

欧州における空売り規制の検討

小立 敬、齋田 温子

■ 要 約 ■

1. 欧州委員会の域内市場・サービス総局は、2010年6月14日、EUにおける空売り規制に関するワーキング・ペーパーを公表した。その背景には、最近のドイツの動向がある。ドイツはユーロ圏のソブリン市場の混乱を受けて、5月18日にEUや近隣諸国への通知なしにネイキッドの空売りとネイキッドCDSを禁止する措置を導入した。そのため、ドイツの単独行動に対して近隣諸国は批判的なコメントを発したほか、バルニエ欧州委員は効果的な適用のための調和の必要性を論じた。
2. ワーキング・ペーパーに対するコメント募集期間は1カ月を切っており、EUレベルで空売り規制の調和を急ごうという欧州委員会の姿勢がみてとれる。欧州委員会は、最近のユーロ圏のソブリン債の混乱を受け、空売り規制の政治的なプライオリティと緊急性が高いとしており、欧州委員会による正式な提案が2010年9月にも予定されていることを明らかにしている。
3. ワーキング・ペーパーが提案する空売りに関する開示規則として、①空売りポジションが一定の基準を超えた場合には規制当局への通知が必要となり、さらに、②それよりも高い基準を超過した場合には市場にポジションを開示するという段階的な枠組みを検討している。また、株式の空売りが認められる条件として、すでに株式を借りている場合や株式の借入契約を締結している場合等に限られ、ネイキッドの空売りに制限をかける方針を示している。
4. また、市場が混乱するような非常時には、空売りやCDS取引を禁止する権限を規制当局に与えることが提案されており、非常時における措置の発動条件、手続き、権限の範囲について、EU加盟国間の調和を図ることの必要性が述べられている。

I. 検討の経緯・背景

欧州委員会は、2010年6月14日、欧州連合（EU）における空売り規制に関するコンサルテーション・ペーパーを公表した¹。これは、法案提案権をもつ欧州委員会による空売り規制の正式なコンサルテーションではなく、欧州委員会の部局である域内市場・サービス総局（Directorate General Internal and Services）が、検討の叩き台として策定したワーキング・ペーパーとして位置づけられている。

その背景として、金融危機を受けて、EU加盟国27カ国のうち多くの国で時限的な空売り規制が導入され、現在も規制を継続する国が存在するという状況がある。さらに、最近のドイツの動向が影響しているとみられる。ドイツは空売り規制を2010年2月に一旦解除したが、ギリシャ問題に端を発するユーロ圏のソブリンの問題への対応から、ドイツ政府はEUや近隣諸国への事前通知なしに5月18日に空売り規制の導入を公表した。具体的には、連邦金融庁（BaFin）は2011年3月末までの時限措置として、①現物の手当てのないネイキッド（naked）の空売りを禁止し、②ユーロ圏のソブリン債に関連するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）に関してはヘッジ目的ではないネイキッドCDSを禁止する措置を直ちに適用した。ネイキッドの空売りの禁止は、ドイツ銀行やコメルツ銀行、アリアンツを含む金融機関等10社の株式とユーロ圏のソブリン債が対象となっている。その結果、ドイツ政府の突然の措置を受けて市場では大きな動揺が広がった。こうしたドイツの単独行動に対して英国などの近隣諸国から批判的コメントが出され、欧州委員会の域内市場サービス担当のバルニエ欧州委員は、効果的な適用のための調和の必要性を論じた²。

ドイツ政府が単独で空売り規制に踏み切った背景には、財政危機に陥ったギリシャに対する支援措置を巡る国内での政治的な駆け引きがあるとされている。ギリシャの財政問題が深刻化する中、欧州理事会は5月9日にユーロ圏諸国が協力して救済策を講じることで合意した。ドイツ国内での救済策の立法化を急ぎたい連邦政府の意図に反して、ドイツ国民のギリシャ支援への反発は根強く、こうした世論を背景に社会民主党（SPD）をはじめとする野党各党は、連邦議会での救済策の承認に抵抗を示していた。そのため連邦政府は、野党ひいては国民の支持を得やすい金融市場への規制強化策を明確に打ち出したということのようである³。

ドイツ政府は6月2日には、ネイキッドCDSの禁止、ドイツ国内の取引所（規制市場）に上場しているユーロ圏のソブリン債および全ドイツ企業の株式を対象とするネイキッドの空売りの禁止を恒久化する法案を閣議決定した。この法案には後述する欧州証券規制当局（CESR）が提案している空売りポジションに係る開示規定、非常時に法律で規定されたもの以外のデリバティブ等の取引を禁止する権限をBaFinに付与することが盛り込まれた。こうしたドイツの強硬姿勢に対して、当初は反発していたフランスも賛同の動きをみせて

¹ European Commission, Directorate General Internal Market and Services, “Public Consultation on Short Selling”.

