

ドイツ法における空売り規制と 金融市場の安定化

久保寛展*

- I. はじめに—本稿の視座—
- II. ドイツにおける空売り規制の経緯
 - 1. 空売り規制の経緯
 - 2. 空売りの意義と内在的機能
 - 3. 金融監督機構による一般処分
- III. 「有価証券およびデリバティブの濫用的取引の防止に関する法律」の制定
 - 1. 金融監督機構に対する権限の付与
 - 2. ネイキッドショートセールの禁止
 - 3. 一定の信用デリバティブの禁止
 - 4. 通知義務および公表義務
 - 5. 各禁止・義務に対する違反の効果
 - 6. 経過規定
- IV. 市場操縦との関係
- V. 結語

I. はじめに—本稿の視座—

EUでは、ギリシャやイタリアの債務危機をはじめとする近年の金融危機

* 福岡大学法学部教授

の結果、改めて金融市場のルールそのものが問われているが、金融市場で発生した歪みの原因として空売り（Leerverkäufe; Short Sales）もその組上に載せられ、規制を強化する動きが見受けられる。2011年8月12日の新聞報道によれば、市場の憶測やうさをきっかけとして金融株が急落した背景に空売りがあると判断されたことから、EU加盟国のうちフランス、イタリア、スペイン、ベルギーの4ヵ国が金融株の空売りの一時禁止を打ち出したとされる¹。イギリスでは空売りの情報開示を求める規制がすでに存在するだけでなく、ドイツではいち早く株式の手当てがない空売りを禁止したという事実もある。このことから、EUでは、現在、空売り規制が強化の方向にあることは確実であり、上述した背景への法的な対応が伺えるところである。もっとも、このような規制の強化にもかかわらず、必ずしも問題点がないわけでもない。なぜなら、規制の是非は別にしても、とりわけEU全域においては禁止の動きそのものが一般的には普及していないといわれ、その整備が依然として未達成のままであるからである²。このような足並みがそろっていない状況において、現在では、EUの監督機関である欧州証券市場監督局（ESMA）が創設されたとはいえ、当該機関がその透明性を含めて空売りの規制手法を統一的に処理し、その実効性を確保できるのか、その真価については今後のプロセスにおいて問われることになろう。

さて、近年の金融市場危機が金融システムの欠陥をさらけ出した結果、国家による財政支援だけでなく、強力な監督体制も要請されたが、前述のように監督体制におけるルール整備の一環として空売り規制にいち早く対応を講じたのがドイツである³。金融市場で発生した歪みの原因の一つが空売りであるとの認識から⁴、ドイツでは連邦金融サービス監督機構（BaFin; 以下では、金融監督機構とする）が、2008年以降、一般処分⁵の形式において時限的ではあるが、空売りに規制を設けるとともに、数度にわたりその効力を延長してきた。これらの一般処分について、最終的には2010年7月27日の「有

価証券およびデリバティブの濫用的取引の防止に関する法律⁵の施行によって、有価証券取引法（以下では、ドイツの有価証券取引法を、単に有価証券取引法もしくはド有法とする場合がある）の改正を通じて立法的な解決が図られたという一連の経緯があるが、もっとも、グローバルにネットワーク化された金融経済においては、国際的に統一されたルール整備も必要である⁶。その意味では、金融立地大国を目指すドイツにとって、法の制定以外にも、EU加盟国との協調行動も重要な課題として残されている。

しかしその反面、ドイツがいわば単独行動の形において空売りに対して法的措置を講じた背景には、後述のようにフォルクスワーゲン株の空売りをめぐる問題が顕在化したという無視できない事実が存在したことも要因の一つである。空売り自体には市場流動性の増加など、種々の経済的機能が存在するにもかかわらず、規制を強化する方向性にあるとすれば、その反動として、このような方向性に対して否定的な考え方も生じうる。したがって、ドイツの単独行動はいわば「孤立した解決（Insellösung）」にすぎないとの指摘も存在するが⁷、最初の一般処分が下された2008年当時の状況下では、金融システム、ひいては金融市場の安定化が喫緊の課題であったことも否定できない。このことから、ドイツにおける当時の一連の空売り規制における時限的措置は、このような課題を克服する、金融市場の安定化目的のための暫定的措置として考慮されるものであった。

これに対して、わが国でも、有価証券の空売り⁸は金融商品取引法（以下、金商法とする）162条において、原則として政令で定めるところ（金融商品取引法施行令26条の2。以下、施行令とする）に違反したものが禁止されている⁹。これは、有価証券の価格の下落に際して空売りが当該有価証券を有しないで行われる場合、相場下落傾向を不当に激化させるために、相場操縦の一般予防的観点に基づき禁止されていると説明される¹⁰。しかし、その有している有価証券の売付け後、遅滞なく当該有価証券を提供できること

が明らかであれば（施行令 26 条の 2 参照）、空売りを行うことも可能であって、全面的に禁止されていないのは、有価証券の価格が不当に上昇する局面では、空売りは当該有価証券の価格変動を安定化させ、市場を維持するのに有用な機能を発揮するからである。さらに、①現物の手当てのない有価証券の空売りを行う場合においては、金融商品取引所の会員等に対して、借入れ有価証券の裏付けの確認義務が定められるとともに（施行令 26 条の 2 の 2）、②当該会員に対して、空売りを行う場合の明示および確認義務が定められる（施行令 26 条の 3）。また、③金融商品取引所の会員等が自己の計算による空売りまたは受託をした空売りを行う場合における価格規制や（施行令 26 条の 4）、④一定規模以上の空売りポジションの保有者に係る情報開示も定められる（施行令 26 条の 5）。平成 23 年 12 月 1 日施行の改正施行令（平成 23 年政令第 269 号）では、⑤公募増資時における空売りも規制された（施行令 26 条の 6）¹¹。

米国も含め¹²、このようなヨーロッパやわが国の空売り規制をめぐる世界的な動向は、一般的に空売りが近年の金融危機を発生させた原因の一つであると認識されたからにほかならない。そのために、ドイツでは、このような認識に基づき、とりわけ株式の手当てのないいわゆるネイキッドショートセール（裸売り）等の規制に重点を置き、いち早く 2010 年 7 月 27 日の法律によって規制に係る単独行動をとったのである。空売りをを行う場合には、実際に市場に流通する以上の株式の売買が可能となり、それが市場を不安定化させるのではないかと考えられたからである。もっとも、空売りには種々の経済的機能が認められるにもかかわらず、ドイツが一般処分による規制の暫定的措置から法律の制定による継続的措置へとシフトさせたことが、相場操縦の一般的予防以上に、実際に金融市場の安定化にも寄与するのかという疑問を生じさせる。これに対する回答は今後の動向を待つ必要があるが、しかしこのような空売り規制の世界的趨勢からすれば、少なくとも金融市場の安

定化もまた、すでに資本市場法の重要な目的であると解する余地があろう。

このような認識を前提に、本稿は他の EU 加盟国よりも早く先鞭をつけたドイツの空売り規制の経緯と内容を明らかにすることとする。検討の順序として、まず、ドイツにおける空売り規制の経緯と、空売りの意義およびその内在的機能を論じ (II.)、次に、これを基礎に 2010 年 7 月 27 日制定の「有価証券およびデリバティブの濫用的取引の防止に関する法律」の内容に言及する (III.)。さらに、わが国の相場操縦に相当する、ドイツ有価証券取引法上の市場操縦 (Marktmanipulation) との関係にも簡単に触れ (IV.)、最後に全体の要約をして結びに代えることにしたい (V.)。

