

## 英国における空売り規制の見直し

英国金融サービス庁（FSA）は 2002 年 10 月 21 日、株式の空売りが最近の株価下落に拍車をかけているのではないかと懸念を受けて、空売りをめぐる情報の透明性を高める 6 つの規則案を盛り込んだディスカッション・ペーパーを公表した。本稿では、この 6 つの規則案も含め、空売りに対する英国での捉え方を紹介することとしたい。

### 1. 空売り行為に注目する英国金融サービス庁

英国金融サービス庁（FSA）は、2002 年 10 月 21 日、空売りをめぐる情報の透明性を高めるための 6 つの規則案を盛り込んだディスカッション・ペーパーを公表した。

FSA のハワード・デイヴィス理事長は、7 月 25 日に行ったスピーチや 9 月に招集した実務家や業界団体で構成するラウンドテーブルにおいて、株式の空売りに関する情報開示のあり方を検討する方針を明らかにしており、今回発表されたディスカッション・ペーパーは、この方針に立脚したものとなっている。なお、ラウンドテーブルの参加者には、活発な空売り取引によって株価の下落を招いているとして批判の槍玉にあげられているヘッジファンドやプライム・ブローカーなども含まれていた。

そもそも FSA が空売り規制の見直しに着手した背景には、株価の低迷が長期化するなかで、株式の空売りが最近の株価下落に拍車をかけているのではないかと指摘する声が少なくなかったことがある。例えば、英国の大手保険会社であるリーガル・アンド・ジェネラル（L&G）のプロッサーCEO は、FSA に送付した書簡の中で、株式の空売りにつながる貸し株行為に対して新たな課税を行うことで、機関投資家による貸し株を抑制すべきとさえ主張していた。

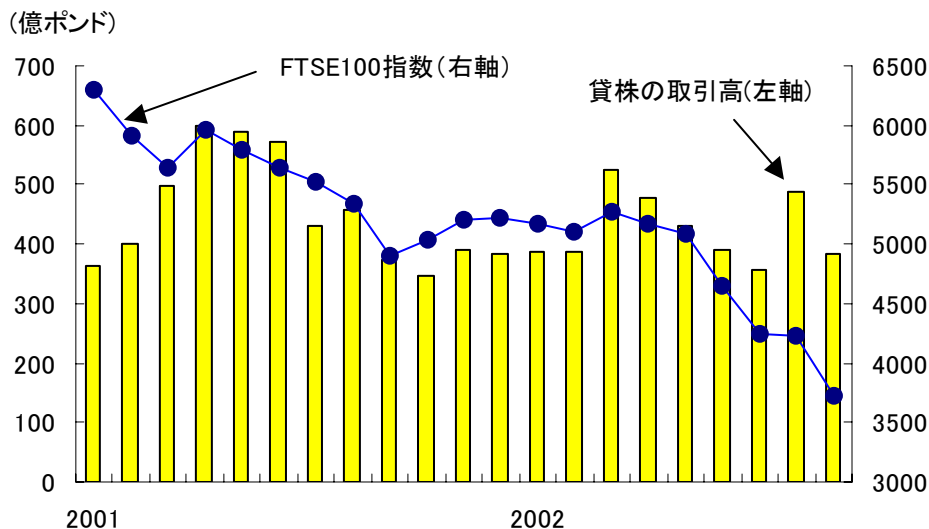
もっとも、こうした主張の根拠には疑問がある。現状では、FSA も空売りの実態を十分に把握していない。FSA は、英国の証券決済機関クレスト<sup>1</sup>から毎日提供される貸し株の取引高（総計）を、空売りの代理変数と見なして監視しているにとどまる。この貸し株の取引高<sup>2</sup>（月次、日平均）と FTSE100 種総合株価指数の動きとを比較する限りでは、株価の下

<sup>1</sup> クレストは、2002 年 7 月 4 日、国際証券決済機関ユーロクリアと合併することを発表。但し、英国では 2005 年まで「クレスト」のブランド名を引き続き用いる方針。クレストとユーロクリアとの合併について詳しくは、野村亜紀子・小橋亜由美「二極化に向かう欧州の証券決済機関—ユーロクリアとクレストの合併発表—」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

