

英国 FICC 市場の健全化を図る FEMR 報告書の公表

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 英国財務省・イングランド銀行（BOE）・金融行為監督機構（FCA）は 2015 年 6 月 10 日、「公平かつ効率的な市場レビュー（FEMR）」の最終報告書を公表した。FEMR は、ロンドン銀行間金利指標や外国為替レートの不正操作問題を受けて、債券・為替・コモディティ（FICC）市場への信認を回復し、国際的な市場に影響を及ぼすことを目的としたものである。
2. FEMR の最終報告書の第一の特徴として、個人の責任追及の強化が挙げられる。背景には、金融機関に巨額の罰金が科される中で、個人の事業行為（コンダクト）も規律付けることが必要との認識がある。そこで報告書では、銀行や大手証券会社の上級幹部及び認証制度（SM&CR）の適用対象を資産運用会社等に拡大することや、刑事罰の適用範囲の拡大などが打ち出された。
3. 第二の特徴として、競争政策の観点からのアプローチ強化が挙げられる。これは、FCA が 2015 年 4 月から競争法上の権能を付与されたことを背景とする。ここで FCA が重視するのは、ニッチ業者にとっての平等な競争環境などであり、従来の金融規制・監督と着眼点が異なる点に注意が必要である。
4. 第三の特徴として、FICC 規制におけるグローバル・スタンダードを標榜していることが挙げられる。FEMR による規制強化で不心得な業者の駆逐を図る一方、健全な業者までロンドン市場を敬遠してしまわないよう、同様の規制を他国にも求める趣旨と考えられ、金融安定理事会や IOSCO、バーゼル銀行監督委員会等に対して提言している。
5. FEMR に対する金融業界の反応は、総じて厳しくはない、というものになっている。理由としては、金融業界に対して一定の配慮を見せていることや、FEMR が英国における金融危機後の規制強化の最終フェーズと位置付けられていることが挙げられる。英国における金融規制の転換点にも、FICC 規制のグローバル・スタンダードにもなり得るものとして、FEMR が今後どのような展開を見せるのか、注目される。

I 経緯と背景

2015年6月10日、英国財務省・イングランド銀行（BOE）・金融行為監督機構（FCA）より、「公平かつ効率的な市場レビュー（Fair and Effective Markets Review、FEMR）」の最終報告書が公表された。FEMRは、債券・為替・コモディティ（FICC）市場が如何に機能しているかを、包括的かつフォワード・ルッキングに評価し、FICC市場への信認を回復し、国際的な市場に影響を及ぼすことを目的として、2014年6月にジョージ・オズボーン財務相及びマーク・カーニー・イングランド銀行総裁により公表されたものである。2014年10月に発出されたコンサルテーションや市場実務家パネルからのフィードバックを踏まえ、今般の公表に至っている。

FEMRの検討体制は、BOEのネマト・シャフィク副総裁（マーケット及びバンキング担当）が全体を管掌し、FCAのマーティン・ウィートレーCEOと財務省金融サービス局のチャールズ・ロクスバラ局長が補佐した。事務局は、財務省・BOE・FCAの人材からなり、BOEのマーケット戦略の担当ディレクターであるアンドリュー・ハウザーが事務局長を務めた。また、実務家からのフィードバックを得るべく、市場実務家パネルが創設され、バイサイド及びセルサイド、市場インフラ運営機関等から人材が招集された。議長は、アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ヨーロッパのエリザベス・コーリーCEOが務めた。

FEMRの背景としては、2012年以降問題となってきたロンドン銀行間金利指標（Libor）や外国為替（FX）レートの不正操作が挙げられる。そこでは、市場参加者が、広範に参照される金利指標やFXレートについて、実体価格とは必ずしも一致しないデータを指標設定者に提出したり、ウェブ上のチャット・ルーム等を通じて他社トレーダーと意思疎通したりすることにより、自らに有利になるよう指標やレートを操作してきたことが問題視された。本稿執筆時点でも、関係した金融機関や個人に対する行政上の制裁措置ないし訴訟は継続しており、CCPリサーチ・ファウンデーションによると、世界の大手金融機関16社が2010年から2014年にかけて費やした罰金等の事業行為に係るコストは2,055.6億ポンドに達するという¹。