II. ドイツにおける空売り規制の経緯

1. 空売り規制の経緯

世界的な金融危機を引き起こした要因として、主としてアメリカの不動産市場の暴落による 2008 年 9 月のリーマンブラザーズの破綻から、金融市場の不安定に起因する銀行間取引 (Interbankenhandel) の崩壊までさまざまな原因が考慮されるが¹³、金融危機そのものは少なくとも 2008 年秋にクライマックスに達したとされる¹⁴。2008 年には種々の金融機関の破綻や買収が発生するとともに、国際的な通貨ファンドは金融危機によって世界中で 4 兆 5000 億アメリカドルの金融資産を失ったと評価され、またドイツでも抵当担保証券の発行者であった Hypo Real Estate Holding 社がその渦中に巻き込まれた¹⁵。これらは、金融セクターの自主規制が機能することもなく、金融システム構造の欠陥をさらけ出す要因となった事実でもある。このような危機に対応しかつ金融システムの破綻を防ぐためにも、必然的に金融支援と引換えに国家による監督の強化が要請されることになるが¹⁶、グローバルにネットワーク化された金融経済では、国家の金融の取締りに係る問題は

超国家的問題でもあることから、まず、国際的に統一的なルールによって対処する必要も生じてくる¹⁷。このことから、とりわけバーゼル銀行監督委員会やEUのレベルにおいて国際的な協調行動が尽力されたという経緯があるが、上述したリーマンブラザーズの破綻以降においても、金融セクターの安定化および透明化という一般的目的が、2008年11月のワシントンにおける第1回のG20会談でも定式化された¹⁸。しかし、安定化および透明化のための具体的な措置は事実上困難であることが判明し、その後の2010年6月のトロントでの会談では、具体的な成果のないまま終了する結果になった。大まかな枠組み合意の企図は、2010年11月のソウルでの会談に延期されることになったが、その時点までは安定化および透明化措置に係る国内での単独行動は許容されていた¹⁹。

このような協調行動にもかかわらず、依然として金融危機の原因の究明と当該危機に対する改革は喫緊の課題であったが、その検討の過程では、いわゆる空売りも金融危機の発生原因の一つとして認識されると同時に、改革の課題の対象としても認識されることになった。その結果、空売りは「悪魔の道具 (Teufelswerkzeug)」²⁰と判断されるとともに、リーマンブラザーズや金融機関の破綻に対する主要な要因の一つでもであると認識された。その結果、各国の監督当局は空売りに対して時限的な実質的制限によって対応することになるが、金融市場の監督機関は、この制限措置によって相場の急落を防止し、自己に対する信頼の喪失のおそれを阻止しようとしたのである²¹。最悪な場合、この信頼の喪失は銀行預金者の「取りつけ騒ぎ (Run)」を生じさせるものであったことも指摘される²²。その予防のためにも、空売り規制をめぐる議論を本格的に開始する発端が開かれることになったのである。

2. 空売りの意義と内在的機能

(1) 空売りの意義 空売りとは、空売りの売り手が保有しない株式を、

売付後に当該株式を安く買い戻し、売付価格と買付価格との間の差額を利得する意図において売り付けることをいう²³。この場合、売り手は、まず、通常の場合、消費貸借に基づく株式の貸借（security lending）を通じて株式を取得しかつ当該株式を売却し、その後、当該消費貸借に基づく返還請求権の期限が到来する時点までに市場において当該株式を買い戻すことによって株式を取得する必要がある。市場において割高な価格で空売りした株式を、割安な値段で買い戻すことができれば、取引費用や貸借手数料を除き、その利ザヤを取得できるのである。通常、投資家は、短期的な相場の急落や長期的な不況の側面においては損失を被ることが予想されるが、空売りの売り手の場合には、空売りによって利得が可能となるのである²⁴。この戦略は、短期的な投機目標に基づき実施される²⁵。空売りの場合における最大の利得は、売却した株式の時価に限定されるが、その反面、株価が売り手の予想に反して上昇する場合には、逆指値注文（Stop-Order）がなされる場合等を除き、少なくとも理論的には当該売り手に対して金額的に無制限の損失が発生するおそれがある²⁶。いずれにしても、空売りの売り手は株式の売却によって、株価が売却の後に低下する場合には利得し、また株価が上昇する場合には損失を被るという経済的地位にあることになる。

空売りの売り手による市場での売付け後は、未決済の株式の受渡債務が存在し、市場において株式を買い戻さなければならない。この地位をショートポジションといい²⁷、下落局面での株価に投機をすることが可能になるが、その反面、上述のように予想に反して株価が上昇する局面では空売りに対して相当なリスクが生じることになる。その場合、市場の流動性不足に基づき株価が過大になる場合には、当該株価が空売りの買戻しによっていっそう急速に上昇する、いわゆる「ショートスクイズ（締め上げ；short squeeze）」が発生する可能性がある²⁸。この現象の一例を示す顕著な事案が、2008年秋のフォルクスワーゲン株における株式相場の上昇である。本事案

では²⁹、ヘッジファンドがフォルクスワーゲン株の相場の下落局面に投機をしていたが、まず、フォルクスワーゲン株の20.1%がニーダーザクセン州によって保有されていたこと、次に、ポルシェ社が2008年10月25日に買付けもしくはオプション取引によってフォルクスワーゲン株の74.1%を取得した旨が通知されたことから、なお当該株式の5.8%に限り自由に取引可能な状況にあったことが明らかにされた。しかし、この状況において当該株式の12%ないし15%につき空売りが行われていたことから、空売りの売り手が自己の受渡義務の履行のため市場で株式を買い戻す必要が生じたために、当該株式の価格が急速に上昇する結果を生じさせることになったのである。フォルクスワーゲン社は、しばらくの間、時価総額において世界で最も高額の企業になったとされるが³⁰、フォルクスワーゲン株の下落局面に投機していたヘッジファンドは、この一時的な株価の上昇のために、合計で100億ないし150億ユーロの損失を被ったとされ、イギリスのヘッジファンドについては単体で約50億ユーロの損失を被ったとされる³¹。

(2)「カバード」ショートセールと「ネイキッド」ショートセール 空売りは、概念的には株式の手当ての有無によって、カバードショートセールと、ネイキッドショートセールに区別される³²。カバードショートセールとは、空売りの売り手が株式取引の締結の時点で無条件に行使可能な有価証券の譲渡請求権を有し、かつ当該売り手が買い手に対して受渡義務を履行できることが確保されている場合をいうが、反対に空売りの売り手が当該譲渡請求権を有せず、受渡義務の履行を確保していない場合をネイキッドショートセールという³³。ネイキッドショートセールは、金融市場にとっては、株式の手当てがあるカバードショートセールと異なり、市場に存在するかもしくは入手可能な株式数以上に株式が市場で売り付けられる可能性があるため、カバードショートセールよりも問題が多い³⁴。さらに、単に決済のために利用される株式を有することなく空売りする、単純なネイキッドショートセー

