

英国金融市場法委員会の概要

須藤 時 仁

一、はじめに

日本証券業協会は、今後の金融・資本市場のあり方と取組むべき重要課題を検討するため二〇〇七年一月に「今後の金融・資本市場のあり方を考える懇談会」を設置し、同年四月に報告書『国民の豊かな生活の実現に向けた金融・資本市場改革―中間報告―』を公表した。同報告書の「Ⅲ．具体的な施策」では、「ホールセール業務分野でのプリンシプル・ベースの規制の促進」(一五頁)

として次のような提言を行っている。「証券会社、登録金融機関におけるプロの投資家を相手方とするホールセール業務分野については、金融イノベーションを通じた利用者利便の向上、競争力の強化等の観点から、できる限り規制を緩和するとともに、仮に規制を行う場合でもプリンシプル・ベースでの規制を促進し、コンプライアンスコストを低下させることが必要である。」

プリンシプル・ベースの規制は規制・要件が緩和されているためコスト面では合理性があるものの、規制の解釈に不確実性が生じる可能性がある

る。このことは、金融取引の当事者にとつてリスクを惹起しよう。ホールセール金融市場での取引が対象だが、こつした法的不確実性 (legal uncertainty) に対処する組織としてイギリスには金融市場法委員会 (Financial Markets Law Committee、以下「FMLC」) がある。本稿ではFMLCの概要についてその背景も交えながら説明する。

二、歴史・背景

FMLCの主たる任務は、ホールセール金融市場での取引において重大なリスクを惹起する可能性のある法的不確実性または誤解 (misunderstanding) の諸問題を明らかにし、そのような問題に対する処方箋を示すことである。では「法的不確実性」、逆の言い方をすれば「法的確実性」

とは何を意味するのであるうか。以下では、まずこの法的確実性の概念について説明し、次いでFMLCの前身である金融法パネル (Financial Law Panel、以下「FLP」) について述べる。

(1) 法的確実性

金融取引における法的確実性とは、市場を運営するための法的枠組みやプロセスの構造に関連する概念であり、近年では健全な金融市場の発展と維持のために重要視されるようになってきている。その具体的な要素として法的形式主義、法的連続性、法的予見可能性がある。

法的形式主義とはガイドラインとなる基準または原則よりも法律等に規定されたルールを重視するという考え方であり、いわゆるルール・ベースの規制の基礎となる考え方である。¹⁾したがって、行政または司法が取引の有効性等を判断するとき

は当該取引に固有の事情等を考慮せず、ルールが直接適用される。このような形式重視はコモロー・システムの主要な特徴であると言われており、形式を重視する法的システムは取引上のリスクを緩和し、結果的に資本の効率的な配分を促すという優れた利点を持っていると考えられている。

金融市場における取引は、その契約を締結した時点だけではなく将来にわたって当事者の財産に影響を及ぼす。また、特にホールセル取引は国境を越えて行われる。したがって金融取引が活発化して市場が発展するためには、市場参加者が依拠する法的システムに時間的・地理的な面からの連続性が要求される。時間的連続性は、政策目的の達成に必要な法改正、金融市場を取り巻く環境の変化に対応するための規制の柔軟性といった要素を考慮したうえで維持されなければならない。

また、地理的な連続性は、国際私法の効率的な運用と国家間の法律を調和させる活動によって発展しうる。

法的システムにおいて、法的形式主義と法的連続性が効率的で公正な金融取引の枠組みを提供するための側面であるのに対して、法的予見可能性はそのエンフォースメント面にかかわる機能・側面である。法的システムは金融取引を活発化させるだけでなく、潜在的に混乱を生じさせる行動を予防・管理するよう機能しなければならない。この後者の機能を正しく發揮するためには、法律等によって課される制裁は市場参加者が確実に予見しうる方法で適用される必要がある、さもなければ金融市場における革新が妨げられる場合もある²⁾。この意味において法的予見可能性は法的確実性の要素として非常に重要である。

金融取引に係る法的不確実性をできる限り排除

することは金融以外の商取引よりも重要と考えられるが、反面非常に困難でもある。困難として大きな理由に、金融市場に係る概念・商品・慣行が複雑かつ精緻なことがある。この複雑さゆえに市場参加者とその法律アドバイザーには相應の専門性が要求されるが、行政・立法・司法に携わる者たちが市場参加者等と同等の専門性を持つてその職務に当ることはほとんど不可能であろう。このことは、金融取引の実情に対して規制（立法）が後手に回る可能性が高いことを意味している。