もともと、FICC市場の透明性や公平性の向上を目的とした規制強化は、金融危機後、すでに一定の進捗を見せている。例えば、株式以外の金融商品に係る取引前・取引後の透明性要件の適用、デリバティブ取引に係る中央清算義務の適用、証券金融取引に係る透明性向上などは、いずれもEUレベルですでに手当されている。そうした中、英国が敢えてFEMRという形でFICC市場について広範なレビューを実施したのは、EUレベルで手当てされてきた

¹ CCPリサーチ・ファウンデーションは、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス（LSE）コンダクト・コスト・プロジェクトから派生し、大学等が共同で実施する調査プロジェクトへの資金支援等を目的とする。なお、本文の事業行為に係るコストは実績値1,599.3億ポンドと同期間の引当金456.3億ポンドからなる。対象機関は、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガン・チェース、ロイズ・バンキング・グループ、シティグループ、パークレイズ、RBS、ドイツ銀行、HSBC、BNPパリバ、サンタンデール、ゴールドマン・サックス、クレディ・スイス、UBS、ナショナル・オーストラリア・バンク、スタンダード・チャータード、ソシエテ・ジェネラル。

機関・組織レベルへの規制に主眼を置いた規制強化では、個人の悪意や職業倫理の欠如から派生する法令違反に十分に対処できない、あるいは、事前の抑止力になり得ない、との問題意識があったからである。そのため、下記に見ていくように、FEMR の大部分は、FICC 市場に携わる個人の事業行為（コンダクト）に焦点を当てたものとなっている。

II FEMR 最終報告書の概要

FEMR 最終報告書は、「FICC 市場における事業行為改善に向けた短期的取り組み」として大項目 4、小項目 15 の提言、「FICC 市場に係るよりフォワード・ルッキングなアプローチを促すための原則」として大項目 2、小項目 6 の提言をしている（図表）。

その特徴としては、①個人の責任追及の強化、②金融規制・監督における競争政策の観点からのアプローチ強化、③FICC 規制におけるグローバル・スタンダードの標榜、が挙げられる。以下、その三点に沿って報告書の内容を概観する。

1. 個人の責任追及の強化

FEMR において殊更に個人の責任追及が強調されているのは、金融危機後、金融機関に対する制裁金等の賦課が日常化する中、そうした制裁金が金融機関にとって、ビジネス運営のためのコストとして認識されかねないという懸念がある。これは、コンサルテーションへのコメントでも指摘されていた。また、金融危機後、金融機関が公的資金で救済される一方、経営者が高額報酬を得たり、個人として厳罰に処せられる経営者が少ないという世論の批判に応えるという側面もあったものと思われる。

こうした背景から、英国ではこれまででも、金融機関の経営幹部を中心に、個人の責任追及を強化する制度改革が進められてきた。その中核が、現行の認可者制度（Approved Persons Regime）に代わって 2016 年 3 月から適用される上級幹部及び認証制度（Senior Managers and Certification Regime, SM&CR）である。SM&CR は、英国議会銀行基準委員会の提言を受け²、FCA 及び健全性監督機構（PRA）がコンサルテーションを実施したものであり、2016 年 3 月に適用されることとなっている。SM&CR 自体は広範な制度となっているが、その要諦としては以下の（1）～（5）が挙げられる。

（1） 上級幹部（執行役員等）の悪質な行為に対する刑事罰の適用

（2） 不正行為に係る立証責任の逆転

＝不正行為を防ぐために合理的な措置を講じたことを上級幹部が証明しなければ制裁対象になり得る（刑事罰には不適用）

² 英議会上下院からなる議会銀行基準委員会は、Libor 問題を受けて、英銀におけるプロフェッショナルとしてのスタンダードや文化について提言することを目的に 2012 年 7 月に設立された。2013 年 6 月の提言では、本文にある SM&CR の前提となった提言以外にも、役員報酬の変動部分の 10 年繰延、銀行の新規参入を促進するための施策なども提言され、実行に移されている。

