

アジア証券業金融市場協会 (ASIFMA) フォーラムについて

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構

特任研究員 三木隆二郎 (CFA)

目次

- 1 ASIFMA フォーラム 2018 (シンガポール) について
- 2 ASIFMA フォーラム 2019 (東京) の特徴について
- 3 我が国の金融界への示唆

【要旨】

「アジア証券業金融市場協会 (以下、ASIFMA)」とはバイサイドのアセットマネジャー (機関投資家) やセルサイドの大手銀行およびノンバンク・格付機関・法律や会計事務所など 100 以上の金融業界メンバーからの会費で運営されているアジアの金融関連業界団体でその本部を香港に置いており、**グローバル証券業金融市場協会 (以下、GFMA)** を支えるアジア地域の協会である。

ASIFMA の目的はアジアにおける地域の経済発展に必要な、安定的で競争力があり効率的な資本市場の必要性を訴えていくことである。

ASIFMA は 2017 年から **EU - アジア金融サービスフォーラム** と提携しており、毎年、秋に開かれる ASIFMA フォーラムは、年に一度、政府の金融政策担当者、規制当局や業界代表者が集まり、アジアのキャピタルマーケットの発展に影響を与える、重要事項を討議する場となっていて、これまでは香港やシンガポールで開催されてきた為、我が国ではまだそれほど知名度は高くない。

しかし本年 10 月東京で **日 EU 合同金融規制フォーラム** (注 1) が我が国の金融庁主催で開かれたことにより、本 ASIFMA カンファレンスも初めて東京で行われることとなった。従って今回の ASIFMA フォーラム (**Developing Asia's Capital Markets, 10/10-11, コンラッドホテル**) には日 EU 合同金融規制フォーラムから引き続きの日欧アジア諸国の規制当局者が多数、参加したことから、バイサイド、セルサイド及び情報ベンダー等の金融サービス業界スポンサー企業や ASIFMA 会員企業と合わせ、450 人ほどの規模となった。その内の半分が外国人参加者であり、特に ASIFMA が本部を置く香港からの参加者が 24%、中国が 8% となっていた。本稿では今後、日本で影響力を持つことが予想される ASIFMA フォーラムについてその概要を紹介することにより、次回以降に参加を考慮する方の参考としたい。

1. ASIFMA フォーラム 2018（シンガポール）について

（1）概要

昨年の ASIFMA カンファレンスはシンガポールで 2 日間にわたり行われ、200 を超える機関から 450 人の参加者を得た。その内訳は 16%が機関投資家、15%が規制当局者、2%が企業財務、2%がマスコミだった。その直前の EU - アジア金融サービスフォーラムがマレーシア証券規制当局主催で行われた流れで、EU とアジアの金融当局関係者が数多く出席するカンファレンスとなった。

スピーカーには豪州・シンガポール・タイ・ベトナム・香港・韓国・日本といったアジアの金融証券規制当局者、欧州からは ECB・欧州議会・英国銀行・独・スイスの当局など、また国際機関としてアジア開発銀行、IFC など数多くの当局者の名前が見られた。

スポンサー 25 社のほとんどは Citi や Goldman Sachs, HSBC、JPMorgan といった国際的な金融機関だが、その中に野村、みずほ証券アジアの 2 社が日本の金融機関として名前を連ねていた。

トピックは多岐にわたり、初日の午前中は全体に関するグローバル規制やグローバルマクロ経済、将来の資本市場予測から始まり、午後になると「アセットマネジメント・セッション」と「EU - アジア金融サービスフォーラム」の話題で 2 つに分かれ、2 日目は更に参加者の関心によって細かくパネルが 5 つ同時並行的に進行される、という形態となっていた。（参照：資料）

2. ASIFMA フォーラム 2019（東京）のプログラムの特徴について

ASIFMA フォーラム 2019（東京）の実際のプログラムについては ASIFMA フォーラム 2018（シンガポール）と合わせ、ASIFMA のホームページにアップされた内容を後述の資料に細かく記載している。そこで実際に参加して感じた ASIFMA フォーラム 2019（東京）の特徴を見てみよう。

ASIFMA の特色が規制当局者の数多くのスピーカーにあることは明らかである。昨年のシンガポールでは、最初にグローバル金融規制の動向として G20 と金融安定理事会、バーゼル銀行監督委員会や IOSCO の話題、更には国境を超えた EU/US 規制のアジアへの影響としての Mifid II の話を取り上げられている。

