

2021年8月17日 全9頁

# コロナ禍後の金融街シティが激変する可能性

同等性評価の獲得は絶望的に、2022年6月までに起こる大きな変化

ユーロウェイブ@欧州経済・金融市場 Vol. 179

ロンドンリサーチセンター シニアエコノミスト 菅野泰夫

## [要約]

- 英国政府はブレグジット後に獲得した EU 規制からの解放をフルに活用した、金融規制の改革に意欲を燃やしている。スナーク財務相は 7 月 1 日にマンションハウスで、ブレグジット後の英国金融サービスに関する新たな方向性を示す一連の改革案について講演した。改革案は MiFID2 やソルベンシー2 などの EU 規制に加え、上場規則の刷新や、年金改革、株・債券・商品取引、保険会社に関するルールなど多岐にわたる。英国が金融ハブとしての競争力を維持するためにも、現在、(膨大な改正案に対して) 金融サービス業界を対象に異例ともいえる数のコンサルテーションが実施されている。
- 今回の金融規制改革案の中で特に注目されているのは、MiFID2 の改正であろう。金融危機後の金融市場に対する信頼性の回復を目的とした MiFID2 だが、あまりにも規範的で非効率になり、市場が受ける恩恵が限られているとの不満が出ていた。MiFID2 の改正案で最も注目されているのは、リサーチ費用のアンバンドリングにおいて、中小企業 (SME) および債券・為替、コモディティ (FICC) のリサーチを影響力の少ない非金銭的利益 (MNMB) へ移行させ、事実上ソフトダラーのリサーチ (バンドリング) に戻すことである。
- ただ今回の一連の金融規制の改正案では、英国金融市場を魅力的にする変化は起きないという見方が優勢となっている。そもそも、英国と EU とは 2021 年 3 月末に、金融サービス規制面での協力に向けた協議の場に関する覚書に合意していた。ただし、英国が EU 規制からの乖離を明言していることもあり、今後も英国での同等性評価獲得は極めて難しく、一時的な同等性が失効する 2022 年 6 月末にデリバティブ取引のさらなる移動が予想されている。来年度以降に起こる金融街シティの本当の地盤沈下に備え、英国に拠点のある投資銀行の多くは人員異動を加速させている。新型コロナウイルス (の大流行と制限措置によって英国に閉じ込められたこと) がむしろ欧州出身者である銀行幹部のシティ脱出を促進したという。規制や税制以外の理由も重なり、欧州出身者のシティからの流出に拍車をかけている。

## 英国で大規模な金融規制改革（金融ビッグバン 2.0）を目指す動き

英国政府はブレグジット後に獲得したEU規制からの解放をフルに活用した、金融規制の改革に意欲を燃やしている。スナーク財務相は7月1日にマンションハウスで、ブレグジット後の英国金融サービスに関する新たな方向性を示す一連の改革案について講演した。改革案はMiFID2やソルベンシー2などのEU規制に加え、上場規則の刷新や、年金改革、株・債券・商品取引、保険会社に関するルールなど多岐にわたる。英国が金融ハブとしての競争力を維持するためにも、現在、（膨大な改正案に対して）金融サービス業界を対象に異例ともいえる数のコンサルテーションが実施されている。

