
第7章

金融規制にみる EU の規制力と 英国の金融サービス

太田 瑞希子

はじめに

継続的な拡大を経た EU が圧倒的経済圏となり、グローバル市場における標準（スタンダード）を形成する主要アクターとなって久しい。一国レベルでは持ち得ない巨大な単一市場を創設したことで、EU 規制の域内での厳格な運用は、EU 市場で経済的活動を営む全ての多国籍企業がその規制基準の対象となり、結果として市場原理のみでグローバル・スタンダードを「欧州化」させていく。このグローバルな市場を規制する EU の一方的パワーをアニュ・ブラッドフォードは「ブリュッセル効果」と説明する¹。これはいわゆる市場の引力とほぼ同義であろう。また前提として、EU の規制が域内において共通に有効である必要があり、その規制の強弱が、EU が集合的行動能力という別の力を十分に発揮できるかを左右する。加えて、アジェンダ・セッティング能力および説得力が必要であり、EU が規制力を発揮するためにはこの4つの力が必要であると説明される²。

この指摘は金融サービスの分野においても有効である。世界金融危機やユーロ危機を経て、EU は域内の金融規制・監督システムの強化・改革を進めてきた。世界金融危機で金融機関の連鎖的な破綻リスクが表出した各国は、相次いで大規模な公的資金の注入を行ったが、必然的に財政収支は著しく悪化、国の信用力が大きく損なわれ、その後のユーロ危機へとつながった。このプロセスにおいて金融サービス業に世論の厳しい批判の目が注がれたことは、金融システムの安全性の向上が喫緊の課題として認識されていた EU が金融サービス規制の強化と適切な運用のための組織改革に積極

的に取り組む姿勢を後押しした。ユーロ圏では、共通の銀行監督・破綻処理・預金保険を3つの柱とする銀行同盟の整備を進めてきた。一部未完成ではあるものの金融システム上重要と判断される金融機関を全て対象とすることで、関連するEU規制の有効性は強力に確保されることとなった。EUの金融サービス市場へ参入している非EU系金融機関も適応を迫られ、さらにバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision: BCBS）、G20財務相・中央銀行総裁会議、金融安定化フォーラム（Financial stability forum: FSF）、国際通貨基金（International Monetary Fund: IMF）など国際的な取り組みの場における議論をEU加盟国（主に英国）が米国と共に主導した。ここでもアジェンダ・セッティング能力・説得力・市場の引力（ブリュッセル効果）・集合的行動能力が発揮されてきたと言えよう。

一方で、EUが域内外で保持するようになった大きなルール規定力に対する反発も大きい。EU加盟国の中で2番目のGDP大国であった英国が2020年1月31日にEUを離脱したことは1つの表れである。EUと英国はこれまで長くWin-Winの関係であった。EU加盟国である英国は、非ユーロ圏ながらEU単一金融サービス市場への無条件アクセスとサービスの提供の保証を受けてEUの共通通貨ユーロの地位向上に大きく貢献してきた。EUにおける金融サービス規制の議論の主要アクターであった英国の離脱は、今後EU・英国の双方に少しずつ看過できない影響を及ぼしうる。上述のように、金融システムの安定化のための規制や監督の標準作りを長くリードしてきたのは米英であり、近年は英国にフランスやドイツなどのEU加盟国が加わり、EUとして代表権を持たない場でも大きな役割を果たすようになった。英国が中心的な役割を維持してきたのは、ヨーロッパ最大の金融市場であるシティ（ロンドン金融市場）を有するからである。Brexitによりシティを喪失したEUは、今後も変わらぬ影響力をこの分野で発揮し続けることができるのであろうか。英国にとっても当然、EUからの離脱は自国の有力産業である金融サービス業における優位性の維持という意味では大きな課題である。EUとの離脱交渉の中で英国政府はここに重点を置かなかったが、EUの金融サービス規制に対する英国の影響力は維持されるであろうか。そしてEUはそれを許容するであろうか。

以下本稿では、EUを離脱した英国への影響を例に、金融規制に関するEUの規制力がいかに効力を発揮しているか確認した上で日本及び世界の金融規制や金融機関への示唆を考察する。

1. EU 単一金融サービス市場と英国

ヨーロッパ最大の金融サービス市場であるロンドン金融市場「City」を抱える英国は、長きにわたりEUの金融サービスの要として機能してきた³。世界のOTC（店頭）金利デリバティブ取引における英国のシェアは50%に上り、米国の32%を大きく引き離してきた⁴（図表1参照）。外国為替取引や国際債券の発行、通貨スワップ、取引関連の清算・決済（クリアリング）業務まで、シティの総取引の約25%がユーロ関連取引とされる。英国のシンクタンクZ/Yenグループが発表する国際金融センター指数（The Global Financial Centres Index: GFCI）⁵でも長くヨーロッパで最も高い評価を得てきた。