- (3) 上級幹部によるトレーダーやその管理職等³の認証
- (4) 上級幹部によるトレーダーやその管理職等の適切性及び金融機関の SM&CR 準拠に関する認証
 = (3) (4) 併せて、従来の認可者制度の下では、トレーダーやその管理職の適切性や規範準拠を規制当局が直接監督していたところ、上級幹部にその責務が移転
- (5) 違反が制裁措置の対象になり得る事業行為に係るルールの導入
 = ①誠実義務、②善管注意義務、③当局への協力義務、④顧客を公平に扱う義務、⑤市場における事業行為に係る適切なスタンダードを遵守する義務

図表 FEMR の提言

FICC市場における事業行為の改善に向けた短期的取り組み	関連機関
1. 個人のスタンダード、専門性、アカウンタビリティの向上	
a 容易に理解でき、継続的に支持される文言で規定されるFICC市場における取引慣行の共通基準を設けるべき	IOSCO
b FMSB(2aで提言)は、英国FICC市場従事者の研修・適格性で求められる最低基準(専門家としての能力開発に係る継続要件を含む)についてガイダンスを発するべき	FMSB
c FCAとPRAは、劣悪な事業行為の実績のある個人が業者間で「リサイクル」されることを防ぐべく、規制上の参照情報で義務付けられるテンプレートについてコンサルテーションを実施するべき。FMSBは、より広範な情報を開示する可能性について、検討するべき	FCA、PRA、FMSB
d 個人と法人による市場詐欺行為に係る英国刑事罰の枠組みを更新し、より広範なFICC商品に拡大(市場詐欺行為規則に含まれる全ての商品に適用)	財務省
e 財務省が市場詐欺行為に係る刑事上の懲役刑を7年から10年に延長する法案を策定	財務省
2. FICC取引慣行のクオリティ、明確さ、市場全体の理解の向上	
a FICC市場参加機関の上級幹部からなるFMSBを設立。国内外の業者及び投資家の最上級幹部が参加し、規制当局と経常的に対話 ・市場スタンダードを強化し得る新興リスクを報告 ・ガイドライン等を通して特定のトレーディング慣行の不確実な領域に対処 ・統制・ガバナンスに関する最良行為の共有等によるスタンダード順守の促進 ・スタンダードの国際的なコンバージェンスに寄与	市場参加者、投資家
3. 英国におけるFICC市場の規制強化	
a 金融ベンチマークに係る英国の規制枠組みを拡張し、7つの主要FICCベンチマークをカバー(2015年4月実施)	財務省、FCA
b スポット外国為替取引について新たに法定の民事・刑事における市場詐欺行為規制の枠組みを創設するべき。その際、グローバルな外国為替取引に係るコード策定のプロジェクトに準拠する	財務省、FCA
c FICC市場における適切な事業行為は、SM&CRの下、規制当局と業者によるあらゆるスタンダード(公式・任意のもの含む)の遵守状況のモニタリングを通じて管理されるべき	業者、FCA
d 財務省は、より広範な規制対象機関にSM&CRの要素を拡張するべくコンサルテーションを実施するべき。その際、FICCホールセール市場で活動する機関は少なくとも含めることとする	財務省、FCA
e FICC市場に競争法が適用されることに対する業者とトレーダーの認識を改善。手段としては、FCAの調査結果や業者の内部研修プログラム、FMSBが策定するガイダンス	FCA
4. グローバルなFICC市場のスタンダード向上に向けた国際的な取り組みの開始	
a 単一のグローバルFXコードを設定。内容は、トレーディング慣行の原則、情報管理、カウンターパーティーの扱いと取引施設の原則、ビヘイビアに関する事例やガイドライン、遵守促進のツール	BIS、各国中銀
b aと関連して、不正行為の可能性のあるFX市場慣行に係る統制や透明性の改善について特に注力	BIS、各国中銀
c 金融ベンチマークに関するIOSCOタスクフォースは、アドミニストレーターが一貫したベンチマーク原則遵守への自己評価を公表する方途を検討し、ベンチマーク利用者にガイダンスを提供するべき	IOSCO
d FSBは、グローバルなレベルで報酬と事業行為リスクとの整合性を改善する方途を検討するべき	FSB
FICC市場に係るよりフォワード・ルッキングなアプローチを促すための原則	
5. 効率性を向上させつつ、より公平なFICC市場構造を促進	
a OTCを含む多様なトレーディング・モデルの便益を維持・促進する形で透明性を改善	規制当局、業者
b 潜在的な反競争的な構造やビヘイビアを監視・対処することで、選択肢・多様性・アクセスを促進	FCA、CMA
c 民間部門の協調の失敗により停滞した市場主導型の改革を加速化	規制当局、業者
6. フォワード・ルッキングな事業行為リスクの識別と低減	
a 既存・新興の市場構造ないしビヘイビアから派生する事業行為リスクのタイムリーな把握	FCA、FMSB
b トレーディング・パターンやビヘイビアに係る業者や規制当局によるサーベイランス強化	業者、FCA
c FICC市場のフォワード・ルッキングな監督	FCA