² 2010年5月19日付のフィナンシャル・タイムズを参照。

³ 2010年5月19日付のフィナンシャル・タイムズ・ドイツ版を参照。

おり、メルケル独首相とサルコジ仏大統領は、6月9日に欧州委員会のバローゾ委員長に宛てて、EU全域で株式・ソブリン債のネイキッドの空売りおよびネイキッドCDSを禁止することを検討すべきという共同書簡を送付している。

一方、EUレベルの動きとしては、すでに2010年3月にCESRが空売りの開示の枠組みを検討する報告書を、5月にはその実務的な部分の検討ペーパーを策定している⁴。一方、今般の域内市場・サービス総局のワーキング・ペーパーは、EU域内における空売り規制の調和を図ることを目的とし、EUにおける空売り規制に関する政策オプションとして、①空売りに係る開示規則に加えて、②現物手当てのない空売り（uncovered short selling）のリスクを削減するための規則、③適当な規制当局に一時的に空売りを禁止する非常時の権限付与を検討している。

域内市場・サービス総局は、今般のワーキング・ペーパーは欧州委員会の正式な提案を提示したり、提案を先取りするものではないことを明確に述べているが、ワーキング・ペーパーに対するコメント募集期間は1ヵ月を切っていたことから、EUレベルで空売り規制の調和を急ごうという欧州委員会の姿勢がみてとれる。実際に、欧州委員会は最近のEUのソブリン債の混乱を受け、空売り規制の政治的なプライオリティと緊急性が高いとしており、欧州委員会による正式な提案が2010年9月にも予定されていることを明らかにしている。

II. 欧州委員会の提案

1. 規制の対象範囲

ワーキング・ペーパーは、まず空売り規制の対象範囲を議論している。具体的には、①EU域内の取引所およびMTFを含む取引施設（trading venue）で取引が認められるすべての金融商品を対象とする場合と、②取引施設で取引が認められる金融商品の中でも特定のもの、例えば、EUの株式および株式関連デリバティブ、EUのソブリン債およびその関連デリバティブ、EUのソブリンに関するCDSを対象に、それぞれ規則を適用する場合の2つの選択肢を提示している。CESRの報告書はすべての金融商品を対象に検討しているが、域内市場・サービス総局は規制対象の金融商品を限定することを想定して検討を進めている。

また、ワーキング・ペーパーは空売り規制の適用除外としてマーケット・メイクを挙げ、その理由として、①マーケット・メイクはEU市場に流動性を提供する重要な役割を担っていること、②マーケット・メイクは空売り規制に関する規制当局の問題意識の対象外であることを述べている。むしろマーケット・メイクを空売り規制の対象とした場合、流動性の供給能力に重大な支障が生じ、市場の効率性に逆効果となる点を指摘している。マー

⁴ CESR, “Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime,” Report, March 2010, and CESR, “Technical Details of the Pan-European Short Selling Disclosure Regime,” May 2010.

ケット・メークを規制の対象外とする対応は、CESR や証券監督者国際機構（IOSCO）の考え方と一致していると述べている⁵。

2. 空売りの通知・開示

CESR の報告書では、空売りに関する開示規則の枠組みとして、①空売りポジション（ネット・ベース、以下同じ）が一定の基準を超えた場合には規制当局への通知（notification）が必要となり、さらに、②それよりも高い基準を上回った場合には市場に開示するという段階的な枠組みが検討されている。こうした CESR の検討を踏まえて、域内市場・サービス総局も規制当局への通知、市場への開示という 2 段階の枠組みをベースとして議論を展開している。

ワーキング・ペーパーは、CESR の提案と同様、空売りに関する通知・開示の対象としてすべての金融商品を対象とするという選択肢とともに、もう 1 つのオプションとして、EU の株式と EU のソブリン債を対象を限定することを提案している。株式のみならずソブリン債を規制対象として規制当局に報告させることについては、EU のソブリン債の空売りポジションが市場の混乱やシステミック・リスクを生じたり、不正な意図でポジションが構築されていないかどうかを規制当局が把握できるようにすることをその理由として挙げており、最近のユーロ圏のソブリン市場の混乱を受けたものと考えられる。もっとも、ソブリン債の空売りポジションを市場に開示することには慎重であり、ソブリン債の空売りポジションを開示した場合に市場に与える影響を考慮する必要があるとしている。

具体的には、次のような通知・開示規則が提案されている。EU 株式に関する規制当局への通知については、株式に関連する空売りポジションの保有者は、当該ポジションが一定の基準に達し、またはその基準を超えたり、基準を割ったりした場合、適切な規制当局に通知することが求められる。その際の基準として時価総額（value of issued share capital）の 0.2%（それ以降は 0.1%の増減毎）と具体的な水準を示している。また、EU 株式に対する開示の基準については、通知の基準と同様、空売りポジションの保有者は、当該ポジションが一定の基準に達し、またはその基準を超え、基準を割ったりした場合に開示が求められる。開示が必要となる基準としては、時価総額の 0.5%の水準（それ以降は 0.1%の増減毎）が提示されている。

また、EU ソブリン債の通知基準に関しては、EU 株式に係る規則と同様、EU 加盟国のソブリン債に関連する空売りポジションの保有者は、当該ポジションが一定の基準に達し、またはその基準を超えたり、基準を割ったりした場合は、適切な規制当局に通知することが求められるが、株式に係る規則とは異なり具体的な水準は示されていない。その代わりソブリン債の通知に関する基準は、EU 加盟国のすべてのソブリン債の額面金額と市場参加者の平均ポジションを考慮して決定するという基準を設定する際の考え方のみが示されている。なお、前述のとおり、EU のソブリン債の空売りポジションの開示規則は設けら

⁵ IOSCO, "Regulation of Short Selling," Final Report, June 2009.

