

日米の空売り規制

空売りによる売り崩しが株式市場における金融機関等の株価の急激な下落の原因であるとの理由から、98年6月に成立した金融システム改革法により強化された空売り規制が同年10月23日より前倒しで施行される改正が行われた。

空売り規制は米国規制にならって導入されたが、今回の改正により証券会社に対しては米国よりも厳しい規制となったようだ。

1. 空売り規制の強化の背景

1) 従来の規制

(1) 我が国の空売り規制の考え方

空売りとは、有価証券を有しないで売付ける行為であり、空売りをした者は買い埋めを行うが、相場が下がれば利益を得ることになる。空売りは、売り崩しによる相場操縦や、大量に行われると相場の下落傾向を激化させ、意図的に不当な取引等に利用されるという理由から証券取引法で規制されている。

一方、現金を持たずに買付ける「空買い」については、相場の上昇傾向を不当に激化させる場合や、相場操縦に用いられ、不公正な取引に利用されるという理由が同様に考えられるが、規制の対象とはなっていない。その理由として、①証取法の目的の一つが究極的には企業等の有価証券の発行体の資金調達及び有価証券へ投資をした者の資金回収のためという「売り手保護」にあること、②証取法1条に規定されている有価証券の円滑な流通という観点から、むやみに空売りが行われると、発行証券数に限りがあるため、受け渡しが行われなくなるおそれがあるが、受渡しに支障がないと判断される場合には認めるといふこと、が根拠として指摘されている¹。

空売りに対する具体的な規制は、空売りを行う場合の明示義務と空売りの価格制限であり、法律ではなく政省令で定められている（証券取引法施行令26条の2、26条の3、26条の4、「有価証券の空売りに関する省令」）。空売りの定義に該当する取引がすべて規制されるというわけではない。例えば、先物取引で売する場合や信用取引の売建てなど、有価証券を有しないで売ることが当然であるため、空売りの定義に該当しても、別に規制が

¹ 神田秀樹監修・野村證券法務部編「注解証券取引法」（有斐閣）1167～1168頁。

あるため、空売り規制の適用は受けない。また、相場より高い値段での空売りなどは相場
の下落傾向を激化させるおそれがないため規制する必要はないとされている。

(2) 米国から導入された空売り規制

我が国の空売り規制は米国証券取引所法にならっている。米国の空売り規制は、38年に
導入された。当時、空売り規制については賛否両論があったが、63年にSECが議会議に提
出した62年5月の株価暴落に関する実態調査²で空売りが相場下落傾向を激化させたこ
とが示されたため、空売り規制は支持されている³。

我が国の従来の空売り規制は、実際上の問題が発生した結果規定されたものではないの
で、米国の規制に比べ若干緩やかなものとなっていた。ちなみに、証券取引等監視委員
会の年次報告「証券取引等監視委員会の活動状況(98年10月)」によると、92年の活動開
始以来初めて検査結果に基づく空売り規制違反に関わる行政処分勧告が行われている⁴。

2) 空売り規制の前倒し実施の背景

97年末に相次いだ証券会社及び金融機関の経営破たんを受け、株式市場・債券市場では、
信用不安から、不良債権の多い銀行や比較的体力のない会社の株式や社債が売られ、価格
が大きく下落するなど、不安定な相場となった(図1)。

大蔵省は、このような事態を早期に払拭するため、98年1月7日に発表した「株式市場
強化策」において、証券市場の自由化を推進していく中で、公正で信頼できる市場の整備
の1方策として、空売り規制の強化を取り上げた。そして、空売り規制の強化は、公正取
引ルールの整備・拡充等として、日本版ビッグ・バンの具体策である自由で公正な金融シ
ステムを構築することを目的とした金融システム改革法に盛り込まれたのである⁵。

金融システム改革法は、証券取引法など関係法律24本の改正を一括化したもので、同
年6月5日に成立し、原則として同年12月1日に施行されることとなっている。

しかしながら、98年秋の臨時国会での金融再生法案等の審議に際して、各種情報に基づ
き一部の特定の銘柄の株価が大きく変動した背景に、空売りによる相場の売崩しが問題視
されたことから、早期に公正で透明な証券市場の構築の促進を図るため、議員立法により

