

IOSCO（証券監督者国際機構）による空売り規制のアプローチ

関 雄太

■ 要 約 ■

1. IOSCO（証券監督者国際機構）のテクニカルコミッティーは、2009年3月23日に、今後の空売り規制の原則とアプローチを提言するコンサルテーションペーパーを公表した。金融危機に直面した市場環境下で、空売りが及ぼす影響と懸念について議論してきたタスクフォースの結果である。
2. 本ペーパーでは、市場の秩序と安定性の維持（フェイルした取引の厳格な統制など）、タイムリーな報告制度、効果的なコンプライアンスと執行、ヘッジやマーケット・メイキングに対する柔軟な規制の4つの原則が示された。
3. 空売り規制の主要な意義として、ネイキッド・ショート（証券の裏付けのない空売り）がもたらす決済システムの不安定化を防ぐことがあげられた。他にも、金融危機下でまとめられた提言にしては、証券会社、ヘッジファンド等の取引行為に制約を与える内容となっていない点は注目されよう。
4. 空売り規制の再改革に動き出した米国をはじめ、今後、各国において、この提言内容を踏まえてどのような空売り規制改革が行われていくのかが注目される。

I 背景

IOSCO（International Organization of Securities Commissions：証券監督者国際機構）のテクニカルコミッティー（以下、コミッティー）の空売りタスクフォースは、2009年3月23日、4つのプリンシプルに基づいた空売り規制のアプローチを提言するコンサルテーション・レポートを発表した。5月4日までコメントを求める。

コミッティーの議長である Kathleen Casey 氏（米国 SEC コミッショナー）は発表に際し「空売りは、より効率的な価格発見、バブルの防止、市場の流動性強化、ヘッジなどのリスク管理に有用な反面、特に最近のような異常な市場環境においては、空売りの悪用が市場に大きな混乱をもたらすことが懸念されている」と述べた。コミッティーは2008年11月に、金融危機に空売りがもたらすインパクトと懸念に対応するため同タスクフォースを設置し、「ネイキッド・ショート（証券の裏付けのない空売り）」に関する当局間の規制のギャップをなくし、一方で資本形成とボラティリティ軽減に欠かせない証券貸借や

ヘッジングへの影響を最小限に抑えることを目標とした。

レポートは、空売りの効果的な規制の4つのプリンシプルとして、(a) 市場の秩序ある機能と安定性が損なわれるリスクを軽減するための適切な統制、(b) 市場及び規制当局にタイムリーに情報が伝わるような報告制度、(c) 効果的なコンプライアンスと執行、(d) 市場の効率性と発展を促進するような一定の取引に対する規制の適用免除を挙げ、それぞれについて各国の規制当局が最低限なすべきことを指摘するという形態をとっている。

本提言における特徴的なことは、空売り規制の第一の意義として、ネイキッド・ショートがもたらす決済システムの不安定化を避けることがあげられ、行為としての空売りを規制しようという提言は見られなかった点である。むしろヘッジやマーケット・メイキングに活用される空売りに悪影響を与えないための規制が志向されている。米国 SEC が 2004 年から 07 年にかけて段階的に実施した空売り規制改革の時と哲学は同じであり、決済システムの規律にフォーカスしている点では、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) 取引に対する国際的な規制強化の論議とも似ているといえる¹。報告義務の強化、一定の取引への規制適用除外なども、空売りへの規制強化とは一概に言えず、金融危機の対応として議論されたに足らずには投資家・証券会社の行動を制約するような提言にはなっていない。

価格規制についても、空売り規制の「ツール」はさまざまなもので、各国市場でそれぞれ実態に即したものを採用すべきという見解を示したに過ぎないよう見える。ところが、タスクフォースの議論をリードしたと見られる SEC 自身は、2009 年 4 月 8 日に開催したオープンミーティングで、空売り規制「レギュレーション SHO」の改正案を提案した。空売り可能な最低価格を定める「アップティック・ルール」の復活と、異常な市場環境の中で一定の銘柄の空売りを禁止する「サーキット・ブレーカー・ルール」の導入を骨子とする改正案で、2008 年 6 月 19 日までパブリックコメントを受け付ける²。

SEC は、金融危機の最中である 2008 年 7 月と 9 月に空売り規制を発動しており、特に 9 月の措置では、金融株について空売り自体を禁じるという直接的な規制を行った。この対応については、空売り禁止銘柄の追加などの点で実務的な混乱を招いたことや、何より株式市場の動揺を沈静化する効果が見られなかったことなどで、批判も多い。規制を求める声と昨秋の措置への批判を受けて、SEC がどのような空売り規制改革を行っていくのか、IOSCO の提言する原則をどのように具体化してくるのかが注目されよう。以下は、コンサルテーションペーパーの要点である。

II コンサルテーションペーパーの概要

金融危機の最中、テクニカルコミッティーは、ネイキッド・ショートに関して、受渡し

¹ 関雄太「空売り価格規制の撤廃を決めた米国 SEC」『資本市場クォーターリー』2007 年夏号、同「空売り価格規制の広範な緩和を視野にのける SEC」『資本市場クォーターリー』2005 年冬号など参照。

