

～海外情報～

2012年4月19日 全9頁

EU、クロスボーダー・ヘッジのソブリン CDS 禁止？

ロンドンリサーチセンター
鈴木利光

空売り・CDS 規制の最終ルール公表

[要約]

- 2012年3月24日、EUは、空売りとCDSに関する規制の最終ルール（レギュレーション）を公表している。
- レギュレーションは、空売りポジションに関する透明性の強化、ネイキッド・ショート・セリングに対する制約、ネイキッドのソブリンCDSの禁止、規制管轄当局およびESMAの非常権限を柱としている。
- レギュレーションの最大の目玉は、ネイキッドのソブリンCDSの禁止である。欧州委員会による法案には含まれていなかった制約である。
- ネイキッドのソブリンCDSとは、デフォルト・リスクおよび価格下落リスクのいずれもヘッジしない、投機目的のソブリンCDSをいう。
- 禁止を免れる「ヘッジ目的」の詳細は、欧州委員会による細則（2012年半ばに採択される見込み）にて定められる。
- 細則を定める欧州委員会へのアドバイスをするESMAは、クロスボーダー・ヘッジを目的としたソブリンCDS（たとえば、ギリシャ国債に対して大きなエクスポージャーを有するフランスの銀行に対するエクスポージャーをヘッジすべく、ギリシャ国債のCDSを購入しようとする場合）を認めない旨提案している。
- こうしたESMAの意向に対しては、このようなケースの取引が投機目的であるとして禁止されるとするのは不条理であるという批判が寄せられている。
- 最終的に、クロスボーダー・ヘッジを目的としたソブリンCDSが認められるか否かは、欧州委員会による細則にて定められることとなる。そのため、これが採択されるまで、今後も重要な議論が継続されることとなる。

[目次]

1. はじめに	2
2. <u>空売りポジションに関する透明性の強化</u>	3
3. <u>ネイキッド・ショート・セリングに対する制約</u>	4
4. <u>ネイキッドのソブリン CDS の禁止</u>	4
5. <u>適用除外</u>	5
6. <u>規制管轄当局および ESMA の非常権限</u>	6
7. <u>罰則等</u>	7
8. <u>第三国の規制管轄当局との協定</u>	7
9. <u>適用時期等</u>	8
10. <u>おわりに</u>	8

1. はじめに

空売り・CDS規制の最終ルール

2012年3月24日、欧州連合（EU）は、空売り¹とクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）に関する規制の最終ルール（以下、「レギュレーション」）を公表している²。

足並みのそろわないアプローチは規制アービトラージを誘発

金融危機（2008年）、そしてユーロ圏におけるソブリン債のデフォルト危機（以下、「ユーロ危機」）（2010年）に際して、EU加盟国は各々、空売り（およびCDS）規制を導入してきた³。しかし、EU圏内における足並みのそろわないアプローチは、規制アービトラージを誘発するおそれがある。

EUワイドの統一規制の必要性

すなわち、レギュレーションの導入は、空売り（およびCDS）に関するEUワイドの統一された規制の必要性がきっかけとなっている。

空売り：透明性の欠如、株価下落、決済不履行リスク

加えて、EUは、空売りが金融危機やユーロ危機を引き起こしたわけではないとしても、空売りには、透明性の欠如、株価の下方スパイラルを誘発するリスク、そしてネイキッド・ショート・セリング⁴における決済不履行リスクというネガティブな側面があるとしている。

CDS：ネイキッドCDSは空売りと同様の機能

また、CDSについては、買い手が参照組織となる債券の発行体に対するエクスポージャーを有していない「ネイキッドCDS」の場合、買い手は信用リスクの上昇（ひいては参照組織となる発行体のデフォルト）を期待し、そこからリターンを得ることから、経済的には参照組織となる債券の空売りと同様の機能を有している。そのため、レギュレーションは空売りとともにCDSも規制対象としている。

本稿では、続く2.から9.にて、レギュレーションの概要を簡潔に紹介するものとする。

1 レポ取引および証券貸借取引（securities lending）における証券の移転は、「空売り」に含まれない点に留意されたい。

2 レギュレーションの制定に関する議論の途中経過に関しては、以下のレポートを参照されたい。

◆大和総研レポート「【連載⑦】デリバティブ・空売り規制（欧州）」（鈴木利光）[2010年11月10日]