図表1 金融市場のシェア（国別）

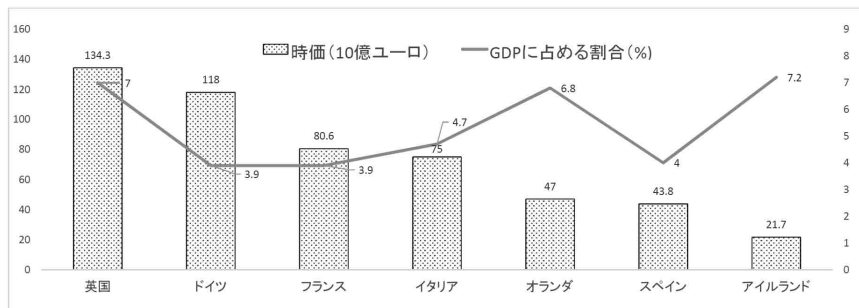
	英国	米国	日本	フランス	ドイツ	シンガポール	香港	その他	*備考 算出期
クロスボーダー銀行貸付	16	10	13	10	7	3	5	36	2019年 第3四半期
外国為替取引	43	17	5	2	2	8	8	17	2019年4月
金利店頭デリバティブ取引	50	32	2	2	1	1	6	6	2019年5月
資産管理	6	45	7	4	-	-	-	-	2018年末
保険	6	28	8	5	5	1	1	45	2019年末
国際債券取引	13	10	2	6	5	1	1	62	2019年 第1四半期

（出典）The City UK, Key facts about the UK as an international financial centre 2019

英国にとってもGDPの約7%⁶を占める金融サービス業の重要性は言うまでもなく、業界団体「The City UK」は「英国で最も国際競争力を持つ産業」と自賛する。これは総経済生産（total economic output）の約8.7%⁷を占め、法務・会計・コンサルティングなどの関連サービスも含めれば230万人超⁸の雇用を抱える。2019/2020年の関連税収は約756億スターリングポンド、税収全体の10.1%、GDPの3.4%を占める重要産業である⁹。

しかしながら、上述のように非ユーロ圏の国でありながらユーロ建取引の中心となってきたのは、あくまでもEU加盟国としての立場が前提であった。2016年の

図表 2 GDPにおける金融サービス（金融・保険、2018年）



(出典) OECD, National Accounts of OECD Countries より筆者作成

EU 離脱を問う英国国民投票後、英国側でメイ首相（当時）が国内合意の形成に手間取る一方、Brexitを見越した動きを次々に打ち出した。欧州銀行監督局（European Banking Authority: EBA）など英国に本部を置く2つのEU機関を他の加盟国に移転する方針を打ち出し同11月にはパリへの移転を決定、EU域外に所在するクリアリングハウスに対してEUが直接監督を行う法案を提案、英国を本拠地とする金融機関への単一パスポート不適用の方針も早々に打ち出した。英国の金融サービス業はEU単一サービス市場への自由なアクセスが失われることに関する懸念を表明はしたものの、その後の交渉段階でも英国側は金融サービスにおける現状維持を積極的に追求しなかった。その理由については諸説あるが、国民投票に際して英国の金融業界が全力でEU残留運動を展開しなかったのは、世界金融危機及びユーロ危機以降のEU金融規制の厳格化によりグローバルな金融センターとしての競争力を喪失することを懸念したことに加え、税制（法人税）に関するEUの規則からも自由になって国際競争力の強化を狙う思惑もあったとの指摘もある¹⁰。その後EUと英国の離脱交渉が本格化する中で、離脱に伴う雇用の喪失、金融部門の資産移転、運用・管理コストの上昇などによる優位性の喪失が懸念されるようになった。

まず課題となったのが単一パスポート制度からの離脱であった。単一パスポートとは、EEA域内の監督当局から免許を与えられかつその監督を受けるいかなる金融機関も、その業務が免許の範囲に含まれているのであれば、支店の設立またはサービスの提供により業務をEEA領域において営むことができる規定である。これを喪失した英国は、EU域内へのサービス提供を「同等性評価」に依拠することとなった。EU（欧州委員会）がEU域外の第三国の金融規制がEU規制と同等であ

り、金融サービス業者がこれに準ずると認証する制度で、第三国の金融サービス業者が域内サービス提供にはこの承認を取得する必要がある。米国や日本の金融機関などは同等性評価制度に基づいて EEA 域内で営業を展開している。金融サービスにおける同等性評価の技術的アセスメントは、欧州委員会の金融安定・金融サービス・資本市場同盟総局によって実施されるが、ESFS の分野別のマイクロ・プルーデンス監督を担う欧州銀行監督局（EBA）、欧州証券市場監督局（European Securities and Markets Authority、ESMA）および欧州保険・年金監督局（European Insurance and Occupational Pensions Authority: EIOPA）にアドバイスを求める場合が多い。アセスメント結果は、場合によっては欧州議会や閣僚理事会による反対を受ける場合もある。

同等性評価における「同等」は、第三国の規制が EU の該当規制の目的（金融安定性の促進等）を充たすことを意味しており双方が同一である必要はないが、同等性評価自体は単一パスポートと比して以下の点において圧倒的に後退である。

- ① 個別の規制（法案）毎に取得が必要である。
- ② 1 つの審査に年単位を要する場合がある。
- ③ 同等性評価の範囲が規則や指令の一部に限定される場合も多く無条件で全てのサービス提供が可能になるわけではない。
- ④ 欧州委員会による一方的取消が可能である。

このように、同等性評価制度は EU が非常に強い一方的権限を持つものである。EU は金融サービス規制に加え、新たに金融取引に関する課税の導入を検討するなど金融サービス関連の規制強化の手を緩めることは考えにくく、英国側が受ける影響は小さくない。本稿執筆時点で同等性評価が認められたのは中央清算機関（CCP: Central Counterparty）（後述）のみであり、それも 2025 年 6 月末日までの時限的措置である。その他に関しては、通商交渉が遅れたことで EU 英の FTA に金融サービスはほとんど含まれず、同等性評価の協議も遅れた結果としてほとんど認定を得られないままの離脱となった。2021 年 3 月に、EU と英国は金融サービス分野での規制協力に関して覚書を締結することで合意、情報共有・協議の場として「英・EU 共同金融規制フォーラム」の設置にも合意したが、覚書には法的拘束力もないため実効性は低いと予測せざるを得ない。

