

空売り規制について

福 光 寛

目 次

- I. はじめに—空売り規制の導入—
- II. 空売り規制の積極的意義はどこにあるのか
- III. 規制の適用除外取引の拡大
- IV. 空売り規制はいつから機能したか
- V. 貸株市場の成長と貸株市場の機能
- VI. むすび—1998年から2002年にかけての空売り規制の強化—
 - 1. 冷たい反応から前倒し実施要望への変化
 - 2. 注目されているアジア諸国との連携
 - 3. 2002年の規制再強化への展開

参考文献

統 計

I. はじめに—空売り規制の導入—

昭和23年（1948年）4月13日に現行証券取引法は公布された（施行は昭和23年5月6日）。その第133条は「何人も、証券取引委員会が公益又は投資者保護のため必要且つ適当であると認めて証券取引委員会規則で定めるところに違反して、左に掲げる行為をしてはならない。」とした上でその第1号を「有価証券を有しないでその売付をなすこと」とした。

証券取引委員会は3ヶ月後の1948年7月24日に証券取引委員会規則第16号「有価証券の空売に関する規則」を出した。規則の抜粋は以下のとおりであるが、これが空売り規制の発端である。

空売り規制について

証券取引委員会規則第 16 号

有価証券の空売に関する規則を次のように定める。

昭和 23 年 7 月 24 日 証券取引委員会委員長 徳田昂平

有価証券の空売に関する規則（法 133 条関係）

第 1 条 証券取引所の会員は、当該証券取引所の開設する有価証券市場において自己又は顧客計算においてなす売付について、有価証券を有してこれを行うか又は有価証券を有しないでこれを行うかの別を明らかにしなければならない。[実売とできる具体的な条件の規定が続く]

第 2 条 有価証券市場における売買取引について、自己又は他人の計算において、有価証券を有しないでその売付をしようとするときは、当該売付の直前の価格に満たない価格において、これをしてはならない。[配当落又は権利落後の売付についての直前の売付価格について価格規制を外す特例、さらに端株取引と鞘取引という 2 つのケースを空売り規制そのものの適用除外とする規定が続く]

附則 この規則は、公布の日からこれを施行する。

証券取引委員会規則第 16 号は、売付について、有価証券を有して行うか、有しないで行うかの会員証券会社の《明示義務》を規定した第 1 条と、有しないで行うときは当該売付の直近の価格に満たない価格での売付を証券会社に対して禁止する《価格制限》を規定した第 2 条とからなっている。もっとも証券取引委員会は昭和 27 年（1952 年）8 月に廃止されているが、証券取引委員会規則は、委員会廃止のあと、証券取引法附則（昭 27 法 270 号）によって政令としての効力を与えられて生き続けた。昭和 60 年（1985 年）には委員会規則に代えて改めて政省令（証券取引法施行令と省令）が整備されるが、明示義務と価格制限という基本的中身や骨格になる条文は変更されなかった。なお平成 13 年（2001 年）に省令は内閣府令に改められた。小稿はこの空売り規制の変遷を概観したものである。

空売り規制が、第二次大戦後、大蔵省が GHQ の指導下で証券取引法

空売り規制について

の制定と改正に取り組むなかで、米国の1934年証券法と1934年証券取引所法とほぼ同じ法案をまとめざるをえなかったことにより導入されたことはよく知られている。その間の事情を『東京証券取引所20年史』（1974, 105）はつぎのように述べている。

[1947年] 10月ころ、[GHQ 担当官] アダムスは、証券取引法の改正要綱を列記したメモを示し、この案どおり立案すれば、GHQ はただちに承認するだろうと付言した。それは、米国の1933年証券法および1934年証券取引法の内容と同一のものであった。大蔵省は、やむなく、このメモに基づく全文改正を決意し、商法、民法その他の諸法令との調整をはかりながら、改正案の作成に着手した。

しかし日本側にも、空売り規制の導入を是認する考えがあった。証券取引法の立案に参加し、その後、証券取引委員会委員の一人を勤めた藤田国助（敬称略、以下同じ）は1961年につぎのように述べている（藤田1961, 9）。

空売りについて、米国におけるこうした法令を輸入したのは、もちろん売崩による相場操縦を防止しようとする意図にでたものである。

そしてどこにもその理由は書かれていないが、アメリカで行われている規制をやや緩めた規制が導入された。藤田はこの点をつぎのように述べている（同前）。

こうして、米国では[証券取引所法] 第10条(a)が制定せられ、同条によって、SEC 規則 X-10A-1 および X-10A-2 が制定せられたのである。日米両法令を比較するに、空売を行なうことができる価格の制限において、米国の方が日本よりやや厳重である点だけが違う。

