

## ベター・レギュレーション

## —英仏金融監督当局におけるより良い規制環境の模索—

小立 敬

## ■ 要 約 ■

1. わが国の金融・資本市場、東京市場の国際化の議論が様々な場で行われている。その中の一つの論点として、わが国の金融・証券規制に関する「ベター・レギュレーション」や「プリンシプル・ベース」の規制・監督の枠組みに関する議論がある。
2. ベター・レギュレーションとは、より良い規制環境づくりを目指す政策方針である。これに関して先進的な取り組みを行っている英国金融サービス機構（FSA）では、①効率的で秩序ある公正な市場の推進、②リテール投資家の公正な取引実現のための支援、③FSAの業務能力と効率性の向上という三つの戦略目標を掲げ、その目標の下で具体的な取り組みを行っている。また、FSAでは、詳細なルールに基づくルール・ベースから金融サービス業者が業務を行う上で守るべきプリンシプル（原則）を重視するプリンシプル・ベースの規制体系への移行が実際に行われつつある。
3. また、フランスでもベター・レギュレーションが具体的な政策として始動しており、証券・市場規制を所管する金融市場機構（AMF）は、ベター・レギュレーションについて自ら原則を掲げ、ベター・レギュレーションの方向性を明確に打ち出している。
4. ベター・レギュレーションのあり方は国や地域によって様々であると考えられるが、規制の均整（Proportionality）、つまりコスト・ベネフィットの考え方がその根底に流れていること、規制当局による明確なコミットメントとその実行というプロセスが推進力となっていることがベター・レギュレーションの共通点として見出される。また、プリンシプル・ベースのアプローチは、金融サービス業者のビジネス・プリンシプルに対する深い理解とそれに基づく自主的な対応を前提とすることが重要な点であるように思われる。わが国においても、金融サービス業者の職業倫理の確立などの議論もあり、適切な投資家保護のあり方を模索する上で十分に検討すべきアプローチと考えられる。

## I はじめに

わが国の金融・資本市場、東京市場の国際化の議論が盛んである。経済財政諮問会議では、「金融・資本市場ワーキンググループ」が設置され、金融庁長官の諮問機関である金融審議会には、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」が設けられている。日本証券業協会においても「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」が設けられるなど様々な場で議論が行われている。

こうした国際化の議論の一つの論点として、わが国の金融・証券規制のあり方が問われている。すなわち、より良い規制環境づくりを目指す「ベター・レギュレーション (Better Regulation)」のあり方、あるいは金融サービス業者が業務を行う上で遵守すべきプリンシプル (原則) を重視する「プリンシプル・ベース (Principles-based)」の規制・監督の枠組みに関する議論である。

例えば、金融審議会のスタディグループが 2007 年 6 月に公表した中間論点整理 (第一次) では、国際金融センター間の競争がグローバルに激化する状況にあるという現状認識を示した上で、「市場の優位性や国際的な競争力を決定する要因として、とりわけ、規制環境が極めて重要な要素となりつつあるとの認識が一層深まっている」と述べている。その上で、「各国においては、より良い規制環境の構築 (ベターレギュレーション) を模索する動きが見られる」として、「ベター・レギュレーション」に言及しながら、さらに「規制当局は、我が国金融・資本市場の国際的な魅力を高めるため、民間の活力を活かすような、より良い規制環境の構築に取り組む必要がある」としている。

また、経済財政諮問会議のワーキンググループが 2007 年 4 月に公表した第一次報告では、「形式的な法運用により、実質的な法目的の達成が損なわれることのないように、規制の目的や方向性を打ち出すことを目指すプリンシプル (原則) を明確化し、ルールに基づく規制・監督が形式的な法運用に流れる場合には、プリンシプルに立ち返ることで法目的を確実に捉えうるような規制体系を目指すべきである」としてプリンシプル・ベースの規制体系への移行の可能性を示唆している。

これらの動きを見ると、わが国においても国際競争力の強化という文脈において、金融・証券規制のあり方として、日本版ベター・レギュレーションやプリンシプル・ベースの規制・監督の枠組みを本格的に検討する時期に入ってきたということであろう。本稿では、ベター・レギュレーションやプリンシプル・ベースの規制の取り組みの代表例として、先進的な英国の取り組み、英国と比較するとベター・レギュレーションの取り組みは端緒についたところと言えるフランスの取り組みについて概観する。

## II ベター・レギュレーションとは

### 1. ベター・レギュレーションの始まり

ベター・レギュレーションとは、より良い規制環境づくりを目的とする政策方針であり、主として欧州で議論されてきた考え方である。その政策の対象は、金融・証券規制の分野に限らず、交通、環境、食品、農業、医療、産業、社会保障、雇用、教育、税制などあらゆる規制分野に及んでいる。

欧州におけるベター・レギュレーションの取り組みは、90年代後半に遡ることができる。ベター・レギュレーションに関して先進的な取り組みを行っている英国では、1997年にブレア労働党政権が成立し、その取り組みが始まった。ブレア政権は、保守党政権下で内閣府に設置された規制緩和室（Deregulation Unit）をベター・レギュレーション室（Better Regulation Unit）に改組し、また、政府から独立して政策提言を行う組織としてベター・レギュレーション・タスクフォース（Better Regulation Task Force）を設置した<sup>1</sup>。保守党政権においては過剰な規制による負担を軽減するための規制緩和が政策の中心であったが、労働党政権では、単に規制を緩和するという目的のみならず、規制環境をより良いものにしようとする狙いが加えられたのである。1998年にはベター・レギュレーションに関する原則（Principles of Good Regulation）として、①透明性（Transparent）、②説明責任（Accountable）、③規制目標の明確さ（Targeting）、④一貫性（Consistency）、⑤均整のとれた規制（Proportionality）が掲げられた<sup>2</sup>。これらの原則は、現在でもベター・レギュレーションの基本方針に据えられている。

一方、欧州全体としての取り組みを見ると、2003年9月、法案策定についてより簡潔かつ明瞭で一貫性の高いものとし、法制化プロセスの透明性を一層高めるための方針（Better Law-making）に関して、欧州議会、欧州理事会、欧州委員会が合意文書を交わしている<sup>3</sup>。また、2005年12月には、欧州委員会が公表したEUの金融サービスに関する政策方針について述べた白書において、ベター・レギュレーションの方針が掲げられた<sup>4</sup>。すなわち、EUの金融サービス分野におけるベター・レギュレーションとして、①規制導入の際には開かれた透明性の高い市中協議プロセスを経ること、②規制インパクト評価を行うこと、③規制導入後の評価を行うこと、④EU法の国内法化を適切に進めること、⑤

<sup>1</sup> 現在、内閣府に規制改善実施局（Better Regulation Executive）が置かれ、政府部門全般にわたってベター・レギュレーションを推進している。また、政府、業界その他利害関係者から独立した政策提言機関としてベター・レギュレーション委員会（Better Regulation Commission）が設けられるなど、英国では国を挙げた取り組みが行われている。

<sup>2</sup> 同年、規制の導入に際してその影響を評価する規制インパクト評価（Regulatory Impact Assessment）を行うことも義務づけられている。これは、法令・規則を新たに制定したり改正したりする際に、それによってもたらされる社会的な便益とリスクやコストを事前に評価して比較することによって、規制導入に伴う負担の増加や競争力の低下などを踏まえてその導入方法を合理的に選択する方法である。

<sup>3</sup> Council of the European Union, *Interinstitutional Agreement on Better Law-making*, September 2003.

