

松 山 大 学 論 集  
第 32 卷 第 4 号 抜 刷  
2 0 2 0 年 10 月 発 行

# EU のシャドー・バンキング・システム規制 —— 市場規制を中心に ——

松 浦 一 悦

# EUのシャドー・バンキング・システム規制

—— 市場規制を中心に ——

松 浦 一 悦

## 目 次

はじめに

### 第I章 銀行と証券の分離

1. アメリカのボルガー・ルール
  - (1) 銀行・証券分離の小史
  - (2) 「自己勘定取引」の禁止規定
2. EUの銀行・証券分離の規制
  - (1) リーカネン報告書
  - (2) EUの規則案

### 第II章 店頭デリバティブ取引の規制

1. 店頭デリバティブ取引の拡大
2. EUの店頭デリバティブ取引の規制
  - (1) 取引情報開示義務の導入
  - (2) OTFに課される規制
  - (3) デリバティブ規制に関わるインフラ整備

### 第III章 空売り規制

結びにかえて

## は じ め に

前稿において、シャドー・バンキング・システム（SBS）の定義を整理した上で、SBSの課題を次のように指摘した。第1に、SBSが銀行と深く関わることにより、システミック・リスクが増幅されるという弊害である。第2に、SBSの金融ネットワークが脆弱であり、その理由の一つは、SBSの活動の舞台である店頭市場が情報の非対称性問題を孕んでいることである<sup>1)</sup>。

これらのSBSの課題を克服するために、EU当局はどのようにSBSを規制しているのか。規制するアプローチには、市場の規制（取引の規制）と金融機関の規制がある（表1を参照）。前者はSBSの取引業務、あるいはSBSが取引を行う市場の規制という視点からのアプローチであり、後者はSBS自体の監視あるいは審査基準の見直し等の視点からのアプローチである。本稿は、前者のアプローチからSBSの関わる市場を当局はどのように規制しようとしているのかを論じている。

第1の課題について、投機的でリスクの高い金融活動を商業銀行業務から分離するという業務範囲規制は欧米で独自に進められている。銀行の自己勘定取引を禁止するボルガー・ルールを含むドット・フランク法が2010年7月にア

表1 シャドー・バンキング・システムの規制のアプローチ

		対応する法律, 当局の対応		対応する法律, 当局の対応
視点	市場の規制(取引の規制)		金融機関の規制	
目的	システミックリスクの削減		金融機関の健全性の担保	
手段	取引の禁止 取引の制限		金融機関の監視の強化 金融機関の資格の明確化	
対象	銀行のSBSへの関与 ・自己勘定取引 ・銀行の信用供与 デリバティブ取引 ・OTCデリバティブ市場の透明化 ・CCPへの集中 空売り	EU規則, リーカネン報告  MiFID II, MiFIR, EMIR  空売り規則	AIFM  UCITS, 投資ファンド ・ヘッジファンド  MMF	AIFMD  自己資本規制

譲渡可能証券への集団投資事業 (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, UCIT)  
中央清算機関 (Central Counterparty Clearing, CCP)  
店頭デリバティブ取引 (Over the Counter derivative, OTC derivative)  
金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID)  
金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR)  
欧州市場インフラストラクチャー指令 (European Market Infrastructure, EMIR)  
オルターナティブ投資ファンド・マネージャー指令 (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD)  
マネー・マーケット・ファンド (Money Market Funds, MMF)  
(出所) 筆者作成

1) 拙稿, 第31巻第5号を参照されたい。

アメリカで成立した。EUでは、2012年10月に公表された専門家グループの報告書（リーカネン報告）において、大規模銀行を対象とした銀行グループ内での投資業務の分離が勧告され、リーカネン報告書を受けて、EUは2013年7月に「EU銀行部門の構造改革」報告書を採択した。本稿の第I章は、アメリカのボルガー・ルールと比較しつつ、EUの銀行と証券の分離の考え方を紹介し、政策を評価する。

第2の課題について、第II章は店頭市場のデリバティブ取引を考察し、第III章は空売り規制を考察する。SBSはデリバティブ取引と空売りに深く関わることで、市場での投機を過熱させることにより資産価格はバブル化した。投機に失敗したSBSの破綻が他SBSや銀行へ波及し、破綻の影響が市場全体に拡大したため、システミック・リスクの管理という観点から、デリバティブと空売りの規制は、金融当局にとって重要な課題となった。

資本主義市場にとって投機は必然的な存在であるため、投機自体をコントロールすることは不可能であろう<sup>2)</sup>しかし、金融危機において資産価格のバブル化に投機は大きく作用し、バブル崩壊は欧米経済に破壊的な影響を及ぼした。そうした悪影響の再発を防止するために、金融当局は投機を全く規制せず、野放しにする訳にはいかない。

歴史を遡ると、投機は市場経済に破壊的な作用を及ぼしてきた。プルナー&カーは次のように述べている。

「株式市場の暴落と金融恐慌は、19世紀全般を通じて米国および世界各国で定期的に起っていた。市場の暴落は多くの場合、資産価格が時にバブル化することによって生じた。つまり土地や新しい証券に対する投機が行き過ぎると、投資家の期待値を実現できなくなって、暴落という調整が起こるからである。金融恐慌は多くの場合、このような調整の帰結として発

---

2) 資本主義経済における投機の位置付けに関する考察の視点は、鈴木芳徳、2004年、「5先物取引と投機」79-85頁、平勝廣、2001年、203-228頁を参照されたい。

生した<sup>3)</sup>」

また、キンドルバーガーによれば、個人の不合理性が市場の合理性を生み出すことにより、市場の投機化が進むことを以下のように表現している。

「普段はそのような投機から遠ざかっている人々の間にまで利潤獲得のための投機が盛行するようになると、『熱狂』とか『バブル投機』と呼ばれてきたことに対して、正常、かつ合理的な警戒は薄れてしまう<sup>4)</sup>」

「合理性という仮説の一般的な有用性にもかかわらず、市場は時折——そう頻繁にはないことを強調しておくが——、市場の各参加者が合理的に行動しつつあるときですら、全体としては不合理になるというような攪乱的な形で行動することがありうる<sup>5)</sup>」

それでは、投機のコントロールは、どの程度可能であろうか、可能であればどのように制御できるのか。こうした問題意識の下で、現段階でのEUの規制を考察する。

## 第I章 銀行と証券の分離

### 1. アメリカのボルガー・ルール

#### (1) 銀行・証券分離の小史

最初に、ボルガー・ルールの成立に至るまでの銀行・証券分離の小史を述べておこう。

1920年代のアメリカでは、銀行は証券業務<sup>6)</sup>に参入し積極的にリスクを取り収益の獲得に走ったことが、株価高騰を引き起こす原因の一つとなり、1929

3) ロバート・F・ブルナー、シヨン・D・カー、2009年13頁。

4) チャールズ・C・キンドルバーガー、2004年、21頁。

5) 同上書、55頁。

年の株価暴落により多くの銀行は倒産ないし経営難に陥った。これを反省にして1933年に制定されたグラス・スティーガル法により、銀行が証券業務を営むことは、国債など公社債を除いて禁止され、以後、銀行業に専念する商業銀行と証券業務を営む投資銀行とに分離された<sup>6)</sup>。

ところが、アメリカでは1970年代から金融の証券化が進むと、「銀証分離」の下で、アメリカの銀行は、①証券を選考する貸し手・借り手双方の金融ニーズに応えられない、②伝統的業務（預金・貸付）の業績が縮小して経営が悪化する、という問題に直面した。そのため、証券業務禁止の制限を撤廃する要請が高まったのは当然であって、1980年代から銀行・証券分離の緩和が進んでいった。こうして再び銀行は収益の獲得を求めて、証券業務に参入していったのである。

