

Brexit の金融規制・資本市場・金融機関への影響¹

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 2016年6月23日に実施された英国の欧州連合（EU）離脱（Brexit）を問う国民投票では、離脱が51.9%の票を獲得した。これにより、英国はEUから離脱する方向となった。
2. 国民投票のやり直し説もあるが、EU条約第50条に基づき英国がEUに離脱を通知し、EUと交渉していくのが基本シナリオである。英国は通知後2年間、EU加盟国として単一市場へアクセスできる。当面、英国がいつ50条手続きを発動するかが注目される。
3. 英国内の金融規制では、離脱と同時に失効するEU規則について、離脱までに法的手当てを講じられるかが焦点になる。現行の規制の大掛かりな改正は、今後のEUとの交渉や同等性評価獲得の観点から、可能性は低いものと思われる。
4. EUの金融規制では、離脱後は英国の影響力がなくなることになる。これにより、大陸欧州諸国の立場がより反映されるようになり、離脱後もEU規制の影響を受ける可能性が高い英国の金融業者には不利になり得る。資本市場同盟についても、大陸欧州諸国が主張していた汎EUの証券監督当局の創設論が再燃する可能性がある。
5. 英国の金融業者にとって最大の課題は、EU規制に基づく単一パスポートで引き続きEU域内で営業できるか否かである。欧州経済領域（EEA）に加盟すれば可能だが、移民の流入を容認する、EU予算を負担する、EU規制の適用を受ける、などの条件がある。新たな枠組みの包括協定も取り沙汰されるが、EU側が英国の「いいとこ取り」に厳しい姿勢を見せる中、英国に都合の良い条件を盛り込むのは難しい可能性が高い。
6. 証券業者には、第2次金融商品市場指令（Mifid II）/金融商品市場規則（Mifir）の第三国レジームもある。欧州委員会の同等性評価を受けた第三国の金融業者が、EU域内のホールセール分野で単一パスポートを認められる仕組みである。英国はMifid IIの国内法化を進めており、Mifirについても法的手当てを済ませれば、理論的には同等性が認められるはずである。しかし、離脱の時期や同等性評価のタイミング等が不明な中、離脱までに同等性評価が間に合うかという問題は残る。
7. 欧州本部をロンドンに置くEU域外の金融業者は、パスポート利用の可否次第でロンドンのオペレーションの一部をEU域内に移転することを検討しているとみられる。移転先候補としては、パリ、フランクフルト、ダブリンが挙げられることが多い。どの程度を移転するかは単一市場アクセスの程度等によるが、名目的な現地法人をEU域内に設立して単一パスポートを取得するのは認められないというのが専門家の見方である。
8. 英国のEU離脱は、EU統合の後退や機能停滞に繋がる可能性がある。金融分野では、ルール統一・調和化にブレーキがかかるかもしれない。また、英国・EUの金融・資本市場のパイ全体が縮小する可能性もある。但し、金融業者としては、現時点で移転や撤退について意思決定するのは時期尚早であり、当面は、英国の政治動向やEUとの交渉などの様子を見ていくしかないものと考えられる。

¹ 本稿は、2016年7月21日時点の情報に基づく。

I 英国国民投票の結果

英国では、2016年6月23日に実施された英国の欧州連合（EU）離脱を問う国民投票において、EU離脱が51.9%の票を得た。これにより、1993年のEU創設来、初となる加盟国の離脱、それもドイツに次ぐEU第2位の経済規模を有する英国が離脱する方向となった²。

英国のEU離脱は、ブレグジット（Brexit）と呼ばれており、様々な議論を巻き起こしている。高齢者が若者の将来におけるEU諸国との関係を遮断した³、EU他国にある反EU運動の盛り上がりにつながる、といった批判があるほか、スコットランドや北アイルランドで英国からの独立・EU加盟の機運が高まるなど⁴、世代間・地域間の分断をもたらしたことが指摘されている。また、政治では、英キャメロン首相、欧州委員会ジョナサン・ヒル委員（金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当委員）の辞任という事態に至っている。市場では、投票結果が明らかになった6月24日、リスク回避の動きが強まり、ポンドの下落、世界各国における株価下落、主要国国債の利回り低下、といった現象が生じた。また、オープンエンドの不動産ファンドでは、保有不動産の売却が解約請求に追いつかなくなり、解約停止が相次いだ。格付機関は、スタンダード&プアーズが英国の格付けをAAAからAAへ2段階引き下げ、ムーディーズもAa1の格付けの見通しをネガティブとした。更に、ムーディーズは英国の大手銀行及びビルディング・ソサエティの格付け見通しを引き下げ、スタンダード&プアーズは複数国家からなる機関としてのEUの格付けをAA+からAAへ引き下げている。こうした動乱の中、ジョージ・オズボーン財務相はコンティンジェンシー・プランの準備ができているとの声明を出し、イングランド銀行のマーク・カーニー総裁は夏にも金融緩和を実施する可能性があることを示唆した。

本稿では、まず、離脱に向けたプロセスとその見通しを概観した上で、離脱による金融資本市場に係る制度・仕組みへの影響、それを受けた金融機関の動向について、現在考えられるシナリオを整理する。