<sup>2</sup> 一般向けに公表されているのは貸し株の取引高（月次、日平均）であり、FSA がクレストから入手している日ベースの情報は公開されていない。

落が続いている最近、貸し株取引が増加しているという証しはない（図表 1）。

図表 1 FTSE100 指数と貸株の取引高



(出所) クレスト、Bloomberg 資料より野村総合研究所ヨーロッパ作成。

ハワード・デイヴィス理事長も、7月25日のスピーチのなかで、FTSE100 種総合株価指数が 5,000~5,300 の水準で安定的に推移していた時期と比較して、最近貸し株の取引高が大幅に (significantly) 増加したという証拠は見当たらない、と述べていた。そして、最近の株価の下落はヘッジファンドに原因があるのではなく、マーケットに対する投資家の懸念が広がっていることに主な原因がある、と結論付けていた。

## 2. 英国における空売り規制の現状

もともと FSA は、株式の空売りをマーケットに流動性を提供する合法的な投資行為として捉えており、一部の例外規定を除いて、空売りに対する制約は設けていなかった。したがって、米国を中心に導入されている価格規制、すなわち直近の出来値がその直前の異なる価格を上回る場合でしか空売りをすることが出来ない規則 (up tick rule) や、直近の出来値がその直前の価格と同じ場合でしか空売りをすることが出来ない規則 (zero tick rule) は、英国では導入されていない。

英国で直近、空売り規制の見直しが行われたのは 1996 年から 1997 年にかけての時期であった。当時、証券会社に対する規制を行う機関であった証券投資委員会 (The Securities and

Investments Board、SIB) は、1997年2月に英国財務省向けに作成した報告書<sup>3</sup>の中で次のように結論付けた。

第一に、多くの市場参加者が貸し株をすることが可能になれば<sup>4</sup>、結果として増加することが想定される空売り行為に関して、空売りが出来る範囲を特定化するよりはむしろ、市場が無秩序になることを回避する一般的な規制を導入することが望ましい。第二に、空売りの透明性を確保する何らかの規制を導入することが現実的に可能かどうか、流動性が小さい株式の空売り規制を導入しているケースがあるのかどうかを今後検討する必要がある。結果として、97年の見直しの際に、SIBが新たな規制を導入することはなかった。

一方、これに先立って、1994年にはロンドン証券取引所(LSE)が空売り規制のあり方について検討していた。LSEは、空売りが合法的な行為であるという認識を維持したうえで、流通市場における大量の売り付けといった特定の状況下では、LSEが空売り行為を(禁止するのではなく)抑制することを可能にする新たな規定を導入することにした。この規定は株式を売却する者の要求があってはじめて適用される。

1999年にはこの規定がStagecoach Holdings plcに適用された事例が見られたものの、その後同規定が適用されたことはない。このことから、例外的な事態が生じた場合に限り適用されていることが理解できる。

### 3. FSAのディスカッション・ペーパー

ここでは、FSAのディスカッション・ペーパーの概要を紹介することとする。FSAはこれまで通り、空売りが合法的な投資行為であるという認識を変更していないが、様々な現状をふまえ、空売りの透明性向上策として6つのオプション(選択肢)を打ち出した。

#### 1) 空売りをする主体は? 空売りをするのはヘッジファンドだけなのか?

空売りの主な主体としては、投資銀行をはじめとした金融仲介業者やヘッジファンド、投機家などが挙げられる。

空売りを活発に手がけていることによって株価の下落を引き起こしているとして批判を受けているヘッジファンドもショート・ポジションをとることがあるが、ヘッジファンドは、相対的に割高である別の株式におけるロング・ポジションと組み合わせたロング・シ

<sup>3</sup> The Securities and Investments Board "The Fiscal Liberalisation of Stock Borrowing and Repo in UK Equities :Regulatory Recommendations" (1997年2月)

<sup>4</sup> 1997年10月までは、株式を借り入れることが出来るのは登録マーケット・メーカーに限定されていたうえ、マーケット・メーカーでも借株が出来るのは既にショート・ポジションにあるか、或いはショート・ポジションをとる予定がある場合に限定されていた。その後借株に関する規制が緩和され、現在では市場関係者であれば誰でも合法的に株の借入をすることが認められている。