英国側からは、離脱前に単一パスポート制度を利用して英国に進出している企業に限り、2023 年 12 月末までサービス提供を許可する一時的認可制度（Temporarily Permitted Regime: TPR）が設定されているが、これは英国側が一方的に導入しているものであり相互的ではない。よって、2021 年 1 月 1 日以降、それまでに EU 域

内に拠点を設立するなどの対策を講じていない在英金融機関は EU 域内の顧客に対する金融サービスの提供ができない状況となった。これは EU 側の規制がいかに強固であるか、そして EU 側がいかに原則を維持して英国側に対峙したかを示すものと言える。

2. 株式市場における変化

上述の結果、最も早く変化が現れたのは株式市場であった。2021 年の年明け取引初日である 1 月 4 日に約 60 億ユーロ、取引初週は平均して 1 日あたり約 65 億ユーロの売買高分のユーロ建て欧州株取引が EU 側の市場へ移動したことが報道された¹¹。ロンドンから流出した株式の行き先はアムステルダム、マドリッド、パリ、フランクフルトなどの取引所であり、4 日に取引された欧州全体の取引の 6 分の 1 に相当した。また同日、EU の規制当局が英国を拠点とする格付け会社 6 社と、デリバティブや証券取引に関するデータを当局に提供する 4 つの取引情報蓄積機関の登録を抹消した¹²。残された抜け道とも言えた、EU 加盟国が域外の金融機関に EU 向けサービスの提供を許可できる特例も制限をより厳格にする方針を欧州委員会が発表し、英国から大陸やアイルランドへの金融機関の移転を強力に促している。

英国もすぐさま対応策を打ち出した。2019 年 7 月以降 EU 域内で禁止されていたスイス株の売買取引を可能とするため相互的に金融市場へのアクセスを認める交渉に乗り出した。EU・スイス間の通商交渉の決裂により両者間の証券取引所に関する同等性評価が 2019 年 6 月末に失効、株式などを相手側市場で取引できない状態が継続していた。スイス株は欧州市場の人気銘柄を含んでおり、この失効はロンドン金融市場から 1 日あたり約 12 億ユーロの取引喪失につながっていたとされる¹³。スイス側も積極的に呼応した結果、2021 年 1 月 27 日に両国間で同等性評価を相互承認する方針に合意¹⁴、2 月初めにスイス連邦金融市場監督機構（Eidgenössische Finanzmarktaufsicht: FINMA）はロンドン証券取引所などをスイス株式を取引可能な証券取引所のリストに追加したと発表した¹⁵。これは EU の規制により不可能だった取引が EU 離脱による規制からの解放によって自由化されたケースと言え、英国の金融サービスに一部の取引を引き戻す効果があった。同年 3 月には、英国政府はロンドン証券取引所のプレミアム市場への上場規則を緩和する方針を発表して、国をあげて一部失われた国際競争力の回復と金融サービスのさらなる成長を狙う方針を明らかに

した。

しかしながら、英国の株式市場の地位低下は免れない事実である。2022年11月には、ヨーロッパ最大を維持してきたロンドン株式市場の時価総額がパリ株式市場に追い抜かれ首位から陥落した。2022年のIPOによる資金調達額は前年比で98%減という大幅な減少となり過去最低額を記録した。

この事態に対応するため、英国政府は2022年12月、さらなる金融規制の緩和策を発表、銀行のコスト負担削減のため、投資銀行部門とリテール（個人向け）部門を分離させ別法人化する「リングフェンス」規制を見直すことや、保険会社に適用される資本規制であるソルベンシーIIの緩和を表明した¹⁶。このように規制緩和を進める英国の動きは、金融規制の強化を進めてきたEUとは逆方向に進むものであり、EUの同等性評価を得ることをより困難にするものである。

金融機関にとってもEU市場でのサービスを放棄しない限り、EU金融規制とEUの金融監督の下にサービス提供を行わざるを得ないため、少なくとも欧州株取引に関して英国側へ戻る要素はない。英国のEU離脱に関する交渉でEU側の首席交渉官を務めたバルニエ¹⁷元欧州委員（域内市場・サービス担当）はこの点に関し「利益はロンドンにとどまるのなら、なぜEUがリスクを負わねばならないのか」と述べ、同等性評価自体も「グローバルでもなければ永遠な措置でもない」と断言しており¹⁸、この見方はEU側に広く共通するものと推定できる。繰り返しとなるが、同等性評価はEUが一方的な判断権限を保持するものであり、英国の金融機関は離脱前には約50%弱を依存していたEUに十分に代替する金融サービス市場を確保しない限り、EUの金融規制と監督に従属する以外の選択肢はないと言える。

