

EUにおける株式市場規制の 展開とブレグジット

石 田 周

要 旨

本稿の課題は、EUにおける株式市場規制の変遷を振り返りつつ、イギリスおよびEUの株式市場規制へのブレグジットの影響について検討することである。1986年の「ビッグバン」以来、イギリスは欧州における株式取引を巡る競争の中心に位置してきた。1985年にロンドン証券取引所のもとでSEAQ-Iが設立されると、マーケットメイク方式の利点から大陸欧州の株式が多数取引されるようになった。これに対し、大陸欧州における証券取引所もまた、オークション方式を基礎としつつ、システムの電子化等の改革を進めた。また、1990年代以降、取引所と競合する多角的取引システム（MTF）、金融機関による株式取引の「内部化」、そして、機関投資家向けの匿名のクロッシング・ネットワークなどが台頭したが、その中心地はやはりロンドンであった。これに対抗するために、大陸欧州の取引所もまた、取引所間の連携や統合などを進めてきた。このような競争を背景として、ブレグジット以前のEUでは、株式市場規制を巡ってイギリスと大陸欧州諸国との間で対立と妥協が繰り返されてきた。以上のようなEUにおける株式流通市場とその規制の変遷に鑑みれば、ブレグジットは、EUおよびイギリスの株式市場そのものだけでなく、両者の株式市場規制の方向性に大きな影響を及ぼすと考えられる。

キーワード：ブレグジット 株式市場規制 MiFID II STO

目 次

- | | |
|---------------------------|-----------------------------------|
| 1. はじめに | 3. EUにおける株式市場規制を巡る対立の略史 |
| 2. 株式市場規制を巡る論点——集中・分断と透明性 | 3.1 投資サービス指令（ISD）による株式市場規制 |
| 2.1 証券取引所における2つの株式売買方式 | 3.2 第1次金融商品市場指令（MiFID I）による株式市場規制 |
| 2.2 株式売買の多様化と今日的な課題 | |

- 3.3 第2次金融商品市場指令 (MiFID II) による株式市場規制
- 4. プレグジットと EU・イギリス間の株式市場規制の乖離

- 4.1 株式市場規制における同等性を巡る議論
- 4.2 イギリスにおける株式市場の縮小
- 4.3 イギリスにおける独自の株式市場規制の追求
- 5. おわりに——結論に代えて

1. はじめに

本稿の課題は、EUにおける株式市場規制の変遷を振り返りつつ、イギリスおよびEUの株式市場規制へのプレグジットの影響について検討することである。

1986年にイギリスで行われた金融規制改革「ビッグバン」以来、イギリスは欧州における株式取引を巡る競争の中心に位置してきた。1985年にロンドン証券取引所のもとでSEAQ-Iが設立されると、マーケットメイク方式の利点から大陸欧州の株式がロンドンで多数取引されるようになった。これに対し、大陸欧州における証券取引所もまた、オークション方式を基礎としつつ、システムの電子化等の改革を進めた。また、1990年代以降、取引所と競合する多角的取引システム (MTF)、金融機関による株式取引の「内部化」や機関投資家向けの匿名のクロッシング・ネットワークなどが台頭したが、その中心地はやはりロンドンであった。これに対抗するために、大陸欧州の取引所もまた、取引所間の連携や統合、様々な発注形態の導入などを進めてきた。このような株式仲介を巡る競争を背景として、プレグジット以前のEUでは、株式市場規制を巡ってイギリスと大陸欧州諸国との間で対立と妥協が繰り返されてきた。

このようなEUにおける株式流通市場とその規制の変遷に鑑みれば、プレグジットは、EU

およびイギリスの株式市場そのものだけでなく、両者の株式市場規制の方向性に大きな影響を及ぼすと考えられる。これが筆者の問題意識である。

従来、プレグジットがイギリスとEUの金融市場に及ぼす影響については、特にEUで導入された単一免許の扱いや、それを限定的に代替する同等性評価の行方などについて、金融サービス全般を対象として検討する研究が多かった (例えば、太田, 2018; 大間知, 2022)。他方、特定の金融部門へのプレグジットの影響について詳細に検討したものは、管見の限りあまり見られない。これに対し、本稿は、対象を株式流通市場および株式市場規制に限定することで、プレグジットの影響をより詳細に検討するものとして位置づけられる。

本稿は以下のように構成される。第2章では、議論の前提として、株式市場規制を巡って扱われてきた論点について確認する。第3章では、これらの論点が、EUにおいてどのように議論されてきたのかを検討する。そして第4章では、プレグジット後にイギリスが独自の株式市場規制の制定へと転換しつつあることを明らかにする。

2. 株式市場規制を巡る論点——集中・分断と透明性

第2章では、議論の前提として、株式市場規制を巡って検討されてきた注目の「集中」(または逆に「分断」と「透明性」という2つの

論点について確認する。なお、以下の記述にあたっては、Scott-Quinn (2012) を参照した。

2.1 証券取引所における2つの株式売買方式

伝統的に、証券取引所では、オークション（オーダードリブン）方式とマーケットメイク（ディーラー、クオートドリブン）方式という2つの株式売買方式が採用されてきた。両者の方式は、株式注文の集中と透明性という点において異なる前提を持っている。現在の多様化した株式売買システムを検討する前に、この基本的な相違について説明しておきたい。

オークション方式では、売り注文と買い注文が指値注文板（Limit Order Book）に集められ、価格優先・時間優先のルールに従って付け合わせがなされる。この方式では、より多くの注文が注文板に集まった方が価格発見機能が高まると考えられるため、注文は取引所に集中すればするほどよい。このような観点から、後述するように、フランスをはじめとする大陸欧州の取引所では、かつて取引所への注文の「集中義務」が課されてきた。

また、オークション方式では、トレーダーは、注文板に表示される注文情報を参照して注文を行う。このシステムが成り立つためには、執行を待つ注文の価格や数量等の情報が開示されること（取引前の透明性）、および、執行された取引の価格や数量等の情報が開示されること（取引後の透明性）が不可欠である。