それに比し、今年の東京では基調講演者として日銀の副総裁は LIBOR 廃止に

は触れたがむしろ、アジアに広がる中間所得層の広がりを持つ意味といったマクロ経済の話に重点が置かれていた。また、豪州証券投資委員会のヘッドのスピーチではジョン・ケイの“Other People’s Money”を引用して受託者責任を投資運用業界はもっと重視すべし、という話をしていたのは注目に値しよう。Other People’s Moneyの邦訳タイトルは『金融に未来はあるか』だが、我が金融庁もその内容を行政に反映させているという。

“Other People’s Money”（金融に未来はあるか）の概要

ジョン・ケイはフィナンシャル・タイムズへのコラム寄稿を20年ほど行ってきた研究者で、2012年に英国政府の依頼でまとめた証券市場改革案「ケイ・レビュー」で受託者責任やスチュワードシップの重要性を主張した学者として有名。

本書は金融がその本来の機能…①決済システム、②貯蓄を生産的な投資に変換するチャンネル、③ライフサイクルや世代間を通じて個人金融をやりくりする手立て、④リスクの転換や管理の為の市場機能…から逸脱し、「金融化(Financialization)」という、短期のトレーディングの蔓延によって実体経済からかけ離れ金融本来の機能から迷い出てしまった、と喝破する。

その解決策としてジョン・ケイが主張するのは「規制」ではない。何故なら規制は「規制裁定」と言われる活動によって無力化されてしまうからだ。むしろ金融がその本来の機能から逸脱したのは「文化」の問題だという。金融の専門用語を避けながら本書では、スチュワードシップの倫理を説き聞かせることの重要性や、顧客第一主義に則った忠実なエージェントとしての受託者責任がいかに大事かを説得力ある筆致で展開している。

金融に未来はあるかーウォール街、シティが認めたくなかった意外な真実

作者:ジョン・ケイ 翻訳:薮井真澄、出版社:ダイヤモンド社、発売日:2017-06-22

今回のASIFMA最初のパネルも規制そのものというよりは、米中貿易摩擦、US金利上昇による地域への影響として懸念されるアジア危機再来の恐れ、マイナス金利政策の影響としての金融機関の収益低下といったように時事トピックに対応した政策当局の対応につき投資銀行大手のチーフ・エコノミストが中国のエコノミストやドイツ連邦銀行のリスク分析官と対話するといった形であった。

他方、「将来の資本市場予測」、「中国の資本市場（株式・債券）」、「フィンテック」といったテーマは昨年と共通であり、このASIFMAのカンファレンス運営の

特徴は初日に大きなテーマでマクロ的な問題提起をした上で、2日目には「メディア非公開」にして少人数の分科会形式で中身をより詳細に議論するという形式である。

今回のトピックとして日本ならではのテーマは「人口動態変化が金融市場にもたらす影響」であった。高齢化社会が金融政策にもたらす影響が議論され、フィナンシャル・ジェロントロジー学会でも活躍する野村資本市場研究所の野村亜紀子調査部長も登壇して「ベビーブーマーJr. 世代は自分たちの老後を心配する前に長生きする親世代をどう養っていくかが大事」としてその世代向けのサポートやアドバイスをどのようにするかが、今後の課題としていた。

ランチタイムに登壇した日経新聞の川崎健論説委員は日本株市場、再活性化に向けた3つの課題として①上場企業の意識変化、②国内個人投資家の日本株購入への意識変革、③「お上頼み」からの脱皮、を挙げていた。特に上場企業のコーポレート・ガバナンスの観点で社外取締役の導入について、以前は「会社のことが分かっていないのはかえって足かせ」と言っていたのが現在は90%以上導入しているとはいえ、経営者の意識はまだ変わっておらず、資本コストを意識した経営で、敵対的買収がもっと増えた方が企業経営に緊張感が出て良い。また国内の個人投資家が過去30年近く日本株を一貫して売り越しているのは投資信託が個人から信用されていないから、としてつみたてNISAに期待していた。

1日目の午後の1つ目のプログラムとして昨年シンガポールではアセットマネジメント会社のCEOパネルがあったが、今回の東京では登壇者はスポンサーになっている投信投資顧問会社の実務者ばかりで、CEOクラスの人物は皆無であった。今回のスポンサーは全体でゴールドが9社、シルバーが14社、ディナー・スポンサーが9社であり、日系では野村がゴールド、みずほ銀行と三井住友銀行の2社がシルバー・スポンサーであった。昨年が野村、みずほ証券アジアの2社が日本の金融機関として名前を連ねていたのに比べると三井住友銀行が新たに加わった、ということだがまだASIFMAの注目度が低い表れであろう。今回、小職が参加できたのはCFA Instituteがシルバー・スポンサーになっているためであるが、それは逆にCFAのような投資業界のオピニオンリーダー足らんとする組織にとってはこのASIFMAカンファレンスが有益だと考えられていることの証左である。今回東京で初のASIFMAということもあってか、1日目の午後の1つ目のプログラムは欧州証券市場監督局、日本の金融庁、証券監督者国際機構からの講演が3つ続いて行われた。その内容でカバーされていたのは、サステナブル・ファイナンス、気候変動の金融に与える影響、ESG開示義務化、フィンテックと透明性およ