ショート戦略をとり、相対的な割高分の利益を追求するほうが一般的である。この場合、空売りをした株式の株価下落によって利益を得るわけではない。

ヘッジファンドがこうした空売り行為をしているとはいえ、英国の市場で空売りによる流動性の供給という重要な役割を担ってきたのはマーケット・メーカーである。売りと買いの価格を保証することが義務付けられているマーケット・メーカーは、顧客による注文執行を円滑に行うため、ショート・ポジションをとることが可能になっている必要がある。

一部の国々では、マーケットでの流動性に対する影響を軽減するため、マーケット・メーカーに対してはいかなる空売り規制も適用しない、というところも見られるなど、マーケット・メーカーを別扱いにすることは珍しくない。

## 2) 空売りが引き起こす潜在的なリスク

空売りが合法的な投資行為であるとはいえ、空売りが引き起こす潜在的なリスクがないわけではない。以下では、(1) 無秩序な取引、(2) 決済リスク、(3) 投資家保護、行為規則についてその概要を紹介する。

### (1) 無秩序な取引

無秩序な取引 (Disorderly trading) の例としては、株式の買い手をはるかに上回るレベルで空売りが横行する結果、株価が急落し、短期間のボラティリティが大きくなるような事態が想定できる。こうした事態を回避するため、米国を中心とした国々では、直近の出来値を下回る価格での空売りを禁止する規制を導入している。

翻って、英国のロンドン証券取引所 (LSE) では、空売りによって引き起こされる株価の変動に焦点をあてることはせず、どのような取引であれ、過度に株価が変動する事態には LSE が株式の取引を自動的に停止させることになっている。すなわち、LSE は、取引システム SETS が適用されている銘柄については、次の取引価格が直近のそれから 5% 以上変動する時には取引を自動的に停止させることにしている。一種の値幅制限である。ヴァーテックス<sup>5</sup> (virt-x) も英国の株式については LSE と同様な規制を導入している。

FSA が、米国を中心に導入されている空売りの価格規制に対してある種懐疑的な見方をしている背景としては、以下の 2 点が指摘できる。

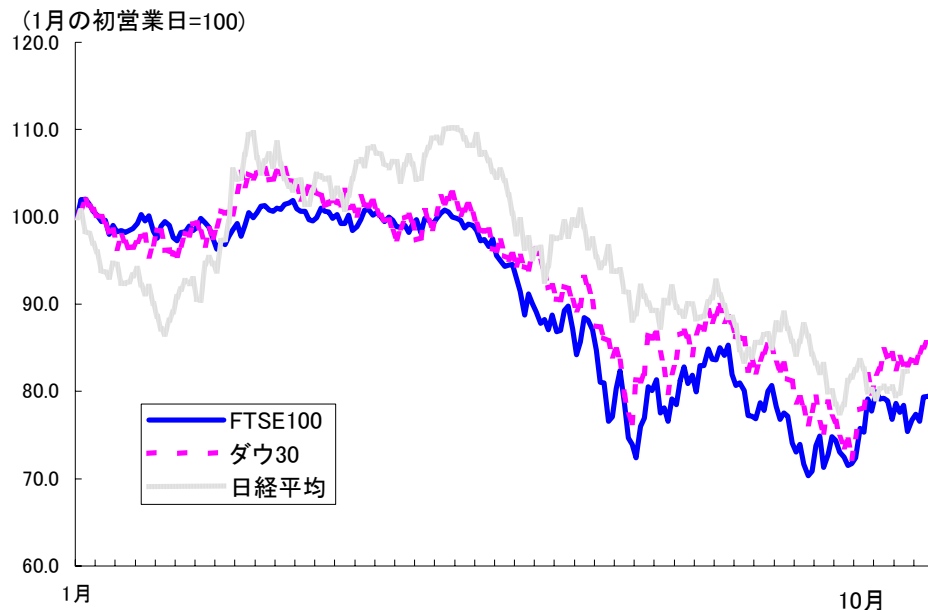
第一にこうした価格規制を導入することになれば、マーケット・メーカーなど価格規制を適用すべきではない市場参加者も存在するため、例外規定を設定する必要があり規則が複雑化する。

第二に、米国を中心に導入されている価格規制 (up tick rule) が株価のボラティリティを抑えたり、或いは株価の下落を和らげたりしているという明確な証左は見出せない。例え