他方、マーケットメイク方式では、マーケットメイカーが売りと買いの気配値（クオート）を提示し、取引を希望する顧客がマーケットメイカーと取引を行う。顧客との取引に応じるために、マーケットメイカーは証券在庫を保有す

る。このようにマーケットメイク方式は本来的に分散的である。そして、マーケットメイク方式における「集中」とは、オークション方式のように注文そのものを集中するのではなく、マーケットメイカーが提示する気配値を集約的に表示する仕組みを導入することを指す。

また、マーケットメイカーは、自らのポジションを調整するために、提示する気配値を調整する。逆にいえば、気配値はマーケットメイカーのポジションを明かすことになりうるため、マーケットメイカーが提示する気配値は通常確定的なものではない。最終的な取引価格は、マーケットメイカーと顧客との交渉によって決定される。その意味では、マーケットメイカーが提示する気配値は、オークション方式での注文情報に比べ、必然的に透明性が低い。

一般に機関投資家は、マーケット・インパクトを回避する目的から、ディーラーを介した大口取引（ブロック取引）を好む。他方、こうした機関投資家によるニーズに答えるために、オークション方式を採用する取引所でも、大口取引を執行する立会外取引が認められていることが多い。このような機関投資家のニーズは、後述するダークプールの存在を正当化する根拠にもなっている。

このように、2つの株式売買方式のそれぞれにおいて、集中と透明性義務の位置づけや意味は技術的に異なっている。そして、次章で扱うように、異なる売買方式を採用する取引所間で株式仲介を巡る競争が展開されるなか、株式市場規制に関する議論においても集中と透明性が主要な論点となったのである。

2.2 株式売買の多様化と今日的な課題

1980年代後半以降、世界の株式市場は大きな

変貌を遂げた。その結果、集中と透明性を巡る議論はより複雑なものとなっていった。

基本的な変化は、技術革新による株式取引の電子化である。これにより、まずは証券取引所で行われる注文の付合せが電子化されていった。さらに、伝統的に取引所で採用されてきたオークション方式を再現するシステムを、取引所以外が導入することも可能になった。これらは、代替的取引システム（ATS）、欧州では多角的取引システム（MTF）と呼ばれている。

また、取引前の透明性義務が課されない様々な取引システムも登場した。このようなシステムは、基本的にマーケット・インパクトの回避という機関投資家が持つ伝統的な要求に基づいている。その代表例は、機関投資家向けの匿名でのクロッシング・ネットワークである。他方、取引所を介さない顧客との取引は、伝統的に投資銀行によっても行われており、「内部化（internalisation）」や「インハウス（in-house）・マッチング」などとも呼ばれてきた。このような取引の一部は、電子ネットワークを用いたブローカー・クロッシング・ネットワーク（BCN）へと発展することになる。ただし、BCNによる取引は、必ずしも大口取引を対象とするものではなく、平均取引額は通常の取引とほとんど変わらなかった。以上のような取引前の透明性義務が課されない取引システムは、ダークプールと総称されている。

ダークプールにおける注文は、取引前の透明性義務が課されないことから、オークション方式における価格決定メカニズムに寄与することはない。もちろん、特に大口取引に関しては、マーケット・インパクトの回避という目的に資する点で、ダークプールには一定の正当性がある。他方で、ダークプールの過度な拡大が、

オークション方式を採用する取引所の価格決定メカニズムを阻害することも懸念されている。

このように、現在の株式市場は、非常に多様な取引システムへと分散しており、このような様相は市場の「分断（fragmentation）」と呼ばれている。市場の分断により、トレーダーが取引執行に関して合理的な判断を下すことはますます難しくなっている。

そして、このような分断に対処するために、投資銀行が管理するコンピュータを通して、株価や出来高に応じて、自動的にタイミングや数量を決めて注文を繰り返す取引、すなわちアルゴリズム取引が台頭することになった。さらに、アルゴリズム取引の一種として、1秒にも満たない時間で取引を繰り返す高頻度取引（HFT）業者も登場し、フラッシュ・クラッシュ（株価の瞬間的な暴落）のような問題も生じるようになっていく。

以上のような株式市場の変化は、株式市場規制の展開と並行して進むことになった。世界金融危機以前には、取引システム間の競争促進や機関投資家のニーズへの対応を目的として、市場集中や透明性の強化とは逆行する形で、EUでも規制が緩和された。しかし、世界金融危機以降、市場の分断やダークプールの拡大がますます問題視され、透明性の高い取引システムへと取引を回帰させるための規制強化が進められてきた。このような株式市場規制の変遷について、次章で詳しく検討しよう。

3. EUにおける株式市場規制を巡る対立の略史

第3章では、EUにおける株式市場規制の歴史を振り返る¹。ここで明らかになることは、

株式仲介を巡る市場競争と株式市場規制を巡る政治的対立の双方において、イギリスは常にその中心にあったということである。

3.1 投資サービス指令 (ISD) による株式市場規制

EU で最初に株式市場規制の調和が試みられたのは、1993年に採択された投資サービス指令 (ISD) によってであった。当時の ISD を巡る交渉は、EU 加盟各国の取引所間の制度の相違や競争状況を反映していた。

1986年にロンドンで行われた金融規制改革「ビッグバン」は、欧州における株式取引の仲介を巡る競争を激化させた。ロンドン証券取引所では、マーケットメイク方式の電子的な取引システムである SEAQ が設立され、外国株式を扱う SEAQ-I では、大陸欧州の株式が多数取引されるようになった。また、ジョバーとブローカーによる従来の分業関係が撤廃され、これらの金融機関を買収する形で、英米の銀行や投資銀行、そして少し遅れて大陸欧州の大手銀行がロンドンに進出し、株式仲介業務を担うようになった。

このようなロンドンの動きに対し、大陸欧州の取引所も、取引システムの電子化によって対抗した。伝統的に集中義務を課していたフランスでは、オークション方式を採用するパリ証券取引所へとほとんどの株式注文が集まっていた。このような方式をベースとしつつ、1988年の金融規制改革「プチバン」の一環として、フランスでも電子取引システムである CAC が導入された。他方、ドイツでは、オークション方式に基づく取引所が存在していたが、厳格な集