<sup>4</sup> Commission of the European Communities, *White Paper : Financial Service Policy 2005-2010*, COM(2005)final, December 2005.

EU 法の国内法化に当たって規制は簡潔で明瞭なものとする事、⑥金融教育の推進や裁判外紛争処理における利便性の向上、⑦金融サービス政策と消費者保護や契約法、競争政策などその他の政策分野との協調などを掲げている。

ベター・レギュレーションは、このように欧州においては一般的な政策方針となりつつあると言えよう。

## 2. 金融・証券規制のベター・レギュレーション

### 1) 金融監督当局のコミットメント

金融・証券規制におけるベター・レギュレーションという観点で見ると、後述のとおり、英国金融サービス機構（FSA）は、ベター・レギュレーションに関する中長期的な戦略的目標、その目標に沿った短期的な施策とその実施スケジュールを明らかにしている。また、フランスでは、証券・市場規制を所管する金融市場庁（AMF）が、ベター・レギュレーションを推進することを宣言し、ベター・レギュレーションを行っていく際の原則および施策の方向性を明らかにしている。

すなわち、英仏金融監督当局のベター・レギュレーション政策は、まず、ベター・レギュレーションを推進することを宣言したり、その取り組み姿勢を明確にしていることが特徴である。その上で、ベター・レギュレーションを推進する際の基本的な目標や目的、方針など政策の方向性を明らかにし、さらにそれに沿った具体的な取り組みを提示している。つまり、規制当局がベター・レギュレーションの推進について明確にコミットしていると言えよう。

### 2) ルール・ベース対プリンシプル・ベース

また、ベター・レギュレーションの議論における重要な論点として、プリンシプル・ベースの規制か、詳細な規則やルールに基づくルール・ベースの規制かという規制の枠組みに関する議論がある。プリンシプル・ベースの規制とは、規制当局が金融サービス業者に対して業務を行う上で守らなければならないプリンシプル（原則）を示し、金融サービス業者はプリンシプルに違反することのないよう自らの裁量に基づいて業務を行うという規制・監督のあり方である。主に FSA が指向しているアプローチである。

プリンシプル・ベースとルール・ベースのアプローチの違いについて整理すると、まず、ルール・ベースの規制においては、ルールによって何が違法行為として禁止されているのが明白であるため、金融サービス業者にとっては予見可能性が高いという点が指摘できる。また、金融サービス業者が規制への対応を考えるに当たって、ルールが詳細に定められていればそのルールに照らして行動すればよく、自らの裁量の判断を用いて対応する必要はほとんどない。

一方、プリンシプル・ベースは、詳細なルールではなく、金融サービス業者が業務

を行う上で遵守すべき基本的な行為原則を重視するアプローチである。プリンシプルは包括的な規定であるため、規制の予見可能性という点ではルール・ベースに劣る。しかしながら、あらかじめ詳細に規定されているルールは、市場環境の変化や金融イノベーションが生じるとそのルールを構成する要件から外れてしまうなど、かえって十分な対応ができない可能性がある一方、プリンシプルは包括的な規定であるため、市場の変化やイノベーションが生じても適切に対応できることが期待される。さらに、ルール・ベースは、規制当局や金融サービス業者がルールの文言の解釈に固執し形式的なルールの運用が行われれば、規制本来の目的が達成されなくなるおそれがある。それに対して、プリンシプル・ベースは包括的なプリンシプルによって規制本来の目的を達成することが可能だろう<sup>5</sup>。

ただし、実際に規制の枠組みを構築する際には、プリンシプル・ベースとルール・ベースを二者択一的に選ぶということでは必ずしもない。プリンシプルとルールのどちらを重視した規制の体系を構築するかという規制・監督者のスタンスの問題である。実際にプリンシプル・ベースの規制体系への移行を図っている FSA は、プリンシプル・ベースを推進するとはいえ現実には両者が複合した規制の体系になるとしている。

### III 金融サービス機構（FSA）の取り組み

#### 1. FSA のベター・レギュレーション

##### 1) ベター・レギュレーションを支える原則

英国金融サービス機構（FSA）は、それまで複数の規制機関に分かれていた銀行、証券会社、保険会社などに対する監督権限を統合し、金融サービス業に関する横断的、包括的な金融監督当局として 2000 年に発足した。FSA は、2000 年金融サービス市場法<sup>6</sup>（FSMA）を設立根拠としており、FSMA は、FSA の法的な目的として、①市場の信頼性（Market confidence）——金融システムの信頼性の維持、②公衆の啓蒙（Public awareness）——金融システムに関する公衆の理解の促進、③消費者保護（Consumer protection）——適切な消費者保護の確保、④金融犯罪の削減（Reduction of financial crime）——金融犯罪の目的で金融サービスが利用される可能性を低減させること、を定めている。

さらに FSMA は、FSA が規則を制定したり政策を決定したりする際にこれら四つ

<sup>5</sup> 金融審議会の中間論点整理では、プリンシプル・ベースとルール・ベースについて、「一般に、ルール・ベースのアプローチは、詳細なルールを設定することにより、規制に対する市場参加者の予見可能性を向上させることを眼目とする一方、プリンシプル・ベースのアプローチは、重要な原則を示した上で、これらの原則の遵守を求めることにより、経営の自由度を確保し、市場参加者の自主的な取組みの促進を図ることを眼目とする」と整理している。

<sup>6</sup> Financial Services and Markets Act 2000.

の目的に適うよう FSA が守るべき規制・監督に関する原則 (Principles of Good Regulation) を求めている<sup>7</sup>。すなわち、①効率性と経済性 (Efficiency and Economy) ——FSA の経営資源は最も経済的で効率的な方法によって使われなければならないこと、②経営の役割 (Role of Management) ——規制業者の経営の責任を求めること、③均整のとれた規制 (Proportionality) ——FSA が金融業界に課す制限はそこから得られる利益と均整のとれたものであること、④革新性 (Innovation) ——イノベーションを促進すること、⑤国際性 (International character) ——金融サービスの国際性や英国の競争力を維持すること、⑥競争力 (Competition) ——FSA の規制・監督が競争力に与える負の影響を最小限にし、規制業者の競争を支援すること、である。

これらの原則は、いずれも FSA がより望ましい金融サービス規制の環境づくりを促すものである。その意味では、現在の FSA のベター・レギュレーションの動きはこれらの原則と整合的であり、むしろ FSA の取り組みを力強く後押ししていると考えられる。また、規制のコスト・ベネフィットの観点がこれらの原則から明確に読み取れること<sup>8</sup>、さらに、FSA が英国における金融サービスの国際性や自国の競争力の維持に対して法的な責任を負っていることは、規制当局が負う法的責任として興味深く捉えられる。

