

## 英国による EU 離脱通知

### —今後のスケジュールと金融資本市場の論点—<sup>1</sup>

神山 哲也

#### ■ 要 約 ■

1. 2017年3月29日、英国による欧州連合（EU）離脱の意思を告げる通知が欧州理事会トウスク常任議長に手交された。翌日には、英政府により包括的欧州共同体法廃止法案に関するホワイト・ペーパーが公表された。他方、EU側では、同年4月29日にバルニエ主席交渉官による対英交渉を規定する離脱交渉ガイドライン、同年5月3日に離脱協定交渉指令案が公表された。
2. 離脱通知により、英国が2019年3月29日を以てEUを離脱する可能性が高くなった。それまでに英国・EU間の将来関係に関する合意が間に合わない可能性があり、従来の措置を維持する移行措置期間を設けなければ、英国金融業者は離脱日からEU顧客に英国からサービスを提供できなくなる。したがって、移行措置期間が重要な論点となる。
3. 英国金融業者によるEU市場アクセスについて、メイ首相が単一市場からの脱退を表明しているため、従来の単一パスポートによるアクセスはできなくなる可能性が高い。英国は自由貿易協定（FTA）でアクセスの確保を図る構えであるが、EU側は「いいとこ取り」を認めない姿勢である。欧州委員会による同等性評価に基づき英国金融業者がEU市場に進出する途も考えられるが、これについてもEU側は厳しい姿勢を示している。
4. EU市場アクセスについて見通しが立たない中、英国金融業者はEU移転の検討を進めている。他方、EU各国は英国金融業者の誘致を標榜しているが、そのために各国当局が監督上の緩和措置を講じて「底辺への競争」・規制アービトラージが生じることへの懸念も台頭している。
5. 今後の金融資本市場に関する英国・EU間の交渉に関しては、移民問題など他の交渉状況が影響してくる可能性があるため、一層不確実性が高まることになる。当面、こうした不確実性が英国・EUの金融資本市場の停滞を招く可能性は看過し得ない。更には、ロンドンの国際金融センターとしての地位にも影響が生じてくる可能性があるだろう。

<sup>1</sup> 本稿は、2017年5月4日時点の情報に基づく。

## I. はじめに

2017年3月29日、英国のテリーザ・メイ首相が署名した欧州連合（EU）基本条約第50条に基づく通知が、英国のティム・パロウ駐EU大使より欧州理事会のドナルド・トゥスク常任議長に手交された。英国のEU離脱（ブレグジット）の意思を告げる、いわゆる「50条通知」である<sup>2</sup>。EU基本条約第50条では、離脱の意思を通知した国は、①当該通知から2年後の時点、もしくは、②2年以内にEUと離脱について合意できた場合はその時点、でEUを離脱することになる。EU側で加盟国の全会一致を以て2年の期間を延長することもできるが、EU側としては、英国に慮って延長を合意するインセンティブは低いとみられている。そのため、2017年3月29日から起算して2年、即ち2019年3月29日に英国がEUを離脱する可能性が高くなった。

翌3月30日には、政府EU離脱省（Department for Exiting the European Union）から包括的欧州共同体法廃止法案（Great Repeal Bill）に関するホワイト・ペーパーが公表された<sup>3</sup>。これは、①英国のEU加盟の根拠法である1972年欧州共同体法の廃止、②EU法の英国法化<sup>4</sup>、③英国法化した後に英国の実情に合わせるための二次的立法権（Secondary Legislation）の創設<sup>5</sup>、について規定する包括的欧州共同体法廃止法案に関する考え方をまとめたものである<sup>6</sup>。①は英国がEUを離脱するための立法措置であり、②は離脱時点で既存の法的環境を継続することにより経済活動等の混乱回避を図ったものである。

他方、EU側では、欧州理事会により2017年4月29日、離脱交渉ガイドラインが採択された。また、同年5月3日には、欧州委員会より、離脱協定交渉指令案が公表された。いずれも、EU側で対英交渉を担う欧州委員会ミシェル・バルニエ首席交渉官による今後の対英交渉を規定するものとなる。

英国のEU離脱を巡っては、様々な論点がある。英国としては、移民の流入を抑制し、EUの法規制・司法制度から脱したい一方、EU市場へのアクセスや非課税貿易は維持したい。しかしEU側は、人・物・資本・サービスの自由な移動は不可分であり、英国の「いいとこ取り（Cherry Picking）」は容認しないという方針を堅持している<sup>7</sup>。

その中で、金融資本市場を巡る議論、とりわけ、英国金融業者のEU市場へのアクセスの問題は、英国・EUの経済・税収にとっての重要性は高いものの、社会的な関心はさほど高くはないのが実情である。そのため、金融資本市場が単独で議論されるというよりは、移民問題など他の交渉材料との兼合いの中で議論されることになる公算が高く、現時点で

<sup>2</sup> 本通知は、EUからの脱退と併せ、欧州原子力力共同体（Euratom）からの離脱も表明している。

<sup>3</sup> Department of Exiting the European Union “Legislating for the United Kingdom’s withdrawal from the European Union” March 30, 2017.

<sup>4</sup> 例えば、英国に直接適用されるEU規則の国内法化や、欧州司法裁判所の過去の判決の英国における判例法化など。

<sup>5</sup> 日本の政省令に該当。内容としては、例えば、EU機関名の英国機関名への置き換えや、EU法を参照している文言の修正など。

<sup>6</sup> いずれも発効は英国のEU離脱日。なお、法案は次期議会に提出予定。

<sup>7</sup> 例えば、2016年6月29日の欧州連合理事会決議。

は英国金融業者による EU 市場アクセスについて、英国の EU 離脱後に如何なる枠組みが準備されるか、全く予断を許さない状況となっている。

以下では、現時点で把握されている今後のスケジュール及び関連する論点、英国の 50 条通知と EU 側の離脱交渉ガイドラインの内容、金融資本市場を巡る英国と EU のスタンス、金融業者の動向、について確認する。