◆大和総研レポート「EU、空売りとCDSに対する規制措置の検討へ」（鈴木利光）[2010年6月21日]

3 EU加盟国における空売り規制の態様については、欧州証券監督機構（ESMA）のウェブサイト、「UPDATE ON MEASURES ADOPTED BY COMPETENT AUTHORITIES ON SHORT SELLING」を参照されたい。

4 売付けの際に株式等の手当てがされていない空売り注文をいう。

2. 空売りポジションに関する透明性の強化

(1) EU 株式の空売りポジション

0.2% : 規制管轄当局
への報告

空売りを行う自然人または法人（以下、「プレーヤー」）は、EU の取引施設（trading venue）、すなわち金融商品市場指令（MiFID: the Markets in Financial Instruments Directive）によりカバーされる規制市場（regulated market）⁵および MTF（Multilateral Trading Facility）⁶での取引が認められる⁷株式を保有する企業の株式（以下、「EU 株式」）の空売りポジションが、発行済株式数の 0.2% に達した場合（それ以降は 0.1% の変動ごと）およびそれを割った場合には、翌取引日の 15:30 までに、規制管轄当局に報告をしなければならない。

0.5% : 公への開示

そして、EU 株式の空売りポジションが、発行済株式数の 0.5% に達した場合（それ以降は 0.1% の変動ごと）およびそれを割った場合には、翌取引日の 15:30 までに、公への開示（public disclosure）をしなければならない。

(2) ソブリン債の空売りポジション

「一定の基準」: 規制
管轄当局への報告

プレーヤーは、加盟国、欧州投資銀行（EIB）、欧州金融安定化機構（EFSF）および後継の欧州安定メカニズム（ESM）等が発行する債券（以下、「ソブリン債」）の空売りポジションが、「一定の基準」に達した場合（それ以降は「一定の割合」の変動ごと）およびそれを割った場合には、翌取引日の 15:30 までに、規制管轄当局に報告をしなければならない。

欧州委員会が指定

上記「一定の基準」および「一定の割合」は、その発行体ごとに、欧州委員会による細則（delegated acts）にて定められる。欧州委員会は、この細則を、遅くとも 2012 年 9 月末までに採択しなければならない（以下同様）⁸。

公への開示は不要

なお、ソブリン債市場の流動性に対する悪影響への懸念から、ソブリン債の空売りポジションの公への開示は要しないとされている。

(3) 第三国のプレーヤーへの適用

レギュレーションのうち、空売りポジションに関する透明性の強化の規定は、EU 域内のプレーヤーのみならず、第三国のプレーヤーに対しても適用される（後述 8. 参照）。

⁵ ロンドン証券取引所や NYSE Euronext 等、開示基準が厳格な透明性の高い市場をいう。

⁶ わが国の私設取引システム（PTS）、米国の代替取引システム（ATS）に相当する電子取引システムをいう（ex. Brokertec、Tradeweb、Bloomberg 等）。

⁷ EU の取引施設での取引が「認められる」ことで足り、実際に EU の取引施設で取引されることを要しない。

⁸ 欧州委員会による細則の採択は、2012 年半ばとなることが予想されている（Sidley Austin LLP “Analysis of Final EU Short Selling and CDS Regulation” [2012 年 3 月 26 日] 参照）。

3. ネイキッド・ショート・セリングに対する制約

(1) EU 株式の空売り

Locate Rule

プレーヤーは、EU 株式の空売りを実施するためには、その時点までに、借株を済ませているか、借株の合意手続きを開始しているか、もしくは決済時までの借株を可能とする第三者との合意を済ませているなければならない (Locate Rule)。

EU株式のネイキッド
空売りは事実上禁止

これにより、EU 株式のネイキッド・ショート・セリングは事実上禁止されているといえる⁹。

buy-in

また、加盟国内にある EU 株式の決済機関は、売り手が決済日後 4 営業日以内に株を提供することができない場合、株の買取り手続き (buy-in) を講じなければならない。また、株の買取りが不可能な場合は、決済日の時価に基づく現金補償 (決済不履行により生じる損失を含む) をしなければならない。当然、決済不履行をした売り手は決済機関に賠償する。