バンク・オブ・アメリカやJ・P・モルガンなどの大手商業銀行は子会社として投資銀行を1980年代に設立していった。そして1999年に「金融サービス近代化法（グラム・リーチ・プライリー法）」の成立により、「銀証分離」を規定したグラス・スティーガル法は失効し、商業銀行、投資銀行、保険会社の間で経営統合が可能となった。こうした法改正により銀行は証券業務への活動を活発化させると共に、ヘッジファンドや特別目的事業体（SIV）等の金融取引

---

6) 証券業務は、証券の「発行」に関しては、①引受業務（アンダーライティング）と②売り捌き業務（セリング）であり、証券の「流通」に関しては、③自己売買業務（ディーリング）と④委託販売業務（ブローカー業務）がある。①は売れ残りが生じた場合、残高を引き取る責任を負っているため募集を行い、②では残額引き受けなしに売り捌きだけを行う。③は自己勘定で証券の売買を行い、その売買差益を得、④では顧客の売買を媒介して手数料を得る。このうち②と④の業務に、価格変動リスクはない。いずれも手数料収入を得るものである。これに対して、①によって売れ残りを引き取った場合と、③の自己勘定での売買には、ともに証券の買い持ち（ポジション）が発生し、価格変動リスクが伴う。一方、価格変動リスクは投機による収益獲得のチャンスにもなる。

7) その銀行・証券分離の思想は、戦後の日本に導入されて証券取引法第65条となり、日本でも、戦前には行っていた証券業務を銀行は行うことができなくなった（ただし、公共債については、この禁止規定は適用されない）。分離体制の維持を主張する論拠の一つは利益相反の問題である。銀行による証券業務の兼業は、ある顧客の利益を犠牲にして他の顧客を犠牲にする場合がある。例えば、銀行が経営危機に陥った企業に株式や社債を発行させ、それによって調達した資金で自己の貸付債権を優先的に回収してしまうというのがその一例である（永田、1990年、273頁、鳥谷・松浦、2013年、47頁を参照されたい）。

会等を設立することにより、2000年代にはサブプライム・ローン関連の証券化商品の取引に深く関わったのである。

ところが、2008年のリーマン・ショックを発端とするアメリカ金融危機は、金融当局のプルーデンス政策（信用秩序政策）の在り方を根本的に変革させる契機となり、その金融制度改革は2010年7月にドッド=フランク・ウォール街改革・消費者保護法（ドッド=フランク法、以下FD法）として実現した。当法律には、金融システムの安定性、投資者保護および納税者の税負担回避の観点から多岐にわたる規制が含まれている。そのうちの一つは、銀行やその関連機関による過剰なリスクテイクを制限する目的をもつ規制（ボルガー・ルール）である。

## (2) 「自己勘定取引」の禁止規定

ボルガー・ルールについて本稿の課題との関連で取り上げるべき点は、「自己勘定取引」および「トレーディング勘定」の禁止規定<sup>8)</sup>である。アメリカの財務報告書のIV. Final Rule A. Subpart Bによれば、自己勘定取引を「銀行事業体がトレーディング勘定を通じて、証券、デリバティブ、商品先物の売り、その他監督機関が規則によって定める金融商品（financial instrument）の売買もしくは取得・売却に当事者（principal）として従事すること<sup>9)</sup>」と定めている。自己勘定をこのように定義した場合、主要な銀行事業体はすでに該当する事業部門を組織から切り離しているため、現時点での規制の主たる意義は喪失する。しかし、実際には証券・銀行の分離は容易ではない。

---

8) IV. Final Rule A. Subpart B—Proprietary Trading Restrictions, pp. 29-497 (Federal Register/Vol. 79, No. 21/Friday, Jan. 31, 2014/Rules and Regulations, Department of the Treasury, Conformed to Federal Register Version).

9) IV. Final Rule A. Subpart B—Proprietary Trading Restrictions, 1. Section. 3: Prohibition on Proprietary on Proprietary Trading and related Definitions, p. 29. 自己勘定について、銀行等の証券保有については、次のような禁止規定がある。「銀行等による保有期間が60日未満の売買等については、その銀行等が反証できない限り、その金融商品の売買等は「取引勘定」として行われたものと推定するものとしている。」（横山淳，2014年3月，大和総研）

さらに、IV. Final Rule A. Subpart Bによれば、「許容される行為」を除き、銀行事業体の自己勘定取引を原則として禁止する<sup>10)</sup> (Sec. 3)と述べられている。つまり、「許容される行為」は銀行の「自己勘定取引」として認め、銀行は「許容される行為」を事業として継続することができるのである。「許容される行為」とは、①引受業務<sup>11)</sup>とマーケット・メイキング<sup>12)</sup> 関連業務<sup>13)</sup> (Sec. 4)、②リスク・ヘッジ活動<sup>14)</sup> (Sec. 5)、③その他、例えば、政府と地方自治体債務の取引<sup>15)</sup>、顧客の注文による取引<sup>16)</sup>、規制された保険会社による取引<sup>17)</sup> (Sec. 6)であり、規定はこれらが許容される条件を付与している。

このように自己勘定取引を広い意味で捉えるのは、自己勘定取引が他の業務と親和性が高く、一連の業務において禁止行為のみを実務上明確に区分することは容易ではないからである<sup>18)</sup>。つまり、自己勘定取引は引受業務およびマーケット・メイキング業務と密接に関連しているため、自己勘定取引は銀行本体から切り離すべきであると規定しつつ、銀行は「許される行為」として引受業務とマーケット・メイキング関連業務を行うことが可能となっている点において、曖昧な規定となっている。そのため銀行は引き続きリスクな業務に関与することができる。一例を挙げれば、引受業務は売れ残りを引き取った場合に証券の買い持ちが発生し、価格変動リスクはあるが、投機のチャンスにもなる

---

10) IV. Final Rule A. Subpart B, p. 29.

11) Ibid, p. 86.

12) 株式・為替・債券など、金融商品の市場における取引方法の一つで、取引所から指定されたマーケット・メイカー（株式は証券会社、為替は銀行など）が常時「売り気配」と「買い気配」を提示し、相対取引を基本に売買を成立させる方法。発行済み株式数の少ない銘柄を扱う市場などで有効とされる。日本では東京金融取引所の証拠金取引や東京証券取引所の上場投資信託（ETF）で採用されており、海外ではNASDAQ市場やシカゴ商品取引所などで採用されている。これに対して東京証券取引所の株式などの取引手法をオークション方式という。

13) I IV. Final Rule A. Subpart B, *ibid*, p. 149.

14) Ibid, p. 341.

15) Ibid, p. 390.

16) Ibid, p. 419.

17) Ibid, p. 431.

