

空売り対策に乗り出した FSA

井上 武

■ 要 約 ■

1. 6月13日金曜日、FSA（金融サービス機構）は、一定規模以上の空売りに対してポジションを開示させるというルールを発表し、翌週から導入した。
2. 株主割当の過程にある株式が対象であり、FSA は特に銀行株式を中心とした最近の株式の取引に、相場操縦など市場濫用の疑いがある取引が含まれ、市場の信頼性の確保、投資家保護の観点から問題であると判断した。また、喫緊に必要な金融機関の資本増強に影響が出るのが懸念された。
3. 今回のルール導入に対しては、引受けを行う機関からは歓迎の声が聞かれる一方で、投資家からは、ルール導入の手続きや、投資家への負担、市場への影響などについて批判する声もあがっている。
4. また、割当価格の決定から実際の増資にまで3週間以上を費やしている現在の株主割当の手続きに関する問題点も指摘されている。

6月13日金曜日、FSA（金融サービス機構）は、株主割当の過程にある株式について、相場操縦を防ぐことを目的として、一定規模以上の空売りに対して、ポジションを報告させるルールを発表した。突然の発表、しかも、一週間後の20日（金）から実施という異例のスピード導入に対して、投資家や市場関係者の間に困惑が広がっている。

I 株主割当銘柄の株価下落

FSA が規制導入に踏み切った直接の背景には、先週の6月11日（水）に、住宅ローン大手の金融機関 HBOS の株価が株主割当の価格を下回るという事態が生じたことがある。HBOS は4月29日にモルガン・スタンレーとドレスナー・クラインウオートを引受機関とする40億ポンド（約8,500億円）の株主割当を発表していた。7月21日に払い込み完了を予定しているが、株価が割当価格を下回る状況が続けば、引受機関に多額の引受負担がかかるのが懸念された。