中義務は課されていないため、銀行による株式の取引所外取引が活発に行われていた。このような分散性を基礎としつつ、ドイツでも1991年に主要株式に関する電子取引システム IBIS が導入され、ドイツの主要株について取引の電子化が進められた。

ISD の株式市場規制を巡る加盟国間の交渉は、以上のような取引所間の競争の延長上で展開された。集中義務を有するフランスなどの加盟国は、株式注文における集中義務や高度な透明性義務を主張した。これに対し、マーケットメイカーが主要な役割を果たすイギリスや、取引所外取引が広く行われてきたドイツは、集中義務を EU のスタンダードにすることに反対すると同時に、限定的な透明性義務を主張した。

その結果、ISD は妥協の産物となった。確かに、ISD は、単一免許と本国監督主義を導入した点で、画期的であった。これにより、投資銀行はいずれかの加盟国で認可されれば、他の加盟国でも追加的な認可を得ずに活動を行うことができ、その監督は免許を与えた国の当局が行うことになった。また、電子取引システムを運用している規制市場 (取引所) に対し、(一定の条件で延期が認められたが) 他の加盟国の金融機関による「リモート会員」を認めることを義務付けた。

しかし、株式市場規制に関しては、規制の調和はほとんど実現しなかった。集中義務に関しては、加盟国は株式注文に関して集中義務を課すことが認められたが、義務付けられはしなかった。透明性に関しては、価格や数量に関する一定の情報をすべての規制市場が公表することが義務付けられた。ただし、企業や投資家の

1 第3章第1・2節の投資サービス指令 (ISD) と第1次金融商品市場指令 (MiFID I) に関しては、拙著 (2023) の第5章を要約する形で記述した。より詳細な議論と関連文献については同著を参照されたい。

EUにおける株式市場規制の展開とプレグジット

匿名性を保つ必要がある場合や例外的な市況などにおいては、加盟国は透明性規制を免除することを認められていた。

3.2 第1次金融商品市場指令 (MiFID I) による株式市場規制

EUの株式市場規制における次の変化は、ISDを改正する形で2004年に採択された第1次金融商品市場指令 (MiFID I) によってもたらされた。MiFID Iもまた、株式取引の仲介を巡る市場競争から影響を受けたが、その様相はISDの交渉が行われた時期とは大きく異なっていた。

1990年代を通して、EUの株式流通市場の規模は大幅に増加した。1990年と99年を比較すれば、EU主要取引所の株式の年間出来高の規模は、ロンドンでは6.3倍、ドイツでは3.0倍、パリでは6.4倍、イタリアでは12.8倍、そして、(当時EU15か国の) 残りの11か国では21.3倍になった²。このような株式の取引量そのものの増加は、株式取引の仲介を担う金融機関や証券取引所間の競争が激化したことを意味していた。

このような競争の激化の中、金融機関が採用した戦略の1つが、上述の「内部化」であった³。このような活動は、集中義務が課されていないイギリスやドイツで活発に行われており、2000年代初頭の時点ですでに欧州の株式取引の30%が「インハウス」で執行されていたといわれる。

他方、1990年代を通して欧州諸国の証券取引所の多くが株式会社化 (脱相互組合化) し、証

券取引所は営利を追求する民間企業として台頭した。加えて、2000年3月にパリ証券取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル証券取引所が合併したことにより Euronext が設立されるなど、EU域内における取引所間の統合・再編も生じた。他方、フランスやイタリアなどでは、引き続き集中義務が課されていた。

このような株式市場における競争を反映し、MiFIDの規制内容を巡って、内部化を主導する大手金融機関と証券取引所の間で対立が顕在化した。取引所の中でも Euronext は、金融機関による内部化を厳しく批判し、集中義務の維持を主張していた。多様な証券取引所を傘下に抱える欧州証券取引所協会 (FESE) は、Euronext ほど強硬ではなかったものの、少なくとも多様な取引システム間の「平等な規制上の競争」を主張していた。これに対し、大手金融機関は、Euronext による内部化に対する批判に反発し、むしろ集中義務が証券取引所による独占を認め、取引システム間の競争を制限するものとして批判した。

このような民間アクター間の対立を背景として、EUの立法3機関 (欧州委員会、欧州議会、閣僚理事会) でも対立が生じた。欧州委員会は、当時の委員長がイタリア出身のプロディ氏であったこともあり、証券取引所に近い見解を示した。他方、欧州議会は、一部の欧州議会議員と大手金融機関の結びつきを反映し、大手金融機関の立場に近い見解を示した。また、閣僚理事会では、銀行・投資銀行の見解に近いイギリスと、証券取引所の見解に近いフランス・ドイツが対立した。

2 1990・99年の株式出来高については FIBV (国際証券取引所連合) 資料参照。

3 大手金融機関が採用したもう1つの戦略は、リモートアクセスである。ISDが発効した1996年以降、EUの証券取引所はリモート会員規定を導入した。2000年時点で、EU (本国除く) と第三国の会員は、アムステルダム、パリ、フランクフルトの総会員数の30~50%を占めていた。

最終的に、2004年4月にMiFID Iが採択され、2006年8月にはMiFID実施指令とMiFID実施規則が制定された。そして、2007年を期限としてMiFIDはEU加盟国において国内法化された。

MiFID Iにより、取引所への集中義務は廃止された。また、規制市場、MTF、体系的内部化業者(SI)という3つのカテゴリーが導入された。SIは、規制市場やMTFなどの外で、組織的、頻繁、かつ、体系的に顧客注文を執行する際に自己勘定取引を行う業者と定義され、一定の取引前の透明性義務が課されることになった。

ただし、MiFID Iでは、以上3つのカテゴリーの取引システムへと注文を集中することは義務付けられなかった。また、「非体系的、アドホック、不定期かつ頻繁でない」OTC取引は、取引前透明性義務の課されない取引として明示された。その結果、金融機関が運営するブローカー・クロッシング・ネットワーク(BCN)の拡大が可能になった。