## II. ブレグジットのスケジュール感と金融資本市場の論点

今後、EU27 各国が全会一致で交渉期間の延長を決議しない限り、英国は 2019 年 3 月 29 日を以て EU を離脱することになる可能性が高い。もっとも、EU 側では、バルニエ首席交渉官が、英国との合意について、英国の離脱までに欧州議会の決議が必要であるため、離脱日に効力を発生する協定に向けた交渉は 2018 年 10 月に終える必要があるとしている。また、EU では、離脱協定交渉指令が 2017 年 5 月 22 日に採択される予定となっており、英国では 2017 年 6 月 8 日に総選挙が予定されている。そのため、本格的な交渉開始は早くとも 2017 年 6 月となり、離脱日に効力を発生する協定に向けた交渉期間は最大で 17 か月ほどとなる。

英国と EU が交渉するのは、「離脱協定」と「将来協定」の 2 点である。離脱協定は、英国が EU から離脱する時点の取り決めに関する協定であり、例えば、EU 側が約 600 億ユーロと試算する英国による対 EU 債務の清算や、在英 EU 市民・在 EU 英国国民の権利保護などが含まれる。他方、将来協定は、英国・EU との将来関係（離脱後の関係）に関する取り決めであり、例えば、金融を含むサービス業の相互進出の扱い、関税その他貿易条件等が含まれる。EU 基本条約第 50 条で規定しているのは離脱協定のみであり、将来協定について同条項では、離脱協定の締結に際して将来関係を考慮する、とされているに過ぎない。そのため、2 年の期間内に将来協定を締結することは、EU 基本条約上は求められていない。

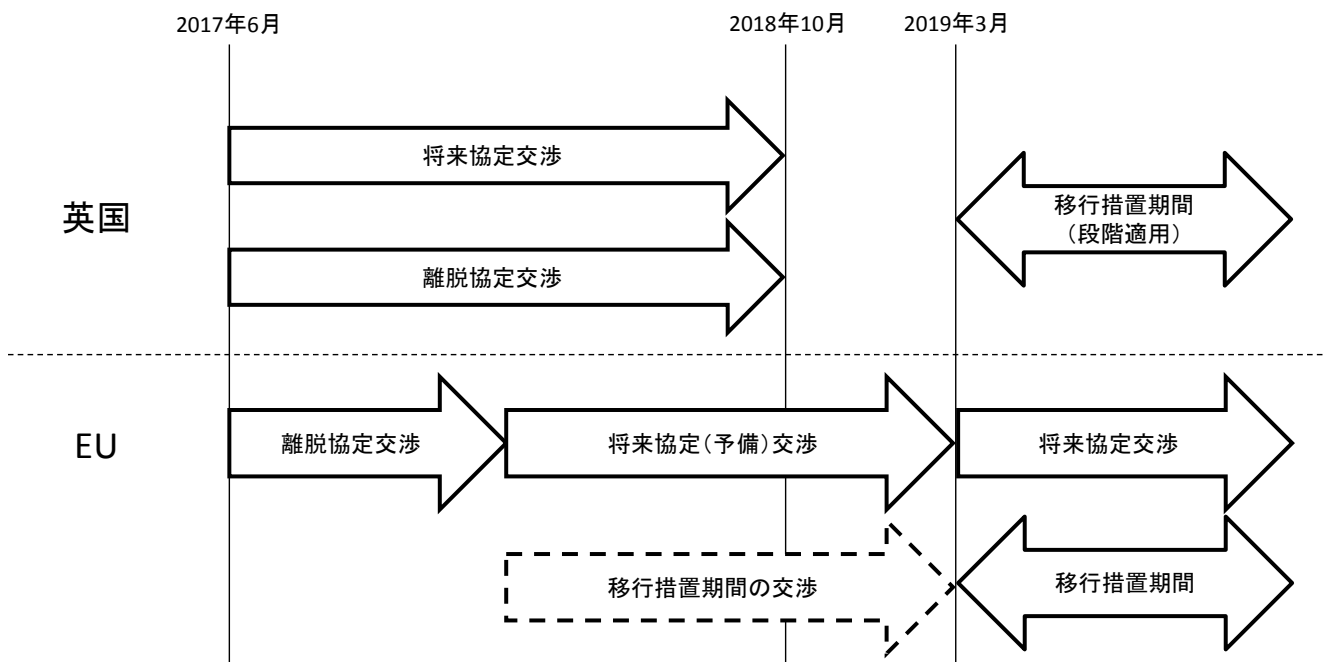
もっとも、英国としては、離脱日に EU との全ての関係が急に途切れる激変（Cliff-Edge Effect）を避けるべく、両者を同時並行で進め、2 年の期間内に将来協定も締結したいところであると考えられる。他方、EU としては、EU 加盟国の更なる離脱の動きを食い止める趣旨もあり、バルニエ首席交渉官や独アンジェラ・メルケル首相が述べているように、まずは離脱協定を先行させた上で、将来関係の交渉に進みたいところであると見られる。将来協定については、英国政府の主張とは裏腹に、合意に至るのに要する期間が 5 年や 10 年とみる向きもある。それを前提とすると、英国の金融業者としては、EU 離脱から将来協定の発効日までの間を移行措置期間とし、その間は EU での営業が認められるという状態を確保したい。EU 側では、バルニエ首席交渉官も、そうした移行措置期間の必要性は認めつつも、英国が当該期間中、欧州司法裁判所の管轄に服することを求めている<sup>8</sup>。他方、

<sup>8</sup> なお、欧州議会は 2017 年 3 月 29 日、英国の離脱合意の条件を採択しており、その中で、移行措置期間は最大 3 年としている。

後述するように、英国政府が求める移行措置期間は、離脱までに将来協定を締結することを前提に、離脱日から合意内容を段階適用する、というものとなっている（図表1）。

移行措置期間に関して、より現実的と思われるEUのシナリオを前提とした場合、英国の金融業者にとって重大な論点となるのが、どのタイミングで移行措置期間の導入が判明するか、という点である。欧州委員会が2017年5月3日に公表した離脱協定交渉指令案<sup>9</sup>では、移行措置期間は離脱協定交渉の後に扱うこととされている。EU側は、離脱協定交渉の目途を2017年末辺りとみているため移行措置期間の導入決定が、例えば2018年4月以降にずれ込むと、英国の金融業者にとっては、離脱まで1年を切った時点でも移行措置期間の有無が判然としないことになる。結果、英国からEU市場へのアクセスがどの程度認められるかに関わらず、いわば見切り発車で、単一パスポート<sup>10</sup>の対象となる新たなEUエンティティ設立に向けて動かざるを得なくなろう。