図表1 英国の金融規制改革案（金融ビッグバン 2.0）の概要と工程表

改革対象	概要	行程表
上場規則の刷新 （ヒル上院議員の見直し提言を全て受け入れ）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・複数議決権つき種類株の発行企業のプレミアム市場への上場解禁（最長5年、一般株式の20倍を上限に取締役への複数議決権付与）</li> <li>・最低浮動株比率を10%に引き下げ（現行25%）</li> <li>・上場時の最低時価総額を5,000万ポンドに引き上げ（現行70万ポンド）</li> <li>・SPACの一時上場取り消し措置の撤廃</li> <li>・シティの状況に関する年次報告書の作成（2022年より）</li> </ul>	9月中旬までコンサルテーションを実施（2021年末までに法改正）
MiFID2改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>・リサーチに対する誘因規則の例外追加</li> <li>・FICCリサーチに対する例外も導入</li> <li>・独立系リサーチ機関や公開情報に基づくリサーチを影響力の少ない非金銭的利益のリストに追加</li> <li>・RTS27およびRTS28報告書作成要件の撤廃</li> </ul>	コンサルテーションを実施済（2021年後半にコンサルテーションに対する回答を発表予定）
	<ul style="list-style-type: none"> <li>・財務省によるホールセール市場見直しの一環として株式取引義務（STO）の撤廃を提案</li> </ul>	9月末までコンサルテーション実施
持続可能性に関する新規則案	<ul style="list-style-type: none"> <li>・気候変動および環境に対する影響開示要件の導入</li> <li>・持続可能な投資ラベルの開発</li> </ul>	COP26開催（2021年11月）前に、開示要件の法制化
目論見書規則改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現行の目論見書規則に代わり、FCAが規則策定権限を担う</li> <li>・株式市場への上場認可と株式公募規則の改正という2点の現行の目論見書規則を別途扱う</li> </ul>	9月後半までコンサルテーション実施（2021年末までに法改正）
年金改革	<p>&lt;2021年年金スキーム法&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・確定給付型年金の新たな財源拠出法</li> <li>・スキーム評価に関する2つのアプローチ</li> <li>・集团的確定拠出型年金スキームの導入</li> </ul> <p>&lt;トリプルロック制度&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・公的年金支給額の伸び率をインフレ率、賃金上昇率、2.5%のうち最も高いものとする（保守党公約である同制度の見直し）</li> </ul>	2021年秋に二回目のコンサルテーションを実施予定（2022年に新体制を導入予定）
ソルベンシー2改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ソルベンシー資本要件の算出枠組みの改正</li> <li>・海外企業の支店に対する資本要件の撤廃</li> <li>・報告要件の整理統合</li> <li>・LIBORからOvernight Indexed Swapへの移行</li> <li>・リスクマージンの改正</li> </ul>	PRAは夏にかけ、量的影響評価を実施。2022年初に包括的な改革案が示され、コンサルテーションを実施予定
PRIIPS改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融商品がPRIIPSとして分類されるかどうか、FCAが規定（現行規則では社債がPRIIPSに該当するかどうかなどの問題あり）</li> <li>・PRIIPSの重要情報書類に含まれる「パフォーマンスに関する情報」要件をより柔軟なものにする</li> <li>・取引費用開示を巡る諸問題への対応</li> </ul>	9月末までコンサルテーション実施（2021年末までに法改正） 財務省は別途リテール市場全般に関する見直し実施を検討中

（出所）英国政府より大和総研作成

改革案の多くは、欧州の金融都市はもちろん、ニューヨークにも市場シェアを奪われている

ことに対し、(シェアを奪還するために) 急ぎ対応する必要性を反映したものとなる。移行期間終了により、英国が第三国となったため、欧州株取引の多くがアムステルダムとパリに移動している。2020 年に米国で爆発的な成長をみせた SPAC 上場についてもシティの上場規則の特質から、ニューヨークに大きく水をあけられているのが実情である。取引や上場に関しシティの世界的なアピール力を高めることが目的であり、EU 規制からの乖離意欲を明確に示すものである。

そもそも EU には、ブレグジットを機に、欧州金融サービス業の覇権をシティから奪還しようとする政治的思惑があるために、移行期間終了時に EU と同等の金融規制を持つ英国に対し同等性評価を付与していない。現時点でも、EU 単一市場から離脱した英国への依存度を低めるよう域内金融機関に要請しているのが実情である。スナーク財務相は講演の際、同等性評価を通じた EU 市場へのアクセスに向けた交渉が膠着していることを認めている。ただ 2021 年 1 月 1 日の移行期間終了から 8 カ月たち、(同等性評価が取得できないのであれば) EU 規制維持にこだわる必要はないという理解が浸透しつつあり、スナーク財務相の発言からは、EU との交渉の潮時を見据え、規制改革の機運を高めたいという意図がうかがえる。