18) 若園, 2018年, 3-4頁を参照されたい。



ため、銀行が投機に走ることは必至である。

2008年のリーマン・ショックを契機にバブルが弾けると、アメリカの証券化ビジネスに深く関わっていた欧州の金融機関は経営難に陥った<sup>19)</sup>。こうしてアメリカ金融危機に欧州の大手銀行やシャドー・バンキング・システムも深く関わっていたことが明るみになったのである<sup>20)</sup>。

アメリカの金融危機を契機に、不動産バブルの崩壊に伴う不良債権とソブリン債務危機に陥った政府の公債を多く抱える欧州の銀行も経営危機に直面し、銀行の破綻が発生した。そうした中で、欧州の金融システムの安定が緊急の課題となった。

## 2. EUの銀行・証券分離の規制

### (1) リーカネン報告書

次に、EUの銀行・証券分離の動きをみておこう<sup>21)</sup>。2012年10月には『EU銀行部門の構造改革に関するハイレベル専門家グループ報告書』（リーカネン報告書）が出された。その中で、「銀行グループ内での預金受け入れ業務とトレーディング業務などのリスクな金融業務との分離」を求めた。報告書には、「銀行と証券の分離の目的は、システミックな銀行危機となる伝染力の原因であった銀行とSBSの相互関連性を低下させること」と述べられている。

リーカネン報告書の中で、銀行と証券業務の分離について、自己勘定およびマーケット・メイキングの過程で生じる全ての資産またデリバティブ・ポジ

---

19) 例えば、アメリカの住宅ローン債権担保証券（Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS）はドイツ、フランス、オーストリアなどの欧州の銀行の運用資金にも組み入れられていた（ロバート・F・ブルナー、2009年、288頁を参照）。

20) 欧州の大手銀行は投資銀行化し、「トレーディング勘定」の拡張によりレバレッジ（自己資本に対する総資産）を急拡大させた。資産の側では保有有価証券の価格が下落する市場リスクを、負債の側では市場性資金調達が困難化するリスクを抱え込み、またオフバランス取引においてもCDSなどの各種デリバティブ取引から生じるリスクを内包することになった（田中編著、2018年、211頁）。

21) EUの銀行・証券分離に関して、星野郁氏（2015年）の詳細な論稿があり、規則と指令の成立過程と各国の銀行の諸規則に対する対応は星野氏の研究を参照されたい。

ション、下記で除外される活動以外のものは、法的に分離された投資会社あるいは投資銀行（以下、取引事業体という）に移管されなければならない<sup>22)</sup>と述べられている。すなわち、銀行に残される活動は、預金銀行の資金源としての保証預金の受入、中小企業と同様に大企業への貸付、貿易金融、消費者金融、銀行間貸付、シンジケートローンへの参加などの業務である。ただし、全てのヘッジファンド（ヘッジファンドに対するプライム・ブローカレッジ<sup>23)</sup>を含む）、SIVおよび類似事業体、ならびにプライベート・エクイティ<sup>24)</sup>投資への融資および信用供与の業務は、取引事業体に移管されることとされた<sup>25)</sup>

預金銀行は、分離対象以外の銀行関連業務を行うことが認められている。認められる業務には、資金調達目的の一般的証券化、自行の資産負債総合管理のためのデリバティブの利用、銀行以外の顧客に対するポジションリスクを限定したサービスの提供、証券引受およびその関連行業務などが含まれている。

法的に分離された預金銀行と投資事業体は、一つの銀行持株会社の中で運営することができるが、預金銀行は、投資事業体のリスクから十分に隔離されていなければならない。このためリーカネン報告で業務分離の対象となる大規模なユニバーサル・バンクは銀行持株会社に形態をかえることが求められる<sup>26)</sup>

---

22) High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, FINAL REPORT, Brussels, 2 October 2012, pp. 5-6.

23) プライム・ブローカレッジとは、主に、資金調達や証券の借入・保管、決済の代行、リスク管理などのサービスのこと。そうしたサービスを行う主体がプライム・ブローカーである。プライム・ブローカー（主に投資銀行が担っている）は、ヘッジファンドとカウンターパーティー（機関投資家や銀行等など）の間の仲介役の役割を果たし、ヘッジファンドの顧客（カウンターパーティー）にブローカーレッジ・サービスを提供する。カウンターパーティーである年金基金などの機関投資家は多くの株式を保有するため、短期で貸付する証券をヘッジファンドに提供する際に、プライム・ブローカーは仲介役を行う。

24) エクイティとは、株式等によって調達された返済義務のない資金のこと。株式以外にも、株式に関係する金融商品全般を指す場合がある。例えば、株式、株式投資信託、転換社債、ワラント債などを総称してエクイティ商品と言う。

25) High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, FINAL REPORT, Brussels, 2 October 2012, pp. 5-6.

26) 山口和之、2014年、22頁を参照。

## (2) EU の規則案

リーカネン報告書を受けて、EU当局は銀行・証券分離に関する法整備に着手し、2013年7月に欧州議会は、Too-Big-To-Fail banks (TBTF銀行) - 救済するにはコストがかかりすぎる、破綻処理するには複雑すぎる銀行 - に関する問題を解決すべく欧州レベルで構造改革法案を受入れる、いわゆる「EU銀行部門の構造改革」報告書を採択した。この報告書を基に、2014年1月に欧州委員会は、「EUの金融機関の回復を向上させる構造対策に関する提案」(以下、EU規則案)を公表した。

EU規則案は、TBTFジレンマの解決に対するEUの対応の重要な一部を成すものと位置付けられる。この提案には、金融伝染のコンデユット、すなわち、証券金融業務との不透明なトレード・リンクを通じたシステミック銀行を含む市場参加者の間の相互関連の解決のために、直接関連する提案が含まれている<sup>27)</sup>

EU規則案の第2章は「自己勘定取引の禁止」の規定を説明している。EU規則案の第6条(1)は、同じグループ内の信用機関と事業体は、金融商品とコモディティの自己勘定取引を行ってはいけない、と規定している。同6条は特定の銀行活動に関するEUレベルの統一的データは不足している一方で、利用可能な論拠に拠れば、自己勘定取引は銀行の貸借対照表の限られた一部しか表現していない、と指摘している。しかし、自己勘定取引は危機前に重要な役割を演じたのであり、もしこの規制への介入がなければ、将来再び取引の増加による問題が再発しかねないと記され<sup>28)</sup>銀行の「自己勘定取引の禁止」を強調している。

EU規則案では、対象銀行は自己勘定取引(金融商品、現物商品)やヘッジ

---

27) Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions [以下、Proposal for a Regulation of EPC], Brussels 29. 1. 2014, COM(2014) 43 final, p. 3.

28) Proposal for a Regulation of EPC, p. 7.

ファンド取引が禁止（グループ外へ分離）される。これらの取引は、リーカネン報告ではグループ内の投資事業体への分離が定められていた。EU規制案の第2章は、自己勘定取引を定義し、それをマーケット・メイキングと区別することは困難であると述べた上で、次のように説明している。第5条(4)によれば、自己勘定で収益獲得のためにポジションを持っている、デスク、ユニット、部門あるいは個々のトレーダーの活動は、顧客の（注文を受けた）活動または事業体のリスク・ヘッジと関連しない場合には、禁止される<sup>29)</sup>

このように自己勘定取引は狭義に規定され、自己勘定取引禁止の範囲が狭められることで、顧客に対する活動や銀行のリスク・ヘッジのための活動が禁止から外されている。つまり、銀行は顧客に注文による取引とリスク・ヘッジ取引については自己勘定取引が許されることを意味する。

さらに、EU規則案の第3章「特定のトレード業務の潜在的分離」では、銀行の証券業務分離についてのEU当局の考え方が述べられている。

銀行は多くのトレード及び投資銀行活動に従事している。そうした活動には、マーケット・メイキング、ベンチャー企業やプライベート・エクイティ・ファンドへの貸付、リスクの高い証券化の投資とスポンサーシップ、デリバティブの販売と取引などが含まれる。銀行グループは規制当局の裁量に従い、それらの活動に従事することができる。その際、規制当局は投資活動を監視し、ただし、一定の測定基準を超えていれば、一連の活動（マーケット・メイキング、リスクな証券化、複雑なデリバティブ）を分離する権限をもつ。その目的は、銀行が隠れた自己勘定取引活動に従事することによる、第6条の禁止条項を回避するリスクを避けること、また、禁止されていない取引活動が重要に成り過ぎる、あるいは高度なレバレッジがかかることを避けることである<sup>30)</sup>

このように、銀行はリスク管理を保証することができれば、トレード業務及び投資銀行業務を分離せずに業務することができる。しかし、銀行がリスク管

---

29) Proposal for a Regulation of EPC, p. 7.