II 英国のEU離脱プロセス

今般の国民投票は、法的に拘束力のあるものではない。国内でEU離脱に法的拘束力を持たせるには、議会決議を要する。そのため、本稿執筆時点では、英国政府が国民投票の結果を無視して、離脱しないという決定を下すことも不可能ではない。実際に、国民投票後、離脱派が国民投票前の公約を撤回ないしトーンダウンする動きを見せていることを受

² EUの前身の欧州共同体では、1985年にグリーンランドが離脱している。

³ 高齢になるほど離脱支持率が高まり、また、高齢者ほど投票率は高かった。

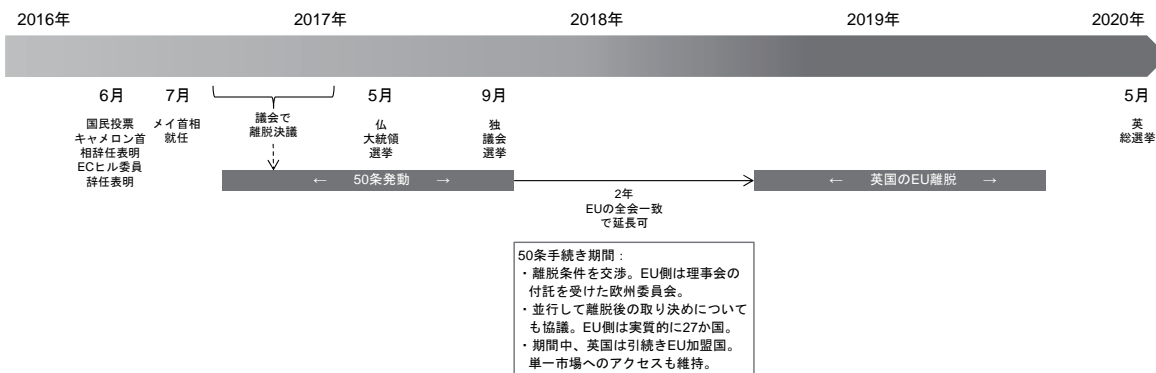
⁴ スコットランド及び北アイルランドではEU残留票が過半を占めた。なお、北アイルランドについては、アイルランドとの統合を通じたEU加盟が取り沙汰されている。

け⁵、EU 残留派が約 3 分の 2 を占める下院で国民投票の結果を否決するべきとの声が労働党議員から挙がったり、投票のやり直しを求める議会への請願が 400 万以上の署名を集めるなどの動きがみられる⁶。また、2020 年の総選挙を待たずに解散総選挙の実施を求める声もある⁷。しかし、キャメロン前首相は再投票がないことについて投票前・投票後に明言しており、メイ新首相も「出ていくと言ったら出ていく (Brexit is Brexit)」と繰り返し主張している。また、国民投票に付した事項について議会で否定することは法的に可能であっても政治的には極めて困難とされている。そのため、今後、議会で離脱を決議し、英国が EU 離脱に向けたプロセスを進めていくことが基本シナリオと言える。

その場合、EU 条約第 50 条に基づく手続き (50 条手続き) を踏むことになる (図表 1)⁸。まず、英国は、欧州理事会に EU 離脱の意向を通知する。EU 側では、欧州理事会から交渉を付託された欧州委員会が、英国・EU 間の将来的関係の枠組みを考慮しつつ、離脱の条件について、英国と 2 年以内に交渉することになる。当該期間中、英国は引き続き、EU 規制に服し、EU 単一市場 (人、モノ、資本、サービスの移動の自由) へのアクセスを確保するなど、EU 加盟国としてのステータスを維持する。そのため、50 条手続きの期間中は、制度・仕組みとしては大きく変わるところはない。問題は、実際に英国が EU から離脱した後について、EU とどのような取り決めを交わすかである。

上記のように、法的には、50 条手続きは「離脱の条件」に関するものであり、離脱後の英・EU 間の取り決めについては「考慮」することとされているに過ぎない。離脱後の人、モノ、資本、サービスの移動の自由等に係る英・EU 間の取り決めは、各 EU 加盟国の所管事項にも関わってくるものであり、場合によっては各国議会の承認も必要となる。EU の枠組みに係る事項であっても、各国の代表からなる欧州連合理事会の承認が必要に

図表 1 50 条手続きと今後の日程



(出所) 野村資本市場研究所作成

⁵ 例えば、英国が EU に毎週拠出している 3.5 億ポンドを国民医療サービス (NHS) の財源にするとの従来の主張について英国独立党 (UKIP) のナイジェル・ファラージ党首は誤りだったことを認め、移民制限についても離脱派の欧州議会ダニエル・ハナン議員は「少しだけ」管理できるようになると下方修正している。

⁶ 英国では、政府に対する請願で 100 万以上の署名を集めたものについては議会で審議することとされており、本件については、2016 年 9 月に議会で審議する予定となっている。

