

英 FCA による投資銀行業務に係る規制・監督の方向性

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 英国金融行為監督機構（FCA）は 2016 年 10 月、投資銀行及びコーポレート・バンキング市場に関する市場調査の最終報告書を公表した。FCA がプライマリー市場において競争制限的とする慣行について、今後の規制・監督の方向性を示したものである。
2. FCA が当初問題視していた「クロス・サブダイゼーション」については、投資銀行業がリレーションシップ・ビジネスであるといった説明が受け入れられ、特段の措置は講じられないこととなった。
3. 顧客企業に対する制約的契約条項に関しては、ユニバーサル・バンク以外の参入・業務拡大の障壁になるとして、最初に拒否する権利（right of first refusal）及び第三者との契約禁止（right to act）の禁止が提案された。
4. リーグ・テーブルに関しては、金融業者が自社を上位に見えるように顧客にみせたり、リーグ・テーブルの順位を引き上げるための採算度外視の取引をしたりする点が問題視された。これらについては、業界団体で対応していくこととされた。
5. IPO アロケーションに関しては、コミッションを多く支払う大口機関投資家に優先的にアロケーションをする点が問題視された。FCA は今後、監督上の取り組みで対応していく方針を打ち出している。
6. IPO プロセスに関しては、シンジケート行のリサーチ・レポートが発行されてから募集目論見書が発行されるまでの間、他のアナリストが発行体にアクセスできない点が問題視された。FCA は、シンジケート行のリサーチ・レポートと募集目論見書の発行の順番を見直すべく、規則案を公表する予定である。
7. 本件報告書に対しては、総じて、FCA が投資銀行業への介入的施策について謙抑的な方向性を示したものと評価されている。その中で、IPO アロケーションについては、監督上の対応のあり方次第で影響が大きくなる可能性もあり、注目されている。

I 背景と経緯

英国金融行為監督機構（FCA）は 2016 年 10 月 18 日、投資銀行及びコーポレート・バンキング市場に関する市場調査の最終報告書を公表した¹。FCA は 2013 年 4 月の創設来、消費者利益の保護を目的とした金融サービスの競争促進を任務の一つとしてきたが、2015 年 4 月からは、英国競争・市場局（CMA）と金融市場について競争政策上の執行権を共管することとなった。こうした背景から FCA は、金融市場の各分野において競争が適切に機能しているか、調査を進めている。今般公表された投資銀行及びコーポレート・バンキング市場に関する市場調査の報告書も、その一環に位置付けられる。

投資銀行及びコーポレート・バンキング市場について FCA は、競争政策上の執行権の獲得に先駆けて、2014 年 7 月にホールセール部門の競争に関する情報提供を呼びかけ、そこで市場関係者等から得られた情報をもとに、2015 年 2 月、ホールセール部門の競争に関する報告書を公表した²。同報告書は、投資銀行及びコーポレート・バンキング、アセット・マネジメント、市場・市場インフラ、の 3 分野を対象とし、そのうち、投資銀行及びコーポレート・バンキング、アセット・マネジメントについては、追加で市場調査が実施されることとなった³。

投資銀行及びコーポレート・バンキングについては、プライマリー市場において競争制限的な慣行が観察されたことから、市場調査で更に議論を深めることとされた。例えば、投資銀行とコーポレート・バンキングからなるユニバーサル・バンキングにおけるクロス・サブダイゼーションの問題が取り上げられた。クロス・サブダイゼーションとは、ある商品・サービスを採算割れで提供し、当該商品・サービスを触媒として獲得する他の商品・サービスで収益を獲得する慣行を指す。クロス・サブダイゼーションによって、採算割れで提供する商品・サービスで競合するニッチ業者が競争上不利な立場に置かれる、というわけである。

FCA は 2016 年 4 月、投資銀行及びコーポレート・バンキングに関する市場調査の中間報告を公表し、併せて IPO プロセスに関するディスカッション・ペーパーを公表した⁴。今般の最終報告書及びそれと併せて公表された制約的契約条項（後述）に関するコンサルテーション・ペーパー⁵は、中間報告に関する市中協議を経て、原則として中間報告における結論を維持するものとなっているが、IPO に関する事項については、一部上記ディスカッション・ペーパー及び今後予定されるコンサルテーション・ペーパーの中で議論されることとなっている。

¹ FCA “Market Study: Investment and corporate banking market study (Final Report)” October 18, 2016.

² FCA “Wholesale sector competition review 2014-15” February 19, 2015.

