

IOSCO の東京コンファレンスとサブプライム問題への対応

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 2007年11月、証券監督者国際機構（IOSCO）の専門委員会が主催する国際コンファレンスが東京で開催された。IOSCOとは世界116の国と地域の証券監督当局などから構成される機関であり、国際的な証券・市場規制の策定などを行っている。
2. 今回のコンファレンスでは、①会計・監査基準の収斂、②取引所間の競争と統合、③金融コングロマリット、④規制当局間の協力、⑤オルタナティブ投資という五つのテーマでパネル・ディスカッションが行われた。
3. 今回は米国のサブプライム問題に端を発するグローバルな金融・資本市場の危機が懸念される中での開催となった。そのため、IOSCOは、コンファレンスのオープニング・スピーチの中で、サブプライム問題に関して調査・分析を行うタスク・フォースを設置することを明らかにした。2008年5月のIOSCO年次総会までに最終報告が行われる予定である。
4. タスク・フォースでは、①証券化商品に関係する金融機関のリスク評価プロセスの妥当性、②証券化商品に関するデュー・デリジェンスの適切性、③資産評価方法とSIVの会計上の取り扱い、④格付けのあり方の四つの論点に焦点をあてて調査・分析が行われることになる。

I IOSCO 東京コンファレンスの開催

証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions ; IOSCO）の東京コンファレンスが2007年11月8日、9日の両日開催された。IOSCOとは、世界116の国と地域の証券監督当局や証券取引所などから構成される国際的な機関であり、証券業者や資本市場に関する規制原則（プリンシプル）あるいは規制上の指針といった国際的な証券・市場規制の策定などを行っている規制機関である。IOSCOには日本を含む15の先進国・地域のメンバーで構成される専門委員会（Technical Committee）が設置されている。専門委員会は国際的な証券・市場規制における様々な問題や課題の検討あるいは調整などを行っており、IOSCOの活動の中心的な役割を担っている。

IOSCOの専門委員会は、民間セクターとの対話を充実させることを目的として、近年、

図表 IOSCO 東京コンファレンスにおけるパネル・ディスカッション

【パネル1】 会計・監査における収斂	
ロエル・C・カンボス(モデレーター)	クーリー・ゴッドワード・クロニッシュ法律事務所ワシントンDC事務所 パートナー、前米証券取引委員会(SEC)委員
ジュリー・A・エルハルト	米証券取引委員会(SEC)副主任会計士
藤沼亜起	前日本公認会計士協会会長
ジェフリー・ルーシー	オーストラリア証券投資委員会(ASIC)委員
島崎憲明	住友商事代表取締役副社長執行役員
デイビッド・トウイーディー	国際会計基準審議会(IASB)議長
【パネル2】 取引所間の競争と統合	
ヨハン・ザニオ(モデレーター)	独連邦金融監督局(BaFin)長官
ジェームズ・F・ダフィー	ニューヨーク証券取引所自主規制法人副社長兼ジェネラル・カウンセラー
スーザン・ウォルバーク・ジェナ	カナダ証券業協会(IDA)会長兼CEO
ルーベン・リー	オックスフォード・ファイナンス・グループ創設者兼CEO
齊藤惇	東京証券取引所グループ代表執行役社長
杉崎重光	ゴールドマン・サックス証券副会長
【パネル3】 金融コングロマリットに対するアプローチ	
デイビッド・ウィルソン(モデレーター)	オンタリオ州証券委員会(OSC)委員長
秋草史幸	三菱UFJ証券取締役副社長
マーク・ブランソン	UBS証券会社CEO
ミヒャエル・ディークマン	アリアンツSE取締役会長
セイラ・パザルバシオグル	国際通貨基金(IMF)金融資本市場局ディビジョンチーフ
マーク・サイデンバーク	メリルリンチ・アンド・カンパニー マネージング・ディレクター
【パネル4】 規制当局間協力の新たな展開	
マーガレット・コール(モデレーター)	英金融サービス機構(FSA)法務執行部門ディレクター
エドワード・F・グリーン	シティグループ マーケッツ&バンキング部門ジェネラル・カウンセラー
ウォルター・L・ルッケン	米商品先物取引委員会(CFTC)委員長代行
ティラチャイ・プバナットナラヌバラ	IOSCOアジア・太平洋地域委員会議長、タイ証券取引委員会委員長
アンドリュー・シェン	中国銀行監督管理委員会(CBRC)顧問、前IOSCO専門委員会議長
【パネル5】 オルタナティブ投資に対するアプローチ	
ミッシェル・プラダ(モデレーター)	IOSCO専門委員会議長、仏金融市場庁(AMF)議長
ジョン・G・ゲイン	米マネージド・ファンド協会(MFA)会長
アラン・ルクレー	仏アセット・マネジメント協会(AFG)会長
柴田拓美	野村アセットマネジメント代表執行役社長
マーティン・ウィートリー	香港証券先物委員会(SFC)CEO
【パネル6：クロージング・セッション】 IOSCOの当面及び将来の課題	
丸山純一(モデレーター)	金融庁総務企画局審議官
ジェーン・ディブロック	IOSCO理事会議長、ニュージーランド証券委員会委員長
ルーベン・リー	オックスフォード・ファイナンス・グループ創設者兼CEO
ミッシェル・プラダ	IOSCO専門委員会議長、仏金融市場庁(AMF)議長
齊藤惇	東京証券取引所グループ代表執行役社長
ヴィッキー・A・ティルマン	S&Pエグゼクティブ・バイス・プレジデント