図表1 英国・EUそれぞれが想定する今後のスケジュール（仮説）



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> 欧州委員会が欧州理事会に対して、英国との離脱協定交渉の開始を欧州委員会に授権する決定を提案しており (European Commission “Recommendation for a Council Decision authorizing the Commission to open negotiations on an agreement with the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland setting out the arrangements for its withdrawal from the European Union” May 3, 2017)、離脱協定交渉指令案は、同提案の付則 (Annex) と位置づけられている。なお、同提案及び付則は、2017年5月22日の欧州理事会において可決される予定である。

<sup>10</sup> EU規制に基づき、一つのEU加盟国で認可を受けた金融業者が当該認可を以て他のEU加盟国で営業することを認めるシステム。

### Ⅲ. 50 条通知の内容と金融資本市場に係る英国のスタンス

英国は 50 条通知において、離脱協定と併せて将来関係の条件についても合意したいこと、経済と安全保障の両面において緊密な協力関係を築きたいことを強調した上で、図表 2 の 7 原則を提示した。また、EU との将来関係に係る英国の目標については、メイ首相が EU 離脱に関する基本方針を打ち出した 2017 年 1 月 17 日のランカスター・スピーチ、同年 2 月 2 日のホワイト・ペーパー<sup>11</sup>を維持するとした。ランカスター・スピーチで提示された EU との将来関係に係る目標は図表 3 の通りである<sup>12</sup>。50 条通知及びランカスター・スピーチ、ホワイト・ペーパーで示された金融資本市場に関わるポイントとしては、以下 2 つが指摘できる。

#### 1. EU 市場へのアクセス：FTA／同等性評価

第一のポイントは、単一市場からは脱退することとした上で、金融サービスについては重要産業と位置づけ、特別に EU 市場へのアクセスを追求する姿勢である。もともと、現時点では、英国金融業者に認められる EU 市場アクセスがこういった形に収まるかは見えてこない。一つには、自由貿易協定 (FTA) の下、従来の単一パスポートと近似したアクセスが認められる可能性が考えられる。これが実現すれば、英国の金融業者としても、EU エンティティの設立などを考える必要性は低下する。但し、これこそ、EU 側が頑なに拒否する「いいとこ取り」とも言えるものであり、ハードルは高いと言えよう。また、仮に FTA の締結に成功し、金融サービスがカバーされたとしても、現在英国金融業者が EU 加

図表 2 50 条通知で提示された 7 原則

1.	真摯な協力の精神に則って建設的に相手を尊重して関わり合うべき： 単一市場から脱退し、EU 規制策定への影響力喪失、EU 域内で英国企業が EU 規制に準拠することを理解。
2.	常に市民を第一に： 在英 EU 市民、在 EU 英国国民の権利について早期の合意を目指すべき。
3.	包括的合意を目指すべき： 離脱協定と併せて将来関係の条件について合意する必要。
4.	混乱を最小に抑え、できる限りの確実性を与えるべく協力するべき： 円滑で秩序ある移行のための移行措置期間は英国・EU の人民・企業を利する。
5.	英国のアイランドとの特有の関係及び北アイランドの和平プロセスの重要性を重視： アイランドとの共通旅行区域を維持し、北アイランドに係るベルファスト合意を堅持。
6.	詳細な政策に関する技術的な交渉を速やかに開始しつつ、最重要の課題を優先するべき： 英国・EU 間の野心的な自由貿易協定 (FTA) を提案。金融サービスやネットワーク産業等、密接に関連する英国・EU 経済にとって重要セクターをカバー。英国と EU は既に合致した規制・基準を有するため、規制の変化を如何に管理するか、紛争処理をどうするかを優先するべき。
7.	共有する欧州の価値観の維持・発展に向けて協力するべき： 欧州の自由・民主主義の価値観促進と安全保障上の脅威からの防御に貢献。

(出所) 英首相官邸資料より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> Department for Exiting the European Union “The United Kingdom’s exit from, and new partnership with, the European Union” February 2, 2017.

<sup>12</sup> ホワイト・ペーパーは、ランカスター・スピーチで提示された目標に背景情報等の肉付けをしたものと位置づけられる。

図表3 ランカスター・スピーチで提示された12目標

確実性と明確性	
1.	EU離脱プロセスに係る確実性の提供：EUとの最終合意について発効前に上下両院の決議を得る。
より強力な英国に向けて	
2.	自国法のコントロール：立法は英国で行い、欧州裁判所の管轄から外れる。
3.	英国内の4か国の連合強化
4.	アイルランドとの共通旅行区域の維持
より公平な英国に向けて	
5.	EUからの移民のコントロール
6.	在英EU市民および在EU英国市民の権利：速やかに解決すべき課題と位置づけ。
7.	労働者の権利保護
真にグローバルな英国に向けて	
8.	自由貿易協定を通じた欧州市場との自由な取引： ・単一市場から脱退し、EUとの包括的な自由貿易協定（FTA）を追求。国境を越えて金融サービスを提供する自由などに係る現行単一市場の要素を盛り込む可能性。 ・単一市場脱退でEU予算への多額の拠出は不要に。但し、個別の欧州プログラムへの参加はあり得る。
9.	世界各国との新たな貿易協定： ・世界各国と貿易協定締結に向けて交渉（例：中国、ブラジル、湾岸諸国、オーストラリア、ニュージーランド、インド、米国）。 ・関税同盟に付随する共通通商政策・共通対外関税からは脱退したい一方、欧州との非関税貿易は維持したい。新たな協定、部分的参加等、方途は問わない。
10.	科学・イノベーションに最良の場所
11.	犯罪・テロとの戦いにおける協力
段階適用アプローチ	
12.	円滑で秩序だった離脱： ・2年間の50条手続きの間にEUとの将来関係について合意、その時点から英・EUにおいて段階的適用プロセス。無制限の移行ステータスは不可。 ・金融サービスに係る将来的な規制フレームワークなどが対象となり得る。