ルではなく、最初から決済期間内において株式を受け渡す意図がなく、相場操縦目的をもって空売りされる、濫用型のネイキッドショートセールが行われる可能性もあり³⁵、この可能性はショートスクイズの危険をいっそう高めることになる。投資家にとっても、空売りの背景として企業の株式が過大評価されていると評価できる反面、大量の空売りの根拠について疑念がある場合には投資に対して慎重になるし³⁶、空売りされた企業にとっても、他の競業企業が自己の株価にネガティブな影響を及ぼすために、当該競業企業が計画的に決済の意図なく空売りを行ったとすれば、多大な影響が生じるのを避けられない。その意味では、空売りされた企業にとっても危険性が存在する³⁷。このことから、ネイキッドショートセールにおいても、単純なネイキッドショートセールと、濫用型のネイキッドショートセールとの間において区別される。

(3) 空売りの内在的機能³⁸

①情報経済的利益 (Informationsökonomischer Nutzen) しかし、空売り自体は、濫用型のネイキッドショートセールの場合において問題があることは否定できないとしても、その内在的機能として、資本市場で取引される株式に対して最も効率的な価格形成に寄与できるとされる³⁹。市場参加者が、特定の株式が過大評価されかつ真実の企業価値を反映しないと評価する場合においては、期待された株価の推移が生じる局面において売付価格とその後の買戻し価格との差額において利得するために当該企業の株式を空売りするインセンティブを有するだけでなく、当該行為は、個人的な経済的利益とともに、このような市場参加者の評価を間接的に市場に媒介する意味において情報内容 (Informationsgehalt) もまた有することになる。このことから、空売りには、株式の評価に係るバブルの発生を防止できる機能があることが認められ、この機能は結果として価格形成に寄与することができるのである⁴⁰。

②市場流動性の増加　また、空売りのうちカバードショートセールの場合、株式の貸借関係を通じて市場に株式を供給することによって、追加的な流動性を市場に与えることができる⁴¹。株式の時価は、市場において当該株式に対する流動性が高ければ高いほど、実際の価値(ファンダメンタル価値)に近似することから、市場流動性の増加もまた、間接的に最も効率的な価格形成に寄与することができる。そのために、マーケットメーカーにとって、空売りは、適正な利用によって需給関係の一時的な不釣り合いを調整することが可能になる重要な手段となる。

③ヘッジング機能　さらに、空売りは、ポートフォリオのリスク対策のための戦略の一部でもあるために、既存の保有株式の株価が変動する場合には、空売りによってポジションから生じる損益が相殺されることで、ポートフォリオの価値を常に一定に維持することが可能となる⁴²。すなわち、株価が下落する局面では株式の価値が喪失されるが、同時にショートポジションによって相応の利益が得られるのである。

④株価に対する潜在的影響力　これに対して、空売りには経済的に株価に対して潜在的影響力があることから、株式の市場価格が人為的に引き下げられる危険性が存在する⁴³。とりわけ大量に行われた空売り(いわゆる売り崩し; Bear raids)は、次の2つの観点において、資本市場で強力な価格変動を生じさせるのにふさわしいとされる。すなわち、第一に大量の売付けそれ自体が株価を下落させること、第二に空売りの売り手は、大量の空売りによって、他の市場参加者に対して明らかに株式が過大評価されていると想定させる一定のシグナルを市場に出すことができること、である⁴⁴。このことは、他の市場参加者が自己の株式を売却するインセンティブを生じさせ、かつ群集行動としての徹底的な売りのパニックによる値崩れを発生させることになる(株価の下降トレンドの強化)。売り崩しは、空売りによって当該株式が直接に本来の価値を喪失するだけでなく、他の市場参加者にとっても自

己の投資決定に影響を及ぼすので、さらなる売付けに誘引される可能性がある。このような二重の意味において相場下落を引き起こす可能性が存在するのである。

⑤金融システムの安定性に対するリスク　空売りは、経済的利得の反面、金融システム全体の安定性を危殆化することも認められる⁴⁵。これについて金融監督機構によれば、株式のショートポジションの発生および増加は、いっそう既存の流動性の逼迫（Liquiditätssengpässe）を強化する結果として、システム的に重要な金融セクター企業の株価が、空売りによってリファイナンスの可能性のすべてが失われるほど押し下げられるならば、当該企業は資本の受入れが困難になるとされる。この問題は、とくに当該企業が資金調達のためではなく、自己資本比率の強化や支払能力の確保のために資本の受入れを行う場合において顕著であり⁴⁶、したがって、空売りには、金融システムの安定性を危殆化する効果を生じさせる可能性が存在することになる。

⑥市場濫用のリスク　さらに、大量の空売りは、株価の急落を意図的に惹起させるリスクを生じさせる⁴⁷。この場合における急速な株価変動は、単に市場参加者の行動に起因するにすぎず、ファンダメンタル価値との関連性は存在しないが、株価の暴落によって安く株式を買い戻すために意図的に株価を下方に押し下げようと風説の流布が行われるインセンティブが働く可能性がある。

さらに、増資時において価格発見プロセスを妨害するリスクが発生することや、相場上昇局面では空売りの売り手に対する受渡義務の不履行（フェイル）のリスクを高めることも指摘されている⁴⁸。

3. 金融監督機構による一般処分

このような空売りの積極的および消極的な内在的機能にもかかわらず、前

述のように、金融危機の原因を究明する過程では、空売りも金融危機の発生原因の一つとして認識されたことから、ドイツではいち早く金融監督機構が、2008年9月19日に一般処分の形で一定の金融セクター企業の株式の空売りを禁止する措置を講じることになった⁴⁹。その結果、ドイツ銀行やドイツ取引所株式会社など、当時、11社⁵⁰の株式の空売りが禁止されたのである。この場合、一般処分によれば、空売りとは、株式の空売りの売り手が、①取引時点において当該株式の所有者ではないか、または②取引の締結の時点において同種の株式の譲渡を求める債務法もしくは物権法上無条件に行使可能な請求権を有しない、あるいは同種の株式を譲渡させる債務法もしくは物権法上無条件に行使可能な請求権を有しない場合をいうとされる。もっとも、マーケットメーカーなどが自己の任務の遂行のために必要な場合には空売りの禁止から除外されることになるが、少なくともこの定義に該当する11社の空売りについては一般処分によって禁止されることが決定されたのである。一般処分自体は、時限措置として2008年12月31日（24時00分）の時点まで適用された。

このような措置が講じられたのは、当該一般処分の理由部分において述べられるように、当時の複数の国際的な銀行の破綻に関連して、信用機関や金融セクターの企業などの異常なボラティリティが観察されたからにはかならず、もしこの一般処分が下されなければ、ドイツの金融市場における適正な取引の実施に重大な影響が生じることが予想されたからである。金融監督機構も、とくに当時の資本市場の状況では、一定の金融機関や金融セクター企業の株価に及ぼす影響は、過度の価格変動を生じさせ、このことは金融システムの安定性を危殆化すると同時に、金融市場に対して重大な不利益を生じさせうるものと認識するにいたった。そのために、このような措置を講じることによって、金融市場の機能に対して市場参加者から信頼され、かつその信頼を強化できるものと理解したのである。しかし、たとえそうであっても、

証券取引の適正な実施と金融システムの安定性を危殆化する、この時点で存在した弊害は依然として存在することが認識され、金融機関や金融セクター企業の株式における異常なボラティリティも確認されることから、当該一般処分に基づく措置は幾度も延長されることになり、最終的には2010年1月31日まで継続することになった。