## 2) ベター・レギュレーションの戦略目標

FSMA に規定される FSA の法的目的や FSA の規制・監督に関する原則を背景に、FSA は組織発足の当初から金融サービス規制の改善に取り組んできた。さらに、ここ数年は、金融サービス規制を向上する政策としてベター・レギュレーションの考え方をより前面に打ち出すようになってきている。

金融サービス規制を向上しようとする考え方の背景には、規制のコストの問題がある。例えば、FSMA の規定に基づき FSA から独立して設置されている実務者パネル (Financial Services Practitioner Panel) が規制業者に対して行った 2006 年の調査では、回答を行った 4,071 社のうち 57% の業者がコンプライアンス費用は過大であると回答している<sup>9</sup>。特にリテール業務に携わっている業者の見方は厳しく、63% の業者はコンプライアンス費用が過大であるとし、85% の業者は今後もコンプライアンスの費用はさらに上がると予想している。

FSA は、2005 年 12 月にベター・レギュレーション・アクション・プラン (Better Regulation Action Plan) と題するレポートを公表した。このレポートは、①効率的で秩序ある公正な市場の推進、②リテール投資家の公正な取引実現のための支援、③

<sup>7</sup> FSA ホームページ (<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/Aims/Principles/index.shtml>) 参照。

<sup>8</sup> FSA は、FSMA の規定によって規則を制定する際に事前にコスト・ベネフィット分析を行うことが義務づけられている。ベター・レギュレーションにおいてはコスト・ベネフィット分析の手法も大きな論点であるが、本稿ではコスト・ベネフィット分析の方法論については取り上げないこととする。

<sup>9</sup> The Financial Services Practitioner Panel, *Forth Survey of the FSA's Regulatory Performance, November 2006* ([http://www.fs-pp.org.uk/documents/PP\\_Survey\\_301106.pdf](http://www.fs-pp.org.uk/documents/PP_Survey_301106.pdf) より入手可能)。この調査は FSA の規制を受ける業者を対象にして 2 年ごとに実施されている。

図表 1 ベター・レギュレーションの戦略的目標

|  |
|--|
| ■ 効率的で秩序ある公正な市場の推進   |
| ① 業者は財務的に健全で適切に経営管理がされていること                                |
| ② 業者と他の利害関係者は、それぞれの責任を自覚し、金融犯罪に関与するリスク、市場行為から生じるリスクを削減すること |
| ③ 金融市場は、効率的で回復力があり国際的に見て魅力を有していること                         |
| ■ リテール投資家の公正な取引実現のための支援                                    |
| ④ 顧客が、業界およびFSAから明瞭で、簡潔で適切な情報を得てそれを利用すること                   |
| ⑤ 業者と取引を行う際、顧客が自らの責任を果たす能力と自信を有すること                        |
| ⑥ 業者は、顧客を公正に取り扱い顧客のニーズに応えるようにすること                          |
| ■ FSAの業務能力と効率性の向上  |
| ⑦ FSAは、専門的で公正で効率的で共に業務がしやすい組織であること                         |
| ⑧ FSAは、FSAの法的な目的にとってリスクとなるものを識別し、管理することに効果的な力を発揮すること       |
| ⑨ 規制・監督のコストとベネフィットは、均整のとれたものであること                          |

(出所) FSA, *Principle-based regulation* より野村資本市場研究所作成

FSA の業務能力と効率性の向上という FSA が従来から掲げていた三つの戦略目標を改めて示し、それに沿って FSA が行ってきた規制改善の取り組みについて、ベター・レギュレーションというキー・ワードを前面に押し出して、その行動計画書という位置づけで整理されたものである<sup>10</sup>。FSA がベター・レギュレーションの推進を戦略的により鮮明に打ち出すようになった姿勢の現れとも見ることができるだろう。

最近では、FSA の三つの戦略目標の下に、より具体的な目標が設けられ、FSA の目指すベター・レギュレーションの方向性を一層明らかなものにしていく（図表 1）。新たに提示された個々の目標を見ると、規制のコスト・ベネフィットや金融市場の国際競争力という観点が明示的に記述されており、ベター・レギュレーションが前述の FSA の規制・監督に関する原則に沿った政策であることが明らかである。

### 3) 具体的なスケジュールの明示

FSA のベター・レギュレーションは、戦略的な目標を打ち立てそれに対応する具体的な取り組みの実行というかたちで行われている。FSA は、2002 年 1 月に初めてその年の 4 月から翌年 3 月までの年間の業務方針（Business Plan）を公表した。その中で FSA の戦略的な目標として四つの目標が定められた。①消費者はより多くの情報を保有しながら金融取引の選択ができ、より公正な取引が実現されること、②業者とその上級経営職は規制上の義務を理解しその義務に適うこと、③消費者やその他の市場参加者は市場が効率的で秩序があり不正がないことについて信任していること、④適切で均整のとれた効果的な規制の枠組みは、消費者や業者、その他 FSA の利害関係者から信頼されるものであること、である。さらに、業務方針は、このような目標を掲げた上で、それぞれの目標に対応した具体的な取り組みを明らかにした。

その後、2004 年 4 月から 2005 年 3 月の業務方針では、FSA は当初の四つの戦略目標

<sup>10</sup> FSA, *Better Regulation Action Plan : What we have done and what we are doing*, December 2005 ([http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/better\\_regulation.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/better_regulation.pdf) より入手可能)。FSA は、2006 年 6 月にこのレポートの追補版となるレポートも公表している（FSA, *Better Regulation Action Plan : Progress Report*）。

に替えて、FSA が現在掲げている三つの戦略目標を掲げた。さらに、この年の業務方針からは、ベター・レギュレーションの取り組みに関して、四半期ごとに具体的な実施スケジュールを明示したいいわゆる工程表 (Milestone) がつくられている (図表 2)。FSA では、通常、規則を改正したり新たに規則を制定したりする際には、まずディスカッション・ペーパーを公表して市場関係者と意見交換を行い、その上で市中協議ペーパーとして具体的な規則案を公表し意見を求めたうえで、それに対するフィードバックとしてポリシー・ステートメントを発し、最終的に規則を適用するという規則制定プロセスを経る。工程表では、ベター・レギュレーションの個別具体策について、ディスカッション・ペーパーや市中協議ペーパー、ポリシー・ステートメントの公表、そして規則の適用などに関する実施タイミングが明確に示されている。

FSA のベター・レギュレーションは、まずその中長期的な戦略目標を立て、それに沿って短期的な個別施策ごとに実施スケジュールを明示しながら行われており、ベター・レギュレーションに関する規制当局のコミットとその実行というプロセスが確立していると評価することができる。

## 2. FSA のプリンシプル・ベース

### 1) 11 のプリンシプル (Principles for Business)

次に FSA のプリンシプル・ベースについて整理しよう。

FSMA は FSA にプリンシプルやルール、ガイダンスの制定権を与えており、FSA が金融サービス業者に求める具体的なプリンシプル、ルール、ガイダンスは、「FSA ハンドブック」という規則集に定められている。この規則集一つで、国際投資銀行からリテール金融を手掛ける業者まで、数にして約 2 万 7,000 の業者に対応している。FSA ハンドブックは、まず FSA が規制の対象とするすべての金融サービス業者に対して適用される原則的で高いレベルの義務 (High-level Standard) として、業務を行う上での 11 のプリンシプル (Principles for Business) を定めている。それは、以下のとおりである。