（出所）英首相官邸資料より野村資本市場研究所作成

盟国として享受している単一パスポートに基づく市場アクセスと全く同等の権利を追求することは極めて困難と考えられる。

そこで、もう一つ考えられるのが、同等性評価に基づくEU市場へのアクセスである。EU金融規制における同等性評価のシステムは、欧州委員会によって、規制・監督のアウトカムがEUと同等と認められた法域の金融業者によるEUでの営業を容認するシステムを指す。金融危機後にEUとして40以上の金融関連の立法措置が講じられ、そのうち15本の指令・規則において、第三国に係る同等性評価のシステムが採用されている（図表4）。例えば、離脱後、第2次金融商品市場指令/金融商品市場規則（Mifid II/Mifir）における同等性が認められれば、英国金融業者はEU顧客にホールセール証券業のサービスを提供できる<sup>13</sup>。前掲図表2で「英国とEUは既に合致した規制・基準を有する」とあるのは、英国の規制がEUと同等と主張しているものと言える。実際、英国はEU加盟国としてEU指令は順次国内法化しており、EU規則についても包括的欧州共同体法廃止法案が可決されれば、国内法化されることとなる。

同等性評価は既存のシステムではあるが、英国として、より有利な扱いを同等性評価において求めることが考えられる。その場合、英国側の主張のたたき台になり得るのが、英

<sup>13</sup> 詳細については、神山哲也「Brexitの金融規制・資本市場・金融機関への影響」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号参照。

図表 4 EU 指令・規則における同等性評価

指令・規則名	同等性評価 の項目数
目論見書指令	2
透明性指令	2
会計指令	1
信用格付機関規則	1
法定監査指令	3
欧州市場インフラ規則(EMIR)	5
証券集中保管機関規則(CSDR)	1
証券金融取引規則(SFTR)	3
金融ベンチマーク規則	2
空売り規則	1
市場濫用規則(MAR)	2
第2次金融商品市場指令/金融商品市場規則 (Mifid II /Mifir)	7
資本要求規則(CRR)	6
第2次ソルベンシー指令	3

(注) 2016年12月21日時点。

(出所) 欧州委員会資料より野村資本市場研究所作成

国金融業界団体の TheCityUK がランカスター・スピーチ及びホワイト・ペーパーに先立ち公表した提言である<sup>14</sup>。その中で、同団体が従来主張してきた単一パスポートの要望が取り下げられている一方、①現行の同等性評価のシステムを発展させた英国・EU 間における規制体系の相互承認に基づく相互の市場アクセスを容認すること、②英国・EU の規制・監督当局が引き続き密接に連携すること、③左記を公式な合意によってのみ変更可能な長期的・安定的なフレームワークに組み入れること、などが提案されている。①については、現行の同等性評価が EU 金融サービス関連法制の 4 分の 1 しかカバーしていないことが背景の一つになっていると考えられる<sup>15</sup>。②については、英政府のホワイト・ペーパーにおいて、EU との間で強固な共同監督の取り決めの創設を求め、引き続き国際基準を支持・適用することが盛り込まれており（ランカスター・スピーチに追加）、英政府も方向性を同じくしている。③については、現行の同等性評価が 30 日の事前通知で欧州委員会が一方的に撤回できるものとなっていることへの対応とみられる。もっとも、後述するように、EU 側の同等性評価に対するスタンスは厳しく、上記提案もハードルは決して低くはないものと考えられる。

## 2. 移行措置期間の導入

第二のポイントは、移行措置期間の導入を求めている点である。但し、ランカスター・スピーチで述べられている移行措置期間は、英国金融業界（及び EU）が主張する移行措置期間とは意味合いが異なっている。英国金融業界が主張する移行措置期間は、英国の離

<sup>14</sup> TheCityUK “Brexit and UK-Based Financial and Related Professional Services” January 12, 2017.

<sup>15</sup> “Citi says EU ‘equivalence’ regime no answer to Brexit banking question” *Reuters*, March 22, 2017. なお、Mifid II /Mifir が適用されれば、投資サービスでは大部分が同等性評価でカバーされると見る向きもある。

脱に将来協定の締結が間に合わないという前提から、英国の離脱と将来協定の発効日までの間、EU 加盟国として享受している市場アクセスの維持を求めるものである。これに対してランカスター・スピーチで述べられている移行措置期間は、離脱までに将来協定について合意を得て、そこから段階的に合意事項を適用していくというものとなっている。即ち、将来協定の締結が離脱に間に合わなかった場合、離脱日から将来協定の発効日までの間がカバーされないことになる。

50 条通知では、どのような移行措置期間か明示されていないものの、50 条通知直後の議会演説でメイ首相が、交渉期間の 2 年以内に将来関係の条件について合意し、その後に段階適用プロセスに進む、と述べていることから、ランカスター・スピーチと同様の移行措置が意図されているものと考えられる<sup>16</sup>。

上記を前提とすると、離脱までの 2 年以内に将来協定について合意できなかった場合、離脱日から将来協定の発効日までの間、英国・EU 間に何らの取り決めもない状態に陥り、英国の金融業者は離脱日を境に、英国から EU 顧客にサービスを提供できなくなる。この場合も、英国の金融業者としては、激変を回避するべく、移行措置期間の交渉・合意を待たずに、見切り発車で EU エンティティの設立に動かざるを得なくなろう。但しメイ首相は、その後、離脱後も EU からの移民を受け入れる可能性を示唆するなど、EU 側が提示する移行措置期間の考え方に沿う姿勢も示している<sup>17</sup>。