² "Special Study of Securities Markets" H.R. Doc. No.95, 88th Cong., 1st Sess. 251 (1963)

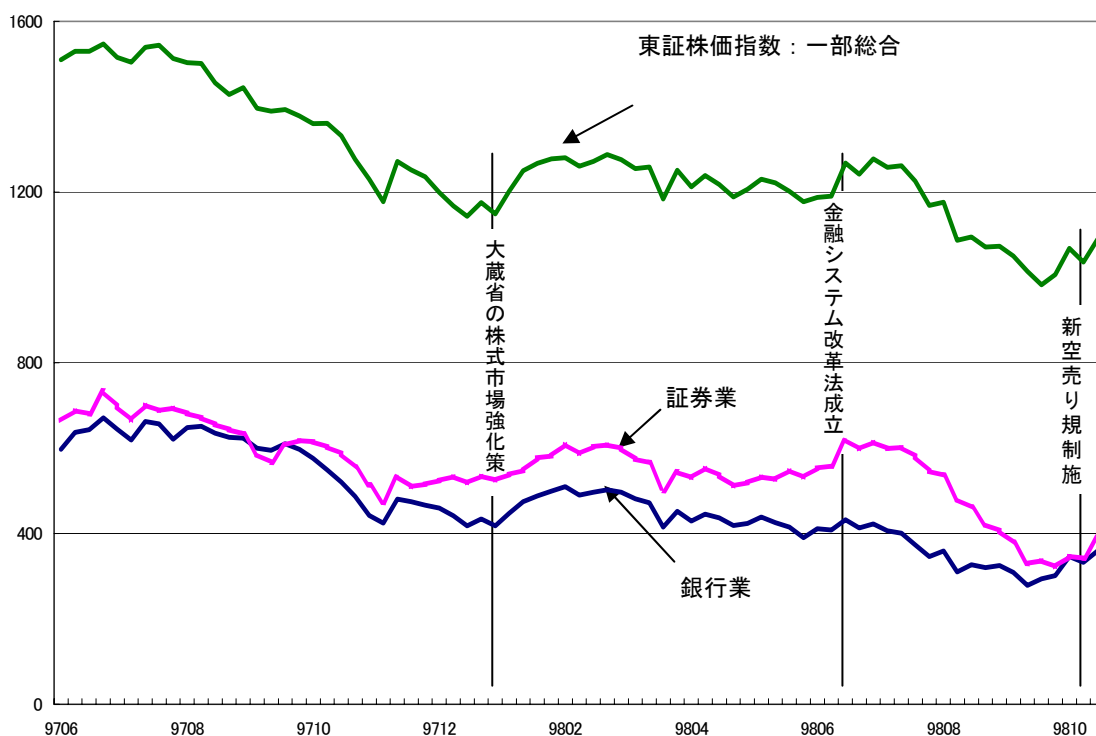
³ 同実態調査によると、62年4月から6月の間の相場下落の間に、非会員は空売りの割合を引き上げ、
相場が急激に下落した5月の最後の数日間には全空売りの50%以上にもなっていた。62年5月28にお
ける8つの主要銘柄の取引を検証した結果、3つの銘柄についてそれぞれ1万株以上の空売りがなされ、
そのうち2つの銘柄では全売付けの16%超を占めていた。

⁴ 98年5月26日、INGベアリング証券会社東京支店は、97年5月から12月までの間、70件の空売りを
明示せず、17件の直近の価格に満たない価格で空売りした。会社に対して、株式ディーリング部の一
部業務の停止(2日間)、転換社債ワラント部の一部業務の停止(1週間)という処分が行われた。