² Proposed Rule Release No.34-59748(<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-59748.pdf>)

の規定やポジションの開示を含む規制のアプローチのギャップを排除するため、空売りタスクフォース（以下、タスクフォース）を設置した。タスクフォースは同時に、ギャップを排除するにあたって、証券貸借やヘッジングなど、資本形成と市場のボラティリティの低下に欠かせない正当な取引へのインパクトを最小限に抑える方法を検証した。

タスクフォースの使命は、各国の規制当局が空売り規制を考案するにあたって参考となるよう、効果的な規制の基盤となる高水準な原則を考案することであった。このイニシアティブは、危機の最中であって、投資家の信頼を回復し維持するための重要なグローバルな対応であり、プリンシプルは、投資家保護、市場の公正・効率性・透明性の確保、システムミックリスクの軽減を視野に入れて考案されている。

コミッティーは、空売りの効果的な規制の4つのプリンシプルとして、(a) 市場の秩序ある機能と安定性が損なわれるリスクを軽減するための適切な統制、(b) 市場及び規制当局にタイムリーに情報が伝わるような報告制度、(c) 効果的なコンプライアンスと執行制度、(d) 市場の効率的な機能と発展を促進するような、一定の取引に対する規制の適用免除を提言する。

コミッティーは、市場規制当局が、4つのプリンシプルを枠組みとして、各国の規定に沿った空売り規制を考案するよう提言する。各国間でより一貫した規制のアプローチが採られることによって、異なる管轄区域で同時に活動する市場参加者をはじめとして、コンプライアンスのプロセスが簡素化されるからである。

IV 4つのプリンシプルに基づく空売り規制のアプローチ

4つのプリンシプルに基づく空売り規制のアプローチについて、コンサルテーションペーパーでは以下のように記述されている。

- 【第1のプリンシプル】 金融市場の秩序ある効果的な機能と安定性が損なわれるリスクを軽減する、もしくは最低限に抑えるための適切な統制： コミッティーは、規律正しい取引決済のために、最低限の措置としてフェイルした取引の厳格な統制（買取り・清算などを通じた）を提言する。
- ・規制のツール： 当局が用いるツールは市場によって異なるが、いずれも空売りに伴うリスクの軽減が目標とされる。例えば、株式に空売り適合性基準を適用することによって流動性の低い銘柄の価格操縦を防止する（香港）。株式の事前の借り入れや特定（locate）を求めることや、フェイルのカバー措置（買取り・清算等）は、決済の秩序を維持すると同時に、空売り需要と貸株供給の経済的な関連性を強める（米国）。価格制限は、空売りによる株価の持続的な下落を阻止し、異常な市場環境においては価格下落ペースを低下させる（カナダ、香港、日本）。空売りの「フラグging」は、当局が取引状況を監視して疑わしい取引を発見し情報を収集する手段となる（オーストラリア、カナダ、日本、香港）。一方で、業界関係者からは、こうした措置は、取引コストを高

め、投資家にとっての空売りのベネフィットが相殺されるとの指摘もある。コミッティーは、市場構造上、また運営上、これらの措置がユニバーサルに適用できるものではないことを認識している。

- ・ 決済の秩序：コミッティーは、フェイルした取引の決済を厳格に規制することによって、受渡しの意図のない空売りなど、悪質な慣行が阻止できると考える。期限内での決済がフェイルした取引については、ほとんどの市場が買取り（Buy in）、清算（Close out）を義務付けている他、罰金を科す市場もある。CPSS（支払・決済システム委員会）とIOSCOは2001年11月に、T+3決済の導入と、決済期間のさらなる短縮を巡るコスト・便益分析を提言した。コミッティーは、未だT+3決済を実施していない市場の規制当局に対して、T+3決済の導入を強く求めると同時に、各市場に適した措置を通じた、空売り規制の強化を提言する。

■【第2のプリンシプル】市場もしくは市場規制当局にタイムリーな情報を提供する報告制度

- ・ 空売りの透明性に関するコミッティーの2003年のポジション：コミッティーは、空売りの情報開示は、市場のユーザーと規制当局の双方にとって有益であると認識する。しかしながら、市場の効率性を高めるために、どの情報をどの程度開示するのが適切であるかは判断が難しいことから、少なくとも、リアルタイムで市場動向を把握し、不正を早期に発見（あるいは、過去のデータに基づいて調査を進める）できるよう、市場規制当局への開示を提言した。
- ・ コミッティーの現在のポジション：最近の動向と一部の規制当局による空売りポジション開示の動きから、透明性の向上は、証券規制の手段として大きな役割を果たすことが分かった。コミッティーは一般的に、当局は、空売り情報の市場への適切な開示を目指すべきであると考えますが、2003年のレポートでも指摘したように、情報がミスリーディングではないか、ショートセラーがショートスクイーズの危険にさらされるか等を熟慮することを求める。
- ・ 空売り情報報告の目的：コミッティーは2003年のレポートで空売りの透明性向上を提言した。当局は、報告制度を導入するにあたって、市場動向を把握するための空売り情報にアクセスする、市場の不正を防止する、アグレッシブな空売りによって市場の秩序が損なわれることを防止する、空売りポジションの拡大に伴う市場全体へのリスクを早期に警告する、不正発生後の調査と制裁の証拠となる記録を残す、といったことが挙げられる。
- ・ 現在、報告制度は市場によって多様だが、空売りに関する報告は大別して（1）フラグging（注文の際に空売りであることを明示する）と（2）空売りポジション報告の2つのモデルがある。
- ・ 空売りポジション報告を義務付ける際、株式だけでなくデリバティブのポジションの報告も必要とすべきか、ポジション報告はネットベースかグロスベースか、どの時点で報