(出所) 財務省、BOE、FCA より野村資本市場研究所作成

³ FCA 規則では Significant Influencer Function を持つ者、PRA 規則では Material Risk Takers となっており、金融機関に甚大な損失を被らせ得る業務を担当する者及びその管理者等を指す。

SM&CR は、銀行や大手証券会社等に適用されるものとなっているが⁴、FEMR ではその対象を、資産運用会社やインターディーラー・ブローカーなど、FICC 市場参加者全般に拡張することを提言している（図表 3. d）。その理由としては、①多くのインターディーラー・ブローカーが Libor 不正操作に関わっていたなど、FICC 市場における不正は銀行や大手証券に限らなかったこと、②FICC 市場においてノンバンクのプレゼンスが向上していること、などが挙げられている。但し FEMR は、立証責任の逆転については、「釣り合わない」ことを理由に、適用対象を拡張しないとしている。ロンドン FICC 市場の競争力維持に配慮したものと考えられる。

SM&CR を巡っては、業者や規制当局が SM&CR の下で、あらゆるスタンダードの遵守状況をモニタリングすることも提言されている（図表 3. c）。これは、上記 SM&CR の事業行為に係るルール（5）により、それ自体は強制力のないガイドライン等についても、遵守しない場合は制裁措置の対象となり得ることを示している。即ち、この提言自体は新たに何かを導入するものではないものの、グローバルな FX コード（図表 4. a）や、市場実務家パネルの提言を受けて新設される FICC 市場基準委員会（FICC Market Standards Board、FMSB）が今後策定するガイドライン等（図表 2. a）の効力を強化することを企図したものとなっている⁵。

また、報告書の提言では、刑事罰への言及も目立つ。これは、SM&CR にもみられる、金融危機後の英国金融規制強化において一貫してみられる傾向である。FEMR は、刑事罰適用に係る現行法制度の穴を埋めるものと読むことができる。英国では、市場詐害行為（インサイダー取引及び市場操作）について 2016 年 7 月より、新たに市場詐害行為規則（Market Abuse Regulation）が導入され、民事罰の対象を規制市場以外の取引施設で取引される金融商品やスポット・コモディティ契約に拡張する。そこで FEMR は、刑事罰についても同様に対象を拡張し、市場操作と同様にインサイダー取引についても法人に刑事罰を科すことを提言している（図表 1. d）。また、市場詐害行為規則でも補足されないスポット FX 市場の市場操作について、民事・刑事の罰則規定を設けることや（図表 3. b）、市場詐害行為に係る禁固刑を最長 7 年から 10 年に延長することも提言している（図表 1. e）⁶。

個人の責任追及の強化に係る提言で些か異質なのが、不正行為等を行った個人が金融機関を転々とするものの制限を企図した項目である（図表 1. c）。これは、実務家パネルの提言を受けたものである⁷。同提言は大枠として、Libor 等の不正行為は業界や企業の問題ではなく個人の問題であり、ライン・マネージャーを第一の防衛線としつつ、社内の規定や処罰強化で対応するべきだと提言した。その上で、そうした劣悪な事業行為の実績を

⁴ 厳密には、英国の銀行、ビルディング・ソサエティ、クレジット・ユニオン、PRA が指定する投資サービス会社、外銀の英国支店、となっている。外銀の英国支店は当初は適用対象外であったものの、事後的に追加された。