## 注目される MiFID2 のリサーチ費用のアンバンドリングの改正案

今回の金融規制改革案の中で特に注目されているのは、MiFID2 の改正であろう。金融危機後の金融市場に対する信頼性の回復を目的とした MiFID2 だが、あまりにも規範的で非効率になり、市場が受ける恩恵が限られているとの不満が出ていた。

MiFID2 の改正案で特に注目されているのは、リサーチ費用のアンバンドリング<sup>1</sup> (分離明確化) において、中小企業 (SME) および債券・為替、コモディティ (FICC) のリサーチを影響力の少ない非金銭的利益 (MNMB) へ移行させ、事実上ソフトダラーのリサーチ (バンドリング) に戻すことである。英国規制当局は、株式アナリストやエコノミストに大きな影響を与えたりリサーチの作成や利用における規制障壁を軽減するために、「誘因 (inducement)<sup>2</sup>」規則にどのような改正が必要かを特定するなどのコンサルテーションを実施していた。

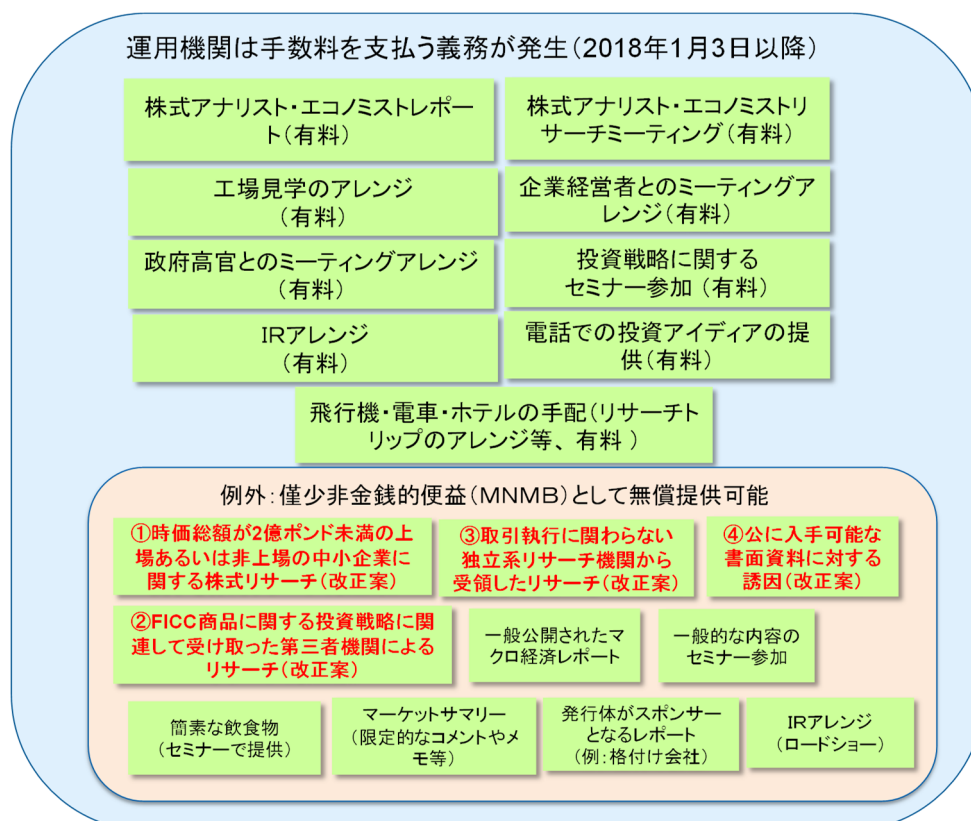
その際、具体的な改正案として、以下の 4 点が提案されている。①時価総額が 2 億ポンド未満の上場あるいは非上場の中小企業に関するリサーチには、「誘因」規則の適用を免除 (2 億ポンドの閾値は、リサーチ提供までの 36 カ月 (暦年ベース) を対象に評価され、リサーチは再度バンドリングされた形か、無料で提供されることが条件)、②FICC 商品についての投資戦略に関連して受け取った第三者機関によるリサーチへの「誘因」規則の適用免除、③取引執行に関