また、特定の条件を満たす注文に関し、取引前の透明性義務に対する4つの例外規定が設けられた。その対象は、(1)通常の規模に比べて大規模な注文(大口取引免除[Large In Scale Waiver])、(2)規制市場またはMTFが他のシステムにより形成された参照価格で照合する注文(参照価格免除[Reference Price Waiver])、(3)規制市場またはMTFが参加者間で私的に交渉された取引を定式化した取引(交渉取引免除[negotiated trade waiver])、(4)注文管理に滞留している注文(注文管理免除[Order Management Facilities Waiver])である。

このように、MiFID Iは、EUにおいて多様な取引システムの存在を認め、取引前の透明性

義務についても様々な免除を認めた。そして、このような方向性は、ロンドンを中心に活動する大手金融機関やイギリス政府によって後押しされたものであった。

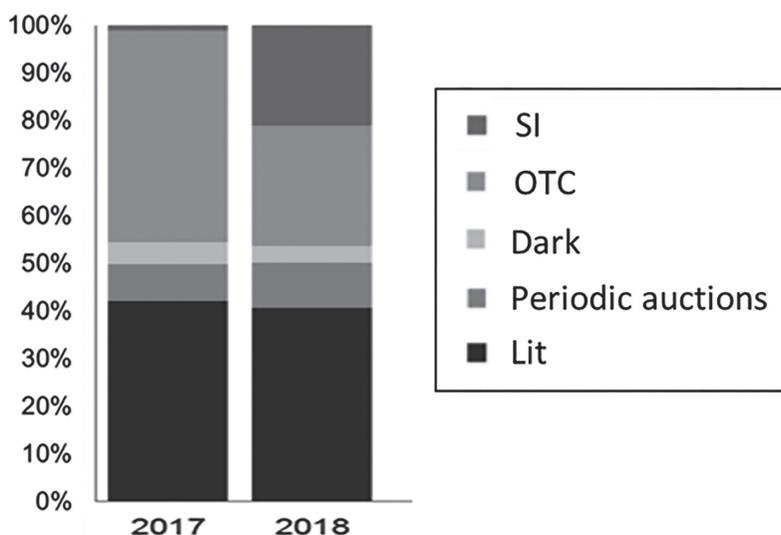
3.3 第2次金融商品市場指令(MiFID II)による株式市場規制

最後に、第2次金融商品市場指令(MiFID II)と金融商品市場規則(MiFIR)により、株式市場規制の厳格化が行われた。MiFID IIは2018年に発効した。

MiFID IIは、MiFID I後にEUの株式市場で生じたいくつかの問題に対処するものであった。まず、従来の証券取引所に加え、MTFやSIなど多様な取引システムの登場により、市場が分断された。図表1にみられるように、MiFID II発効前の2017年時点で、取引前の透明性義務が課されるリット市場のシェアは取引全体の約4割に過ぎず、OTC取引が半分近くのシェアを持っている。(ただし、取引所外取引が過大評価されている可能性には留意が必要である。詳しくは吉川[2022]を参照せよ。)このように、ダーク取引なども含め、取引前の透明性義務が課されない市場での取引がかなりのシェアを持っており、後述するように、その中心地はロンドンであった。

そして、世界金融危機後の規制強化の潮流の中で、市場の分断やダークプールの拡大に対処する方向で、EUでも議論が進められた。MiFID IIを巡っては、MiFID Iで顕在化した対立が再現されたといつてよい。すなわち、民間部門では、証券取引所がOTC取引に対して敵対的であったのに対し、大手金融機関はOTC取引の許容を主張した。他方、加盟国間の交渉では、フランスがOTC取引の制限や高度な透明

図表1 欧州における株式取引の割合（2017-18年，％）



(注) 1) ‘Lit’は取引前に価格や数量等の情報が開示される株式取引を指す。‘Periodic auctions’は人手を介さないアルゴリズムに基づいた定期オークションにより注文をマッチングさせるシステムを指す。‘Dark’は、機関投資家向けのクロッシング・ネットワークなど、取引前の透明性義務が免除された取引を指す。‘OTC’は二者間で行われる取引所外取引を指す。

2) 取引所外取引の規模は過大評価されている可能性がある。

(出所) Oxera [2019], Figure 3.6より筆者加工。

性義務を要求したのに対し、EU最大のOTC取引市場を持つイギリスは、自由主義的なOTCモデルを支持した(Moloney, 2016)。

最終的にMiFID IIは、MiFID Iとは異なり、株式市場の分断への対処やダークプールの制限を特徴としていた。このような制度改革は、証券取引所やフランスの選好に近く、イギリスが必ずしも望んでいないものであった。株式市場規制に関するMiFID IIの大きな変更点は以下である。

第1に、株式取引義務(STO)の導入である。STOとは、EUの投資銀行による株式取引を、規制市場、MTF、SI、または、同等性(equivalence)が付与された第三国の取引所に限定する

というものである。したがって、BCNはMiFID IIのもとで禁止されることになった。

なお、同等性評価とは、ある分野における特定の第三国の規制枠組みが、欧州経済領域(EEA)⁴の基準と十分に同等であるとする評価であり、欧州委員会により決定される。同等性評価があれば、その第三国の企業にEEA市場へのアクセスが認められる。金融関連のEU指令の条項にも、MiFID IIのSTOのように、同等性に関する規定が一部含まれている。後述するように、イギリスは、プレグジット後もEUとの結びつきを維持するために、同等性評価をその手段として利用しようとした。

MiFID IIにおける第2の変更点は、取引前

4 EEAは、EU加盟国に加え、スイスを除く欧州自由貿易連合(EFTA)加盟国(アイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェー)から構成される。EEAはEFTA加盟国がEUに加盟せずにEUの単一市場にアクセスするための枠組みであることから、EUの株式市場規制はEEA全体に適用されている。