び効率性、といった議論であった。

2日目のパネル・ディスカッション・テーマでは中国に注目したい。昨年シンガポールでは中国のみならずインド金融市場についても議論されていたが、東京ではパネリストの中に1人だけインド人もいたがほぼトピックは中国に絞っていた。参加者も中国証券監督管理委員会、香港証券取引所のほか、MSCI、法律事務所、EUREXのAPAC市場開拓責任者など中国専門家をそろえており、他の東京でのカンファレンスでは聞けない充実した内容であった。

特に中国市場へのアクセスがストックコネクト（注2）、ボンドコネクト（注3）の到来により近年、相次いで改善している。また外資規制が緩和されて海外企業にも国内銀行、証券および資産運用会社への出資比率51%が認められるようになったり人民元の国際化も進んでいる。明年までに出資比率上限が撤廃される見込みとのことで大和証券が出資を申請しているという。ここにきてこのように海外投資家の負担を軽くしたり、外資導入に中国政府が本腰を入れて積極的になった、その背景の理解が重要である。パネルに参加した法律事務所のパートナーで中国人法律家によると、それは「中国政府は経済成長が6%をも下回りかねないというマクロ経済の事態に危機感を持ち始め、金融基盤を抜本的に強化するには自国の金融インフラ整備では追い付かないので、ここにきて外資の力を借りて中国資本市場の整備をすることによって中国経済成長の勢いを取り戻したいからだ。」と言っていたのが印象的であった。

その表れであろうが、このパネルに出ていた中国証券監督管理委員会の国際関係部国際機関課ディレクターは午後のメディア非公開のスマール・ミーティングにも出席してきて、10人ほどの中国専門家の聴き手からのあらゆる質問に丁寧に答えていたのも印象的であった。そこで当方からは「中国証券市場でESGはどうか？」と聞いたところ、「それはEの問題だ」と言って環境問題に如何に中国政府が真剣に取り組んできたか、北京の空がどれほど青くなったか、を説明していた。もちろんこちらとしては香港の人権問題に象徴されるようなSの問題や国営企業のGの問題も聞きたいところではあったが、ASIFMA主催者がモデレーターをしていてこのディレクターに気を使っている様子なので遠慮した次第である。

もう一つ紹介したい議論はCFA Instituteが香港から資本市場政策・戦略担当部のシニア・ディレクターが出てきて「デュアルクラス株」の問題点を論じたことである。デュアルクラス株というのは、2つのクラスの各株の持つ議決権に差

を付けた株を発行する仕組みのことである。金銭的価値は同じにしているが、議決権に差をつけ、持株比率と議決権の比率を分離することによって、株式市場からの資金調達という上場会社のメリットと、創業者など経営陣が会社のコントロール権を持ち続けるというものである。これは株主によるコーポレート・ガバナンスがあつてこそ、上場会社の健全な経営と成長が可能とする考え方とは相容れず、問題が多い。

シニア・ディレクターいわく「特にアジアでは多く、たとえばFiscoという株式会社の場合、10%の株主が60%の議決権を持って会社を支配しており、株主が創業者を信頼している、という構図ではあるが創業者にスキャンダルが起きた場合などは問題が深刻化する。先日もWe WorkのIPOでナスダック上場時価が瞬時で470億ドルから100億ドルに急落するという悪い事例があつた、コーポレート・ガバナンスの観点から問題が多いと言えよう。アジア各国の取引所でも問題視しており、香港・シンガポールが昨年、上海とインドは本年ルール改正に踏み切る。CFA協会としてはサンセット条項を入れて一定期間後に持株比率と議決権の比率を同じくするように主張している」と述べていた。

午後の「ダイバーシティと明日の労働力」のパネルも興味深かった。欧州経済社会評議会の副議長からは、「女性幹部登用の割当制（クォータ）に批判があるが、あくまで暫定的な措置であり楽観的だ。むしろ女性の顧客とのコミュニケーション能力が企業にもっと貢献できるチャンスが与えられるべきであり、テクノロジーの進化でAIが普及しても女性の貢献は一層高まるだろう。」と述べていた。また別の女性パネリストは「女性の方がテクノギャップとヒューマンギャップを埋める能力が高いので、テクノロジーの仕事への応用という局面では男性より優れている。」という発言もあつた。またMSCI日本の指数開発責任者からは「GPIFが採用した女性活躍指数により、一部女性からは『女性にもっと働けと言われていた』と不評だが、女性の一層の活躍が株式リターンを高めるというメッセージが共有されたという意義がある。人的資本への依存が今後一層高まるのでトレーニングを充分しない企業に対する評価は高くないだろう。また明日の労働力として期待されるミレニアル世代は行動パターンが全く異なる。たとえばDC商品にサステナブル投資商品があればそれを選好するので従来のマーケティングでは通用しなくなろう。」と述べていた。