- ① 業者は誠実性をもって業務を遂行しなければならない
- ② 業者は適正な技能、注意、努力をもって業務を遂行しなければならない
- ③ 業者は十分なリスク管理態勢を有し、合理的な注意をもって自らの業務を責任あるかたちで効果的に組織化し、制御しなければならない
- ④ 業者は十分な財政資源を維持しなければならない
- ⑤ 業者は市場における行為について適切な基準を遵守しなければならない
- ⑥ 業者は顧客の利益を適正に考慮し、顧客を公正に取扱わなければならない
- ⑦ 業者は顧客の情報ニーズを適正に考慮し、明瞭、公正、誤解を招かない方法で顧客に情報を伝達しなければならない
- ⑧ 業者は自身と顧客との間、顧客同士の間における利益相反を公正に管理しなけれ

図表2 ベター・レギュレーションの工程表 (Milestones for 2007/08)

■ 効率的で秩序ある公正な市場の推進 ■

|                            | 2007年第1四半期   | 2007年第2四半期      | 2007年第3四半期     | 2007年第4四半期                      | 2008年第1四半期 |
|----------------------------|--------------|-----------------|----------------|---------------------------------|------------|
| 金融商品市場指令(MiFID)            | ポリシー・ステートメント |                 |                | 適用                              |            |
| MiFID関連以外の業務行為規則(COB)      |              | コンサルテーション・ペーパー  |                | ポリシー・ステートメント                    |            |
| COB改正 (NEWCOB)             |              | コンサルテーション・ペーパー  |                | 適用                              |            |
| 資本要件指令(CRD)                | バーゼルIIの適用    |                 |                |                                 | 適用         |
| 銀行による保険会社への出資の取扱い<br>資本の定義 |              |                 |                | コンサルテーション・ペーパー<br>ディスカッション・ペーパー |            |
| コモディティ・デリバティブの規制見直し        |              |                 |                | ディスカッション・ペーパー                   |            |
| 透明性指令                      | 適用           |                 |                |                                 |            |
| 国際財務報告基準                   |              |                 |                | コンサルテーション・ペーパー                  |            |
| 差額決済取引(CFD)                |              |                 | 調査研究の公表        |                                 |            |
| 単独またはグループ資本の要件             | レビュー開始       |                 | 調査研究の公表        |                                 |            |
| 集団投資スキームの単一・二重価格方式<br>保険   | 適用           |                 |                |                                 |            |
| 委託手数料の開示(法人向け保険契約)         | レビュー開始       |                 |                | 調査研究の公表                         |            |
| 顧客資金のレビュー                  | 調査研究の発表      |                 |                |                                 |            |
| 資本市場と取引所                   |              |                 |                |                                 |            |
| プライベート・エクイティ               |              | フィードバック・ステートメント |                |                                 |            |
| 取引所・清算機関                   |              | コンサルテーション・ペーパー  |                | フィードバック・ステートメント                 |            |
| 投資会社における上場規則               |              | ポリシー・ステートメント    | 適用             |                                 |            |
| 上場規則                       |              | ポリシー・ステートメント    |                |                                 |            |
| コモディティ市場                   | オケージョナル・ペーパー |                 |                |                                 |            |
| 監督手法における監査人の利用             |              |                 | コンサルテーション・ペーパー |                                 |            |
| 金融システムの安定                  |              |                 |                |                                 |            |
| 市場規模での行使                   | ワークショップ      |                 |                |                                 |            |
| 弾力性のベンチマーク                 |              |                 | 調査再実施          | 調査研究の公表                         |            |
| 金融犯罪                       |              |                 |                |                                 |            |
| 調査                         | 調査結果         |                 |                |                                 |            |
| 第三次マネーロンダリング指令             |              |                 |                | 適用                              |            |

■ リテール投資家の公正な取引実現のための支援 ■

|                               | 2007年第1四半期     | 2007年第2四半期     | 2007年第3四半期               | 2007年第4四半期     | 2008年第1四半期     |
|-------------------------------|----------------|----------------|--------------------------|----------------|----------------|
| リテール・ディストリビューション・レビュー         |                | ディスカッション・ペーパー  |                          |                |                |
| ラップ口座のプラットフォーム                |                | ディスカッション・ペーパー  |                          |                |                |
| 能力が高く、自信のある顧客                 |                |                |                          |                |                |
| 「ラーニング・マネー・マター」プログラム          |                |                |                          | 目標達成           |                |
| 「マネー・ドクター」ツールキット              |                |                |                          | 目標達成           |                |
| 若手従業員向け研修                     |                |                |                          | 目標達成           |                |
| 「お金を最大限に活用するために」              |                |                |                          | 目標達成           |                |
| 明瞭かつ簡潔なわかりやすい情報               |                |                |                          |                |                |
| 広告キャンペーン                      | 保険             |                | ウェブサイト「マネー・メイド・クリア」の広報活動 |                |                |
| 販売時点情報とその開示                   |                |                | グッド・プラクティス事例出版           |                |                |
| 顧客本位原則(TCF)                   |                |                |                          |                |                |
| 製造・販売の責任に係るステートメント            |                | 報告書の公表         |                          |                |                |
| 業者におけるTCFの遵守                  | 締切             | 調査研究の公表        |                          |                |                |
| TCFのコオペレート・カルチャー              |                |                | グッド・プラクティス事例出版           |                |                |
| 顧客にとっての結果(Outcomes)の進展        |                |                |                          | 中間報告           |                |
| 年記顧客のニーズへの対応                  |                |                |                          | 調査研究の公表        |                |
| 個人投資会社の資本要件                   |                |                |                          |                | コンサルテーション・ペーパー |
| 業務行為規制(COB)                   |                |                |                          |                |                |
| MiFIDのCOB要件                   | ポリシー・ステートメント   |                |                          |                |                |
| COB改正(NEWCOB)                 |                | ポリシー・ステートメント   |                          | 適用             |                |
| モーゲージ                         |                |                |                          |                |                |
| 経済的余力                         |                | 調査研究の発表        |                          |                |                |
| ホーム・リノベーションと住宅購入プラン           |                | 適用             |                          |                |                |
| 効率性のレビュー                      |                | レビュー開始         |                          |                | 調査研究の発表        |
| 金融アドバイス                       |                |                |                          |                |                |
| デボラリゼーション(脱二極化)               |                |                |                          | コンサルテーション・ペーパー |                |
| 適合性のメニューと規則のメリット              |                | 結果報告           |                          |                |                |
| 標準的なアドバイスの仕組み                 |                | レビュー開始         |                          |                |                |
| 保険                            |                |                |                          |                |                |
| 一般的な保険に対するCOBの見直し             | レポート発表         | コンサルテーション・ペーパー |                          | ポリシー・ステートメント   |                |
| PPI(年金政策研究所)の研究結果             |                |                | 調査研究の公表                  |                |                |
| 資産運用                          |                |                |                          |                |                |
| 規制を受けない集団投資スキーム               | コンサルテーション・ペーパー |                |                          |                |                |
| 年金                            |                |                |                          |                |                |
| 自己投資型個人年金(SIPPs)              |                | 適用             |                          |                |                |
| 付加年金(S2P)                     |                | 調査研究の公表        |                          |                |                |
| 金融サービス補償スキーム(FSCS)の財務<br>レビュー | コンサルテーション・ペーパー |                |                          | ポリシー・ステートメント   |                |
| その他FSAハンドブックのレビュー             |                |                |                          |                |                |
| 顧客資産ソースブック                    |                |                | レビュー開始                   |                | コンサルテーション・ペーパー |
| 認可者に対する規制                     | ポリシー・ステートメント   |                |                          | 適用             |                |
| 研修・適性ソースブック                   | コンサルテーション・ペーパー |                | ポリシー・ステートメント             | 適用             |                |
| エンフォースメント、意思決定マニュアル           | コンサルテーション・ペーパー | ポリシー・ステートメント   |                          |                |                |