⁷ 下院議員定数の 3 分の 2 の賛成で可能。

⁸ 離脱通知が行政府の専管事項なのか、議会決議を要するものかについては争いがある。

なるため、結局は各 EU 加盟国の承認が必要になる。そのため英国は、離脱後の人、モノ、資本、サービスの移動の自由等に係る EU との取り決めについて、実際には各 EU 加盟国と個別に交渉していくことが求められる。このように、離脱後の英・EU 間の取り決めについては 2 年の期間限定は適用されないようにも見えるが、2 年の期間が到来した時点で英・EU 間で合意に至っていなければ、英・EU 間の通商等を規律する取り決めが存在しないことになる。そうすると、英国にとって不都合が生じ得る。例えば、英国にとって EU は輸出の 44% を占める一方、EU にとって英国は 8% を占めるに留まる。そのため、英国にとっては、何らかの通商上の協定を確保するべく、50 条手続きの 2 年以内に離脱後の EU との取り決めについて合意しておきたい。

EU 条約第 50 条では、欧州理事会が全会一致で認める場合、2 年の交渉期間を延長できることとされている。上記の英・EU の関係、更に英国の EU 離脱を受けて反 EU の機運が高まる中、EU 側として、離脱した英国に延長を認める政治的インセンティブは低いと見る向きが多い。他方、EU 側としても一部企業（例えばドイツの自動車メーカー）は英国を主要な輸出先としており、EU の金融業者にとってもロンドンが重要市場である中、何らの取り決めもない状態で英国が EU から離脱するのは EU 側にとっても望ましくない。そのように考えると、現実には、必ずしも 2 年で EU 側が英国に離脱を強要するとは限らないと見ることもできよう。あるいは、2 年で離脱となった上で、移行期間が設けられる可能性も考えられよう。

本稿執筆時点で注目されているのは、英国が 50 条手続きをいつ発動するかである。英国としては、発動すれば 2 年のカウントダウンが始まってしまうため、発動せずに非公式に離脱後の取り決めについて協議をする方が望ましい。しかし EU 側は、50 条手続き以外での交渉を認めない姿勢を示しているため、50 条手続きの発動を遅延させる戦術も通用しない可能性がある。この点、メイ新首相は、英国としての対 EU 交渉のスタンスを明確にする時間を設けるため、2016 年以内に発動することはないとしている。他方 EU 側からは、不確実性を除去するため、他国における EU 離脱の動きをけん制するために、早期の発動を求める声も挙げられている。50 条手続きをいつ発動するかは、下記の英国における EU 金融規制の離脱後の扱いがどうなるかという観点からも、金融・資本市場にとって重要な意味を持つ。

III 英国における EU 金融規制と EU 金融規制における英国の位置づけ

英国における金融規制は、EU 法の国内法に対する優越原則の下、大部分が EU 法の影響を受けているため、EU 離脱とは無縁ではいられない。EU レベルの法規範で主要な形態として指令と規則があるが、まず、指令は、各国における国内法化が求められるものであるため、英国においても国内法化がなされている。そのため、英国が EU を離脱した後、制度変更を企図しない限り、そのまま英国において効力を有することになる。

問題は、各国において国内法化を経ずに直接適用される EU 規則であり、英国が EU を

離脱した時点で失効する。そのため、離脱までに英国において EU 規則に代わる法的手当てがなされていない限り、法的な空白地帯が生じることになる。英国において直接適用される EU 規則数は金融以外も含めれば 1 万 2,000 件を超えるとされており、これら全てについて離脱までに法的に手当てをすることは容易ではない。現実的な対応策としては、離脱までに内容面で EU 規則を踏襲した立法措置を講じておき、離脱後、必要に応じて改正していくということが考えられる。いずれにせよ、実際の離脱までに如何に時間を確保できるかがポイントとなる。

長期的には、英国が金融規制で独自性を発揮できる利点を指摘する向きもある。例えば、EU 資本要求規則 (CRR) / 第 4 次資本要求指令 (CRDIV) に規定された銀行に係る報酬規制などは、英国が強く抵抗してきたところである。こうした規制について、EU 離脱後に英国で見直しが進む可能性がある一方、EU 規制から離れてしまうと、後述する同等性評価に耐えられない可能性、英国・EU 間の交渉で不利になる可能性もある。実際、2016 年 2 月の英議会財政委員会では、金融行為規制機構 (FCA) のトレーシー・マクダーモット臨時長官 (当時) が、EU 外にいれば少しは裁量が効くものの、EU の行為規制の内容はいずれにしても英国で導入すべきものであり、結果的に大体同じものになると発言している。また、英国金融業界からも、EU 規制との同等性が認められるよう、EU との交渉で英国金融業界が不利にならないよう、現行の英国金融規制を維持すべきとの声が挙がっている⁹。以上から、現状では、離脱後の英国において EU 規制の拘束がなくなり、従来の金融規制の変更が行われるとは言えない。

他方、英国の EU 離脱は、EU における金融規制の策定にも影響を与える。まず、ジョン・ヒル委員の辞任により、英国は EU 行政機構における金融担当のポジションを失うことになる¹⁰。同委員主導で進められ、特に英国を利するとみられていた資本市場同盟も、今後、推進力を失う可能性がある¹¹。もともと、資本市場同盟の内容を巡っては、銀行同盟における欧州中央銀行 (ECB) のような単一監督当局の設立ないし欧州証券市場機構 (ESMA) の権限強化を巡り、賛成する大陸欧州と、自国による国際金融センター・ロンドンにおける金融業の監督を確保したい英国との間で論争があった。2015 年 9 月に公表されたアクション・プランでは見送られることとなったが、その議論も、英国が EU を離脱すると再燃する可能性が指摘されている¹²。