30) Proposal for a Regulation of EPC, p. 8.

理を保証することができないと監督当局が判断すれば、トレード業務を銀行から分離させる権限を監督当局は有するとしている。

規制の対象となる銀行は、基準はことなるもののリーカネン報告と同様、少数の大規模な TBTF 銀行である。具体的には、欧州のグローバルなシステム上重要な機関 (Global Systemically Important Institutions: GSIs), または、総資産が少なくとも 300 億ユーロで、700 億ユーロもしくは総資産の 10% に相当するトレーディング業務を行っている銀行である。EU 域内で活動する 8,000 行のうち、一握りの銀行 (おそらく 30 行前後) が規制を受けることになる (ただし、EU 内の銀行総資産の 65% を占める<sup>31)</sup>)。

以上のように、EU 規制案は自己勘定の定義が狭いため、銀行は顧客に注文による取引と自行のリスク・ヘッジについては自己勘定取引業務が許されている。顧客の注文による証券の引受業務は、売れ残りの商品の価格変動リスクを利用する利益獲得チャンスを生み出すため、銀行が投機に走る可能性は否定できない。また、銀行の証券業務分離は、欧州の少数の銀行のみが対象となっている点から、規制の及ぶ範囲は制限されている。

他方、マーケット・メイク業務の分離は、EU 規則案がリーカネン報告書より後退している。EU 規制案では、自己勘定取引禁止の範囲が狭められ、顧客に関連する活動や銀行のリスク・ヘッジのための活動が禁止対象外とされた。このため、マーケット・メイキング業務は、リーカネン報告では分離対象となっていたが、EU 規則案では禁止対象から外されている。つまり、EU 規制案は、顧客に関する活動や銀行のリスク・ヘッジのための活動について、マーケット・メイク業務を許容するものとなっている。

---

31) Structural measure to improve the resilience of EU credit institutions-frequently asked questions ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_14\\_63](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_14_63), 17-September-2020 access.)

## 第Ⅱ章 店頭デリバティブ取引の規制

### 1. 店頭デリバティブ取引の拡大

デリバティブ取引はリスク・ヘッジの手段として利用されるだけでなく、投機的手段としても利用される。投機に失敗した業者の破綻が他の業者へ波及することにより市場全体に影響を及ぼすことがあるため、デリバティブ取引は決して野放ししたままでよいものではなく、金融当局のシステミック・リスクの管理という観点から、デリバティブの規制は重要な課題である。

とはいえ、市場経済は投機を必然的な随伴物とするものである以上、投機そのものを抑制することは容易ではない。それはデリバティブ市場についても然りである。なぜならば、デリバティブ取引は、リスク・ヘッジの手段を提供するものであるが、同時に、高度なリスク管理能力を必要とするリスク・テイカーの存在を前提とする。リスク・テイカーを規制すれば、ヘッジングの機会を奪われてしまうことになるので、市場機能自体を損なう可能性が出てくるからである<sup>32)</sup>したがって、通貨当局はデリバティブ取引の規制に慎重にならざるを得ず、当局は投機を維持しつつ、リスク管理を改善する方法を取るようになる。本章は、EUのデリバティブ取引の規制の現状と課題を述べる。

1990年代に入って金利関連商品を中心とした店頭デリバティブ取引は著しく拡大した<sup>33)</sup>店頭デリバティブ取引は取引所外で行われる相対のデリバティブ取引を指し、店頭デリバティブ取引には取引所取引における先物取引に対応するフォワード取引、オプション取引、一定期間にわたるキャッシュフローの交換を行うスワップ取引がある。このうちスワップ取引は店頭デリバティブ取引の中心となっていった。店頭取引額は2000年代後半に取引所取引に肩を並

32) 市場のリスクに対し、「一方がヘッジャーとして登場するということは、他方に必ずスペキュレーターが存在し機能しているのだからならず、それもスペキュレーター相互の取引が恒常的に厚みをもって行われていることが必要になる。」(鈴木芳徳、2004年、82頁)

33) 『図説 ヨーロッパの証券市場』日本証券経済研究所、2020年、175頁を参照。

べ、2010年代には取引所取引を凌駕するに至った。店頭市場における証券化商品に関わるデリバティブ取引は、SBSに関わる市場取引の中心的舞台となったことから、SBSを規制する上で重要な要素であった。

2000年代に新たなデリバティブとして信用デリバティブ取引が成長した。信用デリバティブ取引は貸付債権や社債の信用リスクをスワップやオプションの形式で売買する取引の総称であり、従来のデリバティブ取引が市場リスクを取引してきたのに対して、信用リスクが取引対象となっている点が異なる。信用リスクの取引は保証の取引とも言えるが、デリバティブ取引という形態をとることによって、債務不履行に対する保証だけではなく、業績悪化による信用力の低下といった状況を取引の対象とする商品など、多種多様な商品が生み出されている<sup>34)</sup> 例えば、信用リスクを取引対象として売買される信用デリバティブの代表例がクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)である<sup>35)</sup>

CDSは国債、社債、住宅ローンなどの債務不履行に対して保険を行うものである。CDSの相対取引では、あらかじめ決められた債券がデフォルト(債務不履行)に陥った場合、一方の参加者が他方の参加者を弁償する。つまり、一方の参加者はデフォルトのリスクを回避し、他方の参加者(リスク・テイカー)はデフォルトのリスクを負うことになる。アメリカの資産バブル期において、欧州ではサブリン債務危機の時期において、CSDはリスク・テイカーにとって投機対象の代表格であったといえる。

2008年の金融危機を経て、2009年に発足したオバマ政権は金融市場規制改革を目指し、2010年に成立したドッド・フランク法(ウォール街改革および消費者保護法)のタイトルⅦ(ウォール街の透明性と説明責任法)の中では、

---

34) 前掲書「第7章 デリバティブ」172頁。

35) 合成資産担保証券(シンセティックCDS)はCDSを重ねたデフォルト・リスク保険のような商品である。取引参加者双方が根拠とするのは、デフォルトに対するリスク保険の価格、あるいは厳正なリスクの評価である。しかし、アメリカで2004年から2007年にかけて、信用デリバティブ市場におけるデフォルトのリスクは正当に評価されていなかった(ロバート・F・ブルナー、286頁)。リスクが過少評価され、格付けが楽観的に設定されることで、信用デリバティブCDSは高値が付き取引されていた。

店頭デリバティブ・ディーラーに対するブルーデンス規制や規制されたセントラル・カウンターパーティーでの清算等、店頭デリバティブ取引に対する新たな規制の導入がはかられている。従来は市場参加者によるリスク管理の改善や自主規制の強化という形で市場競争や市場規律を重んじるという規制アプローチがとられてきたが、そうしたアプローチは金融危機により限界があることが明らかになった。また、証券化やCDSなどの金融の技術などの金融の技術革新はリスクを分散させ、市場は安定的に機能すると思われていたが、そうした発想は資産バブルの崩壊によって幻想であることも明らかとなった<sup>36)</sup>

金融危機の中でCDSを代表とする店頭デリバティブ市場でのリスクの積み上げが危機を伝播させたという認識が定着し、従来の金融商品に対する規制の弱点が顕在化したことから、アメリカでは店頭デリバティブ取引を直接監視する規制アプローチへと大きく転換しようとしている。では、EUでは店頭デリバティブ取引の規制がどのように進んでいるのか。