■ FSAの業務能力と効率性の向上 ■

|                      | 2007年第1四半期     | 2007年第2四半期     | 2007年第3四半期     | 2007年第4四半期   | 2008年第1四半期 |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|------------|
| プリンシプル・ベース・アプローチへの移行 |                | レポート公表、カンファレンス | スタッフ研修開始       |              |            |
| FSA職員                |                |                |                |              |            |
| 大学院プログラム             | 開始             |                | 夏期インターンシップ     | 2007年度生入学    |            |
| 技術インフラ               |                |                |                |              |            |
| ITサポート、メンテナンス        | 外注             |                |                |              |            |
| IT運営の変革              |                |                | 業界標準の実現        |              |            |
| CRD企業による規制報告         | 適用             |                |                |              | 適用         |
| MiFID企業による規制報告       | ポリシー・ステートメント   |                |                |              | 適用         |
| 苦情に対するレビュー           |                |                | コンサルテーション・ペーパー | ポリシー・ステートメント |            |
| コントラクト・センターの改善       |                |                |                |              |            |
| 顧客満足度の調査             |                | 結果公表           |                |              |            |
| 手数料、費用               | コンサルテーション・ペーパー |                |                |              |            |

(出所) FSA, Business Plan 2007/08 より野村資本市場研究所作成

ばならない

- ⑨ 業者はその業者の判断に依拠することとなっているあらゆる顧客に対し、合理的な注意をもって助言および裁量的判断の適合性を確保しなければならない
- ⑩ 業者は自身の責務とされている場合、顧客資産について十分な保護措置を講じなければならない
- ⑪ 業者は規制当局と開かれた協力的な方法で関係しなければならず、FSA が通知されることを合理的に期待する業者に関するあらゆる事項について、FSA に適切に開示しなければならない

これらのプリンシプルは、FSA ハンドブックにおいてその下位に規定されるルールやガイダンスの上位規定として位置づけられるものである。これらのプリンシプルそのものは決して新しいものではなく、FSA 発足前の証券投資委員会（SIB）などの規則などを引き継いだものである。FSA は、金融サービス業者の業務や行為に対して FSA が期待することについて、現在のプリンシプルは極めて明確であるとして、プリンシプルを変えることも追加することもないとしている。かねてより英国の金融サービス規制には、プリンシプル・ベースの文化があり、それを受け入れる土壌があったということであろう。

FSA は、これらの原則に違反が認められると、金融サービス業者としての資質や適格性（Fit and Proper）が問われる重大な問題につながるものと考えており、個々のルールへの抵触が認められなくても、これらのプリンシプルに照らして違法な行為が認められれば制裁措置の発動対象となる。実際に、ルールに抵触していなくても、FSA がプリンシプルに照らして違反と認め、金融サービス業者に制裁を課している事例が見受けられる。

## 2) プリンシプル・ベースに関する FSA の考え方

FSA のベター・レギュレーションの根底にあるのがプリンシプル・ベースの考え方である。FSA は自らが指向するプリンシプル・ベースの規制の枠組みについて、次のように整理している<sup>11</sup>。

### (1) FSA のプリンシプル・ベースの方向性

FSA は、プリンシプル・ベースの規制は、金融規制・監督上の目的を達成する手段として、予見性の高い詳細なルールよりもプリンシプルや高いレベルで求められるルールにより重心を置くことであるとしている。それは、規制のプロセスや手続きの適切性に重点を置くのではなく、規制によって得られる顧客にとっての結果に焦点を当てること（Outcomes-based approach）であると述べている。

ただし、FSA は規制体系をすべてプリンシプル・ベースとするものではないとす

<sup>11</sup> FSA, *Principle-based regulation : Focusing on the outcomes that matter*, April 2007  
(<http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/principles.pdf> より入手可能)

る。例えば、適切な投資家保護、特にリテール顧客に対する投資家保護の観点、あるいはディスクロージャーにおける継続性・比較可能性の観点から詳細なルールを定めることが適切な規制分野、また、金融商品市場指令（MiFID）<sup>12</sup>など EU 指令で国内法化が要求される規則に関しては、引き続き詳細なルールやガイドラインが示されることになる。

したがって、FSA におけるプリンシプル・ベースの推進は、ルールやガイドラインを設けることが適切かつ必要な規制分野を除いて、プリンシプルや高いレベルのルールにより軸足を移して規制の体系を見直していくことと捉えることができる。

## （２）プリンシプル・ベースの狙い

FSA はプリンシプル・ベースの規制に移行する理由として、三つの点を挙げている。第一に、市場環境の変化やイノベーションへの対応である。予見可能なルールに基づく規制の体系は市場環境の変化やイノベーションに対応しにくいいため、必然的に対応が遅れるという問題を指摘している。市場環境が変わりやすい現在のような状況においては、プリンシプル・ベースのほうが変化に適応しやすいとして、市場の変化などに応じて規制が対応できることは投資家の利益につながるものであると評価している。

第二は、詳細なルールは、金融サービス業者にコンプライアンス上のコスト負担を強いることである。予見可能なルールであってもルールが詳細で複雑、多岐にわたる場合には、金融サービス業者の規制対応に大きなコンプライアンス・コストがかかる点を指摘している。特に、詳細で複雑、多岐なルールに対応できる人的・物的（システム等）な経営資源の乏しい中小の業者にとっては対応が困難となろう。

第三の理由は、詳細なルールは、ルールの文言の解釈に固執させてしまうことで金融サービス業者が規制の目的を理解することが妨げられ、規制本来の目的が達成されないという問題である。金融サービス業者がルールの詳細に目を奪われ、機械的適用（いわゆる“Box ticking”）に終始し、規制本来の趣旨が理解されない場合には、規制が生み出す顧客にとっての結果が得られないことになる。