3. 我が国の金融界への示唆

以上、ASIFMA カンファレンスの内容につき述べてみたが、今回の参加者リス

トを見ても日系企業からはスポンサー企業とスピーカーを務めた規制当局関係者以外は極めて少ない。つまり、ASIFMA に対する認知度がまだ低いことが見て取れる。

しかし、本カンファレンスが日欧規制当局者の会議と引き続き行われることが慣行となっているために、単に監督当局のトップが原稿を読みあげて終わりというのとは違い、日欧アジアの当局者との距離感が近く、特に中国証券監督当局者など、通常は気軽に名刺交換なども出来ない責任者と双方向の会話ができるという意味では貴重な機会である。また特に中国当局などは資本市場のより一層の開放が国是となっていることもあり、重要視していることも考えられる。その意味で本稿が ASIFMA に関心を持つ我が国の金融関係者の一助になれば幸いである。

【参考資料】

ASIFMA カンファレンス 2018 (シンガポール) プログラム

【1 日目午前のパネル・ディスカッション・テーマ】

- ① グローバル規制
 - (ア) G20 と金融安定理事会の規制の動向
 - (イ) バーゼル銀行監督委員会 (注 4) や IOSCO (注 5) の規制の動向
 - (ウ) 国境を超えた EU/US 規制のアジアへの影響 (Mifid II 等)
- ② グローバルマクロ経済
 - (ア) アジア地域の地政学リスク (南海域に対する中国の動向等)
 - (イ) 米中貿易摩擦
 - (ウ) 米国金利動向のアジアへの影響
- ③ 将来の資本市場予測
 - (ア) サイバー脅威と新たなテクノロジーの影響
 - (イ) グローバル化の終焉か国境を超えた金融取引の復活か
 - (ウ) 中印の銀行によるグローバル金融機関への挑戦

【1 日目午後のパネル・ディスカッション・テーマ】

≪分科会 1≫ メディア公開

- ① CEO パネル
 - (ア) パッシブ運用の興隆はアクティブ投資家への脅威か
 - (イ) デジタル化の運用業界への影響
- ② 投資パフォーマンスと説明責任
 - (ア) 運用パフォーマンス測定で使うベンチマークと当局の要請

- ③ アセアン市場の投資機会
 - (ア) ホームバイアスからの脱皮
- ④ アジアにおける ETF の発展
 - (ア) ETF の成功に地域的なまだらがある理由

≪分科会 2 ≫メディア非公開

- ① フィンテック
- ② Brexit
- ③ 行為規制

【2 日目午前のパネル・ディスカッション・テーマ】

≪分科会 1 ≫メディア公開

- ① 中国株式市場
- ② 中国債券市場
- ③ インド金融市場
- ④ マーケット・シフトのミドル・バックオフィスへの影響
- ⑤ グローバル IPO 市場改革

≪分科会 2 ≫メディア公開

- ① サイバーセキュリティ
- ② コンプライアンス
- ③ AI、ビッグデータ、マシン・ラーニング
- ④ 仮想（クリプト）通貨
- ⑤ ESG ファイナンス

【最後の全体会】メディア非公開

- ① ヨーロッパのベンチマーク規制のアジアへの示唆
- ② 行為規制のアジアへの示唆
- ③ 報告義務の将来…同じデータの報告を一度で済ませられるか

ASIFMA カンファレンス 2019（東京）プログラム

【1 日目午前のパネル・ディスカッション・テーマ】

- ① **貿易摩擦、金融政策の変化、地政学とポピュリズム**
 - (ア) 資本市場の発展と、中国（と世界の）US政府に対する反応など、貿易戦争（US-中国 および EU-中国）の影響
 - (イ) アジアへの資本流入など、US金利上昇による地域への影響 - アジア危機再来の恐れは？

- (ウ) マイナス金利政策の影響と、それが世界経済や金融システムにもたらす連鎖反応、特に低下する銀行利益率や安定性減少の可能性など（例：欧州ゾーン、日本）、金融政策を平常化できないという課題
- (エ) GFCから10年余経った今、中央銀行は、拡大した債務負担に加えて手薄な金融政策上対抗策の中、次の下降局面にいかに対処するのか。積極的な政策緩和によって経済の弱体化に対処する攻撃手段は可能か？
- (オ) ポピュリズム、ナショナリズムと地政学：政治的地勢における変化の影響