## 2. EUの店頭デリバティブ取引の規制

まず、金融商品取引の規制に関する法律の成立から見ておこう。EUの資本市場における競争と統合の促進と投資家の保護という目的の下、金融商品に関わるサービスを提供する投資業者のための包括的な枠組として、2007年11月に金融商品市場指令（MiFID）が施行された。

その後金融危機を経て、欧州委員会は金融商品市場指令（MiFID）の改正に着手し、2014年に金融商品市場指令<sup>37)</sup>（以下、MiFID II）と金融商品市場規

36) その原因はデリバティブ取引に関連する市場の非対称性にある。例えば、住宅ローン関連商品に関して、相対で取引する住宅ローン会社は、借手の安全性について数値化できない情報を持っている。しかし、住宅を購入する投資家は借手のそうした情報にアクセスできないので、十分なリスク管理は不可能である。金融商品が複雑さを増し、証券化が拡大する中で、情報の非対称性の下でリスク管理が十分されぬまま資産価格は高騰を続けた結果、金融市場の不安定性は増幅していった。その帰結が資産バブルの崩壊によるアメリカの金融危機であった。こうして株式以外の金融商品に対する規制の弱点が顕在化したことから、投資家保護の重要性がいっそう認識されたのである。アメリカの金融危機の影響は欧州に及び、欧州においても投資家保護の観点から法整備が進む。



則<sup>38)</sup>（以下、MiFIR）が制定された（表2を参照）。指令はEU加盟各国による国内法制化によって効力が発生するのに対して、規則はEU全域に直接に適用されるため、MiFIRはEU加盟国全ての市場に対する共通の基準として適用されことになる。MiFIRには、取引の透明性要件とその適用除外、取引施設及びセントラル・カウンターパーティー（中央清算機関、以下CCPという）におけるアクセスの非差別化、デリバティブの取引施設でのトレーディング義務な

表2 投資サービスの自由化とインフラの整備

<b>投資サービスの自由化</b>
投資サービス指令（1996年施行）
金融商品市場指令（MiFID, 2007年施行）
第2次金融商品市場指令（MiFID II, 2014年制定, 2018年施行） 目的・組織的な取引が規制プラットフォームで行われていることを保証する ・金融市場（デリバティブ市場を含む）のアルゴリズムおよび高速取引に関するルールを導入すること、また商品デリバティブ市場の欠点を改善する ・金融市場の透明性と監視を改善する ・投資家保護を強化し、金融商品の取引と清算の競争条件と同様に取引ルールを改善する
金融商品市場規則（MiFIR, 2014年制定, 2018年施行）
<b>投資のインフラの整備</b>
欧州市場インフラストラクチャー指令（EMIR, 2012年施行） 店頭市場（OTC）、中央精算機関（CCP）、取引レポジトリ（TR）に関するルール 目的・OTCデリバティブ市場の透明性の向上 ・信用リスクの削減 デリバティブ取引のカウンターパーティ信用リスクを削減するためのルールを導入 ▶全ての標準OTCデリバティブはCCPsを通じて統一的に清算されなければならない ▶もし契約がCCPを通じて精算されなければ、リスク削減方法が適用される必要がある ▶CCPsは厳格かつ組織的な取引要件に準拠しなければならない。 ・オペレーショナル・リスクの削減

（出所）筆者作成

37) Directive 2014/65/EU of The European Parliament and of the council of 15 May on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

38) Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

ど、主に国境を跨ぐ市場インフラに関する規定が盛り込まれていた<sup>39)</sup>

### (1) 取引情報開示義務の導入

2007年施行のMiFIDは、規制市場（regulated market）及び多角的取引施設（Multilateral Trading Facility, MTF）という二つの取引施設（trading venue）を規制対象とするものであったが、2014年制定のMiFID IIは、拡大するデリバティブのトレーディング・ネットワークやクロッシング・ネットワークなど規制の枠外にある取引を規制する目的から、新たに「組織化された取引施設（Organized Trading Facility, OTF）」というカテゴリーを導入し、MTFと同様の開示規制をOTF（の運営者）に対しても課した<sup>40)</sup>。要するに、店頭デリバティブ取引市場であるOTFについて、市場の参加者に取引情報の開示を求めることにしたのである。

OTFは、組織化された多角的取引プラットフォームで取引される非エクイティ商品のための取引施設として導入され、「債券、仕組金融商品、排出枠、またはデリバティブに関して複数の第三者がそこで取引を行うことが出来る、規制市場または多角的取引施設以外の多角的システム<sup>41)</sup>」である。

それに加えて、MiFID IIは組織的內部執行業者（Systematic intrnaliser）も規制の対象とした。組織的內部執行業者とは、「規制市場、MTFまたはOTFの場外で、多角的システムを運営することなく、組織的に、頻繁かつシステムティックに、また、相当程度に顧客注文を執行することにより自己勘定取引を行う投資業者<sup>42)</sup>」である。

こうしてMiFID IIは、OTFという新たに創設した取引施設のカテゴリーを規制の対象とし、さらに、組織内執行業者として活動する投資業者に対しても

---

39) MiFID IIについては、大橋善晃氏による詳細な研究がある。本規程の詳細な説明の多くは大橋氏の研究を参考にした。

40) MiFID II第4条第1項24.

41) MiFID第4条第1項24.

42) MiFID第4条第1項20.

透明性義務を課すことにより、MiFIDの下ですでに透明性ルールが課されている株式以外のエクイティ商品および非エクイティ商品についても、規制の対象としたのである。すなわち、MiFID IIの主な狙いは、店頭デリバティブ取引市場の透明性をはかり、それによる公正な競争の場を提供することであった。

さらに、MiFIRは、すべての標準化された（清算適格のある）デリバティブ（standardized derivatives）について、組織化されかつ透明な施設（規制市場、MTF、OTF、同等性が認められた第三国の取引施設）で取引されることを求めている。デリバティブの「清算適格」の有無については、欧州市場監督機構（ESMA）が別途策定するテクニカル・スタンダードにより定められることとされている。

## (2) OTF に課される規制

MiFID IIはデリバティブ取引やダークプール<sup>43)</sup>を念頭において、OTFに以下のような規制を賦課した<sup>44)</sup>

- ✓ 市場運営者またはOTFを運営する投資業者は、顧客の注文を自己資本（proprietary capital）で充用して執行することを禁止する。あるいは、同一グループに属する機関または法人からの注文を投資業者または市場運営者として執行することを禁止する。
- ✓ 非エクイティ商品のマッチド・プリンシパル・トレーディング<sup>45)</sup>（顧客間取引の取次業務）を行う場合、市場運営者またはOTFを運営する投資業者は、所管当局の許可を受けた上で、顧客の同意を得て行わなければ

---

43) ダークプール（dark pool）とは、取引所外取引の一種で、東証などの取引所を通さず、機関投資家等の大口注文を証券会社の社内でつけあわせて取引を成立させる取引を指す。

44) 大橋善晃，7頁。MiFID，2011，Article 20 Specific requirements for OTFs，L 173/402.