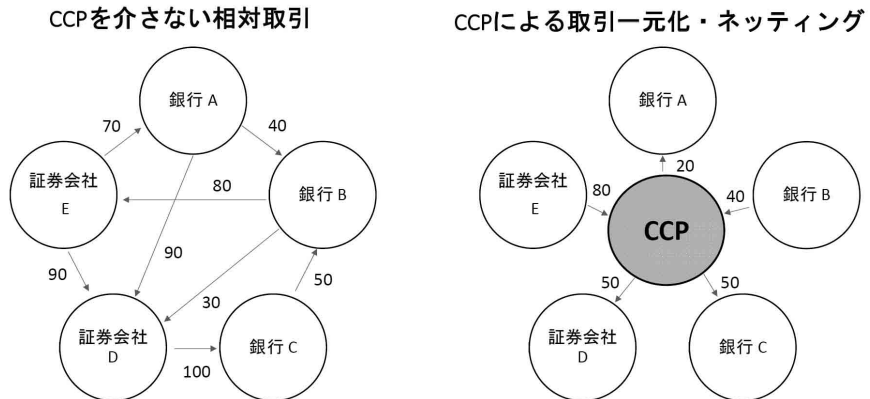
3. 中央清算機関（CCP）をめぐる動向

CCPは証券取引において利用者間、すなわち売り手と買い手の間に入り決済の保証を行う機関である。債務の引き受け、証券の受け渡し、ネットィングを基本業務としており、取引によって発生する債権・債務を買い手と売り手の双方から引き受ける。それにより売り手にとっては債務者となり、買い手にとっては債権者となるわけである。CCP側は、清算業務（ネットィング）の手数料収入と、取引の債務不履行保証を行うことによる証拠金収入を徴収する。

図表3は単独のCCPが利用されるケースを示している。デリバティブ取引には、

①取引所で取引が行われる上場デリバティブと②相対取引（取引当事者間で行われる取引）である OTC デリバティブがあり、後者がデリバティブ取引の 90% 以上を占める。OTC デリバティブは取引当事者のニーズに応じたカスタマイズが可能であるという利点があるが、その実態を金融規制当局や市場参加者が把握することは難しく、一旦、金融市場でショックが生じると取引控えによる流動性の枯渇やデフォルトが伝播して金融システムが機能不全に陥るシステムック・リスクが顕在化しやすくなる¹⁹。ここに CCP が間に入ることで、システムック・リスクの連鎖の防止、資金効率の向上や決済事務の効率化、資金決済と担保管理による取引の安全性確保といった役割を果たしており、デリバティブ取引において不可欠な存在である。

図表 3 中央清算機関（CCP）の役割



(注) 実際には複数 CCP が介在するケースもある。

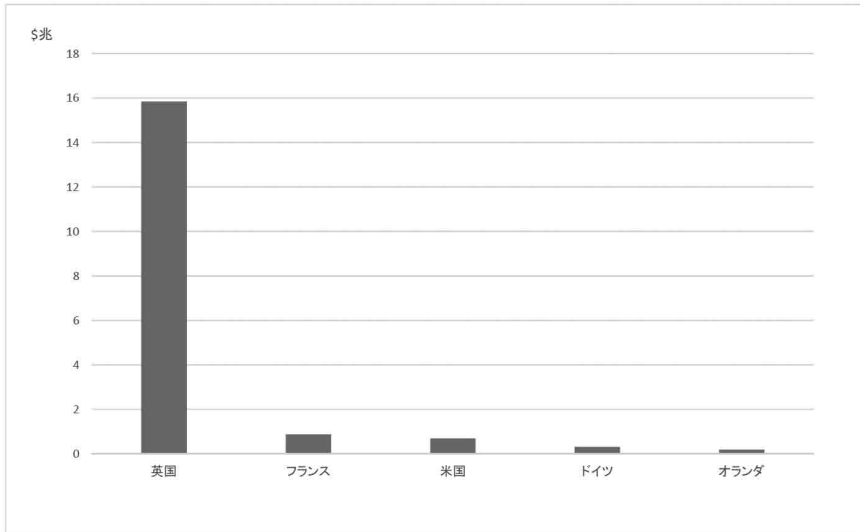
(出典) CCP12.org より筆者一部改訂

2008年のリーマンショックから信用収縮が発生、金融機関が貸出を抑制し市場全体で流動性が枯渇したため、中央銀行が大規模な流動性供給を行うことで対応した。これを契機に2009年のG20ピッツバーグサミットで全てのOTCデリバティブ取引は清算機関を通じて決済されるべきとの方針が合意され、その後CCPでの集中清算と証拠金規制が導入された。

2022年11月時点でESMAが認定しているCCPは域内に13社、EEA域外に所在するCCPは54に上る²⁰。後者に含まれるロンドン証券取引所グループ(LSEG)は、世界全体でも圧倒的シェアを占める。2021年末の金利スワップの証拠金の徴収金額ベースではLSEGが全体の約75%を扱う²¹。またユーロ建てOTC金利デリバティ

ブ取引では英国 CCP のシェアは圧倒的であり、その中心は LSEG である（図表 4）。

図表 4 ユーロ建て OTC 金利デリバティブ取引（1 日平均、2019 年 4 月）



（出典）国際決済銀行

2023 年 1 月には、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの 3 つの証券取引所が合併して 2000 年 9 月に設立されたユーロネクスト（Euronext）²² が、これまでロンドン証券取引所グループ（LSEG）の CCP に委託していたデリバティブなどの決済業務契約を早期解除し、グループ参加のイタリアの CCP に移行することを発表した²³。ユーロネクストは 2021 年にミラノの CCP（CC&G Clearing House）を含む Borsa Italiana を LSEG の CCP である LCH クリアネットから買収しており²⁴、ここに関連決済業務を移行することで LSEG への決済業務の依存を排除する。2027 年までの 10 年契約を早期契約解除の違約金 3600 万ユーロを支払って解消し、2024 年第 3 四半期には完全にイタリアへ移行させる計画である。