なお、ヒル委員の後任には、元ラトビアの首相で欧州委員会副委員長のヴァルディス・ドムブラフスキス委員 (ユーロ担当) が就任している。ドムブラフスキス委員は、資本市場同盟をはじめ、ヒル委員の路線を踏襲するとしているが、ヒル委員が必ずしも積極的ではなかった銀行構造改革案については、問題があるならば解決したい、投資銀行と商業銀

⁹ “Lenders keen to avoid ‘bonfire of EU red tape’ in short term” *Financial Times*, June 30, 2016

¹⁰ 欧州委員会は全加盟国から委員を選定することになっており、英国は当面は EU 加盟国であり続けるため、今後、金融以外のポストで英国の委員が選定される予定となっている。

¹¹ 資本市場同盟については、神山哲也「欧州資本市場の活性化を図る資本市場同盟のアクション・プラン」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号参照。

¹² “City to be sidelined by capital markets union plan” *Financial Times*, June 30, 2016

行の分離が機能している法域もある、と発言しており、前向きな姿勢を示している¹³。

また、離脱までの間、英国は主に欧州連合理事会で自国の立場を主張することもできるが、離脱後は英国の声が EU 立法プロセスで反映されることはなくなる。そのため、従来は英国と独仏等とのバランスが取られてきたような案件でも、離脱後は英国のスタンスは一切反映されないことになる。例えば、本稿執筆時点でトライログ手続き（欧州委員会、欧州議会、欧州連合理事会の三者協議）に入っている MMF 規則案では、英国・アイルランド・ルクセンブルクが CNAV（固定基準価額）の MMF の維持を主張したのに対し、独仏は VNAV（変動基準価額）の MMF への移行を主張した。当面、英国が実際に EU を離脱するまでは、欧州連合理事会で議決権を有するものの、ヒル委員の辞任と国民投票の結果により、英国の影響力が弱まり、ひいては CNAV 維持の勢力が後退する可能性も考えられる¹⁴。

下記にみるように、実際は離脱後も英国が EU 規制の影響を何らかの形で受けることになる可能性が高いため、EU 金融規制に大陸欧州諸国の立場がより反映されるようになると、英国の金融業者は大陸欧州の金融業者に対して相対的に不利になる可能性がある。

IV 英国から EU 単一市場へのアクセス（単一パスポート）の問題

1. EU 離脱による単一パスポートへの影響

金融機関にとって、英国の EU 離脱に伴う最大の課題は、現在の EU 規制に基づく単一パスポートの適用を受け続けることができるか否か、という点である。単一パスポートとは、EU 規制において、加盟国の一つで認可を受ければ、その認可を以て EU 域内他国で営業できる権利を指す。金融・資本市場関連の EU 規制では、金融・資本市場の基本法として投資サービス会社や取引施設、清算機関等に適用される金融商品市場指令（Mifid）及び 2018 年初適用開始予定の第 2 次金融商品市場指令（Mifid II）/金融商品市場規則（Mifir）、汎 EU の集団投資スキームに適用される UCITS 指令、UCITS 以外の集団投資スキームに適用されるオルタナティブ投資ファンド・マネージャー指令（AIFMD）、清算機関やデリバティブ取引に関するルールを定める欧州市場インフラ規則（Emir）、銀行の資本要件等を定める CRR/CRDIV において、単一パスポートが規定されている¹⁵。

EU 域外の金融機関の中には、欧州本部をロンドンに置き、そこから単一パスポートを

¹³ “Brexit gives Valdis Dombrovskis big sway over banks” *Financial Times*, June 30, 2016. なお、EU 銀行構造改革案については、神山哲也「自己勘定取引の禁止とリングフェンスを求める欧州委員会の銀行構造改革案」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号参照。

¹⁴ トライログは、欧州委員会・欧州議会・欧州連合理事会の三者協議。MMF 規則案の詳細については、神山哲也「欧州委員会による MMF 規則案の公表」『野村資本市場クォーターリー』2013 年秋号参照。

¹⁵ Mifid II/Mifir 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、AIFMD については、同「私募ファンド運用会社全般を規制する欧州 AIFMD の概要と影響」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号参照。

利用して EU 諸国で支店を開設したり、直接営業したりするものが多い¹⁶。英国・EU 間の取り決めが何らなされていない状況下で英国が EU から離脱すると、英国の機関が EU 規制の適用を受けなくなるため、単一パスポートが利用できなくなる。そのため、特にロンドンに欧州本部を置く域外金融業者にとっては影響が大きい。