透明性義務に対する2つの免除（参照価格免除と交渉取引免除）を利用した取引に対する上限の設定である。上限は、個別の取引所における取引全体の4%、および、すべての取引所における取引全体の8%に設定された。この上限を超過すると、当該銘柄のダーク取引が6カ月間停止される。このように、ダークプールに対して量的に二重の上限を課すことから、この規定は「ダブル・ボリューム・キャップ (DVC)」と呼ばれている。

ただし、MiFID IIは、株式市場における分断の緩和や透明性の向上という当初の目的を十分に実現することはできなかった。図表1にみられるように、MiFID IIの発効後にも株式取引の大部分は取引所には戻らず、OTC取引のかなりの部分がSIに置き換わる形となった⁵。このような事態を受け、EUは現在MiFID IIの改正に向けて議論を進めている。

4. ブレグジットとEU・イギリス間の株式市場規制の乖離

第4章では、ブレグジットにより、イギリスがEUの株式市場規制との調和から、独自路線に転換しつつあることを明らかにする。

4.1 株式市場規制における同等性を巡る議論

2016年6月、イギリスにおいてEU離脱を問う国民投票が行われ、僅差で離脱派が勝利した。その後、紆余曲折を経て、2018年11月に離脱協定案がイギリス・EU間で合意され、イギリスは2020年1月31日に正式にEUから離脱す

ることになった。ただし、2020年12月31日までは移行期間とされ、その間、イギリスはEUのルールに従うものとされた。

移行期間終了前の2020年時点で、ロンドン欧州株式市場の中心地であった（図表2）。特に、欧州最大のMTFであるCboe Europeを擁することから、MTFにおける株式出来高においてイギリスの地位は圧倒的である。また、イギリスはSIにおける取引の中心地でもあった。そして、イギリスのMTFとSIでは、EEA株式が大規模に取引されていた。他方、イギリスの規制市場では英国株式を中心に取引がなされている。

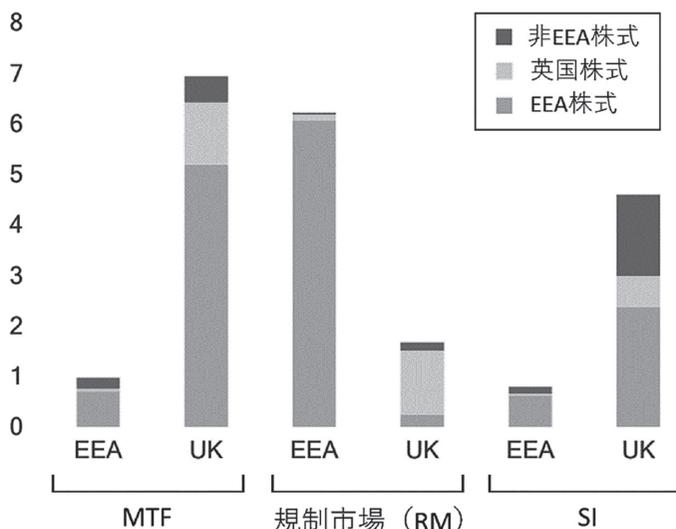
このような中、ブレグジットがイギリスの株式市場にもたらす影響として、次の2つの問題が懸念された。

第1の問題は、すでに多くの研究で指摘されているように、単一免許の喪失である。上述のように、証券業務に関しては、ISDからMiFID IIに至るまで、EU域内で単一免許が保証されていた。しかし、ブレグジット以後、イギリスで免許を得た投資銀行は、EU加盟国での支店設置や事業展開が認められなくなる。逆に、EUの投資銀行もまた、イギリスで支店設置やサービスの提供を行うことができなくなる可能性があった。

第2の問題は、STOに関連している。上述のように、STOのもとでは、EUの投資銀行は、規制市場、MTF、SI、または、同等性を与えられた第三国の取引所で取引しなければならない。しかし、EUがイギリスに対して同等性評価を行わなければ、EUの投資銀行は、その株式がイギリスにも重複上場しているとしても、

5 MiFID II以降の欧州における株式流通市場の動向については、吉川（2018, 2022）が詳しい。

図表2 2020年のEEAと英国における年間株式取引高（発行者所在地別、兆ユーロ）



(出所) ESMA (2021b), ASR-MiFID-S.67より筆者加工。

EEAの株式をイギリスで取引することができなくなる。同様に、離脱後のイギリスの法令でもSTOが維持された場合、イギリスの投資銀行はイギリスの株式をEUで取引できなくなる可能性があった。

金融サービス部門全体として、離脱交渉におけるイギリスの基本的な戦略は、同等性評価の付与をEUに求めることであった。これにより、単一免許の失効による影響の軽減や、イギリス株式市場の国際的な地位の維持が目指された⁶。実際、イギリス側は、自国の金融規制をEUの金融規制と同等とするための対応を取った⁷。2018年EU離脱法(後に2020年EU離脱協定法)

により、あらゆる分野で、既存のEU法をイギリス法に転換した(オンショアリング)。また、「一時的な認可制度(TRP)」により、大陸欧州の銀行がイギリスで正式な認可を得るまでの間、最長3年間、EEAベースの認可でイギリス内での事業を認めた⁸。加えて、イギリスは、EUへの同等性評価を積極的に行った。

しかし、EU側は、イギリスに同等性評価を付与することに極めて消極的であった。金融部門では、CCPに関する2つの同等性が認められたのみであった⁹。全体として、EUから離脱する国が再び現れることを避けるためにも、EUはイギリスに対して同等性評価を極力付与

6 もっとも、同等性評価には多くの限界が存在する。同等性評価は各法令に含まれる規定に基づくが、金融サービス部門に関する法令の中には、同等性評価に関する規定が含まれないものもあった。また、同等性評価は欧州委員会による判断であり、撤回も容易であるため、政治的な動向に左右される可能性が高かった。このことから、同等性にもとづいて金融機関や投資家がビジネスモデルを構築することには、大きなリスクがあると考えられている。