れていない。

規制当局に通知または市場に開示される情報としては、①空売りに係るポジションの保有者、②当該ポジションの規模、③当該ポジションに関する証券発行者、④基準に抵触した日付が挙げられている。また、EU では新たな EU レベルのミクロ・プルーデンス規制当局として CESR に替わる欧州証券市場機構（ESMA）の設置が予定されており、各国の規制当局は空売りポジションの情報を要約し、少なくとも四半期に 1 回は ESMA に提供することが求められる。

3. ネイキッドの空売りの制限

ワーキング・ペーパーは、現物手当てのない空売り（＝ネイキッドの空売り）は決済のフェイル・リスクを高め、結果として価格の高ボラティリティをもたらすという問題点を指摘している。そして、そのような潜在的なリスクを低減させるために、空売りが決済のフェイルをもたらす場合、ネイキッドの空売りに対して条件を課し、また、取引所や MTF を含む取引施設は、一定の状況において株式の手当てをを求めるための適切な措置を講じることが必要だとしている。

具体的には、株式の空売りが認められる条件は、①すでに株式を借りている場合、②株式の借入契約を締結している場合、③決済時点で株式の借入れを確かなものとするその他の取り決めがある場合に限られる。また、取引施設または清算機関、決済システムは、株式の手当てを図る手続き（buy in procedure）について取引日から一定の期間内に空売りを行った者が株式現物をデリバリーできない場合、決済のために株式の手当てを講じる規則を策定することが求められる。

4. 非常時の空売り、CDS 取引の制限

さらに、ワーキング・ペーパーは市場が混乱するような非常時には、空売りや CDS 取引を禁止する権限を規制当局に与えることを提案している。その政策オプションについては、非常時のフレキシビリティを残しつつ、非常時における措置の発動条件、手続き、権限の範囲について、EU 加盟国間の調和を図ることの必要性を述べている。その中で、ESMA は各国の規制当局間の協調を図る役割を担うことが期待されており、非常時の措置や適用期間について規制当局の間で一貫したアプローチを確保することが求められている。

具体的には、非常時の空売りの制限として、EU 加盟国や EU 全体の金融の安定、EU の市場の信認に重大な脅威が生じる状況においては、規制当局は、①株式または債券の空売り、あるいは②株式、債券の価格や価値が低下した場合に利益をもたらす取引、つまりデリバティブ取引を禁止し、または条件を課すことができるとしている。また、非常時の CDS 取引の制限として、EU 加盟国や EU 全体の金融の安定、市場の信認に対して重大な脅威となる状況では、規制当局は EU 加盟国や EU のデフォルトに関連した CDS 取引を禁止するとしている。

規制当局は、非常時の措置として空売りや CDS 等の制限を発動した場合、措置の詳細(対象となる金融商品、取引を含む)、その期間、その根拠をウェブサイトにおいて公表しなければならないとしている。また、非常時の権限に基づいて導入された措置の適用期間として、3 ヶ月以内(1 回限りの 3 ヶ月間の延長オプションあり)という具体的な制限をかけている。

Ⅲ. ドイツの空売り規制の影響と欧州委員会の検討

ドイツ政府が 5 月 18 日に公表した空売り規制は、市場の混乱をもたらし、近隣諸国からも批判的コメントが出されたが、ドイツ国内ではその後、当該措置の影響は限定的であると評価されている。その理由として、第一に、投機的な意図のあるネイキッドの空売りはとりわけヘッジ・ファンドにより行われており、その取引の決済はドイツ国内ではなく主に米国で行われていること、第二に、ドイツ国内で連邦債のネイキッドの空売りを行っているのは連邦債を発行時に引受け、投資家に販売し、流動性を供給する役割を担うマーケット・メーカーとして大手銀行であり、今回の措置では規制の対象外とされていることなどが挙げられている⁶。

ドイツの空売り規制は国内ではその影響が限定的なものにとどまるとみられる一方、欧州委員会による EU 全域での空売り規制の検討を促すこととなった。結果として、域内市場・サービス総局が示した提案の内容をみると、①ソブリン債の対象がユーロ圏ではなく、英国債等を含む EU 全域のソブリン債であること、②空売り規制の対象となる株式やソブリン債は取引所(規制市場)に加えて MTF 等も含む取引施設で取引が認められるものであることの 2 つの点でドイツが導入した措置よりも範囲が広い。なお、ドイツが禁止しようとするネイキッド CDS に関しては、域内市場・サービス総局は具体的な方向性を示していない。

⁶ 2010 年 5 月 19 日付のフランクフルト・アルゲマイネ(オンライン版)を参照。