英国としては、GDP の 8% を占める金融産業を維持し、その流出を阻止するべく、金融業者の単一パスポートは確保したいところである。一方、EU 側は、英国に寛容な姿勢を示すと、他の EU 加盟国における反 EU の動きを助長する恐れがあることから、英国の要求に対して条件を付けてくる公算が高い。既に 6 月 29 日の EU 首脳会議の共同声明において、英国・EU 間の取り決めは権利と義務のバランスに基づくものでなければならず、単一市場へのアクセスは、人、モノ、資本、サービスの自由な移動の受容を要件とすることを打ち出している。特に移民の受け入れは、英国の EU 離脱派が最も批判していた点であるため、今後、英国の金融業者への単一パスポートの適用を巡り、難しい交渉が展開されることが予想される。

2. 単一パスポートについて想定される選択肢

英国金融業者に EU 単一パスポートが認められるか否かは、一義的には離脱後の英国・EU 間の取り決め次第となる。単一パスポートを含め、英国金融業に最も影響が少ないのが、ノルウェーのような欧州経済領域 (EEA) に加盟するという選択肢である。EEA に加盟すれば、英国は引き続き、人、モノ、資本、サービスの移動の自由を享受することになり、英国の金融業者も単一パスポートを以て EU 諸国で営業することができる。もっとも、英国として人の移動の自由も認めなければならず、また、EEA の下では、EU 予算への拠出もあり、EU 規制の適用も受ける。にも拘わらず、EU 規制の策定プロセスで決議に加わることはできない。そのため、移民の流入、EU 予算の負担、EU 規制の適用に異を唱えてきた英国の EU 離脱派にとっては、容易には受け入れ難い条件のように見える。

他の選択肢としては、欧州自由貿易連合 (EFTA) に加盟しつつ、EU と自由貿易協定、2 次に渡るバイラテラル協定等を締結したスイス、EU と包括的経済・貿易協定 (CETA) を締結したカナダのモデルもある。しかし、いずれの場合も、どの分野を対象とするか、対象となる分野について何を定めるか、といった点が不明確であり、相当な不確実性が残るうえ、時間も相当かかる (スイスで 10 年、カナダで 5 年ほどかかっている)。スイスの場合は、EU 単一市場参加の範囲内で EU 規制の適用を受けるほか、EU との間の人の移動の自由を認めている。また、金融サービスは原則、対象外となっている。

そこで、英国が離脱した後の EU との間の取り決めについては、新たな枠組みの包括協定も取り沙汰されている。もっとも、その内容は、本稿執筆時点では全く見えてきていない。例えば、「EEA プラス」として、EEA より人の移動の自由や英国への EU 規制の適

¹⁶ 欧州銀行機構 (EBA) によると、2,079 社の英国金融業者が EEA 市場にアクセスするために Mifid の単一パスポートを利用している。英国に次いで多いのがキプロスの 148 社、ルクセンブルクの 79 社となっている。

用を少し抑制する、といった案も取り沙汰されている。しかし、EU側が英国の「いいとこ取り」に対して厳しい姿勢をみせる中、そのような英国に都合の良い条件をEU側に受け入れさせるのは難しい可能性が高い。このように、英国・EU間の包括的な取り決めで英国金融業者にEU単一パスポートを認める道筋は立っていない状況である。

3. Mifid II/Mifirの第三国レジーム

投資サービス業者（証券業者）にとっては、別の途として、Mifid II/Mifirにおける第三国レジームがある。2018年初に適用開始が見込まれるMifid II/Mifirでは、規制・監督が同等と欧州委員会に認められたEU域外の第三国の金融業者について、ESMAに登録すれば、EU単一パスポートに依拠してEUのプロ顧客及び適格カウンター・パーティーに営業することが認められている。但し、支店の開設については各EU加盟国の認可（要件はMifid IIに準拠）が必要であり、また、支店開設を義務付けるか否かについては各加盟国に委ねられている。

英国では、既にMifid IIの国内法化が進められているため、順当にいけば、EU離脱時点でMifid IIに準拠した法体系が導入されているはずである。Mifirについても、それに準拠した法的手当てを済ませれば、Mifid IIの国内法化と併せて、理論的には同等性を認められるはずである。同等性が認められることを前提とすれば、英国の金融業者（英国に欧州本部を置くEU域外金融業者を含む）が英国から直接、EU域内でホールセール証券業務を営業しようとする分には、従来と変わらないことになる。但し、支店開設には国毎のハードルは残る。

注意を要するのは、タイミングの問題である。現状では、英国がいつ50条手続きを発動するのか不明であるため、離脱がいつなのかも明らかになっていない。また、欧州委員会・ESMAがいつ同等性評価を開始するのか、どの程度の時間を要するのかも不明である¹⁷。早期の離脱、同等性評価の開始遅延・期間長期化、の組み合わせ次第では、同等性評価が離脱に間に合わない可能性もある。その場合、第三国レジームの空白期間が生じることになり、英国金融業者がEUでの直接営業を続けるには別途対策を講じる必要が生じるかもしれない。