³ アセット・マネジメントについて FCA は、2015 年 11 月に調査概要（Terms of Reference）を公表し、2017 年初に最終報告書を公表する予定としている。なお、市場・市場インフラについては、今後の EU 規制導入で状況が変化することに鑑み、現時点では市場調査は実施しないこととしている。

⁴ FCA “Market Study: Investment and corporate banking market study (Interim Report)”, “Discussion Paper: Availability of information in the UK Equity IPO process” April 13, 2015.

⁵ FCA “Consultation Paper: Investment and corporate banking: prohibition of restrictive clauses” October 18, 2016.

本稿では、これら一連の文書で示された、プライマリー市場、即ち、エクイティ・キャピタル・マーケット（ECM）、デット・キャピタル・マーケット（DCM）、M&A、買収ファイナンスに係る FCA の規制・監督の方向性について紹介する。

II プライマリー市場に係る FCA の規制・監督の方向性

ホールセール部門の競争に関する報告書で最大の論点となったクロス・サブダイゼーションについては、特段の措置を講じないこととなった。FCA は元々、クロス・サブダイゼーションの解消策として、プライマリー市場のサービスと、融資やコーポレート・ブローカレッジ⁶との分離や、銀行の融資判断の基準策定などを検討していた。しかし FCA は、市場関係者等からの情報収集の結果、投資銀行業がリレーションシップ・ビジネスであり、他部門の商品・サービスを同一顧客に提供するクロス・セリングとクロス・サブダイゼーションにより、リレーションシップを強化することができるとの結論に至った。また、顧客企業にとっても、①金融業者が当該企業に対する理解を深めることができる、②多様なプロダクト・ラインから選択できるようになる、③複合企業にとっては一つの金融業者と包括的な契約を締結した方が合理的、といったメリットを指摘する。以上から FCA は、ユニバーサル・バンキング及びクロス・サブダイゼーションに伴うマイナス面は、介入的な措置を必要とするほどのものではなく、参入障壁も乗り越えられないものではないと結論している。

以下では、FCA が改善の必要ありと結論した、①顧客企業に対する制約的契約条項、②リーグ・テーブル、③IPO アロケーション、④IPO プロセスを中心に、各々のポイントをまとめる。

1. 顧客企業に対する制約的契約条項の禁止

FCA は、ユニバーサル・バンキング及びクロス・サブダイゼーションそのものに切り込むことは避けることとした一方、ユニバーサル・バンク以外の金融業者による参入・業務拡大の障壁となり得る制約的契約条項については、禁止を提案している。今般の最終報告書で唯一、具体的な規制上の措置が提案されたところである。

FCA が禁止を提案しているのは、金融業者が顧客企業に対し、①最初に拒否する権利（right of first refusal）、②第三者との契約禁止（right to act）、という制約を課す条項である。①は、例えば金融業者 A 社が顧客企業 B 社の増資において引受契約等を締結した場合、B 社が将来、プライマリー市場案件について他の金融業者からオファーを受けたとき、当該オファーの条件で A 社と最初に協議することを求める条項を指す。②は、顧客企業が将来、プライマリー市場案件について他の金融業者からサービスを受けることを禁止する条項を指す。

⁶ 資金調達支援、投資家との仲介、市場における流動性供給等を提供する金融業者。

図表 1 制約的契約条項を巡る金融業界と FCA の見解

| 金融業界の批判 | | FCA の見解 |
|---------------------------------|---|--|
| 制約的契約条項は利用されることの方が少ない | | さほど一般的ではないものの、ほとんどの銀行は契約に挿入しようとしている |
| 顧客企業は交渉によって除外することができる | | 大手企業であれば交渉で除外できるものの、交渉力が弱い顧客企業もいる |
| 実際に執行されることは稀 | | 執行されるケースは少ないものの、顧客企業が契約条項を遵守していることが理由である可能性 |
| 顧客企業のメリット | 手数料の低下と効率的な案件執行に繋がる | 金融業界からその証拠が示されていない |
| | プロジェクトの初期段階で金融業者がリソースを投下するインセンティブが生じる | 金融業者はリレーションシップ構築に執行の確実性ではなく、過去のサービスに対する顧客満足度からくる将来案件に依拠すべき |
| | 利益相反が生じる他企業と契約しないこと、付随する機会費用を金融業者が勘案すること | 金融業者自身の利益相反防止ポリシーによって顧客が利益相反の懸念を抱かないようにすべき |
| | 取引の性質上事後のサービスとリンクしているサービスの存在(クロス・サブダイゼーションに基づくサービス提供) | 制約的契約条項がなくとも金融業者はリレーションシップ構築のためにクロス・サブダイゼーションに基づくサービスを提供する |
| | ディスカウント/無料サービスの提供により手数料支払いのタイミングが柔軟になる | 企業からは聞かれない。金融業者は顧客に義務を課すことなくディスカウント/無料サービスを通じて同様の柔軟性を提供することが可能 |
| 未完成案件のコストを金融業者がカバーできる(テールガナー条項) | | 将来のサービスとは無関係。過去サービスのコストをカバーするのであれば別のメカニズムに依拠すべき |