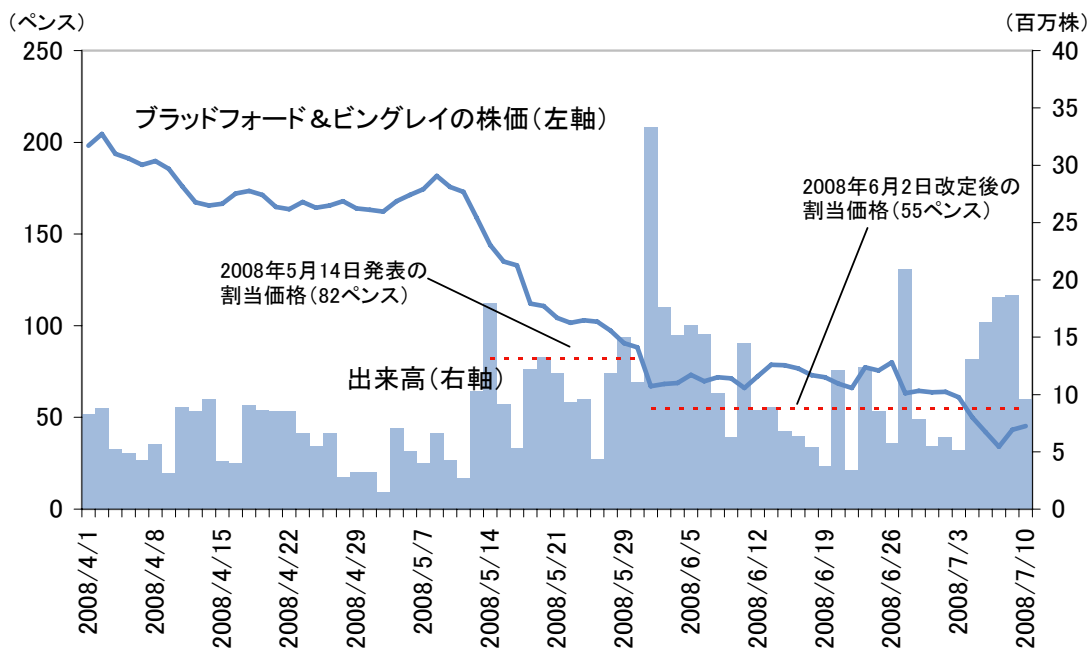
実はこれに先立つ6月2日、同じく株主割当を予定していたブラッドフォード&ビング

レイが業績の悪化¹により、発表からわずか 2 週間余りで、割当価格を大幅に引き下げるという事態が発生していた²。ブラッドフォード&ビングレイのケースは、業績の大幅修正という事情があったものの、過去に引受機関がついた案件で、割当価格が見直されるということはなかったため、アナリストや投資家からは発行体や引受機関であるシティグループと UBS に対して非難の声があがっていた。

この事態をきっかけに、株主割当の「引受」に対する信頼性が著しく低下し、割当価格の変更を狙う投資家の投機的な動きが活発化し、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド (RBS)³や HBOS などがそのターゲットとなった。

FSA は、これらの中には、相場操縦など市場濫用の疑いのある取引が含まれ、市場の信頼性の確保、投資家保護の観点から問題があるとし、また、このままでは、株価急落の恐れや引受機関のリスクの増大などによって、株主割当自体が機能しなくなり、特に喫緊に必要な金融機関の資本増強に影響が出ることを問題視した。その結果、今回のルールの導入に踏み切ったのである。

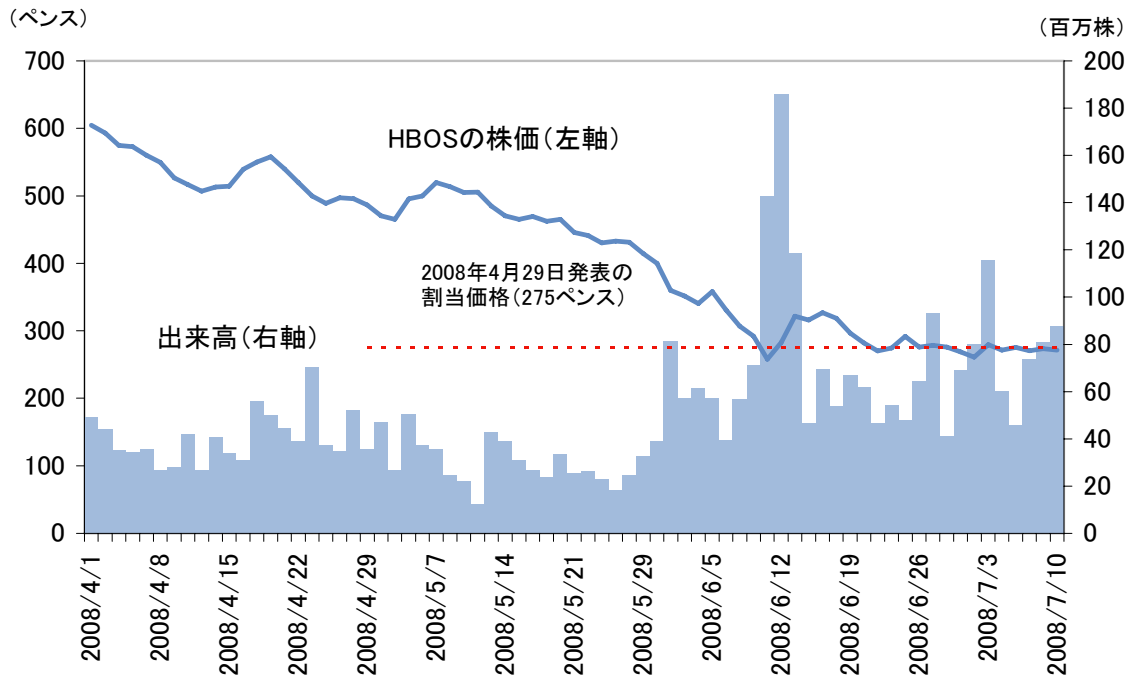
図表 1 ブラッドフォード&ビングレイの株価推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹ GMAC から購入した英国の住宅ローンの延滞率がこの 4 ヶ月で予想以上に増加し、2008 年 4 ヶ月の業績が赤字となる見通しを発表。
² 価格は当初の 82 ペンスから約 2/3 の 55 ペンスに引き下げられた。また、同時に米国のプライベート・エクイティ会社の TPG キャピタルから 23% の出資を受けることを発表。資金調達額も当初予定していた 3 億ポンドから総額 4 億ポンドに引き上げられ、大幅なダイリューションも投資家から非難された。
³ RBS は 4 月 22 日に総額 120 億ポンドの株主割当を発表。6 月 8 日に株主の 95% が割当に応じたと発表、残りについても投資家に売却し、6 月 12 日に払い込みを完了。