(出所) IOSCO 東京コンファレンスのホームページより野村資本市場研究所作成

世界の主要な金融センターで国際コンファレンスを開催している。今回の東京コンファレンスは、2004年に開催されたニューヨーク、2005年のフランクフルト、2006年のロンドンに続いて専門委員会の国際コンファレンスとしては四回目の開催となる。

今回のコンファレンスでは、全体的なテーマとして、「市場規制——競争、収斂、そして協調」というテーマが掲げられた。その全体テーマの下で、専門委員会の傘下の五つの常設委員会(Standing Committee; SC)で議論・検討されている課題にあわせて個別の

テーマが設定され、それらに関する議論が行われた¹。すなわち、①会計・監査基準の収斂（コンバージェンス）——資本市場が国際化し統合していく中で質の高い財務報告を確かなものとするための会計基準や監査の役割、②取引所間の競争と統合——取引所のグローバルな統合や競争が投資家および発行者に与える影響とグローバルな規制の標準化や相互承認の可能性、③金融コングロマリットに対するアプローチ——グローバルに展開する金融コングロマリットの将来的なトレンドや戦略を踏まえた監督のあり方、④規制当局間協力の新たな展開——国境を越えた規制当局間の協力の必要性、⑤オルタナティブ投資に対するアプローチ——ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティなどオルタナティブ・ファンドに対するグローバルな規制の枠組みの構築の必要性やその実現可能性という五つのテーマでパネル・ディスカッションが行われた。

Ⅱ サプライム問題への IOSCO の対応

1. サプライム問題に関するタスク・フォースの設置

今回の東京コンファレンスは、米国のサブプライム問題に端を発するグローバルな金融・資本市場の危機が懸念される中での開催となった。IOSCO 専門委員会のミッシェル・ブラダ議長（フランス金融市場庁議長）は、コンファレンスのオープニング・スピーチの中で、IOSCO としてサブプライム問題に関して調査・分析を行うタスク・フォースを立ち上げることを明らかにした。

すなわち IOSCO は、サブプライム問題を発端とするグローバルな金融・資本市場の混乱に対する IOSCO の対応としてサブプライム問題に係るタスク・フォースを設置し、グローバルなクレジット・マーケットにおいて規制当局が直面している様々な問題について調査・分析を行うことになる。このタスク・フォースは、サブプライム問題に関して IOSCO として規制上の対応を図る必要があるかどうかを検討するための準備的なものとして位置づけられている。また、タスク・フォースでは、サブプライム問題というクレジット・マーケット発の危機が金融市場の信用収縮など市場全体にどのような影響を及ぼしているかについて、各国政府・規制当局とも協力しながら調査・分析を行うことを明らかにしている²。

タスク・フォースによる調査・分析結果については、2008 年 5 月にパリで開催される

¹ 常設委員会は、現在、①会計・監査・開示常設委員会（SC1）、②流通市場規制常設委員会（SC2）、③市場仲介者常設委員会（SC3）、④法務執行及び情報交換常設委員会（SC4）、⑤投資管理常設委員会（SC5）の五つが設けられている。