藤田が1962年に出版した『取引所制度論』も同様につぎのように述べている（藤田1962, 208）。

空売り規制について

前掲 SEC 規則にならって、証券取引委員会規則が制定施行されているが、その内容は、・・・[価格の制限において] アメリカにおけるより寛大であって、無条件で直前の相場と同一条件で空売できるのである。
・・・[しかしその他の点では] アメリカにおけると同じである。

アメリカの場合は、相場の上昇局面では直前の価格以下での売付が禁止されているのに、日本の場合は直前の価格未満での売付が禁止されるにとどまったのである。しかし、米国より価格制限をゆるやかにした理由はどこにも述べられていない。

なお米国法と比較する場合、厳密には空売りに関する定義 3b-3 を含めて、SEC 規則 3b-3, 10a-1, 10a-2 との比較が問題になる。鈴木竹雄＝河本一郎の『証券取引法』（新版 1984, 472）はつぎのように 3b-3 を含めることを指摘する。

[日本の証券取引法における] 空売りに関する規制は、アメリカ 1934 年法 10 条 a 項および SEC 規則 3b-3, 10a-1, 10a-2 にならったものである。

すなわち 3b-3 は空売りの定義であり、10a-2 は、ブローカーまたはディーラーに対して「実」表示を出した注文について、売却後、問題の証券の貸付を取り決めたり、引渡履行を遅滞してはならないとしたもの。10a-1 が、空売り規則のいわば本体にあたり、《明示義務》と《価格制限》の双方を含んでいる。レフラーの『株式市場』（1950, 訳書 376-377）はつぎのように 10a-1 について述べる。

この規則 [10a-1] の意味は、直前の売買値段以下で、空売を行うことができないことにある。・・・[また] 空売は、「実」か「空」かの表示がないかぎり、これを執行することはできない。

またルイ・ロス（1983, 訳書 730）はつぎのように説明する。

規則 10a-1 条は、技術的種類の多くの例外を認めながら、(1)直近の売買価格未満でのまたは(2)直近の売買価格がその直前の価格を超えるもの

空売り規制について

でない限り、直近の売買価格での、空売りを禁止している。

日本の空売り規制は、アメリカの空売り規制をお手本としながら、価格制限の面でアメリカよりもゆるやかにしたのである。アメリカでは、1934年9月に設立された証券取引委員会 SEC は、当初、ジョゼフ・ケネディ委員長のもとで、証券界の自主性＝自己規制を尊重して、SEC 規則の制定を急がない政策を取った（参照：ソーベル 1977、訳書 174。ソーベル 1965、訳書 433）。そこで空売り規制について、ニューヨーク証券取引所では 1931年に導入していた《明示義務》後の慣行を、SEC の了解のもとに 1935年に取引所の規則としていた。レフラーの『株式市場』（1950、訳書 375）は記録している。

1931年にニューヨーク証券取引所は、すべての売付に「実」あるいは「空」の表示をつけることを要求する規則を定めた。・・・1931年の規則は、実際に空売を制限しなかったが、直前の売買値段よりも安い値段で空売をさせないことが、ブローカーの慣習になった。・・・この慣行は、SEC の提案によって、・・・[1935年に] ニューヨーク証券取引所規則として正式に挿入された。

しかし 1937 年秋に株価急落があり、空売りについて行われた調査を踏まえ、SEC が制定したのが、空売りについてより厳しい価格制限を含む 1938 年の SEC 規則であった。なお、1939 年にこの規制は修正されている。

明らかなことは、それから 10 年後の日本における証券取引委員会規則制定の過程で、日本側の担当者はあえて 1938 年—39 年の SEC 規則よりゆるやかな価格規制にとどめたということであり、ここには導入される空売り規制をできるだけ、ゆるやかにしたいという日本側担当者の意向が伺えるのである。

II. 空売り規制の積極的意義はどこにあるのか

証券取引法立案の日本側責任者といえる岡村峻氏（立案時には大蔵省理財局証券課長）は1948年6月に出版された証券取引法解説の本において、つぎのように空売り規制について説明した（岡村1948, 67）。

空売とは有価証券を所有しないで、その売付をなすことである。空売はこれによって相場の上昇する傾向を激化して、不当に利得を図る等の弊害を生ずるから、原則としてこれを禁止すべきである