<sup>1</sup> MiFID2 におけるアンバンドリングにより、欧州の運用機関は投資銀行が提供するリサーチ情報に対し、取引執行手数料と分離して、明確にされたコストを支払う義務が発生している。

<sup>2</sup> MiFID2 では取引執行サービス以外のリサーチ (レポート、面談、トリップアレンジ等) や営業サービス行為等の多くを誘因に該当するとして原則受領を禁止している。ただし例外として、リサーチは、運用機関の自己負担か、顧客からのリサーチ・ペイメント・アカウントを通じて購入される場合は受領を可能としている。

わらない独立系リサーチ機関から受領したリサーチへの「誘因」規則の適用免除<sup>3</sup>、④公に入手可能な書面資料<sup>4</sup>に対する「誘因」規則の適用免除、である。

図表2 MiFID2 のリサーチ費用のアンバンドリング改正案（英国）



(注) 料金はあくまで一例。運用機関の利益に資さない単なるミーティングのアレンジなら無料。  
(出所) 大和総研作成

アンバンドリング導入の際に副作用として懸念されていた、収益性の低い中小型株のリサーチ不足が顕著になっていること、また、売買手数料ベースではなく、売買スプレッド（買呼値と売呼値の差）から収益を得ている債券ブローカーでは、取引手数料とリサーチ費用が曖昧になるというリスクがそもそも生じないことが、改正案の背景に挙げられている。英国規制当局のコンサルテーションからは、公開企業のうち時価総額が 2.5 億ポンド未満の中小型銘柄の場合、その 79%にリサーチのカバレッジがない、あるいはリサーチアナリストが一人しか存在しない状況になっていることが示されている。これは、投資家に情報を提供するには不十分と考えられる水準と指摘されている。

また、既に英国では、バイサイドのエクイティリサーチ予算は、MiFID2 施行後に約 20～30%

<sup>3</sup> 英国規制当局は、リサーチを提供する際に執行サービスを行わないのであれば、投資銀行がリサーチを提供し、執行サービスを提供するときに生じるような利益相反は起きないと結論付けている。

<sup>4</sup> 第三者機関が作成し、入手を望む企業には配布され、あるいは一般市民に公開されているリサーチ（書面）。「公に入手可能な」とは、利用にあたり Web サイトで利用者情報の入力などを必要としないことを意味する。

減少しており、大半の（投資銀行やブローカー、独立系リサーチ機関などの）リサーチ提供機関がこれら費用を顧客に転嫁することなく吸収しているという。これによって、投資家のエクイティポートフォリオでは相当のコスト削減が実現されたものの、リサーチ提供機関側の収益圧迫要因となっている問題点が指摘されていた。ただし、英国規制当局は、SME リサーチをMNB リストに追加することは、リサーチ提供機関にとって業務上容易であり、コスト面でも負担が少ないことから今回の改正案に踏み切ったといえる。

