者の能力についての調査を行っている。最近、電子取引の利用、証券関連取引のための E メールや簡易メッセージの利用が急激に増えている。新たなコミュニケーション技術の利用の拡大は、記録保存、特に電子記録の保存、検索、形式に関して、プライバシーへの配慮、そして、仲介業者がいかに簡単に、また安いコストで監督当局が入手可能な電子記録を用意することが出来るかという課題を惹起することになった。

監督当局にとって重要なことは、監督当局が維持するよう求めた電子記録へのアクセスを獲得しようとする時には、市場仲介業者が入手可能な技術資源 ( technological resources ) とその資源のコストについて明確な理解をもつということである。そうした理由から、IOSCO は 2007 年に、仲介業者の代表とかれらにソフトウェアやその他の技術を販売しているテクノロジー・サービスの提供者の代表との会合を企画した。

#### 今後の予定

- テクノロジー・サービスのプロバイダーおよび仲介業者との会合を 2007 年中に、欧州、アジア、北米で開催する。

### ( 3 ) 資産管理に関する作業

#### a. プライベート・エクイティ

民間企業が抱える負債の増大は、国際金融市場の安定性に重大な影響を与えかねないような大規模な倒産が起こった場合、広範囲にわたる混乱を惹起させることになりかねない。プライベート・エクイティの一部は、規制市場の範囲からは外れているが、プライベート・エクイティと公開市場の間のつながりは強くなってきている。IOSCO は、個人投資家に株式を売却するといういくつかのバイ・アウト業者の計画が資本市場に及ぼす影響とヘッジファンドのプライベート・エクイティ投資に注目している。IOSCO は、プライベート・エクイティが監督当局による十分な俯瞰 ( overview ) の対象であるかどうかを評価するための初期調査を行っている。

付表1 IOSCO が策定した主な原則等

- ・ 「証券業者のための資本金適合性基準」(IOSCO 専門委員会報告書) 1989年10月
- ・ 「スクリーンベースの取引システムの監視のための原則」(専門委員会報告書) 1990年6月
- ・ 「国際業務行動原則」(専門委員会報告) 1990年6月
- ・ 「国際会計および監査基準」(専門委員会報告) 1990年11月
- ・ 「情報交換取り決め (Memoranda of Understanding, MOU) の原則」(専門委員会報告書) 1991年9月
- ・ 「金融コングロマリットの監督のための原則」(専門委員会報告) 1992年10月
- ・ 「集団投資スキーム運営の監督のための原則」(専門委員会報告) 1997年9月
- ・ 「証券業者および監督当局のためのリスク管理および統制の指針」(専門委員会報告書) 1998年5月
- ・ 「外国発行体による国境を超えた株式募集および上場のための国際開示基準」(IOSCO 報告書) 1998年9月
- ・ 「証券規制の目的と原則」(IOSCO 報告書) 1998年9月
- ・ 「銀行及び証券業者の取引およびデリバティブ活動の開示のための勧告」(IOSCO 専門委員会と銀行の監督に関するバーゼル委員会との共同報告書) 1999年10月
- ・ 「グループの内部取引および融資の原則」(金融コングロマリットに関するジョイント・フォーラムの報告書) 1999年12月
- ・ 「リスク集中原則」(金融コングロマリットに関するジョイント・フォーラムの報告書) 1999年12月
- ・ 「国際会計基準委員会 (ISAC) 基準 - 評価報告書」(専門委員会報告書) 2000年5月
- ・ 「集団投資スキームのためのパフォーマンス発表基準」(新興市場委員会報告書) 2000年12月
- ・ 「証券決済システムのための勧告」(BIS 支払い・決済システム委員会および IOSCO 専門委員会の共同報告書) 2001年11月
- ・ 「IOSCO 多国間 MOU (証券情報の交換取り決め)」(IOSCO 報告書) 2002年5月
- ・ 「上場企業による継続的な開示および重要事項の報告のための原則」(専門委員会のステートメント) 2002年10月、2003年10月の年次総会の代表委員会において承認
- ・ 「監査人の独立性およびその監視における企業統治の役割に関する原則」(専門委員会のステートメント) 2002年10月、2003年10月の年次総会の代表委員会において承認
- ・ 「監査人の監査に関する原則」(専門委員会のステートメント) 2002年10月、2003年10月の年次総会の代表委員会において承認
- ・ 「『証券決済システムのための勧告』を評価するための方法 (メソドロジー)」(BIS 支

- 払い・決済システム委員会および IOSCO 専門委員会の共同報告書) 2002 年 11 月
- ・ 「経営者による財務状況および経営成果の検討と分析の開示に係わる一般原則」(専門委員会報告書) 2003 年 2 月
  - ・ 「セルサイド証券アナリストの利益相反を取り扱うための原則」(専門委員会のステートメント) 2003 年 9 月
  - ・ 「信用格付け機関の活動に係わる原則」(専門委員会のステートメント) 2003 年 9 月
  - ・ 「証券規制の目的と原則」(改訂版、IOSCO 報告書) 2003 年 10 月
  - ・ 「証券規制の目的と原則の実施に関する評価メソッドロジー」(IOSCO 報告書) 2003 年 10 月
  - ・ 「証券業者のための顧客確認および受益所有権 (beneficial ownership) に関する原則」(IOSCO 報告書) 2004 年 5 月
  - ・ 「集団投資スキームのための成果発表基準：最良執行基準」(専門委員会報告書) 2004 年 5 月
  - ・ 「清算機関のための勧告」(IOSCO 専門委員会および BIS 支払い・決済システム委員会の共同報告書) 2004 年 11 月
  - ・ 「信用格付け機関の基本行動規範」(専門委員会報告書) 2004 年 12 月
  - ・ 「市場仲介業者のための金融サービスの外注に関する原則」(専門委員会報告書) 2005 年 2 月
  - ・ 「金融犯罪に対抗する資本市場の強化」(専門委員会報告書) 2005 年 3 月
  - ・ 「集団投資スキームのための反マネー・ロンダリング指針」(専門委員会報告書) 2005 年 10 月
  - ・ 「集団投資スキームのための反市場タイミングおよびその関連事項に関する最良執行基準」(専門委員会報告書) 2005 年 10 月
  - ・ 「過誤取引に関する方針」(専門委員会報告書) 2005 年 10 月
  - ・ 「モデル倫理規範」(自主規制機関諮問委員会報告書) 2006 年 6 月
  - ・ 「金融仲介業者に対する適格資本金要件にかかわる新興市場監督当局のための指針」(新興市場委員会報告書) 2006 年 12 月

付表2 IOSCO 専門委員会の作業計画

		発行者	会計監査	取引場所	仲介業者	資産管理
新規調査作業				分裂市場に係 わる価格形成	新技術の影響	プライベート ・エクイティ
金融業務の 規制トレンド		会計および基 準の監視				ヘッジファン ドの評価
	ディスクロジ ャーと透明性	金融および非 金融開示基準  特別目的会社  信用格付機関	監査基準の見 直し	債券市場の透 明性		ヘッジファン ド資産規制の 基本  ソフト・コミッ ションとイン センティブ
	ガバナンスと 利益相反	取締役会メン バーの独立性  少数株主の保 護	非監査サービ ス  監査のクオリ ティ		IPO における 利益相反	
	行動規範				販売開示のポ イントと顧客 適合性	
エンフォースメント			監査緊急時対 策	クロスボーダ ー活動におけ る情報交換  ボイラー・ルー ム  資産凍結		