この2008年の一般処分自体は、最終的に2010年1月31日に終了したが、金融セクター企業の経済全体的な意義に基づくと、大量の空売りによる当該企業の株価への影響によって過度な価格変動を生じさせる状況悪化の危険はいまだ存在することから、その後、早くも2010年3月4日には、2011年1月31日の時限付でさらなる一般処分が下された⁵¹。この場合、2010年3月の一般処分の主眼は、ショートポジションに係る新たな透明性システムが導入されたことにある。すなわち、一定の金融セクター企業（10社⁵²）の発行株式の0.2%に達するか、その閾値を超過するかもしくは下回る、正味ショートポジション（Netto-Leerverkaufspositionen）に関して、時限付の透明性義務が定められたのである。ここでは、金融監督機構は、二段階の透明性システムを設けており、第一段階では、正味ショートポジションが当該企業の発行株式の0.2%に達するか、その閾値を超過するかもしくは下回る場合において、当該機構に対する通知を定めるとともに、さらに第二段階として、正味ショートポジションが0.5%に達してからは、当該ポジションが金融監督機構のウェブサイトにおいて公表される措置を講じている。この場合、第一段階での金融監督機構に対する通知は、それぞれ0.1%に達する場合、その閾値を超過するかもしくは下回る場合に行われることになる。つまり、0.2%、0.3%および0.4%の閾値に抵触する場合において、金融監督機構に対する通知が必要になるとともに、第二段階において0.5%、0.6%、0.7%等の閾値に抵触する場合には、通知とともに、追加的に公表する必要が生じるのである。このような透明性義務は、もっぱら所定の10社の金融セクター

企業の株式における正味ショートポジションに適用されるにすぎず、他の企業の株式における正味ショートポジションについては一般処分に含まれていない。

金融監督機構に対する通知については、当該機構のウェブサイトで提供される書式が使用され、当該機構にはファックスによって通知される。公表される場合にも、通知と同一の書式が使用され、金融監督機構は、その書式の到達後1取引日以内に匿名の形において、公表される正味ショートポジションを停止することになる。このような措置は、ヨーロッパ全域におけるショートポジションに係る透明性システムの構築についての旧欧州証券規制当局委員会（CESR）⁵³の措置⁵⁴が決定的に影響したことが根拠とされる。

しかし、さらに金融市場に対して重大な不利益をもたらす、金融市場に対する不安定性が依然として確認されうることから、金融監督機構は、意外にも⁵⁵2010年5月18日にさらなる一般処分を下すことになった⁵⁶。これによって、10社の金融セクター企業⁵⁷の株式のネイキッドショートセール、ならびにその法定通貨がユーロであるEU加盟国の債券のネイキッドショートセールが禁止されただけでなく、一定のクレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap；以下、CDSとする）も禁止された。なお、これらの禁止は、2011年3月31日時点までの期限付での適用を予定されたが、後述のように2010年7月27日に施行された「有価証券およびデリバティブの濫用的取引の防止に関する法律」の制定のために、2010年7月26日の一般処分⁵⁸によって、2010年7月27日付で失効したという経緯がある。この2010年5月の一般処分によれば、ネイキッドショートセールとは、有価証券もしくは債券の売り手がそれぞれの取引の締結時点において、それらの所有権者ではなく、同種の有価証券の相当数の譲渡を求める債務法もしくは物権法上無条件に行使可能な請求権を有しないことをいい、その禁止の対象は所定の10社の金融セクター企業の株式だけでなく、その法定通貨がユー

口である EU 加盟国によって発行され、かつ規制市場での取引のためにドイツ国内の取引所において上場を許可された債券にまで及んでいる。当該禁止が、EU 加盟国の債券のネイキッドショートセールにまで及ぶのは、EU 加盟国の債券における異常なボラティリティが確認できるとともに、国債の利回りが相当に上昇し、ドイツ国債との利回りの差異が非常に拡大したからであるとされる。これに対して、CDS については、ユーロ圏の複数の国家の信用デフォルトリスク（Kreditausfallrisiko）に関連して当該デフォルトリスクが価格形成に織り込まれる場合に、CDS のスプレッドが相当に拡大したことが CDS の禁止に係る根拠としてあげられている。CDS は、デフォルトリスクの取引を許容する一種のクレジット・デリバティブ（ド有法 2 条 2 項 4 号）として、一方の契約当事者が手数料を支払い、かつこれに対して事前に確定された参照債務者の倒産などの信用事由が発生する限りにおいて他方の契約当事者から補償の支払いを受けることができる一種の信用デフォルト保険の性質を有している。ただし、CDS はもっぱら債券を発行したか、もしくは大規模に債券を募集した国家または大企業が対象になるが、この場合、ユーロ圏以外の国家もしくは企業の起債に係る CDS、ならびに投機目的ではなく、現存する信用負債（Kreditengagement）に基づく信用リスクへのプロテクション（ヘッジ）のために引き受けられる CDS については、金融監督機構による禁止には含まれない。また、マーケットメーカーの取引などについてもこの禁止から除外される。

このように金融監督機構は、弊害を予防しかつ金融市場の機能に対する市場参加者の信頼を得るために、2008 年 9 月の一般処分から 2010 年 5 月の一般処分にかけて、空売りもしくはネイキッドショートセール、CDS に対して禁止措置を講じてきたが、とくにオーストリアを除き、この措置に対する反応は分かれたとされ、このようなドイツの単独行動に対して厳しい批判もなされたところである。また、当時、この金融監督機構の一般処分という法

的措置は、当該機構の権限を定める有価証券取引法4条1項⁵⁹に依拠して講じられたが、行政法的な観点からすれば、当該機構の措置は法規範の創造であって、権限外の法的行為ではないかという見解も主張され⁶⁰、当該機構の一般処分そのものにも疑義が呈されていた。

III. 「有価証券およびデリバティブの濫用的取引の防止に関する法律」の制定

このようなドイツの法的措置に係る現状は、たとえ近年のEU加盟国の国債市場での動揺を背景にしたとしても、ドイツ政府が市場に対する明確なシグナルを発信したものと受け取られ、その限りでは、他のEU加盟国に同一方向の法的措置を講じさせる必要性も存在した⁶¹。そのためには、批判があるとしても、ドイツ政府が率先して国内レベルでの個別改革の計画を単独で実施することが他のEU加盟国に示されなければならなかった。このことから、連邦財務省は、矢継ぎ早に以下の3本の草案を提示し、とりわけ第3の草案によって空売り規制の問題に対処することになったのである。すなわち、①2010年5月3日の「投資家保護の強化および資本市場の機能の改善に関する法律」⁶²、②2010年5月21日の「金融市場の安定性の強化に関する法律（金融市場安定化法）」⁶³、③2010年6月2日の「有価証券およびデリバティブの濫用的取引の防止に関する法律」⁶⁴の各草案である。③の草案は、②の草案を修正かつ補充する形で政府草案として提示されたものであるが、前述のように本法は2010年7月27日にすでに施行されている。本法では、空売りの観点から金融監督機構に対する権限の付与や株式等に係るネイキッドショートセールの禁止、正味ショートポジションの保有者に対する通知および公表義務等が定められ、金融監督機構による種々の一般処分を、有価証券取引法の改正を通じて引き継いだものとなっている。以下では、本法の各内容について論じることにはしたい。