⁵ 空売り規制の見直しのほか、不正利得の没収・追徴や、不正取引行為、風説の流布、相場操縦、インサ
イダー取引その他の不公正な取引に対する規定について整備された。

金融システム改革法は異例の施行日前改正が行われ、新しい空売り規制は 98 年 10 月 23 日に実施されることとなった。

図 1 銀行業及び証券業の東証業種別株価指数の推移（週末値）



(出所) 野村総合研究所

2. 新しい空売り規制

新しい空売り規制の前倒し施行に併せて、証券取引法施行令及び有価証券の空売りに関する省令（以下、空売り省令）の改正が 10 月 13 日に公布された⁶。また、東京証券取引所や日本証券業協会からも、正会員や協会員に対し、新しい空売りに関する諸規則の改正が通知された。

1) 新証券取引法と政省令の改正

(1) 空売り規制の対象拡大

新証券取引法では、空売り規制の対象が有価証券を有しないで売付ける場合に加え、有

⁶ 新空売り省令は 98 年 11 月 20 日にさらに一部改正された（同年 12 月 1 日施行）。

借入証券を借り入れて売付ける場合や、有している有価証券（借入れているものを除く）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ない場合にも拡大された（新証券取引法 162 条 1 項 1 号、証取法施行令 26 条の 2）。なお、旧施行令 26 条の 2 第 2 項には、有価証券を有してその売付けを行う旨の表示ができる場合として、売付けをする顧客が売り付ける有価証券を有し、かつ売付け後遅滞なく不当な不便又は費用を要しないでその有価証券を会員に提供することができる旨をその会員があらかじめ知っている場合等の規定が設けられていたが、今回の改正で削除された。

空売りについての具体的な規制については、従来の空売りを行う場合の明示義務と空売り価格の制限に加え、**顧客の明示義務と証券会社の確認義務**が新たに規定された（同令 26 条の 3、26 条の 4）。つまり、証券会社だけでなく顧客も、有価証券の売付けが空売りであるか否かを明らかにしなければならないとともに、証券会社は、顧客からの委託売買についてそれが空売りであるか否かの確認をしなければならないこととなった。

また、証券会社は取引所取引や店頭取引において直近に公表された価格に満たない価格において空売りをしてはならず、顧客も直近に公表された価格に満たない価格において空売りを行うよう証券会社に指示してはならない。この場合に、有価証券の配当落ち又は権利落ち後に売付けが行われる場合には、空売りの直近の価格は、配当落ち又は権利落ち前における価格から配当又は権利の価額を控除して計算したものである（同令 26 条の 4 第 3 項）。

空売り規制に違反した場合には、従来通り 30 万円以下の過料に処される（新証券取引法 208 条の 2 第 2 号）。

（２）空売り規制の適用除外取引

空売り省令では、空売りの明示・確認義務（施行令 26 条の 3 第 5 項）や空売りの価格制限（施行令 26 条の 4 第 4 項）が適用されない取引を以下のように定めている（表 1）。

有価証券市場における売付けで空売りの明示・確認義務や価格制限がないのは、①有価証券先物取引、②信用取引、③発行日取引、④貸借取引（取引所の会員が自己の計算において、証券金融会社から取引所の決済機構を利用して借り入れた有価証券で決済する取引）⑤株価指数等先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付け、⑥我が国取引所に上場されている外国法人の発行する株券等の空売りについて、そのための株券等を外国有価証券市場で買付ける場合、⑦転換社債券及び新株引受権付社債券以外の債券の売買についてである。

空売り省令の改正により、上記⑤が適用除外から削除（価格制限のみ適用されない取引とされた）され、上記⑥の株券等に外国投資証券が加わったほか、⑧買い付け決済未了の有価証券の売付け（その買付けた有価証券により売付けの決済を行う取引）、⑨貸し付けている有価証券（借り入れたものを除く）の売付けであって、その決済前に返還されることが明らかな場合におけるその有価証券の売付けを行う取引、⑩有価証券市場における立

会外の売付け、⑩転換社債、新株引受権付社債等の転換権、引受権行使後の売付けが新たに適用除外取引とされた。

明示・確認義務はあるが価格制限は適用されない取引は、①株価指数等先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付け、②ヘッジ取引、③単位未満株の有価証券の売付け、④他の有価証券市場との価格平準化のための有価証券の売付け、となっている（空売り省令1条、3条）。