V ユーロ建て金融商品の清算を巡る問題

英国のEU離脱後、英国金融業者がユーロ建て金融商品の清算に従来通りアクセスできるのか否かも論点の一つとして浮上している。この発端は、ECBが2011年7月に公表

¹⁷ 同等性評価の開始時期については、第三国レジームがEU域外の第三国に関するものであるため、規定上は、英国が離脱して第三国になってからでないと開始しないように見える（その場合、確実に空白期間が生じることになる）。しかし、今回の特殊事情に鑑み、Mifid II/Mifirの適用開始が見込まれる2018年初から同等性評価が開始する可能性もある。また、同等性評価に要する期間は通常2年ほどであるが、これも、今回は既にEU法を国内法化・適用しているという特殊事情があるため、より早まる可能性がある。

したユーロシステム監督ポリシー・フレームワークにある。そこで ECB は、ユーロ建て取引の清算を行うインフラは法的にユーロ圏に設立されなければならない、主要なユーロ建て金融商品のカテゴリーの一つについて日々のネット・クレジット・エクスポージャーが平均 50 億ユーロ以上の中央清算機関（CCP）に適用されることとした。これに対し、LCH クリアネットや ICE クリア・ヨーロッパを擁する英国は、同フレームワークの無効を求めて欧州一般裁判所に提訴した。2015 年 3 月の判決では、ECB が証券清算システムの活動を規制する権限を持たないことを理由に、証券清算をユーロ圏に設置することを求める以上、ECB のユーロシステム監督ポリシー・フレームワークは無効と判示した。

判決が ECB の権限の不在を根拠としている以上、英国が EU を離脱しても事態は変わらないように見える。しかし、ECB の当該権限は、欧州議会及び欧州連合理事会の承認で追加できる。通常であれば高いハードルであるが、英国の EU 離脱という特殊な状況を考えれば、政治的なハードルは高くないと言える。実際、英国の国民投票の結果を受け、ECB フランソワ・ビルロワドガロー理事（仏中銀総裁）は、英国がノルウェーと同様に EU 規制に服さない限り、清算機関をロンドンに置いておくことはできないと発言しており¹⁸、また、仏フランソワ・オランド大統領も、ユーロ建ての清算機能を有するロンドン金融街シティも、それができなくなると発言している¹⁹。

仮にロンドンのユーロ建て金融商品の清算機能がユーロ圏に移転した場合、英国の金融業者としては、関連機能をユーロ圏に移転することも選択肢としてあり得るが、英国から直接アクセスするには、顧客・契約関係を見直したりする必要が生じる可能性がある。

他方、英国の EU 離脱後、EU 域内から CRR の追加資本賦課なく英国清算機関へアクセスするには、英国が欧州委員会より Emir に基づく同等性評価を受けている必要がある。これまで欧州委員会は、日本や韓国など 10 か国について同等性を認めており、EU 加盟国として既に Emir に準拠する英国が同等性を認められないことは考えにくいようにも見える。但し、上記 Mifir のように、Emir は EU 規則として英国に直接適用されているため、英国が同等性評価までに任意で Emir を国内法化していなければ、同等性評価の対象となる英国の規制そのものが不在ということになりかねない。

VI 国際金融センターロンドンの行方

1. 人材、企業、周辺サービスへの影響

上記の金融・資本市場の制度・仕組み以外の観点からも、英国の EU 離脱は国際金融センターとしてのロンドンの魅力低下に繋がりがかねない。これまでの英国では、EU 加盟国としての人、モノ、資本、サービスの移動の自由の下、他の EU 加盟国からの労働者が就労ビザなく仕事をする事ができた。これにより、必ずしも金融業に従事していなかった

¹⁸ “Europe Tests London’s Financial Hub Status by Targeting Clearing” *Bloomberg*, June 27, 2016

¹⁹ “Hollande Says Brexit to Hurt City of London in Clearing Warning” *Bloomberg*, June 29, 2016

者（学生や異業種）も含め、多様な人材プールが形成され、国際金融センターとしてのロンドンの強みの一つとなっていた。金融業者の役職員の場合、雇用主がスポンサーとなってビザ発行を申請するものと思われるが、ロンドンの強みであった人材プールの多様性は失われよう。

また、EU 離脱によって関税がかかるようになる分野については、企業が英国から EU 域内に移転する可能性もある。その場合、金融業者にとっては顧客企業の喪失、市場の縮小に繋がることになる。更に、金融業者の英国離脱、金融産業の規模縮小が続けば、弁護士事務所や会計事務所、コンサルタントなどといった金融産業の周辺ビジネスの縮小にもつながる。そうした周辺ビジネスの豊富さは、人材プールとともに国際金融センターとしてのロンドンの強みの一つとされてきたものであり²⁰、その縮小は金融業者にとってのロンドンの魅力低下に拍車をかけかねない。

2. 欧州企業の資金調達への影響

英国はこれまで、欧州最大の金融センターとして、欧州企業の市場調達の中核を担ってきた。例えば、2015年の欧州取引所の IPO に占める英国の割合は件数ベースで 40%であり²¹、また、オリバー・ワイマンによると、2012年の欧州資本市場・投資銀行業務の収益のうち 78%が英国のフロント・オフィス業務で上げられたものだという²²。

本稿執筆時点では、国民投票後、英国における資金調達案件でコストが上昇しているという現象は見られない。しかし今後、英国・EU の間で金融業者による互いの市場へのアクセスが制限されるようなことになると、英国ないし EU における企業の資金調達コストが上昇するかもしれない。その場合、英国ないし EU の企業にとって、日本や米国を含めた欧州外での資金調達の重要性が増すことも考えられよう。