⁵ 報告書では、そうしたコードやガイドライン等に「牙」を与えるものと表現されている。

⁶ 禁固刑の最長期間延長は、詐欺や贈収賄が最長 10 年、マネー・ロンダリングが最長 14 年であることとバランスを取ったものと説明されている。

⁷ Market Practitioner Panel, “Response by the: Market Practitioner Panel to the: Fair and Effective Markets Review”, January 2015

持つ個人の業者間の転籍状況やその理由を業界全体で把握できるよう、FCA が運営している認可者の登録簿を発展させ、いわばブラックリストを策定することを提言した。

これに対して FEMR は、まず、認可者の登録簿と併存する違反者の登録簿を維持しつつ、SM&CR で義務付けられる「規制上の参照情報」（転職者を受け入れる側が送り出す側に対して請求する過去 5 年間の不正行為等の記録）について、人権に考慮しつつ、その記載項目をより詳細に定めることとした。その後、より広範な情報開示について FMSB が検討することとした。目先の対応としては、ブラックリストではなく、相対の情報交換で転職者の事業行為の実績を把握しやすくすることを図ったものである。

2. 金融規制・監督における競争政策の観点からのアプローチ強化

このような金融規制に係る提言において、競争政策に関連する提言である。FEMR では、競争政策に直接言及している提言が 2 項目、FICC 市場に競争法が適用されることを FCA 調査等を通じて周知すること（図表 3. e）及び、反競争的構造・ビヘイビアへの対処を通じて多様性を促進すること（図表 5. b）が含まれている。

英国の場合、特殊なのは、2015 年 4 月より、FCA が以下の競争法上の権能を付与されたことにある⁸。

- ① 1998 年競争法に基づき、国内及び EU の競争法で禁止される反競争的な取り決め（カルテル等）や支配的立場の乱用に対して、行政措置を講じたり罰金を課したりする権能
- ② 2002 年会社法に基づき、競争・市場機構（CMA）に対して市場調査の照会をする権能

FCA は、金融業界における競争状況を分析するために市場調査を活用するとしており（上記 FCA 調査はこれを指す）、そこで問題が検知された場合、規則改定やガイダンスの発出、行政措置等を通じて介入する姿勢を示している。FCA は市場調査として、2015 年 5 月にインベストメント&コーポレート・バンキング分野に着手し、2015 年下期にはアセットマネジメント分野に着手するとしている。この背景にあるのが、FCA が 2015 年 2 月に公表したホールセール分野における競争環境のレビューである⁹。

同レビューは、ホールセール分野に関して、より詳細な市場調査の是非を検討するための材料とすることを目的に、市場関係者から情報収集し、それに対するフィードバックを提供する形で結果が公表された。FCA はそこで、ホールセール分野において競争が有効に機能していないとし、より詳細な市場調査が必要だとした。FCA が特に指摘したのは、以下の 2 点である。

⁸ 英国ではそれまで、競争・市場機構が金融業界を含めた競争政策を所管していた。なお、英国における競争法違反については、個人には最長 5 年の禁固刑もしくは無制限の罰金、法人にはグループのグローバルな年間売上上の最大 10%の罰金が科される。カルテルについては、自己申告した者に対する減免措置もある。

⁹ FCA, “Wholesale sector competition review 2014-15”, February 2015. なお、この時点で FCA は競争法上の権能は付与されていなかったものの、規制・監督の目的として競争の促進が規定されていた。

- ① 価格とクオリティにおける透明性の制約は、顧客が支払う対価に受けるサービスの価値が見合うのか、評価し難くする
- ② サービスのバンドリングとクロス・セリング¹⁰は、新規参入者が競争することを困難にし、透明性の低下に寄与する可能性がある

こうした FCA の事実認定に対しては、金融業界から批判も生じた。例えば、ある銀行幹部は、むしろ英国の投資銀行業界はプレイヤーが多すぎる過当競争に陥っていると指摘する¹¹。ロンドンのホールセール証券業の従事者としては素直な反応とも言えるが、FCA が指摘する内容を見ると、些か異なる観点から見ている様子が伺える。