一方、FSA は、プリンシプル・ベースの規制体系へのシフトについて、それによって金融市場はより効率的になり、また、金融サービス業者は投資家のニーズを一層踏まえたかたちで業務を行うことが期待されるとして、市場の信頼性、公衆の啓蒙、消費者保護、金融犯罪の削減という FSA の法的目的にも適うものとしている。

また、プリンシプル・ベースを通じて、金融サービス業者の経営者が自らビジネス・プロセスや経営管理について判断を下すことになるため、ルール・ベースの規制よりも業者側の自主性や柔軟性が増すとしている。それによって、金融サービス業者

<sup>12</sup> 金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive）は、資本市場と金融サービス業者に関する EU 法で、EU 域内国は、2007 年 1 月 31 までの国内法化、2007 年 11 月 1 日の施行が義務付けられている（神山哲也「EU 金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号参照）。

の上級経営職、取締役あるいは株主が経済的な利益を得ることにつながり、さらに効率的でイノベーションが生じやすい市場になることが期待されると評価している。

### (3) FSA の監督のあり方

プリンシプル・ベースのアプローチでは、規制上の要求をどのようにして満たすのかということについて金融サービス業者の上級経営職や取締役会がより大きな責任をもつことになる。そのため、FSA は金融サービス業者の自主的な経営管理を尊重するかたちで規制・監督を行うことになる。

FSA はその規制対象業者に対する監督手法である ARROW (Advanced Risk Responsive Operating Framework) とプリンシプル・ベースのアプローチを連動させるかたちで、業者が適切で十分な経営管理を自ら行うインセンティブを与えようとしている。ARROW とは、FSA が金融サービス業者のリスク評価を個々に行い、それを踏まえたリスク削減プログラム (Risk Mitigation Program) を策定し、経営改善の状況をフォローアップする手法である。この仕組みの中で、FSA は十分に経営管理がされている金融サービス業者には、資本要件を緩和したり、リスク評価の必要頻度を少なくしたり、リスク削減プログラムにおける監督上の措置を緩和するなどの手当てを講じようとしている。

## 3. プリンシプル・ベースへの移行——顧客本位原則における FSA の対応

プリンシプル・ベースのアプローチを重視している具体的な例として、顧客本位原則 (Treating Customer Fairly) が挙げられる<sup>13</sup>。この原則は、金融サービス業者はあらゆる顧客を公正に取り扱わなければならないという考え方であり、前述のプリンシプルにも明示的に掲げられている。近年、FSA はこの顧客本位原則がそれぞれの業者において適切に守られているかという点に注目しており、2007 年の業務方針においても FSA が取り組むべき優先的課題として位置づけられている。

FSA は、この問題に対しては、顧客にとっての結果 (Outcome) を重視するアプローチを採用している。顧客本位原則がもたらす結果とは、以下のものである。

- ① 消費者は、顧客本位原則がコーポレート・カルチャーとして根付いている業者と取引している
- ② リテール市場で販売される金融商品・投資サービスは、ある特定の顧客グループの

<sup>13</sup> FSA がプリンシプル・ベースの規制への移行を進めているものとしては、販売・勧誘に関する規則である COB (Conduct of Business) の見直しも挙げられる。COB は、FSA の規則として制定されてから不適切販売 (Miss-selling) や不適切購入 (Miss-buying) などを防ぐために数々の改定が行われてきた。しかし、それでもなお不適切な事例が多く見られるとして、①規制プロセスよりは結果に重点を置いてより高度な規則を指向し、②規制の体系や表示方法を改善し、③中小の業者の規制による負担を軽減する観点から見直しが行われ、2007 年 5 月に新しい COB (NEWCOB) が策定されている (2007 年 11 月施行)。

ニーズに適合するようにつくられており、対象として相応しい顧客グループに販売されている

- ③ 消費者は、販売前、販売時および販売後において、業者から明瞭な情報を受領し、適切に情報を保有している
- ④ 消費者は、適合性に基ついた投資アドバイスを受けている
- ⑤ 消費者は、業者から望むような金融商品の提供を受け、金融商品の提供に関連して提供されるサービスは、顧客にとって受容可能で顧客が求める水準である
- ⑥ 消費者は、販売後に、金融商品や業者の変更、業者に対する権利の要求やクレームの提示について、業者から合理的な理由なく制限を受けない

FSA は、金融サービス業者に顧客本位原則を求めるに当たって、ルールやガイダンスはかえって業者の自主的な取り組みを制限することになるため、新たにルールを規定することはないとしている。FSA の顧客本位原則のイニシアティブは、業者の上級経営職が自らのように顧客を扱っているかをレビューし、不公正な取り扱いが認められる場合にはそれを自らは是正するような業者の自主的な取り組みを求めるものである。FSA は、金融サービス業者のコーポレート・カルチャーの中に顧客の公正な取り扱いというプリンシプルが自然と溶け込み、期待される顧客にとっての結果が達成されることを狙いとしている。

### III 金融市場機構（AMF）の取り組み

#### 1. フランスにおける金融監督当局の整理・統合

かつてフランスの金融監督当局は、銀行、証券会社、保険会社などの業態別に、さらには、免許交付、業務規制、健全性監督など規制の内容ごとに細かく組織が分かれていた。例えば、証券会社に当たる投資サービス会社やアセット・マネジメント会社に関する監督当局だけでも、①証券取引委員会（COB）——金融商品の安全性の確保や投資家に対する情報提供、市場の安定維持などを所管、②金融市場評議会（CMF）——市場運営に関する一般原則の策定や投資サービス会社など主に市場に関する業者の監視を所管、③財務管理規律評議会（CDGF）——投資信託などアセット・マネジメント業務に対する制裁業務を所管、の三つの組織に分かれていた。また、規制当局が業態・機能ごとに分かれていたため規制のあり方は組織ごとに区々であり、証券・市場規制についても COB、CMF、CDGFによって個々に規則が定められていた。

このようにかつては規制当局が複雑に分化している状況であったが、2003年に金融安全法が成立し、金融監督当局の整理・統合が実現した。証券・市場規制の分野に関しては、COB、CMF、CDGFの三つの機関が統合され、新たに金融市場機構（AMF）が発足した。これにより、証券・市場規制における監督当局はほぼ一元化されたことになる。

AMFはその発足以来、COB、CMF、CDGFとそれぞれに定められていた規則を整理・

一本化することに注力してきたが、その統合作業にほぼ目途がつき、2006年11月にベター・レギュレーションを推進する方針を公表し（Promoting Better Regulation）、新たな取り組みを開始した<sup>14</sup>。

## 2. AMFのベター・レギュレーション

### 1) AMFの規制・監督に関する原則

AMFはベター・レギュレーションの方針の中で、AMFが自ら守るべき10の規制・監督に関する原則（Regulatory principles of the AMF）を掲げている（図表3）。FSAの規制・監督に関する原則と同様に、これらの原則においても、AMFには規制の成果と負担のバランスの取れた対応が求められており、また、レベル・プレイング・フィールド（平等な競争条件）を確保するべく国際競争力の観点が掲げられている点は注目されよう。