## IV. EU の離脱交渉ガイドラインと金融資本市場に係るスタンス

### 1. 離脱交渉ガイドラインの概要

欧州理事会は 2017 年 4 月 29 日、欧州委員会バルニエ首席交渉官による対英交渉を規定する離脱交渉ガイドラインを採択した<sup>18</sup>。その中で特に注目されるのが、交渉について段階的アプローチを打ち出している点である。従来、バルニエ首席交渉官や独メルケル首相が主張してきた「離脱協定の後に将来協定」をより具体的に示したものと言える。

まず、交渉の第一フェーズとして、英国の EU 加盟国としての権利義務関係を解消し、離脱日における市民や企業にとっての明確性・法的確実性を確保することとする。前記の離脱協定交渉指令案によると、離脱時における、①在英 EU 市民・在 EU 英国国民の権利保護、②英国の対 EU 債務の清算（EU 予算、各 EU 機関や各 EU ファンドやファシリティへの参加に係るもの）などを内容とする。これらについて十分な進捗があると欧州理事会が判断した場合、次のフェーズに移るとする。「次のフェーズ」について同ガイドラインは、

<sup>16</sup> 50 条通知及びその直後の議会演説では、離脱までに「将来関係に関する条件 (terms of our future partnership)」について合意を目指すとしており、これを以て、英政府としては、離脱日までに最終的な将来協定の合意に至らない余地を残しているとの解釈もある (“May’s phrasing puts start of talks on firmer ground” *Financial Times*, March 30, 2017)。

<sup>17</sup> “May suggests unrestricted EU migration will continue post-Brexit” *Financial Times*, April 5<sup>th</sup>, 2017.

<sup>18</sup> Council of the European Union “Guidelines following the United Kingdom’s notification under Article 50 TEU” April 29, 2017.



離脱後の英国とでなければ将来協定を締結できないとした上で、EU 基本条約第 50 条が離脱協定に際して将来関係を考慮するとしていることを踏まえ、将来協定に係る総体的な理解について予備的交渉をする準備があるとする。一方で、予備的交渉に関連して、①EU 加盟と同等な利益を付与できないこと、②FTA が単一市場の全部もしくは一部に参加するのと同様であってはならないこと、を打ち出している。後者の「一部」は、金融サービスなど特定の分野のみを選別して、EU 市場への広範なアクセスを認めることはできないとの主張と解することができよう。

即ち、離脱協定の後に将来協定、という順序は堅持しつつ、前者については大枠合意で良いとする一方、後者への移行の是非については EU 側が裁量を持つこととしている。また、将来協定についても、2 年以内に実施するのは予備的交渉のみであり、実際の締結は離脱後と主張しているわけである。

そうすると、離脱日から将来協定の発効日までの間にギャップが生じる可能性が出てくる。その橋渡しとしての移行措置期間について同ガイドラインは、必要かつ法的に可能な範囲内において交渉することが可能とする。即ち、英政府が主張する、離脱後に将来協定を段階適用する移行措置期間ではなく、離脱から将来協定の発効日までの移行措置期間である（前記）。また、同ガイドラインは、移行措置期間が明確に規定され、期間が限定されたものであることを求め、その間、EU の規制、予算、監督、エンフォースメントが適用されるとする。無期限の移行措置期間を否定し、移行措置期間を導入するのであれば、当該期間中は EU の枠組みに従うことを英国に求めたものである。

同ガイドラインでは、また、将来協定が EU における金融安定を保護し、EU の規制・監督体制及び基準・その適用を尊重するものでなければならないことも記された。当該記述は、2017 年 3 月 31 日の原案から追加されたものである。下記に見る規制・監督の同等性を英国に求めるもののように見えるが、金融サービスを将来協定に含めることの条件として英国が EU による規制・監督を受け入れること求めたものとの見方もある<sup>19</sup>。

## 2. 同等性評価に対するスタンス

英国金融業者による EU 市場アクセスの手段として有力視される同等性評価について、EU 側の考え方を表すものとして、欧州委員会が 2017 年 2 月 27 日に公表した「金融サービス政策における EU 同等性判断の評価」がある。同文書は形式上、事務局作業文書であり、指令・規則等の提案でもなければ、それ自体が対外的な法的拘束力を有するものでもない。建前上は、欧州委員会事務局の現行の同等性評価実務について、その手続きや原則的考え方を纏めたものとされる。しかし、実際には、欧州委員会によるブレグジットを踏まえた同等性評価の考え方を表すものとして注目される。そもそも、英国による離脱通知直前のタイミングで、敢えて事務局作業文書という形態で、こうした考え方を表明してきたこと自体、英国に反論の余地を与えない形で圧力を加えていこうという欧州委員会の意

<sup>19</sup> “EU Throws Down Brexit Gauntlet to U.K. as Talks Edge Closer” *Bloomberg*, April 29, 2017.

図が見て取れよう。

同作業文書において特に注目されるのが、今後の同等性評価において、より注意を要すると指摘されている分野である。具体的には図表5の記述となっているが、メッセージは以下の5点と言える。第一に、EU市場へのリスクに着目し、より重大な影響をEU市場に及ぼし得る法域には、より厳格に同等性を評価するとしている。直接的には、ブレグジット後の英国を念頭に置いたものであるが、日本や米国にも影響してくるものと考えられる。第二に、規制と監督を同等に評価するとしている。前記の通り、英国はEU加盟国としてEU指令を国内法化しており、それ以外についても、包括的欧州共同体法廃止法案によって国内法化するため、少なくとも離脱時点では、規制がEUと同等と言えそうである。しかし、同作業文書は、規制だけではなく監督もみることを強調することにより、離脱後の英国が必ずしも同等と評価されるとは限らない、というメッセージを発しているものと解することができる。第三に、同等性評価の撤回の権限を改めて強調している。これは、同等性評価の撤回にハードルを設けることを求める可能性のある英国への牽制ないし、離脱後の英国がEU規制を変更することに釘を刺したものとみることができる。第四に、データへのアクセスや実地検査など、より踏み込んだ監督上の措置を打ち出しており、これも英国への牽制とみることができる。第五に、同等性評価プロセスが現状でも透明性を確保していることを強調している。これは、EU同等性評価への透明性向上を求める声に対する反論と解することができる。