この結果として金融取引における法的不確実性が生じてしまうのであるが、その影響は他の商取引の場合に比べて大きい。現代では自国経済のみならず世界経済が機能するためには、各国の金融市場が非常に重要な役割を負っている。また、それだけ金融市場の規模も大きくかつ前述したよう

に複雑になっている。そのため、規制（立法）上のわずかな遺漏（法的不確実性）でもその悪影響を予想することは困難であり、それゆえにその悪影響が不測の大きさとなる場合がある。さらに、金融取引に係る法律等は市場参加者の行動を律する。つまり、法律等が制定されると、それが適切か否かにかかわらず金融機関の体制・組織や取引行為に考慮せざるをえないため、その影響を矯正することは非常に難しくかつコストがかかるのである。

こうした法的不確実性が金融市場、ひいては経済活動に与える悪影響の深刻さを考えれば、その除去・緩和がいかに重要か推察されよう。

(2) 金融法パネルの評価とその承継

イギリスのシティでは一つの事件が契機となって法的不確実性が非常に大きな問題となった。そ

の事件とは *Hammersmith and Fulham Swap* 事件である。⁽³⁾ この事件において、上院 (House of Lords) は、地方自治体が金利スワップ契約の当事者となることはその権限を越えるものであり最初から無効であるという決定を下したのである。

この決定は金融市場に大きな混乱をもたらした。金融機関は地方自治体をスワップ契約のカウンターパーティーとすることができなくなり、さらに金融取引における政府その他の公的当局の当事者能力および既に結ばれていた取引契約の有効性にも疑問が投げかけられた。この事件を契機に、一九九一年四月にイングランド銀行 (BOE) は法的リスク検討委員会 (Legal Risk Review Committee、以下「LRRRC」) を設置し、同じような状況の再発を防止するためには何をすべきか、法的不確実性をどのように解消していくかを検討した。その結果、LRRRCの勧告を受けて、

FLPが一九九三年に設立されたのである。

FLPの役割は法的不確実性の問題を見極めて、その不確実性を除去するまたは影響を緩和するための処方箋を提示することであり、議長のほか二名前後のメンバーで成っていた。⁽⁴⁾ その財政は、BOEとシティ行政当局 (City Corporation) からの支援、民間セクターからの資金拠出に支えられていた。民間セクターにはシティにある金融機関のみならず大規模法律事務所、金融および商業活動に従事する会議所 (団体) も多く含まれていた。

FLPは設立以来ホールセル金融市場における法的不確実性の緩和・排除に貢献してきた。しかしながら、ホールセル金融市場で活動する金融機関を取り巻く環境も大きく変化した。その大きなものとして、金融機関の法的リスクを評価する能力が向上したこと、金融機関の統合が進んだ

ことが挙げられる。こうした金融機関側の変化の結果、FLPへの資金拠出が圧迫されるようになってきた。一方、BOEだけではFLPの財政を支えることはできず、FLPは二〇〇二年三月の財政年度をもって閉鎖せざるを得ないという結論に達した。

FLPの閉鎖決定を受けて、BOEは、法的不確実性の重大な問題を解決するための組織は必要か、またその場合にどのような形態であるべきかについて広範な見解を詳細に調査した。全体的なコンセンサスは、そのような組織は必要であり、BOEがそれを設立するに相応しいというものであった。それに応えて、BOEは二〇〇二年にFMLCを設立した。ただし、FMLCはBOEの支援を受けているものの、FLPの場合と同様にBOEとは独立に運営され、その勧告や見解も独自のものである。

三、FMLCの概要

以上のような経緯でFLPの役割はFMLCに引き継がれた。FMLCの役割は、ホールセル金融市場が直面している法的不確実性の問題を明らかにし、可能であればそれらの問題が重大なりスクを引き起こす前に解決するための処方箋を検討することである。さらに金融市場の現場と司法との架け橋になるという目的もある。では、これらの目的を達成するためにFMLCはどのように運営されているのであるうか。以下では、その構成メンバー、運営のプロセス、取り上げたテーマについて具体的に見ていこう。

(1) 構成メンバー

二〇〇七年四月時点でのFMLCのメンバーは

図表 1 金融市場法委員会のメンバー（2007年 4月）

Lord Woolf <委員長>
Bill Tudor John, Lehman Brothers <副委員長>
Peter Beales, London Investment Banking Association (LIBA)
Dr Joanna Benjamin, London School of Economics & Political Science
Michael Brindle QC
Keith Clark, Morgan Stanley International Limited
Sally Dewar, Financial Services Authority
Simon Dodds, Deutsche Bank
Sir Terence Etherton, The Law Commission
Ruth Fox, Slaughter and May
David Greenwald, Goldman Sachs
Mark Harding, Barclays
Sally James, UBS Investment Bank
Clive Maxwell, HM Treasury
Guy Morton, Freshfields Bruckhaus Deringer
Gabriel Moss QC
Habib Motani, Clifford Chance
Ed Murray, Allen & Overy
Steve Smart, AIG
Paul Tucker, Bank of England