1. 金融監督機構に対する権限の付与

まず、金融システムの安定のために、金融監督機構に対する権限の付与が定められた（ド有法 4a 条 1 項、2 項）。すなわち、金融監督機構は、ドイツ連邦銀行との了解において、金融市場の安定性に対して不利益をもたらすか、もしくは金融市場の機能に対する信頼を動揺させうる弊害を除去し、または防止するために適切かつ必要な命令を下すことができると定められたのである。その場合、金融監督機構は、暫定的に一もしくは複数の金融商品の取引の禁止、とりわけその価値が直接もしくは間接に、国内の取引所における規制市場での取引のために上場を許可された株式、あるいはその法定通貨がユーロである EU 加盟国の中央政府等によって発行された債券の価格から派生する、デリバティブの取引の禁止を命じ、ならびに金融商品が取引される市場で一もしくは複数の金融商品の取引の停止を命じることができるようになった。さらに金融商品の取引を実施する者に対して、当該金融商品におけるポジションを公表し、かつ同時に自己に通知することを命ずることも可能になった。もっとも、本条の枠内において命じられる措置は、最高で 12 ヶ月の期間内でのみ講じられる（ド有法 4a 条 4 項）。このような明文による権限付与の背景には、金融危機の状況下での金融監督機構の一般処分の適法性に対して払拭されるべき問題点があったためである。その意味では、本条は、本法成立以前の一般処分が依拠した有価証券取引法 4 条の特別法 (*lex specialis*) として位置づけられる⁶⁵。

2. ネイキッドショートセールの禁止

次に、国内の取引所における規制市場での取引のために上場を許可された株式、もしくはその法定通貨がユーロである EU 加盟国の中央政府、地方政府および地方公共団体によって発行された債券のネイキッドショートセールが禁止される（ド有法 30h 条 1 項 1 文）。このことから、禁止の対象は、現

物の手当てがなされたカバードショートセールではなく、ネイキッドショートセールに制限される。本条の意味におけるネイキッドショートセールとは、前述した株式等の有価証券の売り手が、それぞれの取引が締結された日の末日の時点において、①売り付けられた当該有価証券の所有者でない場合、および②同種の相当数の当該有価証券の譲渡を求める無条件に行使可能な債務法もしくは物権法上の請求権を有しない場合をいい（ド有法 30h 条 4 文 1 号、2 号）、この意味では金融監督機構の 2010 年 5 月 18 日の一般処分を引き継いだ形になっている。しかし、一般処分と異なり、一定の金融セクター企業に限定されたものにはなっていない。

もっとも、この要件に係る規定によれば、両者の①②の要件は重疊的に存在する必要があるのかどうかの問題となるだけでなく⁶⁶、②の要件の場合においてたとえば売り手が当該有価証券のコールオプションを有することも無条件性を充たすのかなど、譲渡を求める請求権の無条件性については必ずしも明確ではないという問題がある⁶⁷。しかし、前者の問題について当該要件は二者択一的に存在すれば足りるものと理解され、さらに後者の問題については實際上、事後的に相応の数の株式の所有者になることが確実であれば、無条件の要件を充たすものと理解する見解がある⁶⁸。さらに、ネイキッドショートセールの主観的意図も必要かどうかについても、そもそも過失によるネイキッドショートセールはありえないことから、当該要件は不要であると解される⁶⁹。なお、その適用範囲について、EU 加盟国の中央政府等以外の、とりわけ企業の社債については当該範囲から除外されているが（ド有法 30h 条 1 項 3 文参照）、ネイキッドショートセールは企業の社債の場合にも、EU 加盟国の中央政府等の債券の場合と同様の効果を有するので、この除外については問題であるとの指摘もある⁷⁰。

さらに、人的適用範囲について、本条の規定によれば、有価証券サービス企業もしくは外国に所在地がある同種の企業の取引については、次に掲げる

場合に限り、かつそれぞれの取引が当該企業の活動の遂行のために必要である場合に限り、本条の禁止には含まれないことが定められる（ド有法 30h 条 2 項 1 文 1 号、2 号）。すなわち、当該企業が自己取引（Eigenhandel）の方法によって当該有価証券の取引を行い、かつ当該有価証券を自ら設定した価格で売買することを定期的かつ継続的に提供する場合、もしくは定期的かつ継続的に顧客の委託を履行し、かつこれによって発生するポジションをプロテクトする場合である。特定の価格で締結された顧客との金融商品の取引（定価取引；Festpreisgeschäft）も除外される（ド有法 30h 条 2 項 2 文）。このような活動を開始する計画については、遅滞なく、関係する金融商品を掲げた上で金融監督機構に届け出られなければならない（ド有法 30h 条 2 項 3 文）。

3. 一定の信用デリバティブの禁止

ネイキッドショートセールの禁止に続き、一定の信用デリバティブ（いわゆる CDS を対象とする）に関しても禁止が要請される（ド有法 30j 条）。EU 加盟国によって発行された債券の保護がこの禁止の目的とされる⁷¹。CDS の価値は信用デフォルトの蓋然性によって高まるが、これは EU 加盟国自身の借入れを困難にすること、また参照債務者の破綻に対する備えなどの固有のプロテクション目的なしに CDS を取得する者は、参照債務者の信用度の減退に応じて利益を有することなどから、CDS はとくにネガティブな市場トレンドを強めるのにふさわしいとされる⁷²。それゆえ、金融市場においてプロテクション機能を妨げることなく、その弊害を防止する必要が生じるために、CDS 契約はプロテクション機能が存在する取引に制限された（ド有法 30j 条 2 項）。このことから、CDS は、信用デリバティブの締結に際してすでにリスクが存在するか、もしくはリスクの減少が信用デリバティブを通じて直接的な時間的関連をもってもたらされる場合については当該禁止に含まれるものではない⁷³。有価証券サービス企業もしくは外国に所在地

がある同種の企業の取引についても、信用デリバティブにつき自己取引の方法による場合および取引が自己の活動の遂行のために必要である場合には、当該禁止から除外される（ド有法 30j 条 2 項）。

4. 通知義務および公表義務

なお、いわゆる正味ベースでのショートポジション（ド有法 30i 条 2 項 1 文参照）の保有者に対する通知および公表義務を定める有価証券取引法 30i 条は、準備期間の確保のために 2012 年 3 月 26 日に施行されることから、現時点では施行されていない。施行予定の本条は、旧欧州証券規制当局委員会の勧告⁷⁴を基礎に、2010 年 3 月 4 日の金融監督機構の一般処分に依拠したものである。本条を前提とすれば、国内の取引所における規制市場での取引のために上場を許可された企業の発行株式の 0.2%に達するか、その閾値を超過するかもしくは下回る正味ショートポジションについては、次の取引日が経過するまでに、その保有者から金融監督機構に対して小数点以下 2 桁まで通知されなければならない（ド有法 30i 条 1 項）。さらに、0.5%に達するか、その閾値を超過するかもしくは下回る正味ショートポジションについては、通知に加えて電子連邦官報においてその保有者から 1 取引日以内に公表される必要があり、それぞれの閾値につきさらに 0.1%もしくはその倍数に達するか、その閾値を超過するかもしくは下回る場合には、1 取引日以内に通知あるいは通知と公表が行われなければならない（ド有法 30i 条 1 項）。このような二段階の規制は、国内の取引所における規制市場での取引のために上場を許可された企業の発行株式に関して、空売りの存在に係る透明性を設ける目的以外にも、とりわけ効果的な価格形成のために利用されるだけでなく、金融監督機構にとってもこれによって市場操縦などの弊害を防止することが可能になることが目的とされる⁷⁵。本条に基づく通知および公表義務は、ネイキッドショートセールの禁止（ド有法 30h 条）を補足する性質を有