<sup>5</sup> 英国の電子証券取引所トレードポイントとスイス証券取引所 (ブルーチップ銘柄部門) とが合併して誕生。

ば 2002 年に限っていえば、価格規制を適用している米国などの国々における株価が、英国のそれに比べて下落スピードが緩やかであるとか、株価のボラティリティが低いという顕著な証拠を見出すことは困難である（図表 2）。

図表 2 日米英の株価指数の推移（2002 年）



(注) 2002 年 11 月 5 日までのデータ

(出所) ブルームバーグより野村総合研究所ヨーロッパ作成

## （２）決済リスク

空売り取引に関するもう一つの懸念事項は、空売りをを行った株券を売り手が買い手に対して受け渡しをすることが出来ないリスクである。このリスクを最小限に抑えるため、空売りをする前に借り株が完了していなければならないこと、株券の受け渡しが円滑に行われるように何らかの契約が成立していることなどが義務付けられることもある。

英国では、公認投資取引所（Recognised Investment Exchanges）や公認証券決済機関（Recognised Clearing Houses）が、取引に伴う決済プロセスが円滑にタイムリーに実施されるよう、環境を整備することが義務付けられている。そのため、公認投資取引所や公認証券決済機関はそれぞれ、配当受益権をはじめとした権利を、決済プロセスの過程でもきちんと保護したうえで、タイムリーな決済がなされるよう、決済に関する規則を設定している。

その結果英国では、全体として決済及び受渡しの手続きが順調に行われている。受渡し、決済がうまく機能しない場合には、公認投資取引所や公認証券決済機関が介入し<sup>6</sup>、対処す

<sup>6</sup> 例えばロンドン証券取引所（LSE）は予定決済日（the Intended Settlement Date, ISD）までに決済が完了しない場合に LSE が介入する Buying-in rules を設定している。

ることになっている。

### (3) 投資家保護、行為規則

空売りはプロの投資家が行うのが基本であるが、個人投資家のために金融機関が空売りを行うこともある。この場合は当然、指定投資業務 (designated investment business) に従事するすべての企業が遵守しなければならない規則 (業務行為規則、Conduct of business rules) が適用されることになる。

### 3) 空売りの透明性を高めるためのオプション

FSA は、以上のような分析に基づいて、空売りの透明性を高めるための施策案として 6 つのオプションを提示した (図表 3)。

オプション①：現物株市場における空売りに報告義務を課す。

オプション②：現物株及びデリバティブ市場における空売りに報告義務を課す。

オプション③：空売りの代理変数として貸し株のデータを利用する。

オプション④：ある一定限度を超えた空売りに対して報告義務を課す。

オプション⑤：株の借り入れをしていない状況での空売り ('naked' short selling) に対して報告義務を課す。

オプション⑥：企業のダイレクターによる空売り取引に対して報告義務を課す。

図表 3 空売り取引の透明性向上のためのオプション

	概要	備考
オプション 1	すべての市場関係者は現物株市場における空売り取引を記録し、定期的取引所及び英国金融サービス庁 (FSA) に報告しなければならない。 報告された空売りの状況は定期的に一般にも公開される。	<利点> 市場はある特定の銘柄における空売りの状況を把握することによって、その状況に対する何らかの対応策を打ち出すことが出来る。企業側も、自社株の空売り状況を見ることが可能になるが、空売りのカウンターパーティは公表されない。
オプション 2	すべての市場関係者は現物株市場及びデリバティブ市場における空売り取引を記録し、定期的取引所及び FSA に報告しなければならない。	
オプション 3	空売りの代理変数として貸し株に関するデータを利用する。	クレストが現在一般向けに公表しているのは月間の貸し株 (日平均、全体) の数字だけである <sup>7</sup> が、FSA に対しては毎日貸し株の取引高 (総計) の数字を提供している。 クレストは既に全体及び個別銘柄に関する貸し株のデータを公表することが出来る状