② 5年後の金融・資本市場の展望は？ - 業界の将来

- (ア) 新興テクノロジーと新たな市場参入に沸き、サイバー脅威や絶え間ない規制順守の必要性に迫られる昨今、金融サービス事業を拡大していくチャレンジについて
- (イ) 地域型企業は、確立された国際市場規模の企業に対抗することができるか？ 中国やインドの銀行は国内市場の枠を超えて拡大し、既存金融機関の競合相手となるか？ 変化する顧客の期待への対応など、既存大手は新たな現実に沿っていかにより事業を変革していくのか
- (ウ) 既存大手の力 vs. 新規参入：銀行各社は、大量の武器やツールを開発しないままその上に安住しているのだろうか？ 銀行は、時代に沿った業態を維持するだけの、十分なスピードで革新しているのか？
- (エ) 2025年、テクノロジーは資本市場をどのように変えているだろうか？ ビッグデータやテクノロジー（人工知能、DLT、クラウド）の力を活用して、競争力を高め利益につなげているのは誰か？ 急速に変わりゆく環境に対応し続ける為に、どのようなデジタル化・革新の戦略を求めるのか？ 既存大手は旧システムをどうすべきか
- (オ) 大手テクノロジー企業の金融サービス参入（例：グーグル、アマゾンウェブサービス、マイクロソフト？）は、イノベーションからシステム上のリスクまで、業界を攪乱するという意味でどのような影響をもたらすか
- (カ) 世界各地の金融センターはどのように変遷し、勝ち組と負け組は誰かになるのか？

③ 人口動態の変化と金融市場の課題 - 高齢化社会の資金

- (ア) 年金危機を回避する EU・アジア的視野
- (イ) 国家・企業年金への依存から個人投資資金による年金への移行に伴って、高齢化社会やより幅広い金融包摂はどのような影響を受けるか
- (ウ) 高齢化社会からのデマンド増加により、アセット価格はどのように変化するだろうか？
- (エ) デマンド変動による、アセットマネジメント業界への影響は？ より高度に発展する必要があるだろうか。保守的な選択をする層が増えることで、パッシブ型の低リスクファンドにさらに多くの資金が流入する？
- (オ) この現象は国際的傾向か、または欧州・アジアの一部に限定される地域的なものか？
- (カ) 個人の退職時期の遅延や非退職といった労働市場改革は、金融市場への影響を軽減することになるか
- (キ) 高齢化社会が金融政策にもたらす影響と、金利は永続的に低水準に留まるか

【ランチタイム講演その1】

香港 - 中国資本市場開放に対するアクションの中心（香港金融管理局）

【ランチタイム講演その2】

日本株市場、再活性化に向けた3つの課題（日経新聞編集委員兼論説委員）

【1日目午後の基調講演】

国際金融市場の育成と資本市場連合の構築

- ・ 欧州証券市場監督局
- ・ 日本金融庁
- ・ 証券監督者国際機構

【1日目午後のパネル・ディスカッション・テーマ】

① 世界の分断化、同等性レジームと Brexit についての視点

- (ア) G20 首脳は、基準向上への協働、機会平準化のための一貫性を持った規制導入、そして分断化、保護主義、規制逃れの回避を決定したが、10年経って G20 の議題が評価段階に入る今、ある地域では大衆主義が拡大し、また政策形成により強く単独行動主義傾向が見られる世界展開となっている。Brexit では、英国の EU 離脱が欧州の規制問題に影響を与える方向性となっている

- (イ) 当業界は、国際金融改革の協議事項導入が一貫性を欠いていること、そして国際市場政策の分断や複数の市場・地域に渡る政策同期に対する悪影響について懸念している
- (ウ) 同等性その他第3国の制度は、規制による域外の影響を軽減するのにどのように貢献しているか。英国のEU離脱により、EU内で「同等性」の定義はより厳密に解釈されることになるのか、そしてそれによりアジアはどのような影響を受けるか
- (エ) 日頃の監督協力を促進するにはどのようなアプローチが必要か。それは、どのように個人データ保護や監督情報交換などの規則に合致するのか
- (オ) EUは、CFTCによる最近の米国提案である非同等化レジームをどうとらえているか
- (カ) 分断化の結果、金融機関は市場や商品から撤退していくか

② 金融サービスにおけるテクノロジー -アジア的・ヨーロッパ的アプローチ

- (ア) アジア・欧州の法管轄地域は、国際的ハイテク企業を創出するためにどのような政治的意欲を持っているか
- (イ) 活況のフィンテックやレグテックの業界構造にとって、規制面・政策面で予想される影響は？
- (ウ) GFIやIOSCOフィンテックネットワークなどの国際的イニシアティブは、アジア欧州間の協力を促進するか。それともMoUsなどの二国間協定のほうがより効果的か？
- (エ) セキュリティ・トークン・オファリング (STOs) と仮想通貨 -規制的に最適な対応はどちらか？