特定の CCP が極端なシェアを占有する状態は、CCP を取引に介在させる本来の目的とは逆にシステミック・リスクを増大させる。さらにそのシステミック・リスクを一手に引き受けているのが非ユーロ圏かつ EU 加盟国ですらない英国の CCP である現状は、上述のバルニエ主席交渉官の指摘に説得力を持たせる。2022 年 12 月、欧州委員会は一部のユーロ建てデリバティブ取引に関し EU 域内の CCP を利用することを義務付ける法案を提出した。金融規制により金融機関の移転をさらに促す方針であ

り、同法案は 2025 年 7 月の施行を目指している。EU はこの強力な金融規制は、ユーロネクストが打ち出した LSEG との対抗姿勢を後押しするもので、LSEG 及び英国の CCP は今後厳しい局面を迎える可能性が高い。

4. 金融取引税

そんな中で、CCP への対応と共に EU がユーロ建て取引の中心を EU 側に徐々にシフトさせる手段として利用することも考えられるのが金融取引税（Financial Transaction Tax: FTT）である。金融取引に課税する同税は、元々は世界金融危機やユーロ危機で金融機関に対する公的資金の注入が相次ぎ批判を集めた結果、将来の破綻処理の原資の 1 つとして注目された。その導入に関する議論は過去 10 年以上にわたって行われてきたが、EU レベルでの合意に至らず議論の歩みは遅かった。しかし、新型コロナウイルスによる大打撃を受けた EU で加盟国の復興のため欧州復興基金の創設が決定したことで実現化の見込みが高まってきた。欧州復興基金は、欧州委員会が資金調達のために償還期間 3～30 年の共通 EU 債券を発行、調達した資金は加盟国の復興計画に応じて配分され、債券償還の原資として環境税やデジタル税と共に FTT が浮上したためである。

EU における初期の議論は以下のように進んできた。

2010 年 6 月 EU 首脳会議で、カナダ・トロントで開催された G20 において金融取引税（Financial Transaction Tax：以下 FTT）の導入を提案することで合意するも、G20 では FTT のグローバル連帯税としての性質から課税主権に関わる点などが敬遠され合意などには至らず（「非決定」）

2011 年 1 月 G20 カヌヌ・サミットのホスト国であるフランスが FTT を議題として提案

6 月 EU 予算のリソースとして FTT を当てる案を公表

9 月 欧州委員会が EU 域内での FTT の導入を提案。フランスが主導した指令案が公表：対象は金融機関間で行われる株式・債券・投資信託・デリバティブ・証券化商品など全ての取引。2014 年 1 月 1 日までの導入。国内・国際取引の別なし。英国（すでに譲渡印紙税あり）・スウェーデン（過去に同様の税導入で資本流出を招いた）の反対

2012 年 6 月 全加盟国での導入を断念（於：ECOFIN）

2012年8月 フランス：株式に対するFTTを導入：時価総額10億ユーロ以上のフランス国籍の上場株式の国内取引に対し購入代金の0.2%を課税（2017年～0.3%）。

2013年2月 欧州委員会がFTT指令案を提案²⁵

2019年6月 金融取引税指令の修正案がドイツのショルツ財務相より提案

2019年7月 イタリアとスペインが税収の対象と配分をめぐることで抵抗

2020年7月 メルケル独首相（当時）EU-FTTにCOVID-19対策の財源として言及

2021年2月 EU-FTTを欧州理事会の重要アジェンダに設定

2011年提案の背景は、世界金融危機およびギリシャ危機に端を発するユーロ危機である。危機国の銀行支援、財政赤字補填、国債償還などのための巨額の財政支援が相次ぎ、ユーロ崩壊論が唱えられた時期でもあった。加盟各国の財政赤字はGDP比で約80%にまで上昇、一方で金融セクターのバイルアウト（bail-out：主に公的資金の注入による救済のこと）には4.6兆ユーロが計上された。

欧州委員会はFTT指令案において、その具体的な導入理由の第一を「金融セクターが公平な（金銭的）貢献を行うこと」、第二を「EUレベルでの協調枠組みを構築することでEU単一市場の強化を促すこと」とした²⁶。特に第一の目的の説明で金融セクターが経済危機の発生要因であり、金融セクター支援のために巨額のバイルアウトが政府やヨーロッパ市民の税金を元とする資金によって拠出された上に、金融セクターは「undertaxed」と指摘した。第二の目的では、最低税率を導入し税制の調和を促進することで域内市場における競争歪曲を削減、危険な取引を抑制し将来の危機を回避する規制枠組みを補完するとされた。この時点でEU27カ国（当時）のうち10カ国でFTTもしくは類似の税が導入されていたが、税率や対象がバラバラであったからである（図表5参照）。

同指令案では、株式・債券取引に対して0.1%、デリバティブ関連取引に対して0.01%の税率を課すことで毎年570億ユーロの税収を推計していた²⁷。また、2014年1月1日までの導入を実現するという目標も示された。しかし、この指令案に英国（すでに譲渡印紙税あり）やスウェーデン（過去に同様の税導入で資本流出を招いた）は強く反対し交渉が難航した結果²⁸、翌2012年半ばには全会一致での採択が断念され、FTT導入を支持する11カ国による「強化された協力（enhanced cooperation）」手続きによって指令案に則り推進されることとなった²⁹。これを受けて2013年1月の欧州理事会で承認され、同2月14日に欧州委員会が改めて指令案を提案したが、この