<sup>7</sup> クレストのニュース・レターに掲載。

		<p>況にある。</p> <p>もともと、空売り市場では仲介業者が絡むことが多いため、クレストが作成している数字は相当程度二重にカウントされている。そのため、クレストが公表する数字がどの程度役に立つのか疑問視する見方もある。</p> <p>この点を改善するべく、クレストは現在第三者の情報ベンダーと協力し、流動性が高い個別銘柄について、より実態を反映した貸し株データの作成に努めている。</p>
オプション4	ある一定限度を超えた空売りをおこなった場合、当該株式の発行企業に対して空売りの情報を開示しなければならない	<p>1985年会社法によって、ある企業の議決権付き株式の持分が3%以上になった場合、発行企業に対してその旨を通知することが義務付けられている。また英国上場審査局(UKLA)の規則では、発行企業が通知された情報をマーケットに対して公表することも義務付けられている。</p> <p>同様な規定を空売りにも適用することが出来ないかを検討する。</p>
オプション5	現物株における借株を伴わない空売りのポジションをすべて開示することを義務付ける。	<p>機密性を確保するため、空売りをしている当事者に関する情報の開示はしないが、個々の銘柄における借株を伴わない空売りの合計金額は開示する。</p>
オプション6	理事会メンバーとなっている取締役(ダイレクター)は、当該企業の株式を空売りする場合、すべてのショート・ポジション(現物株、デリバティブの両者とも)を開示しなければならない。	<p>空売り全体に占める取締役による取引のシェアは大きくない可能性が高い。</p>

(出所)FSA 資料等より野村総合研究所ヨーロッパ作成。

## ＜補論＞ 貸し株市場

株式の空売りが株価の下落を加速していると懸念する向きがあるが、株式の空売りを可能にするためには一時的に株券を借り入れる必要があるわけで、空売りの背後には株券の貸し手が存在する。あるプライム・ブローカーによれば、英国市場において貸し出されている株券の残高は約 160 億ポンド程度ある。

貸し株市場では、株券の貸し手を年金基金や保険会社といった機関投資家が担い、投資銀行やヘッジファンドが借り手となるのが一般的な姿で、貸し手と借り手とを結ぶための仲介業者（カストディアン・バンクなど）も存在する（図表 4）。

英国の主要機関投資家は伝統的に貸し株を行ってきたが、株式市場の低迷が続き、ポートフォリオの運用成績が伸び悩んでいる今日、貸し株ビジネスは機関投資家の主要ビジネスの一つとして成長を遂げている。例えば、ブラッドフォード・カウンシルが管理する公的年金基金であるウエスト・ヨークシャー年金（預かり資産は 40 億ポンド）は、貸し株ビジネスにおける収益を 1 年間に 100 万ポンド計上しており、貸し株ビジネスが貴重な財源となっている。ウエスト・ヨークシャー年金によれば、2000 年に貸し株を行った地方自治体の年金<sup>8</sup>は 56 基金中約 15 基金であった、と推定している。

貸し株取引はつい最近になるまで、電話やファックスを用いた相対取引の形態をとってきたが、最近では米国を中心にして、貸し株取引のための電子プラットフォームを創設する動きも出てきており、効率的な貸し株市場を目指す動きが目立ちはじめた。