③ サステナブル金融：その影響の測定と市場成長

- (ア) 金融市場規制当局や取引所は、グリーン金融市場の成長にどのように寄与するか。将来的には業界・需要主導となるのか、それとも規制主導のシナリオとなるのか
- (イ) グリーン債などの金融商品の基準がどのように発展してきたか、また機関投資家はこれらに関心を示すか。無秩序なグリーン呼称の防止を目的として、例えば基準順守と独立外部機関による評価についての定期報告を求めるなど、ラベルの使用に対する我々の期待を明確にすべき？
- (ウ) 既存のものと並列するような新しい分類の創設は避け、現存する枠

組みを発展・有効化すべきではないか

- (エ) より良質な ESG ディスクロージャーを阻むものはなにか。必要な情報が明確でないことが問題か。発行体の間では、ディスクロージャーに対する疲弊感があるのでは？
- (オ) 最近の NGFS 報告書による金融システムの緑化提議はどのような影響をもたらしたか
- (カ) モニタリング対策などについて、テクノロジーが果たす役割は？
- (キ) 国際開発金融機関がこの市場の発展に果たす役割は？

【2 日目午前のパネル・ディスカッション・テーマ】

≪分科会 1 ≫メディア公開

① 中国の市場へのアクセス：負担の軽減

- (ア) 2014 年の香港・上海ストックコネクトと 2017 年のボンドコネクトの到来により、中国金融市場へのアクセスはどのように加速したか。海外投資にとって、これらは革新的だったのか。海外投資家がよりアクセスしやすいよう向上するとすれば、何が必要か？
- (イ) 中国は、海外企業にも国内の銀行、証券および資産運用会社に対し出資比率 51% (49%から) を認めることを発表した。その後、UBS、J.P. モルガン、野村などが該当する法人の支配株式取得を申請、認可された。次は誰か？ 今後も断片的にこうした認可を行っていくのか、それとも見通しのよい規則を基盤とした制度になっていくのか？ 認可を受けた後、国内市場では対等に営業できるのか。資産運用会社と、その中国市場へのアクセスはどうなるのか？

② 株式資本の編成と革新

- (ア) アジア太平洋地域、特に日本の新規株式公開 (IPO) 市場概観：例えば新株発行市場とその取引量、セクター、実績など
- (イ) 二重クラス IPO における最近の展開の概観。テクノロジー系起業家の多くは持株が許すより大きな支配権を保持することを求めるが、この傾向は 1 株 1 議決権の原則を脅かし、良い企業統治を弱体化させることになるのか？ Uber、Lyft、WeWork、Slack など最近の IPO 例によって、この議論はどう変わったか
- (ウ) IPO 上場における国際的取引所と地域規模の取引所との競争力学はどうなっているか。最近の改革努力とその結果、次段階の改革、二重クラス株式など

- (ニ) IPOにおける価格発見や割当のプロセスは効率的か。個人投資家 vs. 機関投資家による参加は？
- (オ) IPO発行体（SMEなど）にとって上場の障壁となるものは何か、またプライベート／ベンチャーキャピタル資金の影響は？
- (カ) IPO実行における最近の革新的技術にはどのようなものがあるか（例：P2P、ブックビルディング方式、電子取引の影響）
- (キ) IPO需要に対する国際・地域規制監督機関や取引所の対応は妥当か

③ IBOR からの移行：選択ではなく必然？

- (ア) 2018年7月以降、G5各国規制機関と業界団体は、インターバンク調達金利（IBOR）を基準とする商品を段階的に廃止し、代替的な指標金利（ARR）へ迅速に移行するよう、金融機関に圧力をかけている。ARRへの世界的移行がうまくいくとすれば、それはどのような形だろうか？
- (イ) 業界の直面する主な課題は何か。諸国そろって本当に取引ベース金利に移行できるのか、また共通の方法論を用いることはできるのか。顧客が新金利移行に不満を持った場合、規制当局は銀行を風評リスクにさらしたまま放置するのか
- (ウ) アジアは遅れているのか。通貨スワップのような独特のチャレンジはあるか。多くのアジア諸管轄区が取り残されている？各国の金利が撤廃されると、資本市場発展を妨げることになるのでは？