(2) ソブリン債の空売り

Locate Rule

プレーヤーは、ソブリン債の空売りを実施するためには、その時点までに、ソブリン債の借入れを済ませているか、ソブリン債の借入手続きを開始しているか、もしくは決済時までのソブリン債の借入れを可能とする第三者との合意を済ませているなければならない (Locate Rule)。

high correlation⇒
Locate Rule不適用

もっとも、ソブリン債の空売りが、当該ソブリン債の発行体の債券の買いポジション (ロング) をヘッジする目的のもとで行われ、その取引価格と当該ソブリン債の価格との間に高度の相関関係 (high correlation) が認められる場合、この制約は適用されない。

ソブリン債市場の流動性が低下⇒Locate Ruleの一時的なサスペンション可

また、ソブリン債市場の流動性が、(欧州委員会による細則にて定められる) 一定の閾値 (スレッシュホールド) を下回る場合、規制管轄当局は、6 ヶ月を超えない期間 (更に 6 ヶ月未満の延長可) に限り、この制約の適用を保留 (サスペンション) することができる。

事前通知

このサスペンションの実施にあたって、規制管轄当局は、欧州証券監督機構 (ESMA) および他の加盟国の規制管轄当局に対し、事前にその実施の意向を通知しなければならない。

4. ネイキッドのソブリン CDS の禁止

レギュレーションは、ソブリン債を参照組織とするネイキッド CDS (以下、「ネイキッドのソブリン CDS」) を禁止している。

デフォルト・リスク、
価格下落リスクのい
ずれもヘッジしない
ソブリンCDS

ネイキッドのソブリン CDS とは、参照組織となるソブリン債の発行体のデフォルト・リスクをヘッジする目的 (当該ソブリン債のロングを有する場合)、および当該ソブリン債の価格下落リスクをヘッジする目的 (当該ソブリン債の価格との間に相関関係が認められる資産または負債を有する場合) のいずれも有しない

⁹ Sidley Austin LLP “Analysis of Final EU Short Selling and CDS Regulation” [2012年3月26日]参照

ソブリン CDS をいう（詳細は、欧州委員会による細則にて定められる）。ひらたく言えば、投機目的のソブリン CDS である。

ヘッジ目的を有する場合のみ、ソブリン CDS が認められる

このネイキッドのソブリン CDS、すなわち投機目的のソブリン CDS の禁止を言い換えると、ソブリン CDS が認められるのは、デフォルト・リスクまたは価格下落リスクのいずれかをヘッジする目的（以下、「ヘッジ目的」）を有する場合のみということである。

ソブリン（CDS）市場に悪影響⇒「禁止」の一時的なサスペンション可

もっとも、「客観的な理由」に基づき、ソブリン債市場が適切に機能していないこと、およびこの制約が（特に、発行体の借入費用の増加や、新規の資金調達を困難とすることによって、）ソブリン CDS 市場に悪影響をもたらすことが認められる場合、規制管轄当局は、12 ヶ月を超えない期間（更に 6 ヶ月未満の延長可）に限り、この制約の適用をサスペンションすることができる。

「客観的な理由」の指標

上記「客観的な理由」は、参照組織となるソブリン債の金利上昇幅、当該ソブリン債の金利スプレッドの拡大幅、当該ソブリン CDS のスプレッドの拡大幅、大規模な取引の後に当該ソブリン債の価格が当初の均衡価格に戻る際の適時性、ソブリン債の取引量等の指標に基づくものでなければならない。

事前通知

このサスペンションの実施にあたって、規制管轄当局は、ESMA および他の加盟国の規制管轄当局に対し、事前にその実施の意向および理由を通知しなければならない。

「一定の基準」：規制管轄当局への報告

なお、このサスペンションが実施されている期間中、プレーヤーは、ソブリン債の空売りポジションのケース（2. 参照）と同様、ネイキッドのソブリン CDS のポジションが「一定の基準」に達した場合（それ以降は「一定の割合」の変動ごと）およびそれを割った場合には、規制管轄当局に報告をしなければならない。