図表 2 HBOS の株価推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

Ⅱ 空売りポジションの開示

ルールの詳細は以下の通りである⁴。株主割当の過程にある銘柄が対象となり、派生商品や転換証券を通じた取引など、実質的な空売りともみなされるような取引も計算に含まれる。報告が必要となる水準は、ネットの空売りのポジションが発行済み株式の0.25%以上の場合である。複数のファンドを運用するファンド・マネジャーの場合、合算したポジションで判断しなくてはならない。公表は原則1回でよく、報告後のポジション変化については報告の必要はない。ただし、この点について、FSAは、ルールの効果次第では、今後、変動についても報告させるような変更もありうることを示唆している。

⁴ FSAハンドブックの業務標準 (Business Standard) の市場行為規範 (Code of Market Conduct) を改定。

図表3 空売りポジションの開示ルールの詳細

実施時期	✓ 2008年6月20日午前0時1分
対象証券	✓ 株主割当を発表した企業の株式、オプション、既存株式への転換権が付いた証券等。 ✓ 英国の公認投資取引所で取引される株式、及びそれを対象としたもの。
対象者	✓ 対象株式について、実質的なネットの空売りのポジションが発行済み株式の0.25%に達している投資家。 ✓ マーケット・メイカーは対象外。 ✓ 一任運用の場合はファンド・マネジャー、特定運用の場合には投資家。
計算	✓ 午前0時時点のポジションで判断。 ✓ ネットのポジションを計算する際、株主割当分や借株による所有は計算に入れない。 ✓ 分母は株主割当調整前の発行済み株式数。 ✓ バスケットやインデックスで保有している分は計算に含めない。 ✓ 法人レベルで計算。 ✓ 複数の一任勘定を運用するファンド・マネジャーの場合、全てを合算して計算。
報告内容	✓ 空売りポジションの所有者の名前(代理人やビークル名は不可)。 ✓ 発行体の名前。 ✓ ネットの空売りのポジション(発行済み株式に対する比率)。 ✓ 報告義務の水準に達した日付。 ✓ 報告は1度で、以後、ポジションが変化しても報告の必要なし。 ✓ ネットの空売りのポジションが0.25%を下回っても報告の必要はないが、仮に報告を行った場合、再度0.25%以上となった場合に開示が必要。
報告手段	✓ 適時開示に利用されるRegulatory Information Service (RIS)を通じて報告。
罰則	✓ 他の市場濫用行為の違反と同じで、課徴金や公開譴責などの処分。

(出所) FSA 公表資料より野村資本市場研究所作成

III 投資家からの批判

今回の FSA のルール導入については、引受を行う投資銀行からは歓迎する声が聞かれる一方で、投資家からは様々な疑問の声が聞かれる。

まず、今回のルール導入が、FSA が進めるプリンシプル・ベースの手続きに沿っていないという批判である。通常、FSA はルールの変更を行う際、ディスカッション・ペーパーを発行し、関係者の意見を募るといった手続きをとっている。今回のルール導入の手続きについては、法律家等からも疑問の声が上がっているようだ。