④ データとリスク：サイバー保全、個人情報保護とデータ・ローカライゼーションの狭間で

- (ア) データはあらゆるフィンテック・アプリケーションの元となる素材であるため、既存の個人情報保護規制、サイバー保全の脅威、アジアにおけるデータ・オンショアへの動きなど、会社が直面する問題点は何か。これらのリスクは、通常個別に考察されるが、互いにどのように関係するのか。これらのリスクの合算はより深刻か
- (イ) データ・ローカライゼーションの要件が、金融セクターの既存システムとともに、特に新しいテクノロジーの利用に影響を与えるか。個人情報保護に関する規制により、これはさらに困難になるのか、それとも技術が繁栄できるよう改正され得るのか。今後、個人情報と非個人情報と区別していくことは可能か。貿易協定はこれらの問題全ての解決策となり得るか？
- (ウ) サイバーセキュリティはデータ利用の障害か？
- (エ) 増えゆく新しい規制のコストは？

- (オ) こうした全てに関わらず、データをより活用することで、技術（社内開発か外注かを問わず）は業務効率を向上させることができるか。データ・ガバナンスは社内に対応可能か。業界はデータレイクやカタログ化、その他の技術の利用に移行しているか。導入にあたっては、どの方法が最も高価値、低価格、簡便か、など。
- ⑤ ファンド・パスポートとファンド・コネクト制度：アジアで機能するためにはどうしたらよいか
- (ア) アジアのファンド・パスポート制度のうち、欧州UCITS制度のように運用される可能性があるものはあるか
- (イ) それとも各参画国で承認プロセスを効率化するだけのもの？ パスポートの名称は不適切？ 今後予想される課題は？
- (ウ) ARFPはASEAN CIS制度や中国・香港ファンド相互承認協定と比較してどうか
- (エ) アジアにはコネクト制度（例：ETCコネクト）が適しているか、その理由は？
- (オ) アジアは、既に実施されうまく稼働している欧州UCITS制度を導入すればよいのではないか？

《分科会2》メディア公開

- ① セキュリティ・トークン・オファリング
- (ア) STOに関し、デジタル資産取引所の役割とは。ベストプラクティスが有用か、それとも規制が必要か？ あるいは両方とも必要？
- (イ) 大多数の投資家を惹きつけるには、この市場は変動率が高過ぎ、流動性に乏しすぎるのか。それとも現在は、今後も存続する資産クラスが成熟していく過程の端緒に過ぎないのか？ その場合、将来はどうなるのか。現実にそぐわない誇大現象か？
- (ウ) 監督官庁はどう反応すべきか？ 業界共通の分類が必要？
- (エ) 業界の成長のために、AML/KYC、カストディ、評定、データ、保険といった問題はどうか。取引所は利益相反している？
- ② 分散型台帳技術：ポストトレード・支払の量子変動と、安定型仮想通貨が果たす役割の可能性
- (ア) 決済不履行を減らし、期間を短縮することは可能か
- (イ) 現状の使用例/POCから、より大規模な、業界全体の相互運用可能プラットフォームへの移行を複雑にするものは何か

- (ウ) いかにかDLTと標準との間の運用互換性を持たせるか
 - (エ) いかにかセキュリティ上の懸念に対処するか
 - (オ) 現状の使用例/POCから、より大規模な、業界全体の相互運用可能プラットフォームへの移行を複雑にするもの
 - (カ) 市場レベルの混乱に際して市場コンサルテーションをきちんと行うことについて、近年我々が学んだことは？
 - (キ) いかにかJPMコイン、JコインやFacebookコインといった安定型仮想通貨が決済を効率化していくか
- ③ 人工知能、ビッグデータと機械学習：サイエンスフィクションか現実か 人工知能：その倫理、説明責任、義務、機会とは。
- (ア) アジアも、人工知能を取り巻く倫理的配慮の枠組みを構築する欧州に倣うべきか？
 - (イ) 機械には人間より高い基準を適用すべきか？
 - (ウ) 法的責任問題にはどのようなものがあり、いかにかそれらに対処したらよいか
 - (エ) 企業は、ビッグデータの力を真に利用して競争力を高めることができるか？ 資本市場投資のやり方を刷新するものか、それとも個々の裁量に任されるツールに過ぎないのか？
 - (オ) 資本市場に適用するにあたって、機械学習のもたらす可能性とは何か
 - (カ) 人工知能ガバナンスの枠組みを、安全で将来も有効、かつ革新を妨げないように設計するには
 - (キ) 人工知能の限界は？ そしてその関連リスク（例：システムバイアス、AIに依存したプロセスの監査・規制）をいかにか管理するか
- ④ 技術的なマーケット：ナノ秒化する市場の課題とは
- (ア) 特にUSとEUにおいて、エクイティ市場に高頻度取引、コロケーション、ダークプール等といった進展が次々に見られる。こうした革新をアジアにも導入すべきか？ すでに導入されている市場では、有効に機能しているのか
 - (イ) これらのモデルでは、顧客のニーズ優先であるべきか？ 全市場参加者にとって流動性を向上するのだろうか。コスト削減につながるか？ 勝者と敗者は？ 主にリテール主導の市場には有効か
 - (ウ) アジアは取り残される危機にあるのか。体制に競争が導入され、証券取引が独占化されないような市場構造の変革を必要とするのでは