5. 適用除外

(1) 主要取引市場が第三国にある企業の株式の空売り

（EU 株式には該当するものの、）第三国の取引施設を「主要取引市場」（出来高の最も多い取引施設）とする企業の株式の空売りについては、空売りポジションに関する透明性の強化（2. 参照）、ネイキッド・ショート・セリングに対する制約（3. 参照）の規定は適用されない¹⁰。

「主要取引市場」：2年毎に判断

規制管轄当局は、上記「主要取引市場」が第三国にあるか否かについて、当該第三国の規制管轄当局との情報交換に基づき（8. 参照）、少なくとも 2 年毎に判断しなければならない。「主要取引市場」が第三国にあると判断した場合、規制管轄当局は、当該株式を ESMA に通知しなければならない。

2年毎にリストを公表

ESMA は、「主要取引市場」が第三国にある企業の株式のリストを、2 年毎に公表する。このリストは 2 年間有効となる。

¹⁰ ここではあくまでもレギュレーションの適用関係を論じており、EU 域外の第三国（米国、日本等）の規制のクロスボーダーの適用関係は別途検討する必要がある点に留意されたい。

(2) マーケット・メーカーおよびプライマリー・ディーラー

マーケット・メーカーの活動（流動性の供給および顧客オーダーの実行）および（ソブリン債の発行体が公認する）プライマリー・ディーラーの活動については、空売りポジションに関する透明性の強化（2. 参照）、ネイキッド・ショート・セリングに対する制約（3. 参照）、ネイキッドのソブリン CDS の禁止（4. 参照）の規定は適用されない。

事前通知

上記の適用除外を受けるためには、マーケット・メーカーおよびプライマリー・ディーラーは、30 日以上前に、規制管轄当局に通知しなければならない。規制管轄当局は、これを ESMA に通知しなければならない。

リストを公表

ESMA は、適用除外を受けるマーケット・メーカーおよびプライマリー・ディーラーのリストを公表する。

6. 規制管轄当局および ESMA の非常権限

(1) 規制管轄当局の非常権限

特定の金融商品の空売りポジションの報告・公への開示

金融の安定もしくは市場の信認に対する深刻な脅威が認められる例外的な状況下において、規制管轄当局は、3 ヶ月を超えない期間（更に 3 ヶ月未満の延長可）に限り、プレーヤーに対し、特定の金融商品に関連する空売りポジションの報告または公への開示を要求することができる¹¹。

証券貸借取引の手数料の重大な変更の報告

同様の例外的な状況下において、規制管轄当局は、3 ヶ月を超えない期間（更に 3 ヶ月未満の延長可）に限り、特定の金融商品の証券貸借取引（securities lending）の貸し手に対し、当該取引に関する手数料の重大な変更の報告を要求することができる。

空売り禁止、ソブリン CDS の制限

同様の例外的な状況下において、規制管轄当局は、3 ヶ月を超えない期間（更に 3 ヶ月未満の延長可）に限り、空売りの禁止、およびソブリン CDS 市場への参入制限もしくはソブリン CDS の価格制限を課すことができる。

サーキット・ブレーカー

また、ある金融商品の価格が 1 取引日で大幅に下落した場合¹²、規制管轄当局は、翌取引日まで（更に 2 取引日未満の延長可）、当該金融商品の空売りを禁止することができる（サーキット・ブレーカー）。

事前通知

これらの非常権限の行使にあたって、規制管轄当局は、ESMA および他の加盟国の規制管轄当局に対し、事前にその詳細および行使の理由を通知しなければならない。

11 この非常権限は、すでに報告または公への開示が義務付けられている EU 株式およびソブリン債（2. 参照）に対しては適用されない。

12 株式の場合は 10% 以上の下落を要する。それ以外の金融商品に関する下落幅のスレッショルドは、欧州委員会による細則にて定められる。

(2) ESMA の非常権限

特定の金融商品の空
売りポジションの報
告・公への開示

金融の安定に対する脅威が認められ、かつ、規制管轄当局がこれに対する措置を講じていない（もしくは講じた措置が不十分である）という例外的な状況下において、ESMA は、プレーヤーに対し、特定の金融商品に関連する空売りポジションの（規制管轄当局への）報告または公への開示を要求することができる。