(出所) 前掲注 1 の FCA 資料より野村資本市場研究所作成

他方、②に該当する契約条項であっても、ブリッジ・ローンに付随するものである場合は認めることとしている。これは、ブリッジ・ローンが将来の債券発行等の資金調達を前提に提供されるものであり、ブリッジ・ローンとそうした資金調達が性質上リンクしたものであるためと説明されている。また、「ピッチ（提案書）を出す権利」を契約条項で保証することなど、顧客企業の選択制限に繋がらないものは禁止されない。

制約的契約条項の禁止について、金融業界からは否定的な意見が多かった。制約的契約条項自体、影響の大きいものではない、顧客企業にとってもメリットがある、といった主張であった。それに対して FCA は、顧客の選択肢制限に繋がるなどとして禁止する提案に踏み切った（図表 1）。本件については、最終報告書と同時に公表されたコンサルテーション・ペーパーにて規則案が提示されており、2017 年初の最終化が予定されている。

2. リーグ・テーブルの適正性確保

FCA は、顧客企業向けのピッチ等に利用されるリーグ・テーブルについて、①多くの金融業者は自社が上位に見えるように顧客にリーグ・テーブルをみせ、その作成基準も明確にしていない、②一部の金融業者は採算度外視でリーグ・テーブルの順位を引き上げることを目的とした取引（リーグ・テーブル取引）を実行している、と指摘する。その上で、リーグ・テーブルは、顧客に無視される、あるいは顧客の判断を歪めるものにしかかっていないとする。

金融業界からは、顧客企業はリーグ・テーブルを重視していない、リーグ・テーブル取引を判別するのは困難、といった指摘もあったが、FCA は、リーグ・テーブルが顧客企

業ないしコーポレート・ファイナンス・アドバイザー（後述）による金融業者選定において一定の役割を果たしており、その信頼性を高めることは重要だとして、慣行の是正が必要だとする。

まず①について FCA は、規制上の措置よりも業界主導でガイドラインを策定することが望ましいとし、英国銀行協会（BBA）と欧州金融市場協会（AFME）にその役割を委ねている。FCA は、銀行が要件を理解できるだけの詳細さと、顧客に合わせたプレゼンテーションを可能とするための柔軟性ととのバランスが重要だとして、BBA と AFME に以下の4点を考慮することを求めている。

- ・ 顧客企業が望む取引と直接関わる基準を用いること。
- ・ 十分な明確性と詳細を以て顧客企業にリーグ・テーブルを提示すること。例えば、顧客企業がリーグ・テーブル提供業者の情報にアクセスできる場合、リーグ・テーブルを再作成できるようにするなど。
- ・ リーグ・テーブル提供業者の連絡先を含めること。それによって、顧客企業が必要に応じて関連情報を入手できるようにする。
- ・ 顧客企業に聞かれたら、金融業者はどの取引がリーグ・テーブルにおいて自社のデータのベースになっているか説明できるようにしておかなければならない。

次に②のリーグ・テーブル取引について FCA は、主要リーグ・テーブル提供業者が取引を認識・計上する基準を調べたところ、ECM ではブロック・トレード、DCM ではミディアム・ターム・ノート（MTN）が、リーグ・テーブル取引として実施される余地があることが判明したという。そこで FCA は、リーグ・テーブル提供業者に対して、金融業者がリーグ・テーブル取引を実行するインセンティブが低下するよう、取引の認識基準の見直しを要請した。また、そうした認識基準の開示等、リーグ・テーブルの透明性向上も要請した⁷。

3. IPO アロケーションにおける収益性の高い投資家偏重の是正

FCA は、IPO アロケーションにおいて、発行体たる顧客企業の利益に関わらず、金融業者がコミッションを多く支払う得意先の機関投資家に IPO 銘柄を優先的に割り当てることについて、利益相反の可能性を指摘する。