するが、本条の対象は正味ショートポジションであるので、ネイキッドショートセールの禁止に限り関係するのではなく、すべての空売りに関係することになる⁷⁶。したがって、正味ショートポジションの場合、経済的な利益全体（ökonomisches Gesamtinteresse）が考慮されることから（ド有法 30i 条 2 項参照）、金融商品が国内外でまたは取引所内外で取引されるかどうかに関係なく、すべての金融商品が含まれることになる⁷⁷。なお、本条に基づく通知・公表義務の場合にも、ネイキッドショートセールの禁止（ド有法 30h 条）の場合と同様に、有価証券サービス企業もしくは外国に所在地がある同種の企業については当該義務から除外される。

5. 各禁止・義務に対する違反の効果

まず、ネイキッドショートセールおよび一定の信用デリバティブの禁止（ド有法 30h 条、30j 条）に違反した場合には、金融監督機構が、監督法上の措置として、暫定的に取引の禁止を命じることになる。しかし、金融監督機構に対する権限の付与が、金融システムの安定化のための権限を定める特別規定としての有価証券取引法 4a 条に基づくのか、また 4a 条に基づくとしても、その任務と権限を定める有価証券取引法 4 条に基づく措置をも講じることができるのかは立法資料からも明らかではない⁷⁸。そのために、金融監督機構は、依然として両条文を根拠として禁止に係る相応の命令を下す権限が付与されていると解する余地がある⁷⁹。もっとも民法上の効果として、法律の禁止に違反する法律行為の無効を定めるドイツ民法 134 条により、無効の効果が発生する可能性があるが、禁止命令との関係では依然として当該効果は明確ではないとされる⁸⁰。罰則に関しては、当該禁止違反は秩序違反として、50 万ユーロ以下の過料の対象となる（ド有法 39 条 2 項 14a 号、14b 号、4 項）。

次に、通知および公表義務（ド有法 30i 条）に違反した場合の効果として、監督法上の効果については金融監督機構が自己の権限に基づき適切かつ必要

な命令を下すことができるが（ド有法4条）、これに対して、民事法上の効果については、立法理由書においてもどのような手続が取られるのかの根拠が示されない⁸¹。その意味では、当該公表義務に違反する場合の民事法上の効果を論じることはできないので、当該効果は問題であることが指摘される⁸²。罰則に関しては、当該義務違反は秩序違反として20万ユーロ以下の過料の対象となる（ド有法39条2項2号m、5号f、4項）。もっとも、ネイキッドショートセールおよび一定の信用デリバティブの禁止に対する過料の制裁についても同様に、少なくとも罰則規定だけでは違反に対する効果は乏しく⁸³、民事法上の効果も明確にされなければならない。

6. 経過規定

経過規定として、ネイキッドショートセールおよび一定の信用デリバティブの禁止に対して特別な規定が設けられた（ド有法42a条、42c条）。これによれば、本法の施行前（2010年7月27日以前）に取引が締結された限りにおいて、両者の取引は禁止に含まれない（ド有法42a条、42c条）。これに対して、通知および公表義務については、法律の施行（2012年3月26日）と同時に当該義務が存在することになる場合には、次の取引日の経過をもって、金融監督機構に対する通知、もしくは電子連邦官報における公表が行われなければならないことが定められる（ド有法42b条）。

IV. 市場操縦との関係

ところで、ネイキッドショートセールおよび一定の信用デリバティブの両者の禁止規定（ド有法30h条、30j条）と市場操縦の禁止（ド有法20a条）との関係も問題であるにもかかわらず、その関係が法律上明確にされていない。金融監督機構の実務や学説⁸⁴、さらに立法理由書⁸⁵によっても、市場操

縦の禁止には空売りもその対象に含まれると解されていることからすれば、市場操縦の禁止との関係にも言及される必要があることは明白である。たとえば空売りの売り手のために株価を引き下げる意図をもって、他の市場参加者に有価証券を売却するように誘引する、大規模な空売り（売り崩し）が行われる場合を想定すれば、ここに人為的な価格水準を作り出す性質を有する市場操縦（ド有法 20a 条 1 項 2 号）を認めることができるからである⁸⁶。いわゆる濫用型のネイキッドショートセールとしての、空売りの売り手が受渡義務の履行を意図しない空売りの場合についても同様である⁸⁷。両者の行為については主観的要素が付加されることによっても、両者の行為を市場操縦と決定づける可能性が認められるだけでなく、市場操縦の禁止から除外されるところの、金融監督機構によって認定された一般的な「市場実務」や、安定操作規制（ド有法 20a 条 2 項、3 項参照）に合致するものでもない⁸⁸。そうであれば、市場操縦の禁止に対する特別法として、ネイキッドショートセールは、信用デリバティブとともに、市場操縦の禁止に含まれると解されなければならない。

V. 結語

以上の考察の結果、次のように要約することで結語に代えたい。

第一に、ドイツの空売り規制に対する単独行動について、この行動はまったく突然なことではなく、この行動を不透明なこととして処理するのは見当外れではないかとの指摘である⁸⁹。なぜなら、そもそも正味ショートポジションの保有者に対する通知および公表義務（ド有法 30i 条 2 項 1 文）は、旧欧州証券規制当局委員会の勧告を指向した規定であるとともに、空売りが行われる場合の二段階の透明性に係る措置は、早期に市場濫用行為を認識しかつ防止するのにふさわしい制度であると評価されるからである⁹⁰。ただし、ネ

イキッドショートセールや信用デリバティブの禁止規定（ド有法 30h 条、30j 条）は、市場参加者が当該禁止を回避するために、法律上あまり厳格に規制されない金融立地に鞍替えする可能性を否定できないことから、少なくとも EU レベルあるいは国際レベルでの規制の整備が必要となることはこれまで指摘したとおりである。「はじめに」で述べたように、そもそも EU レベルで足並みがそろっていないことに規制の実効性があるのかという疑問を払拭できない理由もここに存在するが、EU もしくは国際レベルでの効果的な規制が実現するまでは、ドイツでは、金融監督機構が法律上の権限に基づき（ド有法 4a 条）柔軟に現在の市場動向に対応することになる⁹¹。