45) マッチド・プリンシパル・トレーディングとは、まとめ役が売り手と買い手の間に入って売り買いを同時に実行することで、当該取引の執行に関わるいかなるリスクにも晒されないようにするとともに、予め開示されている手数料以外には利益や損失を被ることのない価格で取引を完結する取引のことである（MiFID II第4条第1項の38）。

ならない。

- ✓ OTFの運営と組織的内部執行業者の運営を同一法人が行うことは認められない。OTFは、自らの注文が組織的内部執行業者の注文または指値との間で相互に取引する可能性が生じるような方法で、組織的内部執行業者と関わりを持ってはならない。また、OTFは、自らの注文と他のOTFの注文との間で相互に作用する可能性が生じるような方法で、他のOTFと関りを持ってはならない。

以上のように、デリバティブ取引の店頭市場での取引業者が自己資本を充用して取引することと、業者同士の利益相反を禁じている。

### (3) デリバティブ規制に関わるインフラ整備

EUはデリバティブ取引のインフラとしての清算制度を整備するために2012年に欧州市場インフラストラクチャー指令<sup>46)</sup>(以下、EMIR)を採択した。それは、2009年のピッツバーグ・サミットで金融制度改革が議論され、「遅くとも2012年末までに、全ての標準化された店頭デリバティブ契約は、適切な取引所または電子取引プラットフォームにおいて取引され、集中清算機関を通じて清算されるべきである」という声明を受けてのEUの対応であった。

デリバティブ取引の多くは取引施設ではなく、店頭市場で行われる。すなわち、市場取引は売り手と買い手の直接的交渉を通じて相対で契約され、実行される。EMIRは店頭デリバティブの清算を中央清算機関(Central Counterparty, CCP)にて行うことを義務化するものである。CCPはデリバティブの売り手にとっては買い手として、買い手にとっては売り手としての役割を果たす。この制度によりデリバティブの取引残高は削減でき、CCP内での取引額の相殺が可能になる。

---

46) Regulation (EU) No 648/2012 of the Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

EMIR は、後述するように、店頭デリバティブの清算集中と取引情報保存・報告制度の創設を実現するものである。その目的として挙げられるのは、店頭デリバティブ市場の透明性の向上、それによる信用リスクの緩和およびオペレーショナルなリスクの削減である。以下、それらの目的の対応した EMIR の内容を述べておこう。

第1に、店頭デリバティブ市場の透明性の向上のため次のような報告要件を導入した<sup>47)</sup>

- それぞれのデリバティブ契約に関する詳細な情報はトレード・レポジトリ<sup>48)</sup>に報告され、監督局に利用可能にしなければならない。
- トレード・レポジトリは、店頭デリバティブと登録デリバティブの両方についてクラス（種類）毎の総ポジションを公表しなければならない<sup>49)</sup>
- 欧州証券市場当局（ESMA）はトレード・レポジトリの監督と信用状の許可と取り消しの権限をもつ。

第2に、信用リスクの緩和に関して、EMIR はデリバティブ取引のカウンターパーティー信用リスクを削減するためのルールを導入した<sup>50)</sup>

- 全ての標準店頭デリバティブは CCPs を通じて統一的に清算されなければならない。

---

47) Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012, on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (以下, EU regulation OTC derivatives), (41), (43), (46), 27. 7. 2012, L 201/7.

48) トレード・レポジトリとはデリバティブの記録を集積し維持する中央データ・センターである (EU regulation OTC derivatives, 27. 7. 2012, L 201/14.)。デリバティブ市場の透明性を向上し、金融安定性のためのリスクを削減する上で中心的役割を担う。

49) CCP は、取引施設の要請に応じて、あらゆる取引施設における金融商品の清算を、非差別的かつ透明な方法で受け入れなければならない。また、取引施設は、CCP へのアクセスを正式に申請しなければならない。他方、取引施設は、当該取引施設で取引される金融商品の清算を望んでいる CCP の要請に応じ、差別的かつ透明な方法で、取引情報データベースを提供しなければならない (EU regulation OTC derivatives), 27. 7. 2012, L 201/6. (33), (34), (36)。

50) EU regulation OTC derivatives, (24), 27. 7. 2012, L 201/4., 201/6.

- もし契約が CCP を通じて精算されなければ、リスク削減方法が適用される必要がある。
- CCP は厳格かつ組織的な取引要件に準拠しなければならない。

第3に、市場参加者は詐欺や人的ミスなどのようなデリバティブ取引に関わるオペレーショナル・リスクを、店頭デリバティブ契約の期間を即座に確かめるための電子手段を利用することにより監視し、緩和することが求められる<sup>51)</sup>

以上のように、EMIRの施行により、店頭デリバティブ取引の清算集中と取引情報保存・報告制度の創設が実現した。参加者に対する取引の報告義務の賦課は、市場の透明性を向上させ、市場の公平性を担保する。また、デリバティブ取引のCCPによる仲介は決済リスクを軽減することにより、システミック・リスクは抑制されることが期待されたのである。

EMIRの意義について、D. Busch and G. Ferrarini (2017)は、店頭デリバティブにおける義務的清算制度の導入は、システミック・リスクの削減において画期的なステップであると評価し、以下のように述べている。

「CCPの役割についてしばしば定義されることは、全ての売り手にとって買い手であり、全ての買い手にとって売り手として行動する取引相手である。したがってネットポジションの最終的リスクを保有することになる。CCPに生じるリスクは、規制準備を除けば、清算機関の加盟者、そして彼らの顧客がCCPに提供する証拠金によってカバーされる。それらの証拠金はCCPの全体の潜在的エクスポージャーの99%を占めており、CCP加盟者によって十分担保される。事前積み立てデフォルト基金はCCP加盟者の一人あるいはそれ以上のデフォルトに対してCCPを保護するであろうし、一方、CCPの事前積み立て資本は大規模の加盟者のデフォルトからもCCPを保護できるであろう。こうした理由から、CCPは店頭デリ

---

51) EU regulation OTC derivatives, (24), 27. 7. 2012, L 201/4.

バティブ市場の大部分のリスクを集積するが、その金融ポジションは堅固に保護されている<sup>52)</sup>」。

店頭デリバティブ取引の清算集中に関する改革は、日本でも「金融商品取引法等の一部を改正する法律」（2010年5月12日に成立）の成立により進められた。店頭デリバティブ市場について、横山氏（2011）は店頭デリバティブ取引の清算集中の意義を以下のように論じている。

「2008年の金融危機に際し、店頭デリバティブ取引を行っている金融機関の破綻は、その取引相手に波及し、さらにそれが連鎖することでシステムミック・リスクを巻き起こすことが懸念された。それに対し、取引所取引については、清算機関を通じて清算（清算集中）が義務付けられていたため、金融機関の連鎖破綻によるシステムミックの危険性は低かったとされている。すなわち、取引所取引においては、通常、定められた清算機関が、本来の取引の相手方に代わって債務の引き受けを行うことで、取引に関する債権債務関係は、取引参加者と清算機関との間で成り立つこととなる。その結果、仮に取引参加者の一つが破綻したとしても、清算機関が「防波堤」として機能して（決済不履行のいわゆる遮断機能）、他の取引参加者への波及を食い止めることができるという訳である<sup>53)</sup>」

欧州委員会は、集中清算制度を創設する目的として市場の透明性の向上によ

52) Wymeersch, E., 2017, 22. 63-22. 66. 従来、デリバティブ取引には、登録された取引所で行われる場合を除き、証拠金が義務付けられていない。マーケット・メーカーとして行動する商業銀行や投資銀行は、これらの取引を簿外取引として処理することができるが、その取引で発生する損失をカバー出来ない場合、経営破たんにも陥る場合がある。証拠金支払い義務がないことは、重大なシステムミック・リスクをもたらすかもしれないと、1998年時点でジョージ・ソ罗斯は警鐘を鳴らしていた（ジョージ・ソ罗斯, 1999年, 276頁を参照）。

53) 横山淳, 2011年, 113頁を参照されたい。その他、デリバティブ取引の規制について、Wymeersch, E, 2017, *ibid.*, 22. 69. を参照。