空売り禁止

もしくは、同様の例外的な状況下において、ESMA は、空売りを禁止することができる。

× ソブリン債の空
売り・ソブリンCDS

これらの非常権限は、ソブリン債の空売りおよびソブリン CDS には適用されない。これらに対しては、規制管轄当局の非常権限が適用されるためである。

事前通知

これらの非常権限の行使にあたって、ESMA は、規制管轄当局に対し、事前にその詳細および行使の理由を通知しなければならない。

3ヶ月毎にレビュー

ESMA は、これらの非常権限に基づく措置を、少なくとも3ヶ月毎にレビューしなければならない。このレビューがなされない場合、当該措置は自動的に失効する。

7. 罰則等

加盟国が制定

加盟国は、レギュレーションの違反に対する罰則等を、2012年7月1日までに制定する。

ESMAによる開示

ESMA は、加盟国の罰則等を開示する（定期的なアップデートあり）。

8. 第三国の規制管轄当局との協定

空売りポジションの
透明性の強化の規定

前述のとおり、空売りポジションに関する透明性の強化（2. 参照）の規定は、EU 域内のプレーヤーのみならず、第三国のプレーヤーに対しても適用される。

罰則等

そのため、当該第三国のプレーヤーがこの規定に違反した場合、加盟国の罰則等（7. 参照）が適用される。

協定締結⇒第三国に
対するレギュレーシ
ョンの適用を円滑化

そこで、（加盟国の）規制管轄当局は、第三国のプレーヤーに対するレギュレーションの適用を円滑にすべく、当該第三国の規制管轄当局と協定を締結しなければならない。

情報交換⇒「主要取引
市場」の決定

この協定は、（加盟国の）規制管轄当局が「主要取引市場」の所在を判断するための情報交換を包含する（5. 参照）。

9. 適用時期等

2012年11月1日～	レギュレーションは、2012年11月1日より適用される ¹³ 。
既存ルールのレストラン ドファザリング	なお、加盟国において、レギュレーションと規制対象が重複し、2010年9月15日より前から施行されている既存のルールは、2013年7月1日まで効力を有する。
既存のネイキッドCDS のレストラン ドファザリ ング	また、2012年3月25日より前に締結されたネイキッドのソブリンCDSについては、その禁止（4.参照）の規定に関わらず、そのまま取引の満期まで持ち切ることが認められる。

10. おわりに

以上が、レギュレーションの概要である。

ネイキッドのソブリンCDS禁止が目玉	レギュレーションの目玉は、間違いなく、ネイキッドのソブリンCDSの禁止（4.参照）である。
欧州議会の勝利	欧州委員会の法案（2010年9月15日公表）では、ここまで厳格な制約は提案されていなかった ¹⁴ 。この制約を提案したのは、ソブリンCDSがユーロ危機にもたらす悪影響を懸念した欧州議会である ¹⁵ 。そのため、この制約の正式導入は、「欧州議会の勝利」であると報じられている ¹⁶ 。
流動性不足、ボラティリティ上昇をまねくおそれ	欧州議会の経済金融問題委員会（ECON）は、2011年8月公表のレポート ¹⁷ にて、ネイキッドのソブリンCDSの禁止がもたらすインパクトを分析している。ECONは、このレポートにて、ネイキッドのソブリンCDSを禁止することは、ソブリン債市場の流動性に悪影響をもたらすおそれがあるとしている。これには、ソブリンCDSを許容される、ヘッジ目的を有するプレーヤー（買い手のみによって構成される公算が大きい）が、競って数少ないプロテクションを購入しようとすることによって、CDS価格のボラティリティが上昇するおそれも伴うといえよう ¹⁸ 。
「ヘッジ目的」の有無	また、レギュレーションでは、「ヘッジ目的」（デフォルト・リスクまたは価格下落リスクのいずれかをヘッジする目的）の有無が十分な明確性をもって説明されていない（前述のとおり、詳細は、欧州委員会による細則にて定められる）。 レギュレーションの前文21によると、たとえば、ギリシャ国債に対してエクスポージャーを有するプレーヤーや、ギリシャ国債との間に相関関係が認められるギリシャのエンティティに対してエクスポージャーを有するプレーヤーがギリシャ国債のCDSを購入しようとする場合、これがネイキッドのソブリンCDSとはみなされない（すなわち購入が禁じられない）ことは明確である。前者にはデフォルト・リスクをヘッジする目的が、後者には価格下落リスクをヘッジする目的が認められるためである。