3. ドイツ取引所とロンドン証券取引所の経営統合への影響

2016年2月に発表されたドイツ取引所とロンドン証券取引所の合併も、英国の EU 離脱の影響を受ける可能性がある。両社は国民投票後の共同声明において、合併は国民投票の結果を条件とするものではなく、合併に向けて手続きを進めていく旨を述べた。しかし、ドイツでは元々、中央・地方政府において、合併後の取引所の本社所在地がロンドンになることについて難色を示す声が多く、ロンドンが EU 域外になると、そうした声本格化する可能性があった。例えば、ドイツ連邦金融サービス監督庁（BaFin）のフェリックス・フーフェルト長官は国民投票後、ユーロ圏で最も重要な取引施設が EU 域外の本社か

²⁰ The City UK によると、世界の経営コンサルティング・フィーの 13%が英国で上げられている。また、国外から英国に進出している法律事務所は 200 社に及び、世界最大手の法律事務所 5 社中 3 社が英国拠点で最多の人員を抱えているという。

²¹ World Federation of Exchanges より算出。

²² Oliver Wyman “EU Scenarios and the UK Financial Centre” April 28, 2014

ら運営されるのは想像できない、英国が EU と決別した以上、合併した取引所の将来の本社は EU の規制・監督に服するべきだと発言している。

今後の注目点となるのは、一つは監督当局としてドイツ取引所の合併について拒否権を有するヘッセ州当局の出方である。国民投票前、ヘッセ州議会の複数の与党議員から、英国が EU から離脱した場合に新会社の本社が EU 域外にあるのはおかしい、などの声が挙がっていた。ヘッセ州のタレク・アルワズィル財務相も、英国の国民投票と合併後の取引所の本社所在地に注目しているとし、国民投票後、時間をかけて合併案件を審査するとしていた²³。もう一つの注目点は、株主の承認を得られるか否かである。ロンドン証券取引所は 2016 年 7 月 4 日の株主総会で本件合併を議題としており、ドイツ取引所は同年 6 月 1 日に株主に対して株式交換オファーを提示している（締め切りは同年 7 月 26 日）²⁴。

VII 金融業者の反応

ロンドンの金融業者、特に欧州本部をロンドンに置く EU 域外の金融業者は、国民投票に先立って英国事業の在り方について検討・発信してきた。国民投票前の動きとしては、図表 2 のようなものがあるが、全体的に、ロンドンのオペレーションの一部を EU 域内に移転する、といった方向性の論調が目立つ。また、意思決定の材料としては、清算機関へのアクセスや人材確保もさることながら、特に単一パスポートの利用の是非が重視されているようである。

もっとも、国民投票の後には、従業員の混乱を抑えるべく、国民投票前に示唆・報道され

図表 2 国民投票前の各金融業者のスタンス

金融業者	ソース	内容
HSBC	スチュワート・ガリバーCEO (2月、インタビュー)	・ノンリングフェンス銀行に重大な影響。 ・ロンドンのグローバル・バンキング & マーケッツのうち1,000人をパリに移転するかもしれない。 ・移転の判断は、英国が離脱後にどれだけ単一パスポート制度にアクセスできるかによる。
ドイツ銀行	ジョン・クライアンCEO (5月、ニューヨーク投資家面談)	・英国がEUから離脱したら英国からユーロ圏プロダクトのトレーディングをするのは直感的におかしい。 ・時が経てばロンドンの取引はユーロ圏に戻っていくと予想。
シティグループ	UKトップのジェームズ・バードリック氏 (6月、社員向けメール)	・立地とブックキングを検討。 ・単一パスポートで効率的な市場アクセスを続けるにはEU全体でオペレーションをリバランスする必要。
JPモルガン・チェース	ジェイミー・ダイモンCEO (6月、英社員向けスピーチ)	・離脱となったら英国から大陸欧州顧客に従来のようにサービス提供ができなくなるので、国民投票後、速やかに行動する。 ・雇用数では最大4,000人に影響が及ぶかもしれない。
モルガン・スタンレー	プレジデントのコラム・ケルナー氏 (6月、インタビュー)	・現地本部をロンドンからダブリンもしくはフランクフルトに移転する可能性。 ・ユーロ清算の大陸への移転、ピザと労働力を理由として指摘。

(出所) 野村資本市場研究所作成

²³ “Brexit, Headquarters Key in German Regulator Review of LSE Deal” Bloomberg, May 13, 2016

²⁴ 当初の締め切りは 7 月 12 日であったが延長された。併せて、必要とされる株主同意水準も 75% から 60% へ引き下げられた。

ていたリストラ・拠点移動について、トーンダウンないし否定するコメントが出てきている。例えば、JP モルガン・チェースの投資銀行部門トップのダニエル・ピント氏は、英国投資銀行部門の大部分を維持したいとした上で、グローバル・カストディや法人預金については対応を練らなければならないが、それも徐々にしていくと述べている²⁵。また、モルガン・スタンレーは 2,000 人をダブリンもしくはフランクフルトに移すという事前報道を否定し、HSBC のダニエル・フリント会長も、英国における事業・顧客・従業員へのコミットメントを表明し、国民投票の結果を受けてもそれは変わらないと述べている²⁶。但し、HSBC については、国民投票後、英国が EEA にも加盟しなかった場合、ユーロ建て決済業務を担当する従業員など 1,000 人をパリに移転する検討に入ったことが報じられている²⁷。