## その他の MiFID2 改正案

またその他の MiFID2 の改正案に、最良執行報告書（Regulatory Technical Standards: RTS27 および RTS28 報告書）の廃止がある。MiFID2 では（ターコイズなどの）多角的取引施設（MTF: Multilateral Trading Facility）や（デリバティブ取引等を対象とした）組織的取引施設（OTF: Organised Trading Facility）などの執行施設（RTS27 報告書）および顧客注文を執行・回送する企業（RTS28 報告書）に対し、執行品質および注文回送に関する情報の公開要件が導入されたが、今回の改正案では、これら要件を廃止することが提案されている。これら報告書は、規制当局向けというよりは市場参加者や顧客に向けたものである。市場参加者が異なる執行施設を比較し、最良執行義務を履行するのに適した施設を選ぼうとすることで、報告書による情報を役に立てるとするのがそもそもの意図である。つまり、この情報によりブローカーが提供した執行サービスを精査し、サービス提供者をより良く評価し、ときには異議を申し立てることができるようになる。当該報告書の目的は、顧客注文の執行や回送、それによって達成した結果などに関する透明性であり、英国規制当局もこれを支持している。しかし実際には市場参加者はこれら報告書を利用していないという点、作成にあたり執行施設や企業にかかる費用は大きい。このため、（当該報告書自体が）意味のある方法あるいは効果的な方法で貢献できていないことを規制当局は懸念し、これらの報告義務の撤廃を提案している。

さらに英国財務省が発表した MiFID2 の改正案には、「株式取引義務（STO）<sup>5</sup>」やダークプール取引に関する「ダブルボリュームキャップ（DVC）<sup>6</sup>」といった、重要項目の撤廃も含まれている。投資会社の上場株取引を規定の場所に限定するという STO の元来の目的は、投資銀行が顧客の案件を取引する際に、取引所を迂回し、（トレーディングデスク等だけで）取引執行することを防ぐことだった。しかし、移行期間終了までに、英国の取引所は EU から同等性を獲得できなかったため、STO の厳格な規定により、欧州株の取引が英国から欧州の取引所に移動してしまった（ブレジット実現直後に、シティから欧州株一日当たり 60 億ユーロもの取引高が

<sup>5</sup> 投資銀行や運用機関等が行う上場株式の取引が、規制市場や MTF、システムティック・インターナライザー（SI）あるいは同等性が認められた海外取引施設と、指定された取引場所でのみ行われることを義務付ける規定。

<sup>6</sup> ダークプールでの取引数量規制。ダークプールにおける金融商品の取引量を当該取引施設（過去 12 カ月で EU 全域の取引所での当該金融商品取引量の合計の 4%）および EU 全体（過去 12 カ月で EU 全域の取引所での当該金融商品取引量の合計の 8%）で一定の割合に制限するもの。

パリやアムステルダム取引所に流出している)。これを取り戻すために、英国当局は、3月に英国での欧州株取引促進を目的に、ダークプールで取引できるための閾値をEU規制の65万ユーロから、わずか1.5万ユーロに引き下げ、ダークプール取引の振興を目指している<sup>7</sup>。英国はダークプール取引を注力分野と認識しており、DVC撤廃はさらにこの姿勢を明確にするものとなる。ダークプール規制を巡る動向はEU規制が英国市場にそぐわないという政府の主張の好例となる。

## 金融機関の移転が加速し、金融取引のシェアがさらに低下する英国（2022年6月末までにロンドン脱出が加速）

ただ今回の一連の金融規制の改正案では、英国金融市場を魅力的にする変化は起きないという見方が優勢となっている。グローバル金融危機を契機として広範かつ厳重なEU規制が導入されてから10年以上が経過していることもあり、実際には改革案の多くは比較的マイナーかつ技術的な変更が過半を占めたとも評されている。これは、あまりに過激な規制改正となれば、英国が欧州だけでなく他の市場からも締め出されることにもなり、ドラスチックな規制改正を控えるべきという金融サービス業界の要請を英国政府がある程度考慮したと見られている。英国政府にはブレグジットが金融市場にとって（EU規制からの自由度が上がり）メリットになったことを示したいという政治的思惑があるものの、欧州と英国と異なる2つのルールブックが併存することは避けたいという業界の希望を聞き入れたとも言われている。ただし、提案されているSTOやDVCの撤廃が実現すれば、英国はEUとの同等性合意の可能性が事実上消滅するといわれている。英国は、ダークプールは投資家のためになると考えているが、EUはダークプールでの取引増を懸念しており、個別銘柄および執行施設に対する取引量の上限の撤廃は、重大な（EU規制からの）乖離と認識している。