店頭売買取引による売付けについても、有価証券市場における売付けに準じている。但し、証券業協会の協会員が行うマーケットメイク取引には、明示・確認義務及び価格制限は適用されない（空売り省令2条5号）。マーケットメイク取引における空売りとは、特定の銘柄の店頭売買有価証券につき恒常的に売付け及び買付けの気配を出す義務を負う協会員（マーケットメイカー）がその売付けに係る気配に基づき自己の計算による空売りを行う取引である。同様に、証券業協会の協会員が自己の計算による空売りをを行う取引のうち、証券金融会社から当該証券業協会の決済機構を利用して借り入れた店頭売買有価証券をもって決済する取引も加わった（同条4号）。

表1 新しい空売り規制の適用除外となる取引一覧

空売り規制の適用除外取引	明示・確認	価格制限
有価証券先物取引	なし	なし
信用取引	なし	なし
発行日取引	なし	なし
貸借取引	なし	なし
外国法人の発行する有価証券の空売りで、外国市場でその有価証券を買付ける場合	なし	なし
転換社債券及び新株引受権付社債券以外の債券の売買	なし	なし
決済未了の有価証券の売付け	なし	なし
有価証券市場における立会外の売付け	なし	なし
貸付け有価証券の売付けで決済前に返還されることが明らかな場合	なし	なし
転換社債、新株引受権付社債等の転換権、引受権行使後の売付け	なし	なし
マーケットメイク取引（注）	なし	なし
株価指数等先物取引等との間の裁定取引のための売付け	あり	なし
ヘッジ取引	あり	なし
単位未満株の有価証券の売付け	あり	なし
他の有価証券市場との価格平準化のための有価証券の売付け	あり	なし

（注1）下線は改正項目を示す（98年11月20日現在）。

（注2）店頭売買取引による売付けについてである。これ以外は、有価証券市場における売付け及び店頭売買取引による売付けの両方に適用される。

（出所）野村総合研究所

2) 東京証券取引所及び日本証券業協会の諸規制

(1) 東京証券取引所の諸規制の見直し

東京証券取引所は、10月20日に、空売り規制の見直しに伴う「業務規程」等の一部改正を行った。

会員証券会社だけでなく顧客も、有価証券の売付けが空売りであるか否かを明らかにしなければならない。顧客は、有価証券の売買取引の委託をする際に、会員証券会社に空売りをする旨を明示しなければならない(受託契約準則6条)。

取引所会員証券会社は、取引所市場における委託注文については空売りか否かを確認するとともに、証券取引所に対して空売りであるか否かを明らかにしなければならない。つまり、空売りの注文には「空」の表示が義務づけられている。

① 価格規制の対象となる取引

空売りを行う場合の価格は、証券取引所が当該空売りの直前に公表した価格未満の価格で行ってはならない。新たに、価格規制の対象から除外された取引は、他の有価証券市場で買い付けてその決済を結了していない売付け、売買立会によらない売買取引(大口・バスケット売買取引、終値売買取引、過誤訂正のための売買取引)、転換社債等の転換請求を行っている場合の当該株券の売付け、株価指数先物取引のヘッジに伴う売付け、株券オプション取引に係る裁定取引に伴う売付け及び株券オプション取引のヘッジに伴う売付けである。

② 上場有価証券空売報告書による報告対象

取引所の正会員は、空売りを行ったときは、その売買取引を行った日の翌日までに、「上場有価証券空売報告書」によりその内容を取引所に報告しなければならない(東証業務規程72条、東証業務規程施行規則43条など)。「上場有価証券空売報告書」には、銘柄名、約定時間、売付株数、約定値段、自己・委託の別、注文受付番号を記載することとなっている。

他の有価証券市場で買い付けてその決済を結了していない売付け等が新たに適用除外取引となった一方、株価指数先物取引に係る裁定取引に伴う売付けが新たな報告対象(価格規制は対象外)となった(表2)。