7 イギリスとEUの双方による金融規制枠組みの修正については、大間知(2021)が詳しい。

8 さらに、2019年に改正された金融サービス・市場法の下で、FCAなどの規制当局に対し、金融サービス法に経過的な規定を設けることができる権限として「一時的移行権(TTP)」が付与された。

9 EUがこれまでに認めた限定的な同等性評価は、イギリスのCSD(2021年6月に失効)とCCP(本稿執筆時点で2025年6月まで延長)に与えられた。これらは、イギリスの企業に市場アクセスを促進するというより、EEA企業に生じうる混乱を最小限に抑えることを目的としていた。

しない姿勢を貫いた。金融市場の中心地としての地位をロンドンから奪うことも、EUが持つ狙いの1つであったともいわれている。

EUからイギリスに対する同等性評価が行われない中、欧州の規制当局である欧州証券市場監督局（ESMA）とイギリスの規制当局である金融行動監視機構（FCA）は、ブレグジット後のSTOに関し、それぞれ異なる見解を示した。

ESMAは、2020年10月の声明¹⁰でSTOに関する正式な立場を固めた（ESMA, 2020）。この声明によると、EEAのISINコードを持つ株式¹¹については、EUの投資銀行に対してSTOが適用される。そして、EUはイギリスに同等性評価を付与していないため、EUの投資銀行はこれらの株式をイギリスで取引できなくなった。他方、イギリスのISINコードを持つ株式は、EU STOの対象外とされた。また、EEA株式のうちポンド建ての株式についても、STOの対象外とされた¹²。

他方、FCAが2020年11月に公表したSTOに関する見解（FCA, 2020）では、EUの取引所やSIですべての株式の取引を継続することがイギリスの企業に認められた。FCAは、ISINや通貨を基準としてSTOの範囲を決定すべきではないと主張した。

結局、2020年12月に締結された貿易協定では、金融サービスに関する規定はなく、金融面では「ハード・ブレグジット」となった。その後、2021年3月に金融サービスに関する合意が

なされたが、金融規制に関して協力を行う「英・EU共同金融規制フォーラム」が設置されるに留まった。いずれにせよ、株式市場規制に関してEUからイギリスへの同等性評価は付与されず、EU・イギリス間で規制の大幅な乖離が生じることになった。

4.2 イギリスにおける株式市場の縮小

EUがイギリスに同等性評価を付与しないことにより、EUの投資銀行がイギリスの取引所やMTFを利用することができなくなることは、ブレグジット以前から予想されていた。このことに対応するために、欧州最大のMTFであるイギリスのCboe Europeは、すでに2019年10月にアムステルダムでEEA株式の取引を開始した。2020年11月には、ロンドン証券取引所（LSE）が傘下のMTFであるTurquoiseの拠点をアムステルダムに設置した。また、ゴールドマン・サックスも2020年12月にパリを拠点とするMTFを開設した。

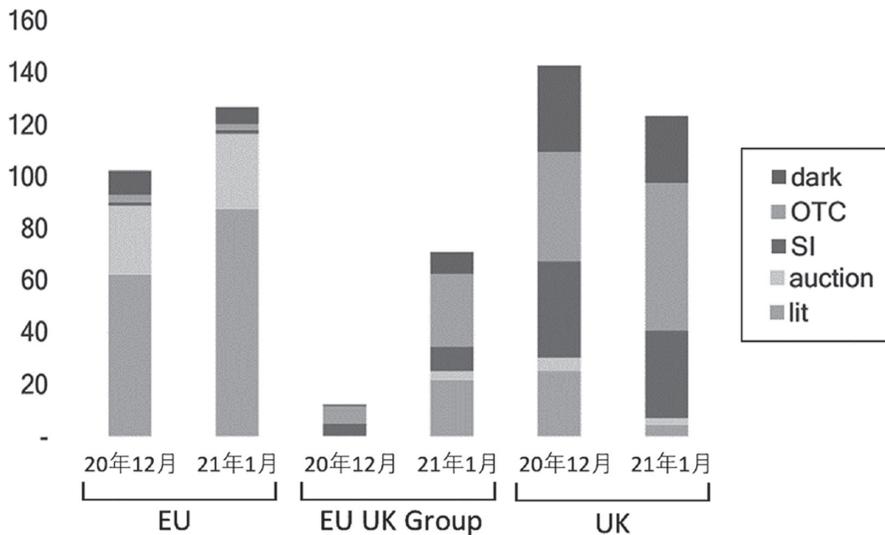
その結果、ロンドンで取引されていたEU株式の相当部分が、EUの取引所へと移動することになった。図表3は、最も取引量の多い25のEU株式における日平均取引規模を取引システムの所在地別に示している。図表3より、リット市場における取引がイギリスで減少し、EUで増加していることがわかる。特に顕著な変化は、リット市場での取引に限らず、イギリスのグループ傘下のEU企業がもつ取引シェアが5%から22%へと上昇したことである。この変

10 ESMAは2019年3月と5月にも声明を公表し、ブレグジット後のSTOの扱いについて予備的な見解を示していた。

11 ISINは‘International Securities Identification Number’の略であり、ISINコードは国際的に統一された12桁の証券識別コードである。12桁のうち最初の2桁がアルファベットで国名を表している。したがって、EEAの株式は、ISINコードにおいてEUおよびEEAの国名が付された株式を指す。

12 ポンド建て取引が除外された根拠は、MiFID IIにおける「非体系的、アドホック、不定期かつ頻繁でない」という規定であった。

図表3 EU株式の日平均取引高（100万ユーロ、取引システムの所在地別）



(注) 最も取引量の多い25のEU株式のサンプルに関する取引を示している。'EU UK Group' はイギリスのグループによって設立されたEUの拠点を指す。

(出所) ESMA (2021a), T.11より筆者加工。

化は、上述のように、イギリスの取引所やMTFがオランダなどにEEA株式の取引拠点を移したことに起因している。

他方、EU株式の取引所外取引の大半はイギリス内にとどまった。この理由は、MiFID IIの対象とならない第三国の投資銀行による取引が行われていることによると思われる。