### 2) ベター・レギュレーションの具体的な方向性

さらにAMFが示した方針では、AMFの今後のベター・レギュレーションの施策を具体的に掲げ、それに対する自らのコミットメントを明らかにしている。すなわち、①投資家保護に関する規制の最適化、②リテール投資家との対話の改善、③金融サービス業界との関係に関する適切な枠組みの構築、④AMFの規制や手続きにおける規制業者の多様性の受容、⑤AMFの方針に沿った効率性の向上、⑥検査やエンフォースメントの手続きの透明化・効率化、⑦国際的な金融規制分野における建設的な貢献、

図表3 AMFの規制・監督に関する原則（10 Regulatory principles of the AMF）

| ■ 明確で予測可能な規制目的を達成するための規制当局の行動に関する原則                                   |  |
|---|--|
| ① 効率性 (Efficiency)  | AMFの規制・監督上の行動がもたらす影響を分析し、その結果を評価する新たな手法を開発する       |
| ② 規制の均整 (Proportionality)   | AMFが目標とする規制・監督の成果とバランスのとれた対応を行う一方、プロの投資家には自助努力を求める |
| ③ 適合性 (Suitability)   | 投資家保護の必要が異なる場合、プロの投資家とリテール投資家の義務を差別化する             |
| ④ ニーズへの対応 (Needs-responsive)  | プロの投資家の抱える問題は、ビジネスの規模に応じて異なるという性質を規制に反映させる         |
| ■ 規制当局の体制・手法に対する原則  |  |
| ⑤ 簡潔性 (Simplicity)  | 規則・規制を制定するに当たっては、出来る限り簡潔なものにする                     |
| ⑥ 説明責任 (Accountability)   | 市場参加者がコンプライアンスにコミットすることによって利益が得られるようにする            |
| ■ 規制当局が考慮すべき観点についての原則   |  |
| ⑦ 透明性 (Transparency)  | AMFにおける手続きの透明性と意思決定の際の理由の透明性を確保する                  |
| ⑧ 対話 (Dialogue)   | AMFの一般の意思決定プロセスにおいて専門家や投資家の意見を反映させる                |
| ■ 金融規制の国際的な観点に対する原則   |  |
| ⑨ 競争力 (Competitiveness)   | 国内市場の参加者、国際市場の参加者および外国企業間のレベル・プレイング・フィールドを確保する     |
| ⑩ 欧州の調和と国際的な収斂 (European harmonization and international convergence) | 欧州および国際的に承認される基準に対しては、強固な一貫性を保証する                  |

（出所）AMF, *Promoting Better Regulation* より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> AMF, *Promoting Better Regulation : Outcome of the consultation – The AMF's commitments*, November 2006 ([http://www.amf-france.org/documents/general/7559\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/7559_1.pdf) より入手可能)

⑧AMF における予算・人材管理の現代化という八分野について、それぞれ具体的な方向性を明らかにしている（図表4）。

図表4 ベター・レギュレーションの方針

|   |
|---|
| <b>投資家保護に関する規制の最適化</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>AMFの規制監督上の行動に優先順位をつける場合、規制介入の是非をあらかじめ決定し、AMFのコントロールの狙いを明確にするによって、リスク・アプローチから得られる便益を活用する</li> <li>投資家にとってより簡単で分かりやすくするために投資ファンドの簡易目論見書を改定する</li> <li>募集・売出の際の要約目論見書について、主要な情報に焦点を当て、目論見書の構成や説明内容を改善するためのベスト・プラクティスについて金融業界と検討する</li> <li>MiFIDに基づく販売・勧誘資料に関するガイドラインを金融業界と協力しながら策定し公表する</li> <li>金融業界との協力の下、広告キャンペーンの監督をより厳密に行い、投資アドバイスの質をコントロールするための手続きを確立する</li> </ul>   |
| <b>リテール投資家との対話の改善</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>投資家保護におけるAMFの役割について大規模なキャンペーンを行ったり、金融教育や実践プログラムを設けることにより、公的金融教育研究所（Institute for Public Financial Education）との協力の下、消費者向けのAMFのコミュニケーション・イニシアティブを確立する</li> <li>規制の制定手続きにおいてリテール投資家の声を聞く機会を与えるよう改善する</li> <li>機関投資家が調停サービスを利用し、AMFのオンブズマン制度との協力関係を改善するようにする</li> <li>他の行政機関と協力しながら、規制・監督に関する議論を行う場合には仕組みとしてリテール投資家から代表者が選ばれるようにする</li> </ul>  |
| <b>金融サービス業界との関係に関する適切な枠組みの構築</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>規制導入の際のコンサルテーションの手続きの見直しを開始する</li> <li>コンサルテーションと規制インパクト評価の手続きを定めた綱領を採用する</li> <li>EU域内の調和を図るよう忠実にEU法の国内法化を行う</li> <li>AMFの活動とその効率性をフォローする仕組みをつくりそれに基づき公表する</li> </ul>   |
| <b>AMFの規制や手続きにおける規制業者の多様性の受容</b>  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>上場会社と投資サービス業者を含むワーキンググループを設置し、商品に関連するリスク許容度が認められる特定顧客向けの商品提供に要する手続きを簡素化する</li> <li>レベル・プレイング・フィールドを考慮することなく、中小企業や上場会社、フィナンシャル・アドバイザー（IFA）それぞれに関する法律・規制手続きの修正を提案する業界横断的なワーキンググループを設置する</li> </ul>   |
| <b>AMFの方針に沿った効率性の向上</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>金融イノベーションや経済的な問題について専門的で柔軟なアプローチに基づくカルチャーを推進するよう専門家との関係に関する綱領を採用すること</li> <li>事前審査と正式承認の手続きを簡素化するために専門家と協同し、集団投資スキームや上場会社の企業金融分野において申請者がAMF規則に適合しているという専門家の証明に基づく手続きを導入する</li> <li>AMFの事後的なコントロールの手続きを改善する</li> <li>証券発行時の登録書類に関する基本的な考え方を再整理し、証券発行の早期承認プロセスにおいて証券発行者がメリットを享受できるようにする</li> <li>ノーアクションレター制度の整備のために信頼性の高い措置を定め、ノー・アクション・レターの位置づけを明らかにし、業者や上場会社に対する外部提供を増やす</li> <li>コンプライアンス・オフィサーとの対話を増やす</li> </ul> |
| <b>検査やエンフォースメントの手続きの透明化・効率化</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>リスク評価手法を改善し、検査では最重要分野に集中する</li> <li>検査の際の仕組みとしてコンプライアンス・オフィサーの対話に応じる機会を設ける</li> <li>制裁措置に関するルールを集めた解釈集を公表し、検査終了の通知が出された場合には検査が終了した旨を一般に公表する</li> <li>検査をスムーズに行うための綱領を準備し、AMFの検査手法を明らかにする</li> <li>検査レビューを行う時間を削減し、検査手続きを最大で12ヶ月以内にする</li> <li>違反者に対する課徴金の最高額を引き上げ、AMFが制裁委員会の決定に上訴する手続きが導入されるよう制裁手続きの改革を行い、行政罰を含め裁判によらずに解決を図るよう努める</li> <li>欠陥・不備に即座に対応するため業務禁止命令の利用を増やす</li> </ul>                                   |
| <b>国際的な金融規制分野における建設的な貢献</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>AMFの規制モデルの革新性、フランスの商品や会社、金融取引のフレームワークが与える機会の創造に富んだ側面を海外プロモーションの際に強調する</li> <li>EU域内の調和を通じて、最終投資家に利益をもたらす一層の競争、公正な競争を推進する</li> <li>国際的なプレゼンスを強化し、CESRやIOSCO、FSFなどの国際的なワーキンググループ・政策決定機関においてより積極的な役割を果たす</li> </ul>   |
| <b>AMFにおける予算・人材管理の現代化</b>   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>レビュープロセスを通じて、AMFとしてより一貫性をもった視野を確保し、コーポレート・カルチャーの共有を促進するために、AMFの中間管理職を増強する</li> <li>トレーニング、雇用、スタッフの点で市場との交流を増やす</li> </ul>  |