告義務が発生するか、報告の頻度・タイミング・報告義務の対象者をどうするか、などが当局の課題となろう。コミッティーは、空売りポジションの保有者を報告義務の対象とする方法が有益であると考え。また、オフショア投資家の報告を巡るリスクが指摘されるが、この点は執行を巡る国際間の協調を通じて対応すべきである。

- ・空売りのフラッキング：フラッキングは市場規制当局にリアルタイムの情報を提供するため、動きが速い市場においては特に有用である。また、個々の注文の記録が残るため、後に当局が疑わしい活動を調査する時に役立つ。ブローカーは規則でフラッキングを義務付けられているため、コンプライアンス状況の監視も、空売りポジションの報告よりも容易である。
- 【第3のプリシンプル】効果的なコンプライアンスと執行： コミッティーは、IOSCOの「証券規制のための目的と原則」に示された、包括的な検査・調査・監督・執行を巡る権限を有する規制当局が権限を効果的に行使できるような枠組みと、効果的なコンプライアンスプログラムを伴う規制制度の導入を提言する。
- ・執行とコンプライアンス：決済の規律を維持しリスクを防止する上で、フェイル・トレードの厳格な決済が不可欠であり、決済規則違反を防止する手段として相当の制裁金を科す市場もある。決済の規律が守られていることを確認するためには当局による定期的な監督と検査が必要とされる。空売りポジションもしくはショートセラー（免許取得者ではない場合もある）による空売り情報の開示を監督する上で、市場規制当局は、不正が疑われる免許取得者や登録者以外から情報を取得できるよう権限を拡大する必要がある。また、フラッキング規則がある市場においては、口座の保有者などに、空売りの帳簿と記録の一定期間以上保管することを義務付けることによって、後の調査に役立てることが可能である。ブローカーや機関投資家はいずれにせよ、業務上こうした記録を保管しているはずである。
 - ・監督と監視：空売りポジションの報告または空売りのフラッキングを通じて実施することが可能である。報告された情報に基づいて不正慣行が発覚すると同時に、システムミックリスクの原因となり得る空売りポジションの存在について当局に警告を発することができる。またフラッキング規則がある市場の規制当局には、収集された情報を分析し不正やリスクテミックリスクを発見するメカニズムを設置することを求める。
 - ・クロスボーダー執行協力体制：IOSCOの「証券規制のための目的と原則」には、執行を巡る国際間の協調のフレームワークが示されている。こうしたツールの一つが、海外のカウンターパーティに代わって情報（証券法違反の疑いに基づく調査に関わる声明や書類を含む）を収集する権限である。IOSCOは2002年に、各国証券監督当局間の協議・協力及び情報交換に関する多国間覚書（マルチ MOU）を通じて、証券規制当局が情報共有を通じて相互に調査を援助する体制を確立しており、2008年11月12日のオープンレターにあるようにメンバーは、信用危機への対応における国際間の協調強化に合意している。

- 【第4のプリンシプル】市場の効率性と発展に役立つ一定のタイプの取引に対する柔軟な規制：コミッティーは、当局に対して、ヘッジング、マーケット・メイキング、アービトラージを目的とする空売りについては、柔軟な規制のアプローチを用いることを提言する。
- 例えば、マーケット・メイキングによって発生したフェイル・トレードについては、時間をかけてポジションを清算することを認めるべきであろう。またネイキッド・ショートが禁じられる市場においては、マーケットメーカーが、その独自のリスクヘッジ活動を、効率的に低コストで行えるようなアプローチが必要となろう。
 - 規制適用を免除される活動に対して、空売りポジションの報告義務も免除すべきではないかとの問題がよく提起されるが、規制当局が市場の全体像を把握する上では、こうした活動に関する情報を把握する必要がある一方、マーケット・メイキングなど特定の活動に関する情報を市場に公開することは、マーケットメーカーの利益に反するであろう。適用免除の悪用を防止するためにも、当局は免除の対象となる活動を明確に定義する必要がある。マーケット・メイキングやヘッジングは、異なった市場では異なった意味を持つ可能性があることから、当局の慎重な検討が要される。

（調査協力・ロザノ容子）