このように、プレグジットは、EEA株式に関する取引システムの所在地というレベルで見れば、イギリスの地位を確実に低下させ、代わりにオランダなどの大陸欧州諸国がシェアを伸ばした。もっとも、取引システムを担う金融グループというレベルで見れば、CboeやLSEなどがロンドンからアムステルダムにEEA株式取引の拠点を移したのみであり、コンピュータ・システムもロンドンのものが利用されている点には留意が必要であろう。

4.3 イギリスにおける独自の株式市場規制の追求

4.3.1 イギリスの方針転換——スナク氏によるスピーチ

EEA株式取引の中心地としての地位低下を受け、イギリスは対応を迫られた。しかし、ロンドンからEUへとEEA株式の取引拠点が移動する中、EUがイギリスに対して速やかに同等性評価を付与し、この動きを逆転させる可能性は低いものと思われた。その結果、プレグジット後のイギリスでは、EUの金融規制から乖離し、独自の金融ルールを策定する動きが加速している。

このようなイギリスの路線転換は、当時財務大臣であったリシ・スナク氏が2021年7月にロンドン市長官邸「マンション・ハウス」で行ったスピーチに象徴される (Sunak, 2021)。

スナク氏は、イギリスが目指してきた「金融

サービスの同等性に関する包括的な相互決定」が「実現しなかった」ことにより、「異なる方法でよりよく物事を行う自由」を有し、それを「十全に活用する意向である」と述べた。

その上でスナク氏は、ブレグジット後のイギリスの金融市場に関して、(1)世界の先進・新興金融センターと緊密な連携を図ること、(2)規制と税制における競争力を強化すること、(3)21世紀のテクノロジーとイノベーションの最前線の地位を確立すること、そして、(4)グリーンファイナンスにおける最良の地位を確立すること、という4つのビジョンを示した。

特に株式市場規制に関しては、スナク氏のスピーチと前後して、他の金融センターとの連携と規制における競争力の強化が試みられてきた。以下、これらの点について論じる。

4.3.2 イギリスとスイスの連携強化

ブレグジットと前後して、イギリスは複数の国との間で、連携関係を構築してきた。特に、株式市場に関する連携としては、スイスとの協定が重要である。

前提として、MiFID IIが株式市場におけるEUとスイスの関係に及ぼした影響について触れておこう。上述のようにMiFID IIでSTOが導入されたことにより、EUがスイスに同等性評価を付与しなければ、2018年1月以降、EU株式は（スイスとの重複銘柄であっても）スイスの取引システムで取引できないことになった。この事態を回避するための交渉がEUとスイスの間で行われた。その結果、EUからスイ

スに対して2018年末までの暫定的な同等性評価が与えられ、その後2019年6月末まで期限が延長された。

しかし、EUが望んでいたスイスとの包括的な二国間協定にスイスが難色を示したこと、スイスがEUからの移民に上限を設けたことなどから、EUのスイスに対する同等性評価の期限が延長されず、2019年7月に失効した。これを受け、スイス側もEUの取引所でのスイス株の取引を禁止した¹³。その結果、当時EUに加盟していたイギリスとスイスの間でも、株式市場が断絶することになった¹⁴。

ブレグジットを機に、イギリスはスイスと独自に交渉する権限を取り戻したため、イギリスはスイスとの連携関係を再び強化することを試みた。すでに2020年6月末に、スナク財務大臣がスイスとの二国間金融サービス協定の交渉開始を発表した。最終的に両国は2021年1月末に同等性協定を締結し、両国の証券取引所でイギリスとスイスの株式が取引可能になった(HM Treasury, 2021a; FINMA, 2021)。このことにより、イギリスはブレグジットによって減少した株式取引を再び活発化させることを狙った。

さらに、2021年6月には、イギリスとシンガポールとの間で、互いの金融サービス規制制度の類似性を認識する「金融パートナーシップ」が合意された。

4.3.3 イギリスにおける株式市場規制の緩和

イギリスは、ブレグジット以降、株式市場規制を緩和する動きを急速に進めている。

13 このように、EUのスイスに対する同等性のはく奪は、スイス側の株式市場規制の動向とは無関係に生じた。このことから、スイスの事例は、同等性評価がEU側の政治的な意図によって左右されることを示す根拠として挙げられることが多い。なお、EUとスイスとの間の同等性評価取り消しの経緯については、富田(2019)を参照せよ。

14 イギリスに拠点を置く取引システムは、2019年7月以前に、スイス証券の取引量を平均7~10%を執行していた(Smith, 2021)。

2021年初めに、FCAは株式の大口取引（LIS）の基準を1.5万ユーロに引き下げた。これに対し、EUにおけるLIS基準は65万ユーロであった。これにより、イギリスの大口取引免除の利用範囲が拡大され、EU域外の企業がイギリスのダークプールでEU株式を取引しやすくなることが期待された（Smith, 2021）。また、2020年12月に、FCAはイギリスの株式に関してDVCを停止し、2021年3月にはDVC停止の対象がすべての株式に拡大された（FCA, 2021）。

さらに、イギリスは現在、より抜本的に規制の改革を進めている。スナク氏のスピーチと同日の2021年7月1日、イギリス財務省は「ホールセール市場レビュー（WMR）」を公表し、イギリスの金融制度の改革案を示すと同時に、市場参加者からの意見が募集された（HM Treasury, 2021b）。最終的に78件の回答が寄せられ、イギリス財務省は2022年3月に結果を公表した（HM Treasury, 2022）。株式市場規制、特にSTOとDVCに関しては、イギリス財務省の提案と市場参加者の反応は以下である。

第1に、STOについては廃止が提案された。その根拠として、STOが国際基準やベスト・プラクティスに基づくものではないこと、目的であったリット市場の活性化による透明性向上が実現していないこと、取引システム間のグローバルな競争を低下させたことが指摘されている。この提案は、回答者の大多数によって支持された。

第2に、ダブル・ボリューム・キャップ（DVC）についても廃止が提案された。その根拠として、DVCもまた株式取引をリット市場に移動させるという目的を達成していないこと、ダークプールを利用することで大口注文の