表 2 上場有価証券空売り報告書の報告対象から除外される取引

- ・ 信用取引
- ・ 発行日取引
- ・ 自己の信用売り
- ・ 債券（転換社債、ワラント債を除く）
- ・ 上場外国株券に係る自己の取引で、本国市場等での買付を行うとともに、円滑な流通の確保のために行う売付け及び買注文に応じる売付け
- ・ 決済未了の売付け
- ・ 売買立会によらない売買取引（大口バスケット売買取引など）
- ・ 転換社債等の転換請求を行っている場合のその株券の売付け

（２）日本証券業協会の諸規制の見直し

日本証券業協会は、10月21日に、新たな空売り規制に対応して、「店頭における有価証券の売買その他の取引に関する規則」（公正慣習規則第1号）及び「証券従業員に関する規則」（公正慣習規則第8号）の一部改正を行った。

証券業協会の会員が行う店頭売買有価証券の店頭売買取引についても、取引所取引の場合に準じた規制となっている。すなわち、会員は、店頭売買有価証券取引について空売りか否かの別を明らかにし、その空売りの内容について、所定の様式により、売付けを行った翌日までに協会に報告しなければならない（20条7項、31条）。新たに、会員は、顧客から店頭売買有価証券の注文を受ける場合には、その都度、その注文が空売りか否かの別の指示を受けなければならない（4条2項8号）。

また、証券会社の従業員が、以下のような空売り規制に違反する行為が公正慣習規則8号上の禁止行為として追加された。

- ・ 顧客から有価証券の売付けの注文を受ける場合に、空売りか否かの別を確認しないで注文を受けること（9条3項36号）。一空売り省令1条及び2条に規定する取引を除く。
- ・ 顧客から受託した空売りについて、その空売りに係る有価証券につき証券取引所又は本協会が当該から売りの直前に公表した価格に満たない価格でその空売りを行うこと（9条3項37号）。一空売り省令3条及び4条に規定する取引を除く。
- ・ 顧客から注文を受けた空売りを他の会員に委託する場合において、その空売りに係る有価証券につき証券取引所又は協会がその空売りの直前に公表した価格に満たない価格でその空売りを行うよう指示すること（9条3項38号）。一空売り省令3条及び4条に規定する取引を除く。

3. 米国における空売り規制

1) SEC による空売り規制の内容

(1) 規制の対象となる「空売り」

「空売り (short sale)」とは、売り主が証券を所有しないで行う売却または売り主が借り入れた証券もしくは売り主の計算において借り入れた証券の引渡しによって完了する売却をいう (1934 年証券取引所法規則 (以下、「SEC 規則」とする) 3b-3)。つまり、貸し株を利用した場合にも空売り規制は適用される。

証券取引所上場証券 (非上場取引特権に基づく取引を含む) の取引所取引 (自己及び委託注文) における空売りは、一定の規制に服する。すなわち、①直近の出来値よりも低い価格での空売りは禁止される、②直近の出来値がその直前の価格よりも低い場合には直近の出来値と同じ価格での空売りも禁止される (SEC 規則 10a-1(a)(1))。

(2) 証券会社の義務

空売り規制の実効性を担保するために、証券会社は、売付け注文に「ロング(L)」または「ショート(S)」の表示をすることが義務づけられている (SEC 規則 10a-1(c))。「ロング」とは取引の対象となる証券を保有している状態であり、「ショート」とは保有していない状態を示す。

売付け注文時に「ロング」の表示が認められるのは以下の場合に限られる (SEC 規則 10a-1(d)項)。すなわち、①売却後に引き渡されるべき証券が、その売却の行われる口座に、現に計上されている場合、②当該ブローカーまたはディーラーが、売付け人が売付け注文を出した証券を保有 (own) しており、かつ、当該売付け人が、可及的速やかに、不相応の手間または費用を要しないで当該所有証券を売却が行われる口座に引き渡す旨の通知を受けている場合である。