（出所） FMLC のホームページから作成。

二〇名おり、その構成は図表 1 のとおりである。なお、メンバーの数は固定的ではなく、FMLC が設立された当初は一八名であった。メンバーを輩出している機関の構成は次のようになってい
る。委員長は歴代“Lord”が勤めている。金融機
関からは八名がメンバーとなっており、その内訳
は投資銀行・商業銀行から四名（うち一名はロン
ドン投資銀行協会）、証券会社から三名、保険会
社から一名となっている。また、公的機関からも
四名がメンバーとなっており、その内訳は英財務
省、イングランド銀行、法委員会（Law Commis-
sion）、金融サービス機構から各一名である。
さらに、法律事務所から四名、王室顧問弁護
士二名、学者一名がメンバーとなっている。メ
ンバーは出身機関の（利益）代表としてではな
く個人として参加しており、その適性に依じて
選ばれる。

FMLCの日常的な事務は事務局が処理しており、その事務局はBOEの法務部門 (Legal Unit) におかれている。これは、前述したようにBOEがFMLCのスポンサーとなっているためであり、BOEは必要な設備を提供している。

(2) 運営のプロセス

FMLCは、まず市場参加者と連携して悪影響を及ぼす可能性がある法的な不確実性がある分野を明らかにし、次いで当該分野に係る専門家と協力して解決策を提案することによって定められた目的を果たしていく。FMLCを設立する際に、その運営の指針として実践的・実質的・適切な活動を行うべきであることが強く主張された。具体的に指摘された点は、①金融業界が真に関心を持っている問題に対して直接的な結論を出すこ

と、②最も高いレベルの金融市場の専門家により議論すること、③できるだけ広範囲の意見を比較考量して評価すること、④実質的かつ重大なリスクを及ぼす問題に絞ることである。逆に言えば、これらの要件が満たされなかったためにFLPに対して金融機関からの資金的支援が得られなかったのではないかと推測される。

こうした指針は運営のプロセスに反映されている。まず、金融市場に悪影響を及ぼす可能性がある新たな問題を認知するために、シティに事務所を構える金融機関とその法律アドバイザーたちの見解を詳細に調べる。「リーダー」プロセスとして知られるこのプロセスは、特に、市場参加者が認知している重大な問題を顕現化させることを目的としている。このプロセスに関する詳細はFMLCのホームページに掲載されていないが、委員長であるLord Woolfへのインタビューによれ

ば、二段階に分かれているようである。⁵⁾ 第一段階は民事の弁護士、銀行の（顧問）弁護士その他との定期的な会合である。⁶⁾ 第二段階は特別なニーズに合わせたアドホックな訪問プログラムであり、広範な代表的機関を訪問する。その機関には銀行・証券会社・保険会社、市場インフラの提供団体、業者団体・専門職団体、事務弁護士・法廷弁護士・会計士・監査人、判事、国内外の公的機関、学者、法律関係と金融関係のジャーナリストなどが含まれる。こうしたプログラムによって、F M L C は市場の関心・問題を逸早く認知することができるのである。一方、後述するように、国内外の公的機関が取り組んでいる政策または法案に関連して、金融市場への影響や問題点等について公式または非公式に F M L C に打診する場合もある。

上記のような過程を経て法的不確実性に係る問

題が認知されると、その問題を正式のテーマとして採択するか否かが F M L C の会合で決定される。問題が採択されると、実質的な調査・検討を行うために特別なワーキング・グループが設置される。ワーキング・グループのメンバーは主として金融業界内で社外顧問弁護士（external counsel）または社内弁護士（internal counsel）として活動している専門的法律家で構成されるが、場合によっては金融機関の実務家や公的機関の関係者が含まれることもある。ワーキング・グループの役割は問題を精密に分析した上でそれに対する処方箋を見出すことである。そして、その処方箋が F M L C の正式会合で是認されれば、関連する公的機関および金融市場の関係セクターに公表される。