上記は全体として、同等性評価について欧州委員会として広範な裁量を有することを宣言したのと言いつつ、英国の金融業者に対して、英国からEUへの営業を継続していくに際して同等性評価に依拠することは難しい、EUに本部を設置する必要があるというメッセージを発したものと受け止めることができよう。

図表5 欧州委員会事務局作業文書における「より注意を要する分野」

リスク・ベースとプロポーションリティ	欧州委員会として各法域の多様性に配慮。評価に際してリスク・ベースのアプローチを採用し、同等性評価基準でプロポーションリティを適用。市場運営者によって同等性評価が重点的に利用され、同等性評価のための分析の瑕疵がEUにおける市場の安定性・健全性を著しく阻害し得る「ハイ・インパクト」な第三国については、欧州委員会は、同等性評価においてより多くのリスクを評価対象とする。
規制と監督の評価	現行の各規則・指令における同等性に係る規定は、必ずしも規制と監督を同じ程度に評価することを求めておらず、同等性評価におけるESAの役割を必ずしも規定していない。当初の規制・監督の同等性評価におけるESAの支援と、継続的なモニタリング及び適用の役割を明確化する必要。
同等性評価の撤回、監督上の措置の強化	欧州委員会は同等性評価の撤回も含めた調整の権限を有する。これは、第三国の監督システムとエンフォースメントに関して十分に厳格な要件を定める上で不可欠。例えば、第三国におけるデータへのアクセスや実地検査を含む当局との協力など。また、モニタリングは法的要件や監督だけでなく、市場の変化も考慮する(例えばEUからみた第三国市場へのエクスポージャー増など)。
同等性評価の透明性	同等性評価プロセスの透明性、予見可能性、一貫性を求める声が金融業界や第三国から挙げられている。欧州委員会は、ウェブサイトの情報提供や第三国当局へのアドホックなガイダンス提供、同等性評価プロセス開始時に第三国当局へ広範かつ標準化された情報提供を既にしている。

(出所) 欧州委員会より野村資本市場研究所作成

### 3. EU 金融監督の見直しと清算機関監督に対するスタンス

ブレグジットを受けた EU 側の金融監督に対するスタンスの一端は、欧州委員会が 2017 年 3 月 21 日に公表した欧州金融監督機構(欧州銀行機構(EBA)、欧州証券市場機構(ESMA)、欧州保険職域年金機構(EIOPA)を総称して ESA)の運営見直しに関する市中協議にも現れている<sup>20</sup>。欧州委員会は 2016 年 6 月 23 日の英国投票前から ESA の見直しを進めてきたが、欧州委員会のヴァルディス・ドムブラフスキス副委員長は、ブレグジットによってその取り組みが促進されたとしている。

同市中協議の構成は図表 6 の通りであるが、ブレグジットとの関係では、以下の 2 点が注目される。第一に、金融監督のコンバージェンスを求めている点である。これは、次節でみるように、ブレグジットへの備えで英国金融業者が EU への移転を検討する中、それらを自国に誘致するべく、監督における緩和的措置を打ち出す EU 加盟国当局の存在が指摘されていることを受けたものと言える。そうした「底辺への競争」が生じ、EU 金融システムの健全性が損なわれないよう、欧州委員会として各国当局の行き過ぎた英国金融業者誘致に歯止めをかけることを図ったものとみることができよう。

第二に、ESMA による清算機関の直接監督を打ち出し、その一環で英国の中央清算機関(CCP)への監督を匂わせている点である。これは、英国の LCH クリアネットなどの CCP がユーロ建て金利デリバティブの清算業務で 70%以上のシェアを有することについて、特に英国投票後、ユーロ圏から問題視する声が強まったことを受けたものである<sup>21</sup>。そこで、同市中協議文書は、まず、EU として資本市場同盟を進める中、より統一的な監督体

図表 6 欧州委員会の ESA 見直しに関する市中協議

I. ESAの義務と権限
A. 既存の任務と権限の最適化
1. 監督のコンバージェンス
2. 拘束力を持たない措置: ガイドラインと提言
3. 消費者及び投資者保護
4. 執行権-EU法違反の捜査
5. ESAの活動の国際的側面
6. データへのアクセス
7. 報告義務に関する権限: 要件の合理化と報告義務の枠組みの改善
8. 財務報告
B. 保険会社と銀行に係る特定の健全性規制上の役割における新たな権限
1. ソルベンシー II における内部モデルの承認
2. 銀行の自己資本に関する不一致の最小化
3. 保険会社と銀行に係る健全性規制上の任務と権限に関する一般問題
C. 資本市場の特定の分野における直接的監督権
II. ESAのガバナンス
III. 市場の課題への監督の仕組みの適応
IV. ESAのファンディング

(出所) 欧州委員会資料より野村資本市場研究所作成

<sup>20</sup> European Commission “Public Consultation on the EBA Regulation, EIOPA Regulation and ESMA Regulation” March 21, 2017.

<sup>21</sup> 詳細については、前掲注 14 論文参照。

制が求められる分野については、現在は直接監督する分野が信用格付機関などごく一部に限られている ESMA の権限拡大を検討する必要があるとする。その上で、具体的な分野の例として、各国当局によって扱いの異なる汎欧州の投資ファンド・スキーム（UCITS や AIF 等）や、活動がクロスボーダー及び金融システム上重要な CCP を挙げる。後者については、CCP の監督を ESMA が EU レベルで担うことを提案しているわけであるが、その後ろに「現在では英国の CCP が EU 清算市場で多大なシェアを有しており、故に EU 清算市場の監督機能の重要部分が英国にあることを考慮に入れるべき」と記載している<sup>22</sup>。

欧州委員会が 2017 年 5 月 4 日に公表したコミュニケーション<sup>23</sup>では、上記の点が更に明確化されている。まず、EU の金融システムにおいて重要な役割を担う第三国の CCP について、合理的な基準の下で EU 規制に服せしめることが必要になるとする。その上で、EU レベルにおける監督の拡張ないし立地要件が含まれるとし、フィードバックを踏まえた上で、2017 年 6 月に立法措置を提案することとする。今後、英国清算機関の所在地ないし監督権も、英国・EU 間の交渉材料の一つとなるものと考えられる。