売付け人が当該証券を保有しているとされるのは、以下の場合である (SEC 規則 3b-3)。

- ①本人もしくは代理人が当該証券の権利証書 (title) を持つ場合 ((a)項)
- ②本人が当該証券に関する無条件の売買契約を締結しているが、まだ証券の引渡を受けていない場合 ((b)項)
- ③本人が当該証券に転換もしくは交換可能な証券を保有しており、その転換権または交換権を行使した場合 ((c)項)
- ④本人が当該証券を取得するオプションを有しており、そのオプションを行使した場合 ((d)項)
- ⑤本人が当該証券を取得できる権利もしくはワラントを有しており、その権利またはワラントを行使した場合 ((e)項)

証券の「保有」の有無は、各人のネットのポジションによって判断される。例えば、ある顧客が2つの口座を有しており、1つの口座ではある株式1,000株を空売りし、もう一つの口座では同じ株式1,000株を保有しているという場合には、ネットのポジションはゼロであり、当該顧客による当該銘柄の売却は、すべて「空売り」にあたる（SEC規則3b-3）。

「ロング」の表示がなされている売付け注文の執行には、空売り規制は適用されない（SEC規則10a-1(e)(2)項）。つまり、正当な手続きを踏んで「ロング」と表示された注文が、事後的に貸し株によって調達された株式の売付けであったと判明したとしても、空売り規制の対象とはならないのである。証券会社としても、一定の手続きを踏んだ上で、顧客からの売り注文が実注文であると判断すれば、たとえ貸し株を利用していたことが事後的に明らかになったとしても義務違反を問われることはない。

（3）空売り規制違反に対する制裁

空売り規制に違反した場合、原則として、他のSEC規則同様、SECによる行政処分、民事罰の賦課などを受けることになる。

ブローカーが、「ロング」又は「ショート」の表示をせずに違法な空売りを行ったケースでは、証券業者登録取消、全米証券業協会（NASD）会員資格剥奪、実行犯の証券業界追放などの厳しい処分がなされた。

また、規則違反に問われるのはブローカーだけではない。顧客である弁護士が、実際には空売りであるのに「ロング」であると誤認させたケースでは、その弁護士に刑事罰が科されている。

2）NYSE 及び NASD による空売り規制

ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、75年6月に、SEC規則に基づき、空売り規制を導入した（NYSE規則440B）。SEC規則と同様に、NYSE会員の自己勘定又は顧客勘定での空売りを規制している。定期的に空売りに関する月次報告書を月末から翌月の6日以内に提出しなければならない（NYSE規則421）。空売り規制に違反した会員（法人の場合）には、1回目は1000ドル、2回目は2500ドル、3回目以降では5000ドルの罰金が課される。

全米証券業協会（NASD）による空売り規制でも、SEC規則と同じようにNASD会員の自己勘定又は顧客勘定での空売りを規制している（NASD規則3350）。この規制は、Nasdaq市場銘柄等に適用される。

おわりに

実務上新たな空売り規制において懸念されていることは、国内証券業者が投資家から売り注文を受けた場合の確認義務の程度である。特に海外投資家から売り委託を受けた場合、借りた証券であるのか、実際に保有している証券なのかの正確な確認が難しい。この点に関し、証券業者の日常業務に十分配慮された確認義務が法令上明確に規定されるべきであろう。

空売り規制の強化および厳格な適用によって、相場操縦や風説の流布等の不公正取引が起りにくくなることが期待されたようだが、過剰な規制は、市場の流動性を高める機能や買戻しによって下落をくい止めるという働きを減殺することにもつながる。相場操縦などの不公正取引を行おうとする者にとって、空売りは一手段にすぎない。相場操縦や風説の流布等の要件が抽象的であるため、本来ならば相場操縦等の規制を適用すべきところを、一律具体的に適用可能な空売り規制に依存しがちになることが危惧される。相場操縦については、それによって得た利益を没収する規定が新設され、証券取引等監視委員会の重点監視対象とされたが、今後とも不公正取引についてバランスのとれた規制の適用が望まれる⁷。

(橋本 基美)

⁷ 証券取引等監視委員会が98年10月7日に発出した「監視体制の徹底について」と題する文書では、風説の流布、株価操縦等の市場の価格形成機能を歪める行為に関する監視体制の徹底が指示されている。