FCA 規則では、こうした事態を防止するための規定が既に整備されている。具体的には、FCA 規則の「システム及び統制（SYSC）」において、金融業者は、利益相反防止ポリシー等を通じて顧客と自社間／顧客間の利益相反を特定・管理することや、証券募集に際して発行体たる企業顧客に対する責務を負う（但し、投資家にサービスを提供する責務は不変）ことを明記している。また、2018年1月に適用が予定される第2次金融商品市場指令（Mifid II）の下部規定案においても、証券発行に際しての投資家へのアロケー

⁷ なお、リーグ・テーブルの適正性確保に向けた取り組みについては、実施期限等は示されていない。

ションについて利益相反防止規定が整備されており、アロケーションの見返りに通常より大規模な発注を受けることなどが禁止されている⁸。

金融業者からは、①コミッション額とアロケーションとの相関は、大規模機関投資家が IPO 割当を受けられるだけの規模を有しており、故に取引量が多いことで説明される、②社内ポリシーで IPO アロケーションにおける利益相反の問題に対応している、とのコメントが寄せられた。これに対して FCA は、投資家が受けるアロケーションが投資家の規模に関わらず、金融業者にとって収益源となっている顧客に偏重しているとの調査結果を提示する⁹。また、FCA が調査したうち 90%の金融業者で、社内ポリシーがアロケーションの見返りに優先的な発注を受けることを禁じているにも関わらず、得意先の顧客にアロケーションが偏重しているのは、社内ポリシーを具備しているだけでは不十分ということの証左だとする。

そこで FCA は、Mifid II の適用に向けて、社内ポリシーが現行の SYSC の要件を満たしていない金融業者、アロケーションが実態として得意先の機関投資家に偏重している金融業者について、監督上の取り組みを行うとしている。

4. IPO プロセスの見直し

IPO については、英国における IPO プロセスも焦点になっている。本件については、2016 年 4 月の中間報告書と併せて公表されたディスカッション・ペーパーで主に扱われているが、下記に見る通り、今般公表された最終報告書におけるコーポレート・ファイナンス・アドバイザーの議論も IPO プロセスの議論に併合されることになっている。

FCA が上記ディスカッション・ペーパーで主に問題視しているのは、英国の IPO プロセスにおける目論見書発行のタイミングである。英国の IPO の慣行では、シンジケート行のリサーチ・レポートが発行されてから、潜在的投資家への情報提供が行われる 14 日間前後のブラックアウト期間を経た後、シンジケート行が選定した投資家のみ配布される募集目論見書（pathfinder prospectus）が発行され、そこから 14 日間前後のロードショーとブック・ビルディングの期間を経て、上場日に目論見書が発行される¹⁰。ブラックアウト期間中、他の金融業者のアナリストや独立系リサーチ会社はシンジケート行がアクセスできる発行体の情報にアクセスできない¹¹。そのため投資家にとっては、ブラックアウト期間中、実質的にシンジケート行のリサーチ・レポートでしか発行体の情報を得る

⁸ European Commission, Commission Delegated Regulation (EU) .../... of 25.4.2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive. なお、Mifid II については、神山哲也「第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

⁹ FCA “Occasional Paper 15: Quid pro quo? What factors influence IPO allocations to investors?” October 18, 2016.（中間報告と同時に公表された Occasional Paper をアップデートしたもの）

¹⁰ これは、英国の IPO が私募形態を採るため可能となっている。

¹¹ FCA が調査した 169 件の IPO のうち、IPO 期間中にシンジケート行以外からのレポートが発行されたのは 1 件のみであった。

ことができず、また、そのリサーチ・レポートも、発行体を高く評価するバイアスが掛かる可能性があるとして FCA は指摘する。

金融業界からは、法的リスクと規制遵守のためにブラックアウト期間が必要との声が挙げられている。しかし FCA は、投資家が IPO プロセス中に目論見書にアクセスできないという事実そのものが問題だとした上で、これまで業界主導の解決策が講じられてこなかったため、規制上の介入が必要だとする。そこで FCA は、目論見書とシンジケート行のリサーチ・レポートとの順番の見直し、シンジケート行以外のアナリストによる発行体へのアクセスの容認を柱として、ディスカッション・ペーパーで以下の 3 モデルを提示する。