る信用リスクとオペレーショナル・リスクの軽減を挙げており、それらのリスク軽減を図ることによりシステミック・リスクを防止することを目的としている。EMIRの施行により店頭デリバティブ取引の情報がCCPに集約されれば、EU金融当局は市場の動向と特定のリスクをより正確に監視できるようになる。また、デリバティブ取引に証拠金を義務づけることにより、システミック・リスクの軽減を図る点で効果が期待される。この点から、EMIRはデリバティブ取引の利用者（投資者）の保護に資すると評価できよう。

### 第三章 空売り規制

空売りはデリバティブとは異なる範疇のリスク・ヘッジおよび投機的手段である。金融危機において国債、CDS、株式等を対象とする空売りは、市場価格を不安定化させるため、価格差がもたらす損失を抱える金融機関が破綻する原因ともなった。投機目的に積極的な空売りを行っていたのが、ヘッジファンド、投資銀行、各種ファンドなどのSBSである。

2010年5月にドイツ連邦金融監督庁は、ユーロ圏16か国の政府が発行する国債の空売りを禁止すると発表した。その他、CDSやドイツ銀行などの一部の金融機関株も規制の対象となった<sup>54)</sup>

2010年9月にEUは、株式や国債などの空売り規制案に関して加盟国政府や欧州議会との法案制定に向けた調整に入ることとした。その案は、一定以上の空売り残高を持つ投資家に当局への報告義務を課すものである。

情報開示については、株式では空売り残高が発行済み株式総数の0.2%以上になった場合には投資家は当局に報告し、0.5%以上であれば市場関係者に幅広く公表する。国債の空売りの場合は、一定以上の残高で当局への報告義務だけが課される。各加盟国の金融当局による空売りなどの禁止・制限は原則として最長3カ月で、恒久措置としないように歯止めをかける。なお、株式などの

---

54) 『日本経済新聞』夕刊、2010年5月19日付け。



手当てが済んでいない段階での空売り（ネーキッド・ショート・セリング）は原則禁止となった<sup>55)</sup>

国際証券貸付協会（ISLA, International Securities Lending Association）は、欧州委員会により発表された空売り開示規制案は厳格過ぎて、市場の効率性を損なう恐れがあると、コメントした。ロングポジションを合わせた対称的な情報開示（規制当局へのプライベートの開示と総取引ポジションの匿名報告を含む）を生み出す透明性のある法案を支持する一方で、0.5%という情報開示に基準は低すぎると、ISLAは考えている。プライム・ブローカーと市場調査によれば、情報開示基準を超える空売りを避けようとする投資によって空売り活動は人為的に低下している。また、空売り規制は、流動性と価格発見（Price discovery）を低下させることにより市場の効率性を蝕む一方で、取引スプレッドを広げるであろうと、ISLAはコメントした<sup>56)</sup>

2011年8月にフランス、イタリア、スペイン、ベルギーの欧州連合（EU）加盟4カ国は金融株の空売り一時禁止を打ち出した。仏金融市場庁（AMF）は11日、ソシエテ・ジェネラルやクレディ・アグリコルなど11の銀行や保険会社の空売りを15日間禁止すると発表した<sup>57)</sup>

そうした規制の流れを受けて、EUは2012年3月に空売りとCDSのある側面に関する指令を採択した。域内金融市場の機能の向上、消費者と投資家の保護が指令の基本的な目的であるが、それらに加えて、各国間における規制の違いから生じる規制裁定行為を防ぐために国家間の協調と整合性をより保証する狙いがあった<sup>58)</sup> 当該指令は株式を空売りの対象としており、EUの他にアイルランド、リヒテンシュタイン、ノルウェーで施行された。その後、2012年11

---

55) 『日本経済新聞』朝刊、2010年8月15日付け。売付けの際に株の手当てがなされていない（貸し株の裏づけがない）空売りをする行為のことをネーキッド・ショート・セリングというのに対して、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時点において無条件で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。

56) Global Investor, London, Sept. 2010, “EU short-selling rules too stringent.”

57) 『日本経済新聞』朝刊、2011年8月12日付け。

月に債券と欧州のCDSを利用する投機の抑制を目的とする新たな空売り指令（Short Selling Regulation, SSR）が欧州経済領域にも適用された。この新たな空売り規制により、株式と同様に、ソブリン債とソブリンCDSの空売りも制限されることとなった。

2012年11月施行のSSRの背景にあるのは、ソブリン債とソブリンCDSの空売りがユーロ圏のソブリン債務危機を生じさせ、ギリシア、ポルトガル、アイルランド、イタリア、スペインの借入費用を維持出来ない高さに引き上げられたことである。こうした事態を繰返さないためにEUは、空売り禁止の適用により、CDS市場を利用する投機家によりソブリン借入費用が引上げられないことを保証しようとした<sup>59)</sup>

EEAにおける空売り禁止規則の主な特徴は、① EEAに登録されている株式とソブリン債の大規模なネット短期ポジション<sup>60)</sup>に関する新たな報告義務、② EEAに登録されている株式とソブリン債のnaked physical空売りの禁止、③ EEA債務についてのCDSポジションの広範囲の禁止であった<sup>61)</sup>

②について、マーケット・メイキング活動とプライマリー市場操作については免除された。つまり、金融機関のマーケット・メイキング活動において、株式、ソブリン債およびソブリンCDSについてのネットの短期ポジションは公開する必要がなく、したがって、それらの非カバー短期ポジションの制限を低下することができる。空売り禁止がマーケット・メイキング活動とプライマリー市場操作について免除されたのは、政府債市場は非流動的であり、それに加えて、マーケット・メイク方式では市場の流動性がさらに低いため、政府債の

---

58) Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps. (2) (Text with EEA relevance). Official Journal of the European Union, 24. 3. 2012.

59) Duncan, K., *Euromoney*, (Nov 2012).

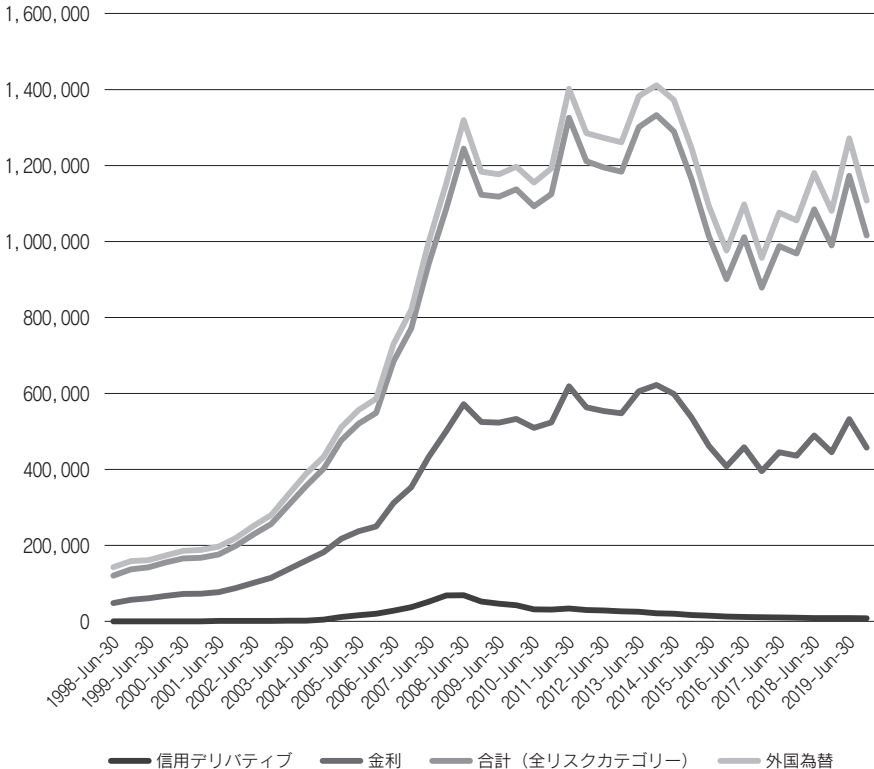
60) 空売りの売り手による市場での売り付け後は、未決済の株式の受渡債務が存在し、市場で株式を買い戻さなければならない。この未決済の株式の受渡債務の状態を短期ポジションという。

61) Gemma, V., Dec. 2012/Jan 2013.