例えば、FCA が指摘している問題として、大手総合金融機関があるサービスを無料ないし極めて安価に事業法人顧客に提供し、別部門のサービスへの対価で左記サービスの費用を回収する、というものがある。例えば、IR 支援等を無料で提供することを通じて株式・債券発行のアドバイザー業務の獲得を目指し、後者の収益で前者のコストを賄う、といったものである。これは、現象としては一見、何ら問題ないように見える。しかし、FCA が競争政策の観点から問題視しているのは、これにより、当該分野に特化したニッチ業者（上記の例であれば株式・債券発行のアドバイザー業務に特化した業者）が参入できないなど、平等な立場で競争できないことである。その結果、サービスの受け手（上記の例であれば資金調達する事業法人）が業者間の価格を比較検証することができず、本来享受できたはずのサービスを享受できない、あるいは、価格に見合わないサービスを受ける恐れがあるというわけである。

このように、FCA の競争政策的観点からの規制・監督は従来の金融規制・監督とは着眼点が異なっており、市場参加者としては不正行為の指摘を受けた場合、従来とは異なる理論立てで抗弁することが求められる可能性がある。今後、FCA がインベストメント&コーポレート・バンキング分野、アセットマネジメント分野に係る市場調査で、どのような結論を導出するのか、注目される。

3. FICC 規制におけるグローバル・スタンダードの標榜

FEMR 全体の特徴として挙げられるのが、グローバルな FICC 規制に影響を及ぼすことを企図している点である。FEMR 最終報告書は冒頭から、FICC 市場はその範囲・規模においてグローバルであることを指摘し¹²、提言の多くは金融安定理事会（FSB）や証券監督者国際機構（IOSCO）等との国際的な議論と協調が必要になると述べている。実際、コンサルテーションのプロセスでは、ロンドンだけでなく、ブリュッセル、ワシントン DC、

¹⁰ バンドリングは単一の価格に複数のサービスの対価を含めること、クロス・セリングは金融機関のある部門が顧客に対して他部門のサービスを紹介することを指す。

¹¹ “FCA to investigate investment and corporate banking”, *Financial Times*, February 19, 2015

¹² 具体的な数字として、グローバルな一日当たり取引額が FX 市場で約 5 兆ドル、政府・金融機関債で約 100 兆ドル、FICC の OTC デリバティブの想定元本で約 620 兆ドルとなっている点を挙げている。

ニューヨーク、シンガポールで公聴会を開催している。

FEMR では、FX については各国中銀（図表 4. a、b）、FICC 全般の共通基準及びベンチマークについては IOSCO（図表 1. a、4. c）、事業行為に係るリスクと報酬との整合性については FSB と協調すること（図表 4. d）が提言されている。また、FMSB がグローバルな規制のコンバージェンスに寄与することとされている（図表 2. a）。英国として FEMR を国外に拡張していくに当たり、FSB 議長を務める BOE のマーク・カーニー 総裁の影響力を活用することを企図しているものと思われる。

英国が FEMR を通じて FICC 規制のグローバル・スタンダードをけん引しようとする狙いとしては、ロンドン市場の競争力の維持と健全性・透明性の向上を図ったものと言える。即ち、新たな事業行為規制を導入することで不心得な業者の駆逐を図る一方、それにより健全な業者にまでロンドン市場がビジネスを遂行するのに窮屈な場だと思われぬよう、同様の規制を他国にも求めようとしているものと考えられる。

III FEMR に対する評価

金融危機後の規制強化等により、金融機関は FICC を中心にバランスシートを圧縮しており¹³、それに伴い市場の流動性低下も指摘されている。例えば、RBS によると、クレジット市場の流動性は金融危機後約 70%低下しており¹⁴、また、FEMR のパブリック・コメント募集では、過去 2~3 年でセカンダリー市場における大幅な流動性低下に直面しているとの意見が大手バイサイドから挙げられた。そうした環境下で、FEMR の提言は、金融危機後の諸々の規制強化と同様、市場の流動性・活性化という観点からは副作用も懸念される内容となっている。例えば、個人の責任追及の強化は市場関係者の委縮を招くかもしれないし、競争政策の観点からのアプローチ強化は今のところどのような具体的な措置・施策に繋がるかが読み取れず、市場参加者にとっての予測可能性を低めている。競争政策についてはそもそも、中小業者保護の視点と市場の効率性向上の視点とのバランスが欠けているといった議論もあり得よう¹⁵。