² ミッシェル・ブラダ議長は、今回の問題について、「クレジット・マーケットで生じている最近の出来事は、世界の金融センターがいかに密接に結びついているかを表しており、規制当局が直面する様々な課題はもはや単に国家というコンテキストでは対応することができないことを示すものである。このことは、規制当局が国際的に規制原則（プリンシプル）を策定しそれを適用する必要性に拍車をかけている」との考えを示しており、証券・資本市場規制のコンバージェンスの必要性にも言及している。

IOSCO の年次総会までに最終報告が行われる予定である。

2. タスク・フォースの四つの論点

タスク・フォースによる調査・分析は、主に四つの論点に焦点をあてて行われる。

第一の論点は、証券化商品に関わっている金融機関（ブローカー・ディーラー）のリスク評価のプロセスが果たして適切であったかという点である。金融機関が使っているリスク管理モデルの適切性や妥当性について検証が行われる。

第二の点は、証券化商品に関する情報の問題もしくはデュー・デリジェンスに関わる論点である。タスク・フォースでは、①投資家は証券化商品に投資する際にどのような情報に基づいて投資を行っていたのか、②証券化商品の発行者やアレンジャーから投資家に対して情報は十分に提供されていたのかどうか、③規制当局は投資家保護のために十分な情報を入手していたのかどうかといった点が議論される。サブプライム問題を発端とする一連の問題では、証券化商品の原債権に関する情報が明らかでなく、最終投資家が信用リスクを十分に分散できるだけの情報を有していたかどうか疑問視されている。証券化商品の発行者やアレンジャーによるデュー・デリジェンス、ディスクロージャーの内容や質、またはトレーサビリティといった透明性の問題が指摘されていることに対応するものである。

第三に、証券化商品における資産価値の評価の方法と SPV の会計上の取り扱いに関する論点である。今回のサブプライム問題では、流動性が枯渇して証券化商品の値づけがされないという流動性リスクが顕現化した。これに関連して、投資家が、証券化商品に付与された格付けの意味を理解しないままに格付けを利用してことが指摘されている。つまり、格付けが信用リスクだけではなく流動性リスクをも含めて評価しているとの投資家の誤解があったため、証券化商品の価値の適切な評価ができなかったという見方である。タスク・フォースでは、証券化商品の価値評価にあたって、流動性リスクを評価するための手法の議論・検討を行うことを一つの論点として挙げている。さらに、流動性リスクの評価を含む証券化商品の資産価値の評価のあり方について、IOSCO として規制原則やベスト・プラクティスを策定すべきかどうかの検討を行うこととなる。

一方、会計の面では、例えば、大手投資銀行が連結外の投資ビークルとして設けたストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）について、SIV で生じたサブプライム関連損失が、本体が SIV に供与したバックアップラインを通じてその与信に対する引当というかたちで本体に及ぶという問題が生じている。SIV は連結対象外であるにもかかわらずリスクが遮断されていないということであり、これを受けて、証券化商品に関連する SPV の会計上の取り扱いが論点となっている。タスク・フォースにおいては、SPV の連結対象化や SPV に関するリスク情報の開示などについて検討が行われることになる。

タスク・フォースにおける第四の論点は、格付けや格付会社の問題である。今回のサブプライム問題では、格付会社が、証券化商品に高格付けが得られるよう投資銀行などのアレンジャーに対して助言サービスを提供し、その対価としてフィーを得るといった利益相

反の問題があることが指摘されている。さらに、証券化商品に付与された格付けは果たして正しかったのかといった格付けの妥当性・適切性に対する疑問が生じており、また、サブプライム問題は 2006 年の終わり頃からくすぶっていたにもかかわらず、2007 年夏になって一度に大量の証券化商品の格付けが引き下げられたことに対しても果たして格下げのタイミングは妥当であったかという点が問題となっている。

タスク・フォースでは、このように証券化商品における格付けのあり方が様々な点で問題となっていることを受けて、IOSCO 内にすでに設置されている格付けに関するタスク・フォースと協力しながら、格付けの役割や格付けとサブプライム問題との関係についても調査・分析を行う方針を表明した。