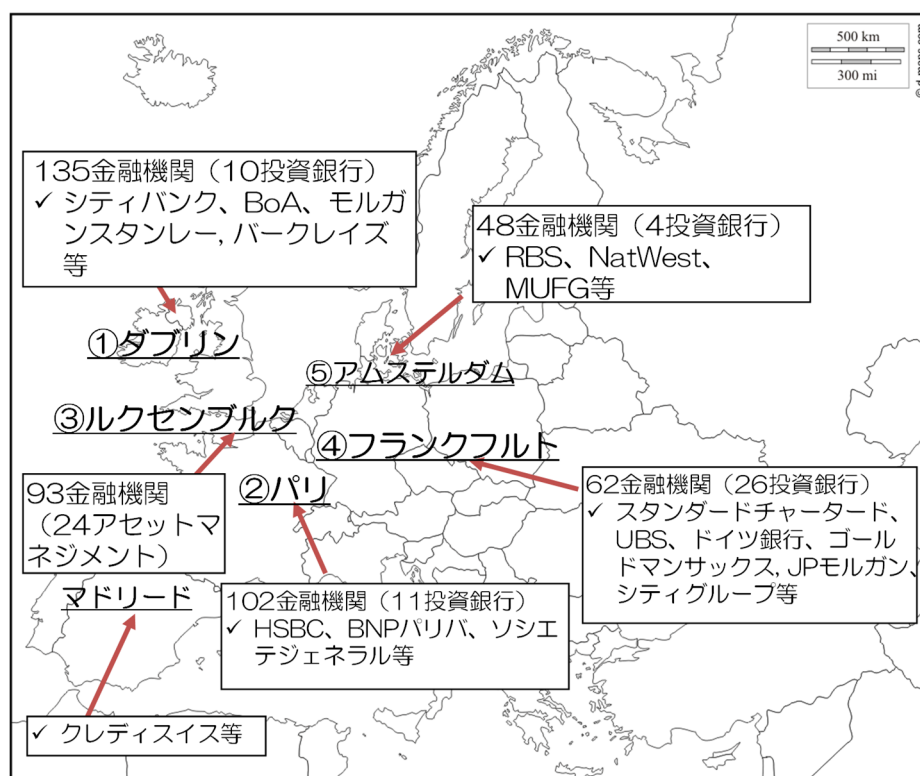
そもそも、英国とEUとは2021年3月末に、金融サービス規制面での協力に向けた協議の場に関する覚書に合意していた。覚書は英国への同等性評価の前提条件になるが、EU27カ国で最終承認されておらず、EUは依然として同等性評価を付与するかどうかを明らかにしていない。ただし、英国がEU規制からの乖離を明言していることもあり、今後も英国での同等性評価獲得は極めて難しく、（EU側の事情で結ばれていた）一時的な同等性が失効する2022年6月末までにデリバティブ取引のさらなる移動が予想されている（ユーロ建て81兆ユーロの想定元本のうち4分の1は英国外に移動すると予想されている）。同等性評価獲得の可能性が限りなく低く、既にシティの牙城であったデリバティブ取引では、シティの落日が鮮明になっており（ユーロ建てスワップ取引の世界シェアでも英国はEU、米国に抜かれている）、今回の改正案以降、英国政府は既に打つ手が限られつつあるのが実情である。

来年度以降に起こる金融街シティの本当の地盤沈下に備え、英国に拠点のある投資銀行の多くは人員異動を加速させている。特に米系投資銀行はここに来て2021年にEU顧客を抱えるバ