図表 5 金融セクター課税の類別と世界における導入例

FSC (金融安定負担金)	FAT (金融活動税)	FTT (金融取引税)
目的：将来の F.I. 破綻処理の財源確保 & 過度なリスクテイクの抑制 課税対象：F.I. のバランスシート	目的：F.I. の過度なリスクテイクの抑制 & 肥大化の抑制 課税対象：F.I. の利益および報酬	目的：リスクの高い投機的取引の抑制 & 高頻度取引 (HFT) の抑制 課税対象：幅広い金融取引
<ul style="list-style-type: none"> ・ 欧州単一破綻処理基金 (SRM) ・ 米金融危機責任料 ・ 英銀行税 ・ 独銀行負担金 ・ 仏システミック・リスク税 ・ スウェーデン金融安定化基金 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 英ボーナス課税 ・ 仏ボーナス課税、賃金税 ・ 伊ボーナス課税 ・ ギリシャボーナス課税 ・ アイルランドボーナス課税 ・ イスラエル賃金利潤税 	<ul style="list-style-type: none"> ・ EU-FTT* ・ 仏 FTT ・ スウェーデン証券取引税 ・ 伊 FTT ・ 日本有価証券取引税 ・ 米株式流通税 ・ 独有価証券取引税

(注) F.I. は Financial Institution (金融機関) の略。

(注) * 本稿で述べる EU-FTT は未導入

(出典) 一般社団法人 全国銀行協会 金融調査研究会「金融セクターに対する課税のあり方」
2016年3月より筆者一部改定

時点で 2014 年 1 月 1 日の導入は先送りとなった。その後、エストニアの「強化された協力」(図表 6 参照) グループからの離脱により 10 カ国となったものの、2019 年には金融取引税指令の修正版がドイツのショルツ財務大臣によってまとめられた。同修正案では、フランスですでに導入されている FTT をベースに、本社の時価総額が前年の 12 月 1 日に 10 億ユーロを超えている有限会社の株式を取得する際に課税の対象とするなど、課税対象をより限定している³⁰。2020 年末に合意が形成されない場合、欧州委員会はインパクトアセスメントに基づいて 2024 年 6 月までに新たな提案を行い、2026 年 1 月の EU-FTT 導入を目指すとして³¹ 現在に至っている。

これに先立ち、すでに FTT を導入していたベルギーやギリシャに加え、いくつかの加盟国では独自の FTT を先行導入した。FTT 構想を当初より主導してきたフランスは、2012 年 8 月に課税対象を株式に限定した FTT を施行した。フランス国籍で時価総額 10 億ユーロ以上の上場株式の国内取引を行う場合、購入代金の 0.2% を課すものである。イタリアは 2013 年 3 月に、株式購入 (税率 0.1%) に加え、デリバティブ取引 (税率はスライド式。取引額により最小 0.01875 ユーロ～最大 200 ユーロ) や準株式なども対象とする FTT を導入した。スペインは、2020 年 10 月に株式の購入に対し税率 0.2% の FTT を導入した。

図表6 EU条約第20条「強化された協力」

補強化協力の発動要件 (TEU第20[10]条1、2項、TFEU第326[280A]条、第327[280B]条、 第328[280C]条1項)
<ul style="list-style-type: none"> ① EUの非排他的権能の枠内にあること ② EUの諸目的の推進、EUの利益の保護および統合プロセスの強化を目的とすること ③ すべての加盟国に何時でも開放されていること（コミッションおよび参加国は、できる限り多数の加盟国が参加するようにすること） ④ 最後の手段としてのものであり、当該協力がEU全体では合理的期間内に達成できないこと ⑤ 少なくとも9カ国が参加すること ⑥ EU条約およびEU機能条約ならびにEU法に適合していること ⑦ 域内市場、経済的・社会的・領域的結束を損なわないこと ⑧ 加盟国間の貿易における障壁または差別を構成しないこと ⑨ 加盟国間の競争を歪曲しないこと ⑩ 参加しない加盟国の権能、権利および義務を尊重すること

(注)「強化された協力」には後からの参加も可能である。

(出典) 庄司克宏、リスボン条約（EU）の概要と評価：「一層緊密化する連合」への回帰と課題、慶應法学、No.10、p.195-272、2008年

EU-FTTの課税対象は取引に関連する双方の金融機関であるが、ここで金融機関の「国籍」によって違いが生じる。EU-FTTの導入が、ユーロ建て取引をEU域内に引き寄せる手段として利用しようと先述したのは、EU-FTTは域内取引と域外取引を区別して課税するからである。欧州委員会が2014年に提示した具体例では、EU-FTTの「強化された協力」に参加していない英国の市場で第三国を本籍とする金融機関同士が実行した取引であっても、ギリシャ国債のように発行主体がEU-FTT課税の管轄内であれば、課税対象取引として取引の両側にいる金融機関も納税義務が生じるケースも紹介されており、非常に強力な課税権限を課税当局が保持することが想定される。これは、全加盟国での導入断念により租税回避対策が必須となったことも影響しており、同時に第三国金融機関への課税を最大限に確保することを目的としているためである。将来的に英国の金融機関や投資家へ与えるインパクトは小さくないと想定され、EUの規制力の強さを証明する可能性が高い。

5. EUのさらなる挑戦とイギリスが狙う新機軸

上述のように、英国の金融サービスセクターは、金融商品の種類により状況は異なる

るものの、EU 離脱による影響を大きく受けていることが明らかである。EU が巨大な単一金融サービス市場を統合したことは、EU に強力な規制力を与えた。欧州株式取引に続きユーロ建とデリバティブ取引も、EU が域外 CCP での清算を認めない方針である以上、もはや EU 内での調整を行う議論に発言権を持たない英国側の金融機関は今後 EU から打ち出される規制方針に従うのみである。また、金融サービスにおいても EU 一般データ保護規則（General Data Protection Regulation: GDPR）の適用を受ける。