取引コストが削減されることが挙げられている。ただし、市場の健全性を確保するために、FCAが引き続き市場におけるダーク取引の水準を監視し、それが価格形成プロセスの効率性を損なっているという証拠がある場合には、それを制限する権限を保持することが提案された。この提案も、回答者の大多数によって支持された。

WMRの結果を受け、2022年7月20日に金融サービス市場法の改正案が出された。同法は、STOやDVCの廃止を含め、WMRで提示された方向性を踏襲するものである（UK Parliament, 2022）。同法案は、2022年12月に下院を通過し、2023年春に採択される予定である。

5. おわりに——結論に代えて

本稿の課題は、EUにおける株式取引規制の歴史を踏まえつつ、イギリスおよびEUの株式市場規制へのプレグジットの影響について検討することであった。

プレグジット以前、株式市場規制を巡ってイギリスと大陸欧州諸国が交渉と妥協を繰り返しつつも、EU域内における株式市場規制の調和、株式市場における一体性の強化が進められてきた。しかし、プレグジット後、2つの株式市場は分断されることになった。さらに、EUから離脱したことにより得た機会を利用し、イギリスは金融サービス市場法の大幅改正を進めている。同法はまだ可決されていないが、イギリスとEUとの間で株式市場規制の乖離がますます進むことはほぼ間違いない。

このことは、今後、EUとイギリスの株式市場や株式市場規制に何をもたらすであろうか。結論に代えて、今後のありうる可能性について

最後に言及しておこう。

イギリス側からみると、株式市場規制の緩和により、ロンドンの国際的な株式流通市場としての地位は、むしろ今後高まる可能性がある。しかし、規制緩和によってダークプールが拡大するとすれば、このことが逆にイギリスの株式市場の機能を阻害する可能性もある。例えば、2017年のFCAによる報告書は、ダークプールが市場の11~17%に達すると、市場の質が損なわれることを指摘している (FCA, 2017)。このような問題が生じれば、ロンドンの株式市場の地位はむしろ危うくなるかもしれない。

他方、EU側からみれば、イギリスが離脱したことにより、加盟国間の交渉という次元でいえば、株式市場規制の強化がよりスムーズに進む可能性がある。ただし、ロンドンの取引所やMTFがEUに拠点を設置して活動するようになっており、これらのアクターはEU株式市場の重要なステイクホルダーとして、EUの立法過程に影響を及ぼし続ける。また、イギリスの規制緩和によりEUの株式市場の魅力が相対的に薄れていくことになれば、EUでも再び規制緩和の圧力が強まる可能性もある。

最後に、EUとイギリスの株式市場を総体としてみた場合、ブレグジット以前、EUはロンドンを中心とするダークプールに対して規制強化を試みてきたが、結局ブレグジット後もダークプールはイギリスに残され続け、むしろ拡大することになった。そして、大手の金融グループのほとんどは、イギリスとEUの両方で活動を継続している。その意味では、欧州の株式市場の全体的な姿はブレグジット以前から大きくは変わっておらず、ダークプールを巡る議論もEUとイギリスとの間で続いていくことになるだろう。

参 考 文 献

- 石田周 (2023) 『EU金融制度形成史・序説—構造的パワー分析—』文眞堂。
- 太田瑞希子 (2018) 「Brexit後の英国金融機関とEUの関係」須網隆夫・21世紀政策研究所編『英国のEU離脱とEUの未来』日本評論社。
- 大間知麗子 (2021) 「Brexitによる英国・EUの金融規制の枠組みの変化」『日本国際経済法学会年報』, 第30号, 47-72ページ。
- 富田英揮 (2019) 「スイス株式のEU域内証券取引施設における取扱規制について」『資本市場』, 第410号, 74-78ページ。
- 吉川真裕 (2018) 「ヨーロッパにおけるダーク・プール取引量規制の影響：CBOEデータに基づく分析」『証券経済研究』, 第102号, 1-19ページ。
- 吉川真裕 (2022) 「ESMAデータから見た欧州株式流通市場」『証券経済研究』, 第117号, 9-20ページ。
- European Securities and Markets Authority (ESMA) (2020), 'Brexit: Impact of the end of the transition period on 31 December 2020 on the trading obligation for shares (Article 23 of MiFIR)', Public Statement, ESMA70-155-7782, 26 October.
- European Securities and Markets Authority (ESMA) (2021a), 'ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities', (1), ESMA50-165-1524, 17 March.
- European Securities Market Authority (ESMA) (2021b), 'EU Securities Markets: ESMA Annual Statistical Report', ESMA50-165-2004, 17 December.
- Financial Conduct Authority (FCA) (2017), 'Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading', *Occasional Paper*, (29).
- Financial Conduct Authority (FCA) (2020), 'FCA sets out its approach to the share trading obli-

- gation', *Press Release*, 4 November.
- Financial Conduct Authority (FCA) (2021), 'Update on the Double Volume Cap', 4 March.
- HM Treasury (2021a), 'UK and Switzerland to deepen cooperation on financial services', 27 January.
- HM Treasury (2021b), 'Wholesale Markets Review: Consultation', 1 July.
- HM Treasury (2022), 'Wholesale Markets Review: Consultation Response', 1 March.
- Moloney, N. (2014), *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press.
- Oxera (2019), 'The Design of Equity Trading Markets in Europe: An economic analysis of price formation and market data services', Prepared for Federation of European Securities Exchange, March.
- Scott-Quinn, B. (2012), *Commercial and Investment Banking and the International Credit and Capital Markets: A Guide to the Global Finance Industry and Its Governance*, Palgrave Macmillan.
- Smith, A. (2021), 'The Brexit share trading exodus', THE TRADE, 11 February.
- Sunak, R. (2021), 'Mansion House Speech 2021', 1 July.
- Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) (2021), 'Trading in Swiss shares: recognition of various UK trading venues', News, 3 February.
- UK Parliament (2022), 'Financial Services and Markets Bill: Explanatory Notes', July.

(愛知大学地域政策学部助教)