このように、英国の大手金融グループは、英国からの単一パスポートの利用ができなくなった場合、他の EU 域内金融センターへの移転を一つのシナリオとして考えているわけであるが、現状の英国事業のどの部門をどの程度移転するのか、どこへ移転するのかは未定のようなのである。移転先については、パリ、フランクフルト、ダブリンが取り沙汰されることが多いが、いずれも一長一短がある（図表 3）。他にはアムステルダムやルクセンブルクもあるが、前者は固定給に対して変動給を 20%に抑える報酬規制が金融業者にとっては厳しく²⁸、また、後者はファンドのミドル及びバック・オフィスを中心とする金融センターと認識されているものと考えられる。なお、現在ロンドンにある欧州銀行機構（EBA）も、英国が EU を離脱した場合、EU 域内に移転することを明らかにしており、移転先候補地として、フランクフルト、パリ、ミラノが取り沙汰されている²⁹。

図表 3 各都市の金融センターとしての特性

都市名	英語	実効法人税率	ビジネス・インフラ	都市インフラ	雇用法制
フランクフルト	×	30.18%	○	○	×
パリ	×	34.45%	○	△	×
ダブリン	○	12.50%	△	△	○

(注) 雇用法制は雇用主にとっての解雇のしやすさ、ビジネス・インフラは法律・会計事務所等の周辺ビジネスの充実度。
なお、ダブリン（アイルランド）の法人税率については、日本のタックスヘイブン対策税制の観点からの検討も必要。

(出所) 野村資本市場研究所作成

²⁵ “Banks begin moving some operations out of Britain” *CNBC*, June 26, 2016

²⁶ “Morgan Stanley denies moving 2,000 London jobs to Dublin and Frankfurt” *Independent*, June 24, 2016。なお、HSBC のガリバーCEO はパリを指定した理由を明らかにしていないが、HSBC が保有するクレディ・コマーシャル・デ・フランスがパリにあることが一因と考えられる。

²⁷ “HSBC ‘to move jobs to Paris if UK leaves single market’” *BBC*, June 26, 2016

²⁸ EU の CRR/CRDIVでは、固定給に対する変動給の比率は最大 100%（株主承認がある場合は 200%）とされており、オランダの報酬規制はEUのものより一歩踏み込んだものとなっている。

²⁹ “EU plans moving bank regulator from London as euro zone eyes City business” *Reuters*, June 26, 2016。なお、ミラノはイタリアのエンリコ・レッタ元首相が主張。

どの業務をどの程度移転するかについては、どの分野でどの程度の単一市場へのアクセスが認められるか不透明であることもあり、現状では全く見通せない。但し、EU 域内に小規模な現地法人を設け、そこで単一パスポートが依拠する認可を取得し、オペレーション自体は引き続きロンドンから行うことについて、法律家や規制専門家は否定的であり、オペレーションの実体と資本を具備することを当局から求められると指摘する³⁰。

VIII 今後の見通し

英国の EU 離脱は、一部では EU 崩壊の序章などと指摘されている。確かに、英国離脱により、オランダ、フランス、ドイツ、イタリアなどで反 EU の動きが盛り上がりを見せているものの、いずれも国民投票などの具体的なアクションが視野に入っているわけではなく、また、ユーロを採用する国では、ポンド採用国の英国とは離脱のハードルが自ずと異なってくる。むしろ英国の EU 離脱は、「更なる統合の深化 (ever closer union)」という EU の前提が崩れることによる EU 統合の後退や機能停滞に繋がる可能性がある。例えば金融分野では、欧州委員会や ESMA 等が各国の離反を恐れて、あるいは、各国が従来以上に自国の利益を主張して、ルールの統一・調和化に向けた動きに対してブレーキがかかるかもしれない。

また、EU・英国ともに金融・資本市場のパイ全体が縮小する可能性がある。EU は最大の金融センターであるロンドンを失うことで、英国は自らがゲートウェイ役を務めてきた EU へのアクセスを失うことで、双方ともに資金調達・投資活動が外に流出する可能性がある。その場合、EU 域外から英国ないし EU に進出している金融業者としては、欧州本部機能の移転等の前に、欧州事業からの部分的ないし全面撤退という選択肢も視野に入ってくる。

もともと、現時点で、欧州本部機能の移転や欧州事業からの撤退について、意思決定するのは時期尚早であろう。今後、英国と EU との間で、どのような離脱後の取り決めが合意されるかは未知数であり、それ次第で欧州オペレーションが受ける影響が全く変わってくる可能性がある。当面は、英国の政治動向も含めて、様子を見ていくしかないものと考えられる。

³⁰ “Licence to leave; Global banks weigh up whether they should stay or quit the square mile” *Financial Times*, June 27, 2016