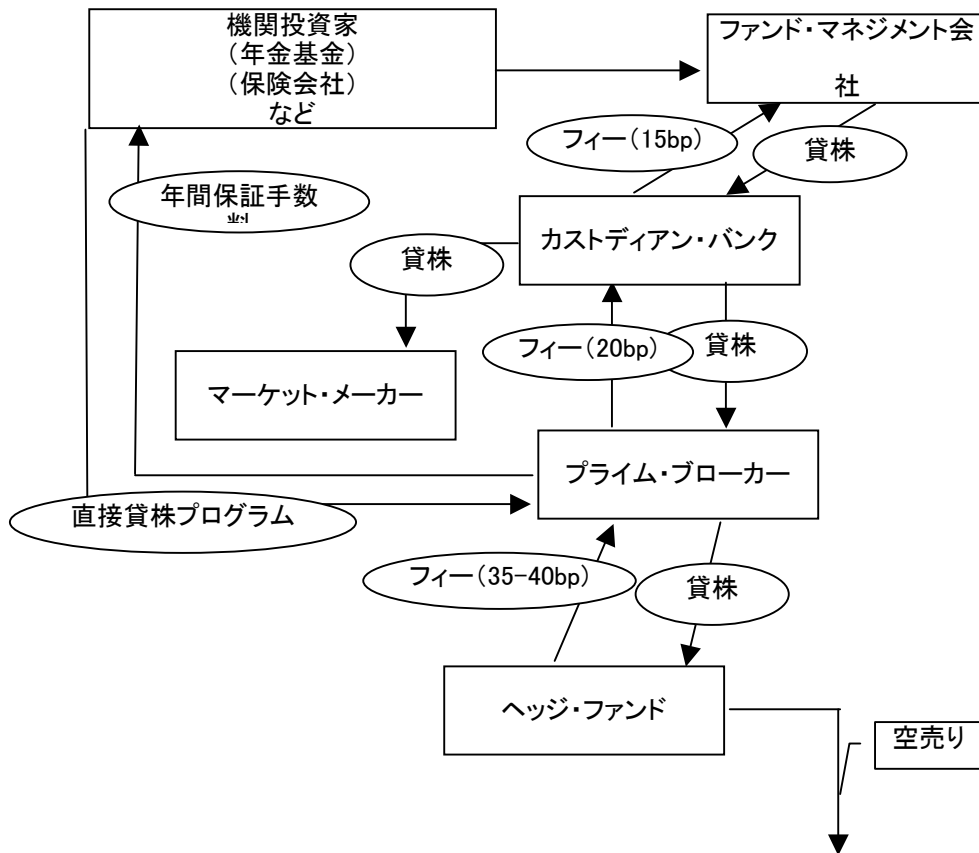
その代表的な例としては、2001 年 5 月にモルガン・スタンレーやゴールドマン・サックスなどの金融機関 10 社<sup>9</sup>が創設し、2002 年 7 月に業務を開始した EquiLend が挙げられる。EquiLend のプラットフォームは、プラットフォーム上で取引を行うための共通プロトコルを提供することで、貸し株ビジネスの効率性を高めるよう設計されている。EquiLend は、2002 年 10 月 16 日、営業開始から 3 ヶ月間で 1,200 億ドル以上の貸し株取引を EquiLend の電子プラットフォームで行ったことを発表した。

<sup>8</sup> 地方自治体の年金基金は、ポートフォリオ全体の 25%まで株式を貸し出すことが認められている。通常はプライム・ブローカーやカストディアン・バンクなどの金融仲介機関向けに貸し出されるが、その貸し株料は資産価値の約 10 ベーシス・ポイントが一般的である。

<sup>9</sup> 創設時のメンバーは、①パークレイズ・グローバル・インベスターズ、②ベア・スターンズ、③ゴールドマン・サックス・グループ、④JP モルガン・チェース、⑤リーマン・ブラザーズ、⑥メリルリンチ、⑦モルガン・スタンレー、⑧ノーザン・トラスト・コーポレーション、⑨ステート・ストリート・コーポレーション、⑩UBS ウォーバークである。創設時のメンバーに加えて、2002 年 10 月 16 日、ドイツ銀行が EquiLend の仲間入りをした。



図表 4 貸し株市場の概要



(出所)“Shedding more light on the dim world of short-selling”(2002年10月24日)Financial Times (UK version)より作成。

#### 4. おわりに

今後は、今回 FSA が発表したディスカッション・ペーパーに対するパブリック・コメントを 2003 年 1 月 31 日まで受け付けたうえで、2003 年の晩春にもパブリック・コメントを踏まえた FSA の方針を公表する予定である。

既に英国の証券決済機関であるクレストが、2003 年にもロンドンに拠点を置くセキュリティーズ・ファイナンス・システム (SFS) と組んで、貸し株に関する情報サービスをウェブ上で提供する方針を明らかにしている。同サービスを申し込んだ人々は、FTSE350 種総合株価指数を構成する銘柄、英国国債、中小企業の株式に関する貸し株情報を入手することが出来る。クレストのウェブ・サービスを享受するためには、必要な情報のレベルに応じて、年間 100~1,000 ポンドの利用料を支払うことになる模様である。

世界のほとんどの主要株式市場では株価の下落傾向が続いているため、株式の空売りに対して世界的な注目が集まっており、証券監督者国際機構 (the International Organisation of Securities Commission, IOSCO) も、空売りに関する調査を実施している。IOSCO は最終的な結論を 2003 年にも公表する予定である。

FSA による空売りの透明性を強化する動きが最終的にどのような形で着地するのか、今後の展開が注目される。

(林 宏美)