<sup>7</sup>さらに、銀行や高頻度取引トレーダーが運営する規制の緩やかな取引施設での呼び値の刻みの最低値を緩和することも検討されている。

ンカーをすべて英国から欧州に異動させる可能性がある」と警鐘を鳴らしている。新型コロナウイルス（の大流行と制限措置によって英国に閉じ込められたこと）がむしろ欧州出身者である銀行幹部のシティ脱出を促進したという。規制や税制以外の理由も重なり、欧州出身者のシティ流出に拍車をかけている。

図表3 ロンドンからの金融機関の移転状況（2021年7月時点）



(注) 金融機関数は投資銀行・ブローカーとアセットマネジメント等の合計数

(出所) <http://www.d-maps.com/>、New Financial 社、各種報道より大和総研作成

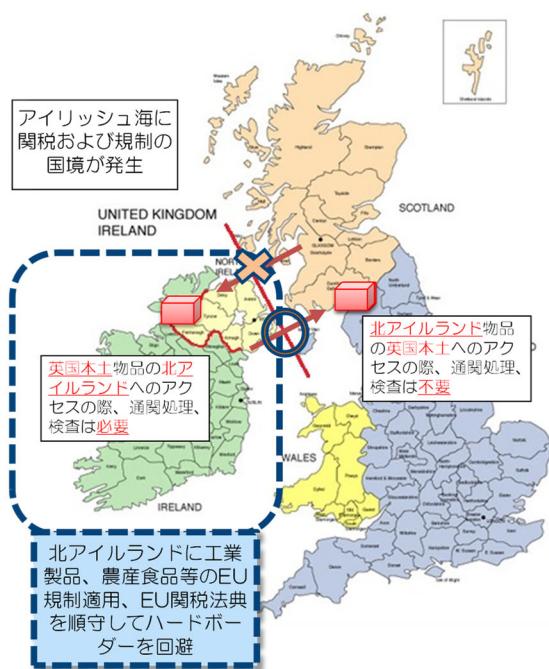
さらに期待されていた英国のボーナス規制（ボーナスの上限を基本給の同額に設定）撤廃の動きが遅いことも、シティからの異動が増えている一因といわれている。シティの国際競争力を損なわないためにも、ボーナス規制を年内に撤廃すべきと、英国の銀行関係者は声を強めている。しかしスナーク財務相は、撤廃が政治的には不人気を招く恐れがあるとみており、撤廃の動きに抵抗していると報じられている。BOE のベイリー総裁はかつて、ボーナス規制を批判していたこともあり、ブレグジットによってEU規制から解放された今、規制廃止の可能性があるとの憶測が流れていた。しかし、同総裁は金融メディアの取材に対し、ボーナス規制は現在英国規制当局が実施している一連の見直しの対象となっておらず、現状では撤廃の予定がないことを示唆している。主要銀行の幹部はこれまでも、ボーナス規制を含め、EU金融規制が大幅に改正される可能性が低いとの見方を指摘していた。

## ブレグジット論争も再び起こり同等性評価の協議は進まず

現時点でも EU からの同等性評価が全く進んでいない要因として、英国と EU との離脱協定においていまだ政治的な火種が燻っていることも挙げられる。

英国は7月21日に、ブレグジット後の英国本土と北アイルランド間の貿易取り決めに大刷新する案を発表した。EU 担当相のフロスト氏が下院で示した、北アイルランド議定書に関する新たな戦略では、2021年1月の移行期間終了時から導入されたアイリッシュ海における貿易国境での検査のほとんどを不要にすると述べている。また、EU がこれについて譲歩しなければ、北アイルランド議定書を一時適用停止にする構えを示している。北アイルランドと英国本土間の貿易を巡る手続きを巡り、2020年に6カ月の猶予期間が導入され、2021年6月末に失効する予定だった。しかし英国は延長を求め、欧州委員会はさらに3カ月これを延長することに合意し、その間に企業の対応が進むことが期待されていた。