- ① 目論見書発行後、シンジケート行のリサーチ・レポート発行までに 7 日間のブラックアウト期間を設定する。
- ② 上記①に加えて、上場発表前の発行体によるアナリスト向けプレゼンテーションをシンジケート行以外のアナリストに開放することを義務付ける。
- ③ 上記②後段に加えて、発行体によるアナリスト向けプレゼンテーションを上場発表前に実施することを禁止する（①②のようなりサーチ・レポートの強制ブラックアウト期間はなし）。

FCA は、ディスカッション・ペーパーに寄せられた意見を参考にしつつ、2016 年末から 2017 年初の間に規則案を含むコンサルテーション・ペーパーを公表する予定である。

FCA はまた、今般公表した最終報告書において、コーポレート・ファイナンス・アドバイザーの役割についても取り上げている。コーポレート・ファイナンス・アドバイザーとは、シンジケート行と異なり引受や募集はせず、シンジケート行の選定やシンジケート行のアロケーション案の評価などについて発行体にアドバイスを提供する機関を指す。2010 年頃から英国 IPO で利用されることが増加したが、顧客企業との利益相反等を懸念する声も上げられていた。

そこで FCA は、コーポレート・ファイナンス・アドバイザーについて、①シンジケート行の選定、②フィー体系と透明性、③シンジケート行のアナリストへの影響、の 3 点について調査を実施した。その結果、①については特定の金融業者へのバイアスが観察されなかったこと、②についてはフィーが IPO 価格とリンクされていないことなどから、規制上の措置は見送ることとされた。他方、③について FCA は、コーポレート・ファイナンス・アドバイザーがシンジケート行選定について発行体にアドバイスする際、発行体に有利な見解を示すアナリストを抱える金融業者を推奨する懸念があり、2016 年末から 2017 年初に公表予定の IPO プロセスに関するコンサルテーション・ペーパーで取り扱うこととしている。

5. FCA が規制対応を見送った事項／参入障壁とイノベーション

FCA は、①プライマリー市場サービスの提供者のアベイラビリティ、②サービスの範囲とフィーに関する透明性、③シンジケーション、④金融業者間のレシプロシティ、についても検討したが、現状では規制上の措置を施すほどの問題はないとしている。①についてはあらゆる分野・規模の企業であっても十分な金融業者の選択肢があること、②については十分に開示されていること、③については大規模シンジケートが必ずしも高いフィーに結びつかず、シンジケート結成も発行体が主導していること、④についてはレシプロシティの対象とならない金融業者もマンドートを獲得していること、を理由としている。

FCA はまた、ECM・DCM 市場で拡大している業者が既存業者であることが多いことから、参入障壁についても検討した。ここでも、市中協議で新たな参入障壁が提示されなかったことなどから、規制上の対応策は採られないこととなった。一方、FCA は、プライマリー市場におけるイノベーションと参入障壁について調査したところ、フィンテックによるプライマリー市場サービスにおけるイノベーションが増加しており、また、彼らが参入障壁を感じていない点を指摘する（図表 2）。但し、彼らがプライマリー市場における既存金融業者のビジネスを根底から覆すものにはなっていないとも指摘している。