13 レギュレーションは、「指令 (Directive)」とは異なり、加盟国による自国ルールへの「落とし込み」を要せず、直接的に加盟国に対する強制力を持つ。したがって、加盟国には、レギュレーションで定められる規制と異なるルールを設ける裁量が認められていない。

14 大和総研レポート「【連載⑦】デリバティブ・空売り規制（欧州）」（鈴木利光）[2010年11月10日]参照

15 欧州議会 “MEPs crack down on sovereign debt speculation and naked short selling” [2011年3月7日]参照

16 FT.com “EU ban on ‘naked’ CDS to become permanent” [2011年10月19日]参照

17 ECON “Assessment of the cumulative impact of various regulatory initiative on the European Banking Sector” [2011年8月]

18 Alternative Investment Management Association “The European Sovereign CDS Market” [2011年4月8日]参照

クロスボーダー・ヘッジが認められるか否かが不明確

これに対し、たとえば、ギリシャ国債に対して大きなエクスポージャーを有するフランスの銀行に対するエクスポージャーを有するプレーヤーが、そのエクスポージャーをヘッジすべく、ギリシャ国債の CDS を購入しようとする場合、これがネイキッドのソブリン CDS に該当するか否かは不明確である。こうした異なる加盟国間のクロスボーダーなヘッジ（以下、「クロスボーダー・ヘッジ」）が、価格下落リスクをヘッジする目的に該当するか否かが問題となる。

アドバイザーのESMAはクロスボーダー・ヘッジを認めない意向

細則を定める欧州委員会へのアドバイスをする ESMA は、そのコンサルテーション文書（2012年2月15日公表）にて、クロスボーダー・ヘッジを目的としたソブリン CDS を認めない（すなわち、禁止の対象となるネイキッドのソブリン CDS に該当する）旨提案している。ESMA は、2012年2月29日に開催したパブリック・ヒアリングにおいても、クロスボーダー・ヘッジは価格下落リスクをヘッジする目的に該当しない旨明言したとされている¹⁹。

こうした ESMA の意向に対しては、多くの批判が寄せられている。まず、前述のようなケース（ギリシャ国債に対して大きなエクスポージャーを有するフランスの銀行に対するエクスポージャーをヘッジすべく、ギリシャ国債の CDS を購入しようとする場合）の取引が投機目的であるとして禁止されるというのは不条理であるという批判がある²⁰。ECON も、クロスボーダー・ヘッジは投機目的ではないとしている²¹。

また、そもそも、レギュレーションがクロスボーダー・ヘッジを目的としたソブリン CDS を明確に禁止していない以上、ESMA の提案はこれに抵触するという批判もある²²。

欧州委員会の細則に委ねられる

最終的に、クロスボーダー・ヘッジを目的としたソブリン CDS が認められるか否かは、欧州委員会による細則にて定められることとなろう²³。そのため、これが採択されるまで、今後も重要な議論が継続されることが見込まれる。

以上

19 REUTERS “Short-selling and CDS regulation in EU: Less to nakedness than meets the eye, funds and firms argue” [2012年3月5日]参照

20 Managed Fund Association “RE: EU Short Selling Regulation – Response to Public Consultation on Draft Technical Standards on Possible Delegated Acts” [2012年3月9日]等参照

21 ECON “Assessment of the cumulative impact of various regulatory initiative on the European Banking Sector” [2011年8月]参照

22 Investment Management Association “IMA EXPRESS CONCERNS ABOUT ADVICE ON SHORT SELLING” [2012年3月14日]等参照

23 欧州委員会による細則の採択は、2012年半ばとなることが予想されている（Sidley Austin LLP “Analysis of Final EU Short Selling and CDS Regulation” [2012年3月26日]参照）。