二つ目は、特定銘柄の全ての空売り行為にルールが適用されるため、問題の無い取引を行う投資家にも、対象銘柄を確認したり、ポジションを確認するといった負担がかかってしまうという批判である。例えば、引受機関がリスクヘッジのために空売りを行っても報告の対象となってしまう。プリンシプル・ベースにおけるルール変更の原則である費用対効果の分析が行われていないことが、こうした批判をより強くしている。

三つ目は、市場への副次的な悪影響である。今回の措置で、空売り自体が害悪視される危険も有り、市場における公正な価格形成や投資家のヘッジ取引に影響をもたらすことが懸念される。また、規制のかからない市場へと取引がシフトし、流動性にも影響を与える可能性がある。

今回の件では、株主割当の手続きに対する問題点も指摘されている。英国の上場企業は増資を行う場合、上場規則によって株主に優先的に割当を行わなければならないが⁵、その際、少なくとも 21 日間、株主に対して募集をかける必要がある⁶。このように募集期間を長く取っているのはもともと株主権を保護するためであるが、結果として機動的な調達を困難にし、さらに、長期にわたって引受機関が株価の変動に晒され、今回のように投機的な取引が行われる隙を与えることになる。同じように株主割当が利用されるドイツやフランスでは、この期間は 3~10 日と短い。今回の事態を受けて、FSA はこの株主割当の手続きの見直しも検討しているといわれている。

IV 最後に

米国が昨年 6 月に空売り価格に関する規制を撤廃したように、世界的には空売りに対する規制は撤廃される傾向にある⁷。相場操縦などの市場濫用行為があるのであれば、市場監視機能で管理監督していこうというのが世界的な流れである。FSA 自身、過去に何度も空売りに対する規制を検討した経緯があるが、空売り自体が市場に悪影響をもたらしているという関係は確認できず、むしろ規制による市場への悪影響のほうが大きいと判断して、これまで規制の導入には至らなかった⁸。

今回の措置について、FSA は、市場濫用行為を証明するのは難しく、調査には時間がかかるということから⁹、投資家保護上、緊急的な措置として、今回の空売りポジションを開示させるという仕組みに至ったと説明している。確かに、近年、デリバティブ等を利用した取引の複雑化で市場監督が難しくなっていることは理解できるが、自ら市場の発展に監督が追いついていないことを露呈したにも等しく、ノーザン・ロック問題以降、高まっている FSA の監督能力に対する批判が更に高まる可能性があるろう。

そもそも、今回の株価下落が空売りによるものであるという因果関係がはっきりしていないという意見も強い。国際証券貸借取引協会（International Securities Lending Association）のチーフ・エグゼクティブのデイビッド・ルール氏は、空売りに必要とされ

⁵ 英国における上場規則の詳細については、井上武「ロンドン市場における「上場」ラベルの明確化」Capital Market Europe No. 08-1（2008年2月15日）を参照。

⁶ Listing Rules 9.5.6。

⁷ 米国における空売り価格規制の撤廃については、関雄太「空売り価格規制の撤廃を決めた SEC」『資本市場クォーターリー』2007年夏号を参照。

⁸ 英国における過去の空売り規制に関する議論については、林宏美「英国における空売り規制の見直し」『資本市場クォーターリー』2003年冬号を参照。

⁹ “FSA gets radical with short-sellers” Financial Times, June 14 2008

る貸株取引の統計が先週際立って増加したという現象はなく、FSA の空売り批判がそもそもの外れだと主張する¹⁰。FSA からは、市場濫用行為に値する行為が確認されたと再三述べられているが、具体的な説明はこれまでのところなされていない。

英国では住宅ローン市場の悪化が懸念されており、株価の下落は、同市場の最大手である HBOS の長期的な経営に対する株主の見方を反映しているに過ぎないのかもしれない。投資家の中には、FSA は単に金融機関の増資を円滑に進めるために今回の措置を導入したという穿った見方もあり、昨年来のクレジット危機以来、後手後手に回る対応が批判された FSA が、ややフライング気味に的外れな対応をとってしまったというのが本当のところかもしれない。

¹⁰ “Short-sellers not to blame, says ISLA” Financial Times, June 17 2008