さらに、EU は金融同盟の完成も視野に入れる。金融同盟は、EU が元々は 2025 年までの達成を目指してきた新たな経済通貨同盟（EMU）の柱の 1 つである。①銀行同盟の完成、②資本市場同盟（Capital Markets Union）の始動、の 2 要素から成る。

銀行同盟の 3 本柱は、単一監督メカニズム（Single Supervisory Mechanism : SSM）、単一破綻処理メカニズム（Single Resolution Mechanism : SRM）、欧州預金保険スキーム（European Deposit Insurance Scheme : EDIS）である³²。ドイツなどの反対によって EDIS 始動の目処は立っていないが、ERM の SRF では資金が不足した場合に追加的な資金を提供するという意味で欧州安定メカニズム（European Stability Mechanism: ESM）と銀行同盟が補完関係を形成するなどすでに重要な役割を担っている。

資本市場同盟の目的は、①銀行融資を補完し、より深く発達した資本市場を備えた多様な金融システムの発展、②欧州をめぐる硬直的な資本を解放し経済のために機能させることで貯蓄者に対してより投資機会を提供するとともに、事業者に対してより低コストでの資金調達を選択肢を提供する、③投資家が国境を超えて障害なく資金を投資可能かつ企業がそのロケーションにかかわらず多様なソースから必要な資金を調達できる「真の単一資本市場」を EU に創設する³³ ことである。ユーロ圏の市場性調達比率は 28% と米国の比率の 4 割に留まる。非市場性調達への依存度が高いということは適切なリスク分散とは程遠く、世界金融危機やユーロ危機に際してリスクが銀行部門に集中し、銀行部門の回復の遅れが企業にとっての資金調達環境の回復の遅れを導いた。投資サイドにおいても、銀行危機発生時には市場性調達（直接調達）と銀行ベース調達（間接調達）では投資の落ち込みは近似するが、回復ステージにおいては市場性調達の方が回復が早い（図表 7。しかしながら、EU の資本市場は統合という意味では銀行市場に比して不完全である。

図表7 金融危機と投資行動

	市場性調達（直接調達）	銀行ベース調達（間接調達）
銀行危機	発生当初は同様の落ち込み より早い回復	
ソブリン危機 (ユーロ危機)	投資の落ち込みはより小さい	投資の落ち込みはより大きい 回復スピードは近似

(出典) European Investment Bank, ‘Unlocking Lending in Europe’, October 23, 2014.

資本市場同盟の構想は、既述の通り間接金融への依存度の低減（民間セクターによるリスクシェア）と分断された各国資本市場の統合等を目的として、英国の EU 離脱という決定はその実現にさらなる課題を生み出した。ユンケル体制のもとで資本市場同盟構想をリードしてきたのは英国出身のヒル欧州委員（金融安定・金融サービス・資本市場同盟担当）だったが国民投票後早々に欧州委員を辞任し、以降の単一資本市場へ向けた議論に英国は参加しなかった。EU 資本市場は英国抜きでは大きく縮小するわけだが、故に資本市場同盟の実現の必要性はより高まったと言える。各国レベルで分断された資本市場を統合し、イノベーション企業・スタートアップ企業・非上場企業への資金調達の向上、市場への参入と資金調達の容易化、事業法・金融法などの各種法制度や税制等を統一することで、EU 域内への投資の刺激、民間資金の有効活用が促されるからである³⁴。英国から欧州株式取引を流出させることに EU が成功したことは、資本市場同盟にとって好材料である。

英国はこのような地盤低下や将来の課題に対する打開策として、急速に拡大する環境金融の分野での主導的立場を狙う。イギリスは EU に先行してスタンダードを作り出せるかがポイントと言えるが、EU が後発的立場になったとしても EU が規定する関連規制がより規制力を発揮すれば徐々に代替されうることも考えられるため楽観視はできない。

また中国株取引や人民元取引の拡大を意図するとの見方も一時期指摘されたが、2020年12月と2023年1月の人民元関連取引のデータを確認すると、同期間のオフショア経済（人民元）に占めるシェアは英国が6.14%から5.55%へと低下させたのに対して、フランスは1.77%から2.00%へ増加、オランダも0.32%から0.42%へ微増させており³⁵、この点において早期の人民元取引拡大への過大な期待は控えるべきであろう。また、金融サービス分野での協力を推進する役割を果たしていた英中の経済金融対話は、毎年の開催を予定されていたものの2019年を最後に開催されてい

ない。スナク首相の対中強硬姿勢を鑑みればこの点で直ちに大きな動きは見られないであろう。

おわりに

本稿では、金融サービスセクターに焦点を絞り、EUの強力な規制力がEUから離脱した英国の金融セクターにどのような影響を及ぼすのかを考察するとともに、EUが指向する今後の金融規制について整理した。明らかになったのは、英国の金融セクターが今後厳しい局面を迎えかねないという予測である。一方で、冒頭で指摘したように、これまで金融規制をめぐる国際協調枠組みにおいて、米国と共に高度な専門性を提供し議論を主導してきた英国が域外となったことで、金融サービス面におけるEUのグローバルルールへの影響力が削がれるという見方もできる。