第二に、金融監督機構が 2008 年以降に空売り規制として一連の一般処分の措置を講じたのは、公益の観点から要請されたからにほかならないということである⁹²。空売りは、もともと商慣習的手法であって⁹³、原則としてポジティブな効果を有しかつ正当な目的のために利用されるものである。とくに市場流動性の増加やヘッジング機能などの効果は、金融市場にとっては重要な機能であるが、その反面、市場の過剰な反応から徹底的な売りのパニックによる値崩れ（株価の下降トレンドの強化）や相場操縦目的のための利用、および空売りの場合における受渡しの不履行（フェイル）等が生じるならば、市場機能の発揮を妨げる危険が生じることも否定できない。まさにこれらの危険が現実化もしくは現実味を帯びたために、ドイツの監督当局は規制の必要性を認識し、一連の法的措置を講じてきたのである。本来、空売りはそのポジティブな機能から商慣習的手法であるとされたにもかかわらず、近年の規制は、実質的に制限されたネイキッドショートセールの禁止から、正味ショートポジションの開示義務にまで及び、とくに後者の開示義務については、たしかに前述のようにドイツでも評価する見解が主張される場所である。しかし前者の禁止規定については、空売りの経済的機能を阻害することなく、とりわけ（濫用型の）ネイキッドショートセールを効果的に予防

できるかどうかにかかっており、そのためには禁止規定だけでなく、今後は取引状況の監視のために取引所が空売りを識別できるいわゆる「フラグging」のような措置もドイツでは必要になろう⁹⁴。当然、空売りそのものの過剰規制は避けられなければならない。

第三に、信用デリバティブとともに、とりわけネイキッドショートセールに対するドイツ法上の包括的禁止は、金融市場の安定性に対する危険の防止によっても、その根拠が見出されることである⁹⁵。そうであれば、株価の下落トレンドが強化されるような経済的不安定の顕著な状況においては、金融機関の保護による金融市場の安定性もまた、実質的に資本市場法の保護法益として考慮されることになるかと解される。

本稿では、ドイツにおける空売り規制について、これまでの経緯やその意義などを論じてきたが、金融立地大国を目指すドイツでの一連の法的措置が少なくとも他のEU加盟国に影響を与えたことは事実である。将来的にはEUレベルでの効果的な規制も実現に向けて進行していくであろう。空売りの経済的機能が阻害されずに、当該規制が金融市場の安定化目的のためにどのように実現されるのかについては今後のEUおよびドイツの動向を待ちたい。

(注)

¹ 日本経済新聞 2011年8月12日夕刊1面、日本経済新聞 2011年8月13日朝刊7面を参照。なお、本稿において「空売り」を理解する場合、主として株式を対象としている。

² ただしEUでは、すでに欧州委員会によって「空売りおよびクレジット・デフォルト・スワップに関する規則（Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Leerverkäufe und bestimmte Aspekte von Credit Default Swaps, KOM (2010) 482 endgültig）が制定され、2012年7月1日から施行される予定である。この規則の簡潔な内容については、海外情報「EUにおける空売り規制の導入」商事法務1915号36頁（2010）。

- ³ 本稿では、ドイツの空売り規制の考察に際して、主として以下の文献を参考にした。すなわち、Trüg, Ist der Leerverkauf von Wertpapieren strafbar?, NJW 2009, S. 3202; Liebscher/Ott, Die Regulierung der Finanzmärkte - Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick, NZG 2010, S. 841; Mittermeier, Grundlagen und Regulierungsperspektiven von Leerverkäufen, ZBB 2010, S. 139; Mock, Das Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier und Derivategeschäfte, WM 2010, S. 2248; Möllers/Crist/Harrer, Nationale Alleingänge und die europäische Reaktion auf ein Verbot ungedeckter Leerverkäufe, NZG 2010, S. 1167; Tyrolt/Bingel, Short Selling - Neue Vorschriften zur Regulierung von Leerverkäufen, BB 2010, S. 1419; Walla, Kapitalmarktrechtliche Normsetzung durch Allgemeinverfügung? - Hat die BaFin mit den Verboten für ungedeckte Leerverkäufe und bestimmte Kreditderivate vom 18. Mai 2010 ihre Kompetenzen überschritten? -, DÖV 2010, S. 853; Zimmer/Beisken, Die Regulierung von Leerverkäufen de lege lata und de lege ferenda, WM 2010, S. 485; Findeisen/Tönningsen, Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe, WM 2011, S. 1405.
- ⁴ Vgl. Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2248.
- ⁵ Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte, BGBl. I. Nr. 2010/945. 本法に関する法語文献として、法案段階での紹介については海外事情「ドイツにおける空売り規制に関する法案」商事法務1905号50頁(2010)があるほか、松井秀征「ドイツ：金融危機と空売り規制をめぐる動き」金融法研究27号134頁(2011)がある。さらに、小立敬「ドイツが拍車をかけたEUの空売り規制の検討」資本市場301号18頁(2010)も参照。
- ⁶ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 841.
- ⁷ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2249.
- ⁸ 空売り規制に係る近年の先行研究としては、すでに福光寛「空売り規制の強化」ジュリスト1250号112頁(2003)、志馬祥紀「空売り規制に関する世界の動向」証券経済学会年報40号35頁(2005)、大崎貞和「市場の価格発見機能を破壊する日本の空売り規制」金融財政事情60巻1号81頁(2009)などがあるが、その他にも証券取引法研究会編『IT化の進展と商法・証券取引法の諸問題(別冊商事法務261号)』(商事法務・2003)86頁、いわゆるアップティックルールに関する批判的研究である梅本剛正「空売り規制の再検討」甲南法務研究3号7頁(2007)がある。しかしとくに梅本教授が指摘されるように(梅本剛正「空売り規制等の市場規制」ジュリスト1412号51頁(2010))、これまで学界での空売り規制に関する研究は十分とはいえず、議論の深化が望まれることから、本稿もそのための一環として近年のドイツの空売り規制を検討するものである。
- ⁹ なお、空売り規制は、旧証券取引法の制定当時から原則として禁止されていたが、とりわけ平成20年(2008年)に「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の特例に関する内閣府令(平成20年内閣府令第61号)」において自己株式の市場取得規制の緩和と、「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令(平成20年政令第329号)」において、空売り

規制の強化がなされた。時限的措置として導入されたが、すでに10回の延長が繰り返されている（日本経済新聞朝刊4面。なお、平成23年10月31日付の金融庁による「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouden/20111031-2.html>）も参照）。

- ¹⁰ たとえば、神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『証券取引法』（青林書院・2006）994頁、河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本〔第2版〕』（有斐閣・2011）453頁、川村正幸編『金融商品取引法〔第3版〕』（中央経済社・2010）546頁、岸田雅雄監修『注解金融商品取引法【第3巻】行為規制』（松原正至）（きんざい・2010）71頁、山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説』（有斐閣・2010）330頁、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール4—不正取引規制・課徴金・罰則』（梅本剛正）（商事法務・2011）59頁、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門』（商事法務・2011）337頁、松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務・2011）583頁などを参照。
- ¹¹ その概要については、齊藤将彦＝三宅朋佳「公募増資時の空売り規制に関する金融商品取引法施行令等の改正の概要」商事法務1944号37頁以下（2011）。
- ¹² 米国の空売り価格規制については、関雄太「米国の新たな空売り規制について」資本市場クォーターリー7巻3号28頁（2004）、同「空売り価格規制の広範な緩和を視野に入れるSEC」資本市場クォーターリー8巻3号53頁（2005）、同「空売り価格規制の撤廃を決めたSEC」資本市場クォーターリー11巻1号66頁（2007）、弦巻充樹「米国空売り価格規制廃止の示唆するもの」商事法務1827号29頁（2008）、海外情報「米国SECが新たな空売り規制を制定」商事法務1895号34頁（2010）などを参照。
- ¹³ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 842.
- ¹⁴ Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3202; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 485.
- ¹⁵ Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3202.
- ¹⁶ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 841.
- ¹⁷ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 841.
- ¹⁸ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 843.
- ¹⁹ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 843.
- ²⁰ Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3202.
- ²¹ Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 139.
- ²² Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 139.
- ²³ Vgl. Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3202; Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 139-140; Tyrolt/Bingel, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1419; Walla, a. a. O. (Fn. 3) , S. 853; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 485.
- ²⁴ Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3203.
- ²⁵ Findeisen/Tönningsen, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1405.
- ²⁶ Vgl. Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 140; Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3203; Findeisen/Tönningsen, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1405; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 486-487.