## V. 英国金融業者の EU 移転を巡る動向

英国からの EU 市場へのアクセスについて、どのような合意が得られるか見通しが立たない中、英国の金融業者は EU 移転（EU エンティティの設立や既存 EU エンティティの拡充）の検討を進めている。図表 7 にみられるように、多くの金融業者が現時点では、英国拠点のごく一部の移転のみを検討している様子が伺われる。全体的には、第一段階として、必要最小限の認可や IT 等のインフラを確保した上で、英国・EU 間の交渉を見極めつつ、第二段階として、長期的観点から必要なオペレーションを EU に具備しようという考え方が支配的のようである<sup>24</sup>。

英国の金融業者の移転先候補としてよく名前が挙げられるのは、フランクフルト、パリ、ダブリン、アムステルダム、といったところである。しかし、各々一長一短があり、例えばダブリンは英語圏で英国に類似した法体系といったメリットがある一方、国内市場が小さく、営業拠点としては大陸欧州から遠い。パリやフランクフルトには、こうしたデメリットはない一方、英語圏ではなく、また、雇用法制が労働者寄りというのも雇用主にとってはネックになる<sup>25</sup>。アムステルダムは、英語が広範に使われており、大手機関投資家顧客もおり、雇用法制も独仏ほど雇用主に厳しくはない一方、銀行エンティティの場合、EU

<sup>22</sup> 英国 CCP について英当局と EU 当局の共同監督にすべきという案は、ブレグジットに関する英国の金融業界団体である金融サービス協議フォーラム（Financial Services Negotiation Forum）も 2017 年 1 月 16 日に提言していた。なお、欧州委員会の同市中協議文書は、ブレグジットに伴う在ロンドンの EBA の移転についても言及し、また、EU における現行の銀行・保険・証券の監督体制から健全性規制と行為規制の「ツイン・ピーク・モデル」への移行についても意見を募っている。

<sup>23</sup> European Commission “Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank Responding to challenges for critical financial market infrastructures and further developing the Capital Markets Union” May 4, 2017.

<sup>24</sup> “Banks to London staff: no panic as Britain launches EU divorce process” *Reuters*, March 29, 2017.

<sup>25</sup> フランクフルト、パリ、ダブリンの比較については、前掲注 14 論文参照。

図表7 ブレグジットに向けた英国金融業者の動向

金融業者	ソース	内容
HSBC	スチュワート・ガリバーCEO (2017年1月17日)	・EU法で規制されるビジネスをパリへ移転。 ・英国投資銀行部門の収益20%を生み出す1,000人程に影響。
ロイズ保険組合	リリース (2017年3月30日)	・2019年年初までにブリュッセルに保険会社設立。 ・欧州の中心で頑健な規制フレームワークがあるため。
スタンダード・チャータード	ホセ・ヴィニャルス会長 (2017年5月3日)	・EU本部としてフランクフルトを選定。BaFinを協議開始。 ・英国の職員への影響は軽微。
TP ICAP	ジョン・フィザッカリーCEO (2017年3月14日)	・将来的には、パリやフランクフルト、マドリードなどのユーロ圏拠点から、より多くの顧客を管理。
ドイツ銀行	シルヴィ・マセラト規制ヘッド (2017年4月26日) ロイター報道 (2017年3月24日)	・フロントで2,000人、ミドルバックで2,000人を英国から移動する必要。 (英国で約9,000人、うち約7,000人がロンドン) ・ロンドン市内で転居、2023年から25年リース契約交渉。 ・内部メモで「シティ・オブ・ロンドンへのコミットメント」。
UBS	ブルームバーグ (2017年1月19日)	・ロンドンの投資銀行部門の300人程をマドリードへ移転することについてスペイン当局と交渉。 ・投資銀行認可を持つドイツ法人も選択肢。
JPモルガン	ダニエル・ピント投資銀行部門長 (2017年5月2日) ブルームバーグ (2017年3月30日)	・フランクフルト、ダブリン、ルクセンブルクにおける現地法人を拡大し、第一陣として数100人を英国へ移転。 ・ダブリンのオフィス・ビル (1,000人超)の購入交渉。
シティグループ	ジム・コウルズ EMEA地域CEO (2017年3月30日) 同CEO (2017年2月22日)	・パスポートを失うハード・ブレグジットに備え、ブローカー・ディーラー・エンティティ設立を含む対顧客機能のEUへの移転。 ・数百人規模のセールスとトレーディングをEUへ移転する可能性。 ・フランクフルトは有力候補。
ゴールドマン・サックス	ゴールドマン・サックス・インター ナショナルのリチャード・ノッドCEO (2017年3月28日)	・フランクフルトとパリでオフィス・スペース追加。 ・現地での新規採用とロンドンからの移転の両方。 ・増員は数百人規模。
モルガン・スタンレー	ブルームバーグ (2017年2月23日)	・フランクフルトとダブリンでオフィス物色。約300人移転の可能性。

(出所) 各種報道及びプレス・リリースより野村資本市場研究所作成

の第4次資本要求指令 (CRDIV) における報酬規制が一段と厳格化されている。即ち、CRD IVでは原則、変動給が固定給の100%に制限されるところ、オランダでは20%に制限されており、ここがアムステルダムへの移転に際してネックになり得る。

このように、各都市ともに決め手に欠く中、各国当局は英国金融業者の誘致を標榜しているが、その一方で、監督上の緩和措置を講じる「底辺への競争」・規制アービトラージの懸念も生じている。例えば、アイルランドのイオガン・マーフィー金融サービス担当大臣は、金融業者が各国当局から様々なインセンティブを提示され、EUにおけるエンティティを支える資本要件を満たさずに裏口から単一市場へのアクセスを認められている、と指摘している<sup>26</sup>。

そこで、こうした監督上の緩和措置を取り締まる動きが出てきている。前節の欧州委員会によるESA見直しにおける監督のコンバージェンスがその最たるものである。この文脈で特に論点となるのが、英国の金融業者が軽量・小規模な拠点をEU域内に設立し、そこで認可を得ることでEU市場へのアクセスを確保する、というものである。例えば、フロント・オフィスを中心に一部機能のみをEUに移転し、そこで行った対顧客取引をグループ内取引でロンドン拠点に移管する「バック・ツー・バック方式」と呼ばれるストラクチャーが英国の金融業者の間で検討されている。

<sup>26</sup> “Irish complain about rivals in Brexit race for London’s business” *Financial Times*, March 14, 2017.