しかし、FEMR に対する金融業界の反応は、総じて厳しくはないというものになっている。例えば、SM&CR が適用されることになる資産運用業界の業界団体インベストメント・アソシエーションのダニエル・ゴドフリー CEO は、①上級幹部が採用する職員に関して責任を負うということが結論であれば、それは金融業界全体に適用されるべき、②銀行であろうと資産運用会社であろうと、あらゆる市場詐害行為への抑止力とするには、厳しい罰則が必要だと述べている¹⁶。また、欧州金融市場協会（AFME）のサイモン・ルイ

¹³ バークレイズや HSBC、RBS 等の大手英銀は何れも FICC を中心にトレーディング勘定を縮小している（詳細については、神山哲也「投資銀行業務の縮小を進める大手欧銀」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号ウェブサイト版参照）。

¹⁴ “Bond Liquidity Falls 70% in Europe as Sales Soar: Credit Markets”, *Bloomberg*, August 5, 2014

¹⁵ 米国反トラスト法の執行については、中小企業保護を重視するハーバード学派と市場効率性を重視するシカゴ学派との対立が長年続いており、時の政権によってスタンスが異なる。

¹⁶ “UK plan to extend City regulation provokes mixed response”, *Financial Times*, June 10, 2015

ス CEO も、FICC 市場における個人のスタンダード、プロフェッショナリズム、アカウントビリティを向上させる施策を支援すると述べている¹⁷。

このように、市場参加者においても歓迎する声が聴かれる理由として、FEMR の提言が、金融業界に配慮する姿勢を見せていることが一因として挙げられよう。例えば、SM&CR の銀行以外の適用において立証責任の逆転を求めなかったことや、FX 取引についてデリバティブ規制にみられる中央清算義務のような市場構造改革に踏み込まなかったこと¹⁸、事業行為と関連付けた報酬規制に踏み込まなかった（FSB に委ねた）こと、などが挙げられる。英国が FEMR で FICC 規制におけるグローバル・スタンダードのイニシアチブを握ろうとする中、国外でも受け入れられやすいようロー・キーに留めたと解釈することもできよう。また、透明性の向上に関して、OTC を含む多様なトレーディング・モデルの便益とのバランスに言及しており、FMSB の創設も、市場参加者の声を代弁するものとして、金融業界からは支持する意見が多い。

もう一点、FEMR が英国における金融危機後の規制強化の最終フェーズと位置付けられていることも、金融業界が FEMR に必ずしも否定的でない理由として考えられる。ジョージ・オズボーン財務相は、2015 年 6 月のマンションハウス・スピーチにおいて、金融危機後は英国の足を引っ張ってきた金融業界が今後英国経済の発展のけん引役になっていくべきこと、金融機関への巨額の制裁金を科すことは株主を痛めつけるだけで長期的な解決策にはならない、という文脈で FEMR を紹介している。実際、FEMR が FMSB を中心とする自主規制に依拠している点について、以前のライト・タッチの規制体系への逆行だと批判する声もある¹⁹。保守党が 2015 年 5 月の総選挙で勝利し、単独政権を樹立したことを受け、今後、金融業界に対する英国政府のスタンスが変化する可能性も考えられよう。

諸外国からは、自国制度の前提が英国とは異なるといった理由により、警戒される可能性もある。例えば、米国商品先物取引委員会（CFTC）のティモシー・マサド委員長は FEMR について「興味深いもので、注意深く内容を見る。FCA 及びカーニー総裁とは良好な関係にあり、彼らとの対話を楽しみにしている」と慎重な物言いに留めている²⁰。このように FEMR は、英国内では金融規制の転換点になる可能性、英国外では FICC 規制のグローバル・スタンダードになる可能性を秘めたものであり、今後どのような展開を見せるのか、注目される。

¹⁷ “Industry welcomes BOE fixed income standards drive”, *funds europe*, June 11, 2015

¹⁸ “Competitiveness concerns limit ambition in UK’s fair markets review”, *Reuters*, June 11, 2015

¹⁹ “UK bank rule reformers call end to age of big stick”, *Financial Times*, June 11, 2015

²⁰ 前掲注 16 記事。