- ²⁷ Vgl. Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 140; Tyrolt/Bingel, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1419-1420.
- ²⁸ Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 140.
- ²⁹ フォルクスワーゲン株に係る事案については、参照、Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 140, 147; Möllers/Crist/Harrer, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1168 Fn. 18. なお、<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-inside/staatsanwaltschaft-nimmt-wiedeking-insvisier;2447307>においても参照することができる。
- ³⁰ Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 140.
- ³¹ Fikentscher, Finanzkrise, Wettbewerb und Regulierung, GRUR Int. 2009, S. 635, 638 Fn. 16.
- ³² Tyrolt/Bingel, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1420; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 486.
- ³³ Vgl. Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 486.
- ³⁴ Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3204.
- ³⁵ Vgl. Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3204; Möllers/Crist/Harrer, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1168; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 488; Findeisen/Tönningsen, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1408.
- ³⁶ Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3204.
- ³⁷ Trüg, a. a. O. (Fn. 3) , S. 3204.
- ³⁸ 空売りの内在的機能については、Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3), S. 140-142; Tyrolt/Bingel, a. a. O. (Fn. 3), S. 1420; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3), S. 486-487; Findeisen/Tönningsen, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1405-1406 を参照。
- ³⁹ Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 486.
- ⁴⁰ Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 486.
- ⁴¹ Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 486.
- ⁴² Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 140.
- ⁴³ Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 486-487.
- ⁴⁴ Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 141; Tyrolt/Bingel, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1420; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 487.
- ⁴⁵ Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 487.
- ⁴⁶ Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 141; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 487.
- ⁴⁷ Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 141.
- ⁴⁸ Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 142.
- ⁴⁹ この一般処分は、金融監督機構のホームページにおいて参照することができる (http://www.bafin.de/cln_152/nn_721188/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegungen/vf_080919_leerverk.html?__nnn=true)。
- ⁵⁰ 以下の企業が掲げられている。すなわち、Aareal Bank AG, Allianz SE, AMB Generali Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, Hypo Real Estate Holding AG, MLP AG および Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG である。

- ⁵¹ この一般処分は、金融監督機構のホームページにおいて参照することができる (http://www.bafin.de/cln_152/nn_721188/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegungen/vf_100304_leervk_transparenz.html?__nnn=true)。
- ⁵² 以下の企業が掲げられている。すなわち、Aareal Bank AG, Allianz SE, Generali Deutschland Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, MLP AG および Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG である。
- ⁵³ 現在では、欧州証券規制当局委員会（CESR）の後継機関として、欧州証券市場監督局（ESMA）が設置されている。
- ⁵⁴ CESR, Report - Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime, CESR/10-088, p. 7. なお、このレポートについては、<http://fundamentalsmagazine.com/sites/default/files/documents/cesr-model-pan-european-short-selling-disclosure-regime.pdf> において参照することができる。
- ⁵⁵ Tyrolt/Bingel, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1423.
- ⁵⁶ この一般処分は、金融監督機構のホームページにおいて参照することができる (http://www.bafin.de/cln_117/nn_721188/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegungen/vf_100518_leerverkauf_schuldtitel.html?__nnn=true)。
- ⁵⁷ 以下の企業が掲げられている。すなわち、Aareal Bank AG, Generali Deutschland Holding AG, Commerzbank AG, Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG, Deutsche Postbank AG, Hannover Rückversicherung AG, MLP AG および Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG である。
- ⁵⁸ この一般処分は、金融監督機構のホームページにおいて参照することができる (http://www.bafin.de/cln_117/nn_721188/SharedDocs/Aufsichtsrecht/DE/Verfuegungen/vf_100726_leerverkauf_widerruf.html?__nnn=true)。
- ⁵⁹ 有価証券取引法 4 条 1 項では、金融監督機構は、本法の諸規定に従い監督を行い、自己の任務の枠内において金融商品の取引の適正な実施等を損なうか、金融市場に重大な不利益をもたらしうる弊害を除去し、これらの弊害を除去もしくは防止するのに適切かつ必要な命令を下すことができる旨が定められる。
- ⁶⁰ Walla, a. a. O. (Fn. 3) , S. 854-855.
- ⁶¹ Vgl. Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 844.
- ⁶² Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 3. 5. 2010 (本草案は、<http://gesetzgebung.beck.de/sites/gesetzgebung.beck.de/files/DiskE-BMF-Anlegerschutzverbesserungsgesetz.pdf> において参照することができる)。なお、本法案は、特別の規制を除き 2011 年 4 月 8 日に施行された (BGBl. I Nr. 2011/538)。
- ⁶³ Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte (Fina

nzmarktstabilisierungsgesetz) vom 21. 5. 2010.

- ⁶⁴ Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 2. 6. 2010, BT-Drucks. 17/1952 (本草案は、<http://gesetzgebung.beck.de/sites/gesetzgebung.beck.de/files/RegierungsE-Derivate.pdf> において参照することができる)
- ⁶⁵ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2250.
- ⁶⁶ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2251.
- ⁶⁷ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2251.
- ⁶⁸ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2251.
- ⁶⁹ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2252.
- ⁷⁰ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2250.
- ⁷¹ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2252.
- ⁷² Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 845.
- ⁷³ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2252.
- ⁷⁴ Committee of European Securities Regulators, CESR Proposal for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime. この勧告については、www.cesr-eu.org において参照することができる。
- ⁷⁵ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2254.
- ⁷⁶ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2254-2255.
- ⁷⁷ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2255.
- ⁷⁸ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2253.
- ⁷⁹ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2253.
- ⁸⁰ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2253.
- ⁸¹ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2255.
- ⁸² Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2255.
- ⁸³ Vgl. Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2255.
- ⁸⁴ たとえば Mock/Stoll/Eufinger, in: Kölner Kommentar WpHG, 2007, § 20a Rdn. 209; Vogel, in: Assmann/Uwe. H. Schneider (Hrsg.) , WpHG, 5. Aufl., 2009, § 20a Rdnr. 221.
- ⁸⁵ Begründung Regierungsentwurf, a. a. O. (Fn. 63) , S. 6.
- ⁸⁶ Findeisen/Tönningens, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1408.
- ⁸⁷ Findeisen/Tönningens, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1408.
- ⁸⁸ Findeisen/Tönningens, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1408; Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2253-2254.
- ⁸⁹ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 846.
- ⁹⁰ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 846.
- ⁹¹ Liebscher/Ott, a. a. O. (Fn. 3) , S. 846.
- ⁹² Vgl. Mittermeier, a. a. O. (Fn. 3) , S. 149; Zimmer/Beisken, a. a. O. (Fn. 3) , S. 491.
- ⁹³ Mock, a. a. O. (Fn. 3) , S. 2249.

⁹⁴ Vgl. Möllers/Crist/Harrer, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1170.

⁹⁵ Findeisen/Tönningesen, a. a. O. (Fn. 3) , S. 1412.