これに対してドイツ連邦金融サービス監督庁（BaFin）及び欧州中央銀行（ECB）は、英国から移転してくる金融業者に対して移行措置期間を導入することは認めるものの、単一パスポートを取得するためだけの形式的なエンティティは認めず、経営幹部を所在させ、資本、リスク管理、内部統制といった規制エンティティとしての実質の具備を求めている。また、あるドイツ政府高官が、バック・ツー・バック方式は限定的かつ一時的な移行措置としてのみ認められると発言していることも報じられている<sup>27</sup>。

更に、ECB 銀行監督委員会のダニエレ・ヌイ委員長は、例えばロンドンの投資銀行が欧州加盟国当局から「ブローカー・ディーラーとして認可するので ECB の監督は免れる」などと勧誘される可能性を指摘し、ECB が大規模ブローカー・ディーラーを監督する権限を付与されるべきだと主張している<sup>28</sup>。また、ECB が外銀支店も監督できるよう、欧州委員会による第 5 次資本要求指令（CRD V）案を修正し、支店も EU 中間持株会社の傘下に置く義務を課すことを提案している<sup>29</sup>。

このように、EU 側は、ブレグジットで英国から EU に進出するのであれば、形式だけでなく実質も伴う形での進出以外は認めない、という姿勢を示しているといえよう。

## VI. おわりに

ブレグジットを巡っては、離脱が実現しないとみる向きも依然としてある。例えば、英国政府は離脱通知が撤回不可能との立場を堅持するものの、EU 基本条約第 50 条の策定責任者であったブライアン・カー卿は、50 条通知はあくまでも離脱の意思を表明するものであり、撤回可能であることは前提となっていると指摘する。欧州司法裁判所のコーエン・ルナーツ長官も、撤回の是非が欧州司法裁判所で争われる可能性を指摘する<sup>30</sup>。また、英国内でも、EU との最終合意を巡って、再度の国民投票の可能性も指摘されている<sup>31</sup>。

それでもなお、メイン・シナリオは 2019 年 3 月 29 日の離脱と考えられる。2017 年 6 月 8 日に実施されることとなった総選挙についても、各種世論調査において、離脱を推進する保守党の優勢が伝えられている。英国としては、その間、反移民の国民感情に配慮しつつ、金融業をはじめとする英産業にとって少しでも有利な条件を引き出したいところであるが、英国＝要求者・EU＝査定者という関係性から、英国としては厳しい交渉になる可能性が高い。この点について、英国側は、英国・EU の市場が分断されることは EU の金融業者にとっても不利益だと主張する。例えば、英金融行為監督機構（FCA）が 2016 年 8 月

<sup>27</sup> “Europe gets creative to win banks after Brexit” *Reuters*, February 1, 2017.

<sup>28</sup> “London banks need to move key functions to EU to keep access – ECB” *Reuters*, March 23, 2017.

<sup>29</sup> “ECB Seeks to Close Brexit Loopholes for Bank Branches, Dealers” *Reuters*, March 27, 2017。なお、CRD V 案の詳細については、神山哲也「欧州委員会から提案された第 2 次資本要求規則（CRR II）パッケージ-EU 版外国銀行規制とバーゼル基準からの緩和措置」『野村資本市場クォーターリー』2017 年冬号参照。

<sup>30</sup> “‘Many ways’ Brexit may go to EU courts, top ECJ judge says” *Financial Times*, November 21, 2017.

<sup>31</sup> なお、EU との合意事項に係る議会決議については、メイ首相がランカスター・スピーチで肯定しているものの、拘束力のある決議とは明示していない。そのため、貴族院は拘束力ある議会決議を求めてメイ首相に 50 条通知を授権する法案に反対していた。最終的には、貴族院の主張は通らず、拘束力ある議会決議は見送られたが、貴族院での審議の遅延が、当初 3 月上旬ないし中旬とみられていた 50 条通知が月末にずれ込んだ一因となった。

17日に議会財政委員会に送付した書簡によると、単一パスポートによりEUから英国に進出する機関数は8,008となっており、英国からEUに進出する機関数5,476を上回っている。そのため、EUにとっても英国との密接な関係を維持することはメリットがある、というわけである。しかし、EUから英国に進出する金融業者は、英国市場そのものというよりは、英国に参集する世界中の機関投資家や金融仲介業者へのアクセスを当てにしているものであり、EUから離脱し、EUと世界を繋ぐゲートウェイとしての特性を失った英国市場であれば魅力を感じない可能性もある。そのため、やはり英国は要求者としての地位を余儀なくされるものと思われる。

英国・EUの主張の多くが平行線を辿る中、交渉の先行きは全く見通せないのが現状である。特に、金融資本市場の観点からみると、金融資本市場以外のファクター、即ち、移民問題や欧州司法裁判所の管轄や関税、更には製造業や農林水産業など他セクター関連の交渉状況が、金融資本市場の交渉に影響を及ぼすことになる可能性があり<sup>32</sup>、一層不確実性が高まることになる。当面、こうした不確実性が英国・EUの金融資本市場の停滞を招く可能性は看過し得ない。更には、英国金融業者のEU市場へのアクセスに係る合意内容の如何では、ロンドンの国際金融センターとしての地位にも影響が生じてくる可能性があるろう。

---

<sup>32</sup> 金融資本市場関連の交渉を他の単一市場アクセス関連の交渉と切り離すことが英国・EU双方で検討されているとの報道もある（“May’s team Said to Plan for Banks Not Getting Brexit Trade Deal” *Bloomberg*, March 31, 2017）。