以上に説明した運営のプロセスはあくまで正式なものである。しかし、問題によっては時間をか

けることができない場合もあり、その場合には緊急の事態に対応した短縮版のプロセスが適用される。

(3) 取り上げたテーマ

FMLCは、政治的な政策論争や官民セクター間の利害を超え、近視眼的な圧力を受けることなく長期的な視点から目的を遂行することができる。また、こうした環境によりFMLCの独立性に対する高い評価が生まれ、その評価ゆえに政策の策定と実施に従事する公的機関や公平なアドバイスと専門的意見を尊重する人々と適切な連携を取りながら仕事を進めることができるのである。結果として、これまでFMLCは法案等に内包される法的不確実性に対して適切な意見を表明してきた。こうしたFMLCの活動に対する高い評価が、法的確実性を高めるというFMLCの使命に

対する信認と相俟つて、金融市場の専門家たちの積極的な協力を促しているのである。このような好循環から、FMLCの活動は質の高いものとなり、そのアウトプットも高いレベルが保たれている。

FMLCの活動成果は公開書簡または詳細に調査したワーキング・ペーパーという形で公表される。調査・研究または意見表明の対象となったものとして、FLPからの継続案件とされたものを除くと二〇〇七年八月までに二七テーマが公表されている。それらを年代別、依頼先の有無で整理したものが図表²である。まず、年代別に見いくと、近年は、国内関係の案件が減り、EU関係の案件が増えているという特徴⁷⁾がつかえる。また、依頼先の有無で整理すると、①国内関係よりEU関係の案件に対して依頼が多い、②依頼先としては英財務省が多いといった特徴がある。

英国金融市場法委員会の概要

図表 2 FMLC が公表したテーマ (Issues) の分析

【年代別】

	国内関係	EU 関係	合計
2007年 (6月まで)	1	3	4
2006年	2	3	5
2005年	4	4	8
2004年	4	2	6
2003年	3	1	4
合計	14	13	27

(注) 同一テーマのレポートが複数発行されている場合には、最初に発行された年にカウントした。

【依頼先の有無】

	依頼先あり	依頼先なし	合計
国内関係	HMT : 2	12	14
EU 関係	HMT : 4 HMT&DCA : 2 LSE : 1 Davidson Review : 1 小計 : 8	5	13
合計	10	17	27

(注) HMT: HM Treasury, DCA: Department for Constitutional Affairs, LSE: London Stock Exchange

(出所) FMLC のホームページに公表されている資料に基づいて作成。

四、結論

本稿ではイギリスのFMLCについて概説してきた。アメリカやイギリス、さらにはわが国の議論の流れを見ると、規制の枠組みとしてルール・ベースの規制からプリンシプル・ベースの規制へと軸足が移されてきている。その場合に法的不確実性の問題は避けて通れないであろう。冒頭の報告書に掲げられているように、わが国の金融規制の枠組みをリテール分野についてはルール・ベースの規制、ホールセール取引についてはプリンシプル・ベースの規制というように区別するのであれば、ホールセール取引における法的不確実性を排除・緩和するためにもFMLCのような組織を早急に整備すべきではないだろうか。

(注)

- (1) 法的不確実性を惹起する場合を法的形式面から挙げれば次の三つのケースがある。第一に、法律自体が整備されていない場合。第二に、法律は整備されているが、内容が複雑すぎて専門的な法律家以外は一般的に理解できない場合。第三に、法律自体は明確だが取引への実質的な影響を評価しにくい場合。ただし、これらの要因を明確に区別することは困難である。
- (2) 規範的・固定的なルールによる透明性と予見可能性から金融取引は恩恵を受ける一方、柔軟性がなく過度に規範的なルールは市場の革新と経済活動の促進を妨げるとも考えられる。金融市場の変化に対応するための柔軟性と法的確実性との間のトレードオフは、プリンスイプル・ベースの規制とルール・ベースの規制のいずれを選択するかという議論と密接に結びつくものである。
- (3) *Hazell v London Borough of Hammersmith and Fulham* [1992] 2 AC 1.
- (4) その大半は金融機関出身であり、他に法律事務所、BOE・政府（財務省）からの出身者が少数いた。
- (5) *Law and Financial Markets Review*, Vol.1, Issue 1 (January 2007).
- (6) そのローテーション・サイクルは約二年となっている。
- (7) Joanna Perkins, "Legal Certainty and the Role of the

Financial Markets Law Committee," *Capital Markets Law Journal*, April 2007 によれば、EU関係の案件以外にも、進行中のRome Iレギュレーション、その運用のレビューを受けているBrussels Iレギュレーション、署名を待つばかりの間接証券 (intermediated securities) に係る Hague 協定、現在交渉中の間接証券に係るUNCITRAL協定と担保付貸出に係るUNCITRAL立法指針案など国際私法のルールと(国内の)金融市場法を調和させるための動きに今後は注目が高まっていくであろう。

(おぐら) とぎひと・当研究所主任研究員)