（出所）AMF, *Promoting Better Regulation* より野村資本市場研究所作成

もつとも、FSA が行っているベター・レギュレーションとの比較で見ると、AMF の取り組みは始まったばかりであることもあって、施策の具体性や実施期限についてはそれほど明確なものとはなっていない。AMF のベター・レギュレーションは、現時点では中長期的な政策の方向性を示すものにとどまっている。

なお、フランスの規制当局は、わが国と同様に、民間の間との人材交流が活発ではない。そうした中で、規制当局にプロフェッショナルな人材が多く求められており、その点で市場との交流を深めようという方針を掲げていることは興味深く思われる。

### 3) プリンシプル・ベースの捉え方

AMF が明らかにしたベター・レギュレーションの方針の中には、プリンシプル・ベースに関する記述は見受けられない。AMF が規制当局としてプリンシプル・ベースをどのように捉えているかは不明であるが、最近の傾向として法令はプリンシプル・ベースに近づいていると捉える向きもある。一方、英国の判例法・慣習法主義とは異なり、フランスは成文法主義をとっていることもあって、プリンシプルから外れる部分については、ソフト・ローとしての業界の自主規制に委ねられていくとの見方もあるようである<sup>15</sup>。

実際、フランスでは自主規制機能（SRO）が強化される方向にある。自主規制団体であるフランス全国銀行連盟（FBF）とフランス投資会社協会（AFEI）はお互いに連携しながら、AMF との協議の下で金融サービス業者の行動規範を作成しているところである。フランスでは、規制当局と自主規制機能とが協力し、法令・規則で規定されない分野はソフト・ローでカバーするといった役割の分担がされているように見える。

## IV おわりに

ベター・レギュレーションと一言で言っても何をどのように取り組んでいくかは、国や地域によって様々であろう。実際に、FSA と AMF の間でもベター・レギュレーションの内容は大きく異なっている。ベター・レギュレーションにおける施策は、規制の枠組みや規制当局のあり方、市場のストラクチャー、金融サービス業者の状況、投資家保護の程度などその国や地域の金融・資本市場をめぐる環境、あるいはこれまでの規制改革の進捗状況などに大きく依存する。その意味では、ベター・レギュレーションとは定義がしにくく、捉え難い政策であるかもしれない。

もつとも、FSA や AMF における取り組みを鳥瞰してみると重要な共通点が見出される。第一に、ベター・レギュレーションを推進する目的として、規制による負担は規制から得られる利益とバランスのとれたものであるべきという考え方が根底にあることである。過

<sup>15</sup> 日本証券業協会「欧米調査報告—今後のわが国金融・証券市場のあり方の検討に際して—」2007年3月

度の規制は、金融サービス業者に大きなコンプライアンス・コストを生じさせ、金融・資本市場の国際競争力を低下させることにつながる。FSA にしても AMF にしてもそれぞれが守るべき原則の中で、規制が均整であること（Proportionality）、すなわち規制のコスト・ベネフィットが明確に要求されている。

第二に、規制当局がベター・レギュレーションの戦略的な目標や施策の基本的な方向性について、明確にコミットしている点である。FSA も AMF もまずはベター・レギュレーションの推進という政策スタンスを明確に打ち出している。その上で、規制当局は戦略的で中長期的な目標を立て、自らの行動原則の下でベター・レギュレーションの目指すべき方向性を示し、それらに沿って具体的な施策を行っている。このような規制当局のコミットと実行というプロセスによって、明確な方向性をもったベター・レギュレーションが推進されているように窺われる。

一方、わが国のベター・レギュレーションに関する見方としては、例えば、金融審議会の中間整理では、「我が国においても、規制当局（レギュレーター）の果たすべき役割として、(a)公正な価格形成を軸とする市場機能の確保や利用者保護の徹底を通じ、金融・資本市場の信頼性を向上させていくことに加え、(b)金融商品・サービスの提供事業者によるイノベーションの促進や、利用者利便の向上に向けて環境整備を図ることにより、我が国金融・資本市場の発展に貢献すること」とされているが、今後、日本版ベター・レギュレーションのあり方を探っていく上では、上に掲げたポイントは考慮すべき要素に含まれるのではないだろうか。

プリンシプル・ベースのアプローチについては、AMF のスタンスは明確ではないが、FSA はその方向に向けて具体的に動き始めている。また、最近の米国では、サーベンス・オックスレー法 404 条で求められる内部統制報告制度に代表される証券・市場規制のコストや訴訟コストの増加を背景に米国資本市場の国際競争力の低下を懸念する声が上がっている。こうした問題への対応として、米国においても規制の体系にプリンシプル・ベースを導入すべきという議論も起きている<sup>16</sup>。

わが国では、2007 年 9 月から、証券取引法に替わって金融商品取引法が施行される。同法においては、利用者保護の徹底を狙いとして政省令で従来よりも詳細なルールが金融商品取引業者に課せられることになる。その一方で、特定投資家制度という投資家をプロ・アマに分ける制度が導入され、プロである特定投資家を取引の相手方とする場合には、多くの詳細なルールが適用されないこととなる。つまり、金融商品取引業者がプロの投資家を顧客とする場合には、顧客に対する誠実公正業務など受託者責任という業者としての基本原則に立ち戻って対応しなければならない。その意味では、従来よりも金融商品取引業者は自らの責任で判断することが求められるということであろう。

プリンシプル・ベースのアプローチは、法制度や行政・司法のあり方、自主規制や行為規範などのソフト・ローのあり方に依存するため、実際に出来上がる規制の枠組みは国に

<sup>16</sup> 関雄太、岩谷賢伸「米国資本市場の競争力低下と規制改革を巡る議論—資本市場規制に関する委員会中間報告—」『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

よって多様なものとなる。ただし、プリンシプル・ベースの規制・監督の体系の下では、規制の目的が達成されるよう金融サービス業者にはビジネス・プリンシプルに対する深い理解とそれに沿って経営の責任において自ら判断し対応することが必要となる。わが国においても、金融サービス業者の職業倫理の確立などの議論もあり、適切な投資家保護のあり方を模索する上で十分に検討すべきアプローチではないだろうか。