空売りは上昇するかもしれないと批判されていたからである。ただし、この空売り禁止の免除は、自己勘定取引には適用されないとされていた<sup>62)</sup>

サブリン債とCDSの空売り規制は、CDS等と利用する信用デリバティブ取引に影響を及ぼした。図1が示すように2008年の金融危機以降、信用デリバティブ取引額は低迷している。これは投資家が投機対象としてCDSを敬遠し

図1 店頭デリバティブ名目想定残高 (単位:千兆ドル)



(出所) BIS, statistic, [https://www.bis.org/statistics/about\\_derivatives\\_stats.htm?m=6%7C32](https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm?m=6%7C32), 3-Sep-2020 access.

62) Financial Conduct Authority, <https://www.fca.org.uk/markets/short-selling/exemptions-requirements>, 19-Jan-2020 access.

ていることに加えて、当局の空売り規制がさらに取引を抑制する作用として働いているためと思われる。

## 結びにかえて

銀行の証券業務の分離の主たる狙いは、銀行の自己勘定規制である。EU規制案は、銀行から自己勘定取引を分離するべきとするリーカネン報告より一歩進み、狭義の自己勘定取引の禁止にまで踏み込んだものである。このような方向性で規制が法案化されれば銀行の信用リスクや市場リスクを抑制する上で望ましい。だが、「EU銀行部門の構造改革」報告書はどのような形で立法化され、EU構成国にどの程度強制力をもたせることができるのか、まだ不確定である。

EUのデリバティブ規制は、市場の透明性の向上による信用リスクとオペレーショナル・リスクの軽減を目的として進められた。EUは、2014年に金融商品市場指令（MiFID II）と金融商品市場指令（MiFIR）の制定により、規制対象として、従来の規制市場と多角的と取引施設という二つの取引施設の他に、新たに「組織された取引施設（OTF）」というカテゴリーを加えた。こうしてOTF（の運営者）に対しても、MTFと同様の開示規制を課したのである。また、デリバティブ取引のインフラとしての清算制度を整備するために、EMIRを採択し、店頭デリバティブの清算を中央精算所で行うことを義務付けることにより、取引の透明性を高めたのである。ただし、取引自体を規制するのではなく、あくまでもデリバティブ取引の市場の透明性をはかり、また、公正な競争の場を提供しようとしている。

以上の二つの規制に比べて評価できるのは、EUの空売り規制である。空売り規制は欧州員会主導で進められたというよりも、ドイツ、フランス、イタリアのコア諸国から自発的に規制強化の声が上がり、進められてきた。その後、ソブリン債務危機で深刻な影響をうけた南欧諸国にも空売り禁止が導入され、EEAにも適用が広げられた。この空売り規制は、CDSを利用する信用デリバ

タイプの取引を抑制する作用として働き、また、債券価格の異常な程の変動を引き起こすなどの弊害を無くす点では効果を上げている。

投機は資本主義にとって必然的な存在だとはいえ、投機による資産バブルが発生し、その崩壊が実体経済に影響を及ぼす度に、そうした悪影響の再発予防策が探られてきた。一旦市場を規制する動きが出てきても、規制が自由な取引を阻害すると認識されると、再び規制の自由化の声も大きくなる。今まさにそうした段階にあるといえる（2020年9月26日脱稿）。

### 参 考 文 献

- 大橋善晃「第2次金融商品市場指令（MiFID II）の概要」『証券レビュー』54(11)、日本証券研究所、147-186項。
- 高橋和也「欧州のトレーディング業務規制-2014年1月の欧州委員会規則案-」（『証券レビュー』第54号第12号）。
- 久保寛展「ドイツ法における空売り規制と金融市場の安定化」福岡大学法学論叢、第56巻第4号。
- ジョージ・ソロス『グローバル資本主義の危機』日本経済新聞社、1999年。
- 鈴木芳徳『証券市場と株式会社』白桃書房、2004年。
- 田中素香編著『現代ヨーロッパ経済』有斐閣、第5版、2018年。
- 日本証券研究所『図説 ヨーロッパの証券市場』2020年。
- 鳥谷一生・松浦一悦『グローバル金融資本主義のゆくえ』ミネルヴァ書房、2013年。
- 星野郁『EU 経済・通貨統合とユーロ危機』日本経済評論社、2015年。
- 永田祐司「わが国の金融制度」第17章（鈴木義徳『金融論』ミネルヴァ書房、1999年所収）。
- 平勝廣『最終決済なき国際通貨制度』日本評論社、2001年。
- 松浦一悦「シャドー・バンキング・システム」『松山大学論集』第31巻第5号、2019年12月。
- チャールズ・P・キンドルバーガー『熱狂、恐慌、崩壊 金融恐慌の歴史』日本経済新聞社、2004年。
- 山口和之「銀行の投資業務の分離をめぐる欧米の動向」『レファレンス』国立国会図書館2014. 3.
- 横山淳「金融商品取引法におけるデリバティブ規制とその動向」（『金融規制の動向と証券業』証券経営研究会編、2011年、所収）。
- 横山淳「ボルガー・ルール（自己勘定取引の禁止編）」2014年3月、大和総研。
- ロバート・F・ブルナー、シヨン・D・カー『ザ・パニック』東洋経済新報社、2009年。

若園智明「トランプ時代の米国金融規制 - ボルガー・ルールの再評価」『証券経済研究』第104号（2018年12月）。

BIS, Derivatives, OTC derivatives outstanding, <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>.

Duncan, K., Regulation : EU's short selling ban hits markets, *Euromoney*, London (Nov 2012).

Gemma, V., EU short selling : what US funds need to know, *International Financial Law Review* : London (Dec. 2012/Jan 2013).

Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU.

European Commission, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/post-trade-services/derivatives-emir\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/post-trade-services/derivatives-emir_en), 2020-Jan-30 access.

Financial Conduct Authority, <https://www.fca.org.uk/markets/short-selling/exemptions-requirements>, 19-Jan-2020 access.

IV. Final Rule A. Subpart B – Proprietary Trading Restrictions (Federal Register/Vol. 79, No. 21/ Friday, Jan. 31, 2014/Rules and Regulations, Department of the Treasury, Conformed to Federal Register Version, viii.

Global Investor, London, Sept. 2010, “EU short-selling rules too stringent.”

High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Chaired by Erkki Liikanen, FINAL REPORT, Brussels, 2 October 2012.

Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions, Brussels, 29. 1. 2014, COM (2014) 43 final.

Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012.

Regulation (EU) No 236/2012 of the European Parliament and of the Council of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps. (2) (Text with EEA relevance). Official Journal of the European Union, 24. 3. 2012.

Wymeersch, E., 2017, Part V The Broader View and the Future of MiFID, 22 Shadow Banking and the Functioning of Financial Markets, in edited by Busch, D. and Ferrarini, G., Regulation of the EU Financial Markets : MiFID II and MiFIR, (Oxford Legal Research Library).

\* 本論文は2019年度松山大学特別研究助成による成果の一部である。