ないか？

- (㊦) システムリスクとは何か。そのような構造を規制監督機関が十分に監視できるか。「フラッシュクラッシュ」から学ぶものはあるか。今後アルゴリズムのテストを行っていくべきか？ その他の金融安定性に関する懸念は？

⑤ ダイバーシティと明日の労働力

- (㊦) 明日の従業員はどうなっているか？ テクノロジーが淘汰する業務と創出する業務は何か？ 現在の会社組織の上下構造（例：VP、ED、MD等）は生き残れるのか？ マシンと共に働くためにどう準備したらよいか。共有すべきケーススタディは？
- (㊧) 現在の極めて競争の激しい環境下で、企業は適材を採用・保持していく上でどのような課題に直面するか？ 国際的、地域的なトレンドは？ 企業はそれにどう対応しているか？ ミレニアル世代は企業のやり方を変化させている？
- (㊨) 香港、シンガポール、日本、中国などでは、どのように自国市場で適材を育成しているか。他国から学習すべきことは何か
- (㊩) 生産性向上のためにいかにオーナー精神を推奨するか
- (㊪) アジャイル開発技術の影響は？
- (㊫) 規制当局ではどのように適切な組み合わせのスキルを育成していくか。STEM対STEAM：芸術、人文学や創造性が次世代の業界プロフェッショナルの教育に果たす役割は？
- (㊬) 当業界は将来の課題に取り組むために必要なレベルの知覚的ダイバーシティを吸引・育成しているだろうか？
- (㊭) これらは全て、ダイバーシティ・ギャップにとって何を意味するのか。

【2日目午後のパネル・ディスカッション・テーマ】（メディア非公開）

≪分科会1≫

ワークショップ 1: 欧州ベンチマーク規制：2年延長で足りるのか？

ワークショップ 2: 市場コンダクトと個別説明責任制度：アジアではどのように発展していくか？

ワークショップ 3: バーチャル・データストレージ：オンプレミスとオフプレミスに差はあるのか？

ワークショップ 4: 中国株式市場の構造：その躍進

《分科会 2》

ワークショップ 5: アジアにおける ETF の発展: 日本と域内諸国を比較する

ワークショップ 6: クライアント・オンボーディング: KFC・AML スタンダードは実用的か?

ワークショップ 7: 証券化商品: トレンドと発展

ワークショップ 8: 中国のデット市場: 次のブーム?

(尚、文中の意見に亘る部分は筆者の個人的意見であり当機構のものではない)

注1 日 EU 合同金融規制フォーラムとは、金融セクターにおける規制及び監督上の最近の動向について、国際的側面及びそれぞれの国・地域内における側面から、日本と EU 双方が意見交換を行う場

<https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20191011-2/01.pdf>

注2 上海・香港ストック・コネクト (野村証券 証券用語解説集より)

2014年11月17日に導入された上海証券取引所と香港証券取引所の相互間で行われる人民元建て上場株式の取引のこと。海外の個人投資家はそれまで QFII (適格海外機関投資家) に限られていた上海市場への投資が香港経由で、中国本土の投資家は香港市場への投資が上海経由で可能になった。

注3 ボンドコネクト (野村証券 証券用語解説集より)

中国本土と香港間の債券相互取引。

2017年7月、香港から中国本土への取引「北向通」が先行開始され海外投資家が香港の決済システムを使って中国本土の債券を売買できるようになった。投資額には上限がなく、中国内に口座がなくても、香港の金融機関に口座があれば投資が可能となる。中国本土の投資家による香港市場での取引「南向通」も将来的に実施される予定。

注4 バーゼル銀行監督委員会とは、G10 諸国の中央銀行総裁により 1974 年末に設置された、金融機関の監督における国際協力の推進を目的にした委員会

注5 IOSCO とは、世界 100 ヶ国以上の証券委員会あるいは金融規制当局が加盟する、証券市場や先物市場を規制する組織の連合体。

参考文献

・ GFMA のホームページ : <https://www.gfma.org/who-we-are/>

“ASIFMA is an independent, regional trade association comprising a diverse range of over 100 leading financial institutions from both the buy and sell side, including banks, asset managers, professional services firms and market infrastructure service providers. Together, we harness the shared interests of the financial industry to promote the development of liquid, deep and broad capital markets in Asia. ASIFMA advocates stable, competitive and efficient Asian capital markets that are necessary to support the region’s economic growth.”