図表 2 プライマリー市場に係るイノベーションの事例

| イノベーションの類型 | 具体例 |
|---|---|
| 私募発行のオンライン・プラットフォーム。 発行体が私募債の規模、条件、満期を直接投資家に提示できる。銀行に取って代わることを目指すのではなく、銀行が自由に参加できる。 | <ul style="list-style-type: none"> ・Origin: 英国創業のオンライン・プラットフォーム提供者。発行体がディーラー向けに新規の私募発行オファリングを提示することで、債券発行プロセスを合理化。 ・CMDportal: 債券・短期市場プロフェッショナルのための大規模な共同市場データ・ネットワーク。2016年4月、私募債・短期市場の資金調達機会への取引前アクセスを発行体とディーラーに提供するグローバル・プラットフォームの構築を発表。 ・ロンドン証券取引所: 2016年7月、ロンドン証券取引所のELITEネットワーク会員の民間企業と投資家を適合させる私募発行プラットフォームを発表。 |
| 個人投資家にIPOへのアクセスを可能にするイノベーション。 個人投資家は伝統的に英国IPO案件に投資できなかったが、いくつかのテクノロジー会社が個人投資家によるIPOアクセスを可能にするツールを開発。 | <ul style="list-style-type: none"> ・SyndicateRoom: 英国のオンライン投資プラットフォーム。洗練された富裕層の個人投資家にIPOアクセスを可能にする。IPOアロケーションはシンジケート行が担当し、同社は関わらない。 ・OnMarketBookBuilds: オーストラリア証券取引所との合併事業を持つオーストラリアの会社。IPO銘柄に個人投資家が直接入札し、比例配分するアプリを開発。 |
| ブックビルディングを含むIPOプロセスの向上を目的としたITソリューション。 多数の銀行やアドバイザーが同時にオーダーブックにアクセスするため、新規発行銘柄の発注はマニュアル作業で時間がかかり、エラー発生之余地がある。多様なプロバイダーがこうした非効率性を解消するためのソリューションを開発。 | <ul style="list-style-type: none"> ・FIX Trading Communityが牽引し、ITベンダーのIpreoとDealogicが開発している業界イニシアチブがある。Dealogicは、新規発行に際してシンジケート・メンバーが共有するオーダーブックに投資家が直接電子注文できるソリューションを開発中。Ipreoはフィックスインカムとエクイティにおいて投資家が案件情報をシンジケート・メンバーから直接受け取り、オーダーブックに直接電子注文できるソリューションを開発中。 ・Issufy: 英国ベンチャー企業。株式発行する企業、アドバイザー会社、機関投資家向けに、IPOディストリビューション・プロセスを支援するプラットフォームを開発。 |
| ブロックチェーンを活用したITソリューション。 ブロックチェーンは新規発行プロセスにおける清算・決済等の簡素化を実現し得る技術。CCP(中央清算機関)を非常に安全で低コストなDLT(分散型台帳技術)で代替する可能性を秘めるが、DLTを活用したソリューションは未だ初期段階。 | <ul style="list-style-type: none"> ・FinclusionSystems: BSP(ブロックチェーン・サービス・プラットフォーム)プロバイダー・サービスを提供。HIV治療・癌免疫療法に係る研究開発の資金調達を目的とする。研究開発資金を透明・効率的に配分するべく、新規発行の清算・決済でDLTを活用する。また、ブロックチェーンの利点の一つに、個人投資家によるソーシャル・インパクト・ボンドへの小口投資を実現できることがある。 ・Nivaura: 条件のコーディネーション、ドキュメント構築、カスタディなどプライマリー市場における調達とそのアドミニストレーションを合理化するためにワークフローの自動化とDLTを活用するベンチャー。 |

(出所) 前掲注 1 の FCA 資料より野村資本市場研究所作成

III FCA の最終報告書に対する評価

FCA が市場調査から打ち出した規制・監督の方向性については、全体的に、当初金融業界が恐れていたほどのインパクトはないものと市場参加者に評価されている。特に、クロス・サブダイゼーションに制限を設けることで、ユニバーサル・バンキングのビジネス・モデルに制約が課されることがなかった点が大きい¹²。あるいは、最終報告書がリーグ・テーブルという誰も問題視してこなかった点を殊更に取り上げ、唯一の目に見える成果が発行体から重視されず、執行されることも少ない制約的契約条項であったことから、そもそも FCA は投資銀行及びコーポレート・バンキング市場で問題らしい問題を見つけられなかった、とする見解もある¹³。総論としては、FCA が投資銀行業への介入的施策について謙抑的な方向性を示したものと評価されているようである。

個別事項について見ると、まず、制約的契約条項の禁止とリーグ・テーブルの問題は、上記のようにそもそも重要ではないという見方も多いことに加えて、前者についてはブリッジ・ローンの適用除外など実態に即した対応がなされ、後者についても業界団体に委ねられたことから、実務に深刻な支障を来す可能性は低いと指摘されている¹⁴。また、IPO プロセスについては今後規則案が公表される予定であるため現時点では評価が難しい。その中で、IPO アロケーションについては、監督上の対応のあり方次第で影響が大きくなる可能性もあり、英国金融業界では注目されているようである¹⁵。今後、IPO プロセスに関する規則案と IPO アロケーションに係る FCA の監督姿勢が一つの注目点となろう。

¹² “Regulator clamps down on banks’ effort to manipulate league tables” *Financial Times*, October 19, 2016.

¹³ “Breakingviews - UK watchdog falls for its own league-table spin” *Reuters*, October 19, 2016.

¹⁴ 前掲注 13 記事、“Let the jelly nailing begin” *Financial Times*, October 18, 2016

¹⁵ “FCA to reform ‘skewed’ IPO placings” *Citywire*, October 18, 2016.