図表4 北アイルランド議定書と現状の問題点



◆ アイリッシュ海に関税・規制の国境を引く北アイルランド議定書の履行を巡り、ブレグジット後も英国EU間で交渉継続。

◆ 同議定書は連合王国における北アイルランドの地位を下げるという統一派の猛反発もあり、英国は北アイルランド市民の生活への悪影響を理由に全面的な履行を拒否。北アイルランドと英本土間のモノの移動に必要な検査の一部についての猶予期間を2021年10月まで一方的に延長

→EUは議定書は国際条約であるとし、早期の履行を要求。英国への不信感から、不必要なまでに厳格な履行に執着。一方、英国は英国の食品・農業規則がEUと同等と認めれば、検査の必要性が低下すると主張。

実質的な進捗がみられていない分野の例：

- ①衛生植物検疫および獣医的措置、②生鮮ひき肉のような衛生植物検疫対象製品の北アイルランドへの輸入禁止措置、③英国本土から北アイルランドへのペットの移動

(出所) <http://www.freeusandworldmaps.com/html/Countries/EuropeanCountries.html> より大和総研作成

しかし一方、ジョンソン首相は7月20日にアイルランドのマーティン首相とこの新たな戦略について会談し、その際に英国産の製品はすべて、検査不要で北アイルランドに輸出すべきと主張した。ジョンソン首相は北アイルランド議定書によって北アイルランド市民の生活に著しい支障が生じていると説明している。アイリッシュ海の貿易国境は、北アイルランドが海外の規制権限下に入ることになるため、英国主権を侵害するものと保守党内の離脱派や北アイルランドの統一派（ユニオニスト）の強い反発を招いてきた。EUは一貫して議定書の中核部を無効



にする意図はないと主張しているため、英国の提案はこれに真っ向から反するものとなる<sup>8</sup>。

一方、EU は英国の食品や獣医学的水準を EU に同調させることで、大半の検査を不要にするという提案をしている。しかし、英国はこれを拒絶し、議定書で定められた国境検査の導入を拒否したままである。さらに、アイリッシュ海を行き来する貿易の監督における EU 機関の役割を実現した議定書の規定をも破棄しようとしている。北アイルランドの統一派の多くは、アイルランドとの国境を開放しながら、英国本土との貿易を複雑にした議定書をかなり不快に思っているには違いない。英国本土との経済格差が進みアイルランドとの統合に傾くことを恐れているためである。議定書に固執すれば、アイルランドの和平が危険にさらされるというのが EU に対する暗黙の警告である。

今回の論争は、英国から北アイルランドに輸入される冷蔵肉に対する検査実施の猶予期間の延長を巡る議題が含まれることから、(生鮮ひき肉などに衛生植物検疫が残り、英国本土から北アイルランドへの冷蔵肉の出荷が難しくなるため)「ソーセージ戦争」と評され、ブレグジット後の両者の関係性の難しさを象徴するものとなった。ブレグジット後の英国本土と北アイルランドの貿易に関する英国と EU との論争には、特効薬は存在しない。離脱協定における主要命題は、1998 年のベルファスト和平合意の中核となり、アイルランド島内の国境開放を維持することである。欧州委員会のフォンデアライエン委員長は、北アイルランド議定書の再交渉を求めるジョンソン首相との電話会談で、引き続き EU が議定書の枠組みの中で、クリエイティブかつ柔軟に対応するとしたが、再交渉には応じないと釘を刺している。無論、議論はほとんど進捗しておらず、2021 年 10 月の期限までに結論が出る可能性は低い。最終的な着地点が見つかからないため、今後も EU と英国とのあらゆる協議が頓挫する可能性が高いことが予想される。

(了)

---

<sup>8</sup> ジョンソン首相はまた、議定書によって生じた深刻な障害に対応するため、EU が実務的なアプローチをとり、解決策を示すべきだと述べた。このような英国の主張は EU の反発を招く可能性が高い。