また、EUと英国では金融規制への方針が明らかに異なる故の新たな懸念も生まれる。内野（2016年）³⁶が指摘するように、リーマンショック後の世界金融危機以降の国際間協調と合意によって進められてきた金融規制分野における政策協調が喪われ、英国が今後さらなる規制緩和を進めれば、規制強化を基本方針とするEUとの間に、異なる金融システムが衝突する**Fault Lines**が発生し、金融システムの不安定化を招くリスクである。日本の金融機関にとっても様々な意味でコストが増加するシナリオが考えられる。すでに**Brexit**に際して事前に大陸側へ拠点を設置するなどの対応は行ってきたが、異なる基準で異なる商品に強みを持つ両市場で異なる規制に対応することになればコストは純増であり、それを超える利潤を確保するための戦略が求められるであろう。金融規制における新たな動きとそこから生じる課題を迅速に認識した上で、日本としてBCBSやG20、IMFなどの国際的協調の場においてどのようなバランスを追求するのか十分に検討する必要があるだろう。

—注—

- 1 アニユ・ブラッドフォード『ブリュッセル効果 EUの覇権戦略 いかに世界を支配しているのか』庄司克宏訳、白水社、2022年。なお、ブラッドフォードは2012年に「ブリュッセル効果」を最初に論じた。
- 2 遠藤乾・鈴木一人『EUの規制力』日本経済評論社、2012年

- 3 本節では EU 離脱前の英国の金融サービス業を解説するため、意図して主に 2019 年（場合により 2018 年）のデータを取り上げている。
- 4 The City UK, Key facts about the UK as an international financial centre 2019 による 2018 年データ。
- 5 国際金融センターの実力を表す指数として評価されている。
- 6 OECD, National Accounts of OECD Countries.
- 7 Georgina Hutton, Financial services: contribution to the UK economy, September 1, 2022.
- 8 The City UK, Key facts about UK-based financial and related professional services 2021 による 2019 年データ。
- 9 同上。イギリスの会計年度は日本同様 4 月 1 日～3 月 31 日である。
- 10 植田健一「EU は生き残れるか（下）経済・金融の統合を急げ」『日本経済新聞』2016 年 7 月 29 日
- 11 例えば、Philip Stafford, “EU share trading flees London on first day after full Brexit,” *Financial Times*, January 05, 2021. および同 “City of London to bring back Swiss stock trading following EU exit,” *Financial Times*, January 9, 2021.
- 12 Ibid.
- 13 Ibid.
- 14 UK Treasury, “UK and Switzerland to deepen cooperation on financial services,” January 27, 2021.
- 15 FINMA, “Trading in Swiss shares: recognition of various trading venues,” February 3, 2021.
- 16 HM Treasury, “Government response to the independent review on ring-fencing and proprietary trading,” Policy paper, December 9, 2022.
- 17 2010 年～2014 年。
- 18 European Commission, “Speech by Michel Barnier to the students at ESCP Europe: Cooperation in the Age of Brexit.” February 26, 2020.
- 19 吉川浩史・岡田功太「金融規制改革により重要性が増すデリバティブ清算機関（CCP）－システミック・リスクの集中とストレステストの導入－」野村資本市場研究所レポート
- 20 ECB, “Central Counterparty Clearing Statistics,” ただし非 EEA 圏の 2021 年 1 月時点。
- 21 日経産業新聞「欧州デリバティブ、ユーロネクストが LSEG を追い上げ」2023 年 3 月 4 日。
- 22 2002 年にはリスボン証券取引所とロンドン国際金融先物取引所（LIFFE）を統合、2007 年にはニューヨーク証券取引所を運営する NYSE グループと合併し、NYSE ユーロネクストとしてユーロネクスト・パリ市場に上場した。
- 23 Nikou Asgari, “Euronext to switch derivatives clearing to Italy in 2024,” *Financial Times*, January 17, 2023.
- 24 LCH の過半数株式を LSEG が保有する。
- 25 European Commission, Proposal for a Council Directive (2013/0045/CNS), February 14, 2013.
- 26 European Commission, Press release IP/11/1085
- 27 これを最低税率とした上で、加盟国はより高い税率を設定することが可能とされた。
- 28 他にルクセンブルク、キプロス、フィンランド、アイルランド、マルタ、オランダが反対した。
- 29 ベルギー、ドイツ、エストニア（のちに離脱）、スペイン、フランス、ギリシャ、イタリア、オーストリア、ポルトガル、スロベニア、スロバキアの 11 カ国。2012 年 9 月に欧州委員会に対し

て申請、同年 12 月に「強化された協力」が欧州委員会より承認された。これにより税込試算は年 300-350 億ユーロと修正された。

- 30 Council of the European Union, FISC 287/ECOFIN 598, June 7, 2019.
- 31 Council of the European Union, Outcome of the Council meeting, 10336/19, June 14, 2019.
- 32 銀行同盟の詳細と制度構築の過程については太田瑞希子「EU 銀行同盟—3 本柱から考察する統合の深化と展望」『経済学論纂』中央大学、第 55 巻第 5・6 合併号、21～43 ページ、2015 年、を参照。EDIS の発足は確定していないため、ECB は銀行同盟を SSM と SRM の 2 本柱から成ると表現している。
- 33 欧州委員会「資本市場同盟」website
- 34 金融同盟及び資本市場同盟の詳細については、太田瑞希子「ユーロの今後—ユーロ制度改革の成果と課題—①金融同盟」須網隆夫・21 世紀政策研究所編『EU と新しい国際秩序』日本評論社、2021 年、を参照。
- 35 SWIFT, RMB Tracker, December 2020; January 2023.
- 36 内野逸勢「Brexit による国際金融規制の協調の綻びの懸念」大和総研レポート、2016 年 7 月 7 日。