この説明によると、空売りの問題は、相場の上昇傾向を激化させることと、不当利得を図るなどの弊害が生ずることの二点である。この説明は法案作成者の言葉であり、法案作成の意図として重視されねばならない。おそらくそうした考えによるものと思われるが、たとえば田中誠二・堀口亘（1996, 986）はつぎのように岡村説を引用する。

空売りは、相場の上昇する傾向を激化し、不当に利得を図るなどの弊害を生ずるから、原則として禁止される・・・ことにしたものである（同説、岡村67頁以下）。

岡村説が重視されるのは、岡村は証券取引法立案の日本側責任者であることと、また法律施行時の解説書における説明だからだ。

なお『国会会議録データベース』を検索した限りでは、空売り規制は、証券取引法制定を審議した国会で、とくに問題にされず、またこの点の政府説明も国会の会議録に残されていない。法を制定した政府と国会側の意図が言葉としては国会会議録に残されていないなかで、立案者の解説の重要性は大きい。

これに対して、証券取引所あるいは証券取引法の目的から空売り規制を位置付けるという作業をこころみたのが、鈴木竹雄＝河本一郎の『証券取引法』である。同書は、空売りは公正な株価形成という証券取引所の機能を妨げるから規制されているとしている（旧版1968, 14）（新版1984, 23）。

空売り規制について

証券取引所の最も重要な機能は、現在の経済社会における種々な取引に際して規準となるべき公正な株価を形成することである。したがって、取引所取引に関する法の規制も、この点に向けられる。・・・空売りといって、有価証券を有しないで売り付けるのは相場の売り崩しに利用される危険があり・・・政令で制限できることになっている。

なお空売りによる株価下落の不当な激化が公正な株価の形成に反するものであるとする研究者は多い。神崎克郎(1992, 347)はつぎのように述べている。

有価証券の相場下落過程で行われる、相場下落を不当に激化させる空売りは、証券市場における公正な価格形成を確保するためにも、また、投資家の利益保護のための合理的な投資行動としても許容する必要性は存在しない。

ところで空売り規制について、常に問題にされるのは、値下がり局面における空売りだけが問題にされ、空買いが問題にされないことである。岡村とともに証券取引法立案に関与することになる藤田国之助は1942年出版の『日本取引所解説』(1942, 55)において、これには人間の本性が絡んでいると論じた。

従来世上空売りを非難する者はあっても、空買いを非難する者の絶えてないのは、・・・人間の本性として、相場の昂騰することはこれは喜ぶのみならず、兎角相場は昂騰するものだと思ひ込み勝ちであることに因る。

空売りを問題にして、空買いを問題にしないことは正しいのか。最近であるが、神崎克郎(1992, 347)の答えは明快である。

有価証券の上昇と下落についての社会一般の価値評価に相違があることも事実であり、空売りについて規制しながら、空買いつき規制を欠くことも立法政策として全く不合理というわけではない。

空売りのすべてがいけないのではないと主張したのも神崎である。神崎の『証券取引法』(旧版1980, 596)(新版1987, 657)は、空売りのすべてが

空売り規制について

いけないのではなく、値上がり局面での空売りはむしろ有用であり、値下がり局面での空売りが問題であることと、相場操縦の一般予防的観点から行われる規制であることを強調した。

空売は、証券市場の厚みと流動性を高めるのみならず、それが有価証券の価格上昇の際に行われ、その買戻が価格下落の際に行われるときは、有価証券の価格の平準化に有用な貢献をすることができる。しかし空売は、それが有価証券の下落に際して行われるときは、相場の下落傾向を不当に激化させることになる。そこで、相場の下落傾向を不当に激化させる危険のある空売については、相場操縦の一般予防的な観点から法的規制が行われる。

この神崎説は、その後、証券法制研究会『逐条解説証券取引法』(1995, 726)の以下の解説にも踏襲されている。

有価証券の空売りは、その性質上、有価証券の市場における価格の変動を安定化するために有用な機能を発揮することができる。空売りは、有価証券の市場での価格の上昇する局面で行われれば、価格上昇のブレーキとして機能し、またその買戻しは、有価証券の価格の下落に際して唯一の強制的な買付主体として市場における価格の下落に対するブレーキとして働くことが期待される。しかし空売りが有価証券の価格の下落の際に行われるときには、相場の下落傾向を不当に激化することになり、そのような危険性のある空売りについては、予防的な観点から法的な規制が行われている。

このように相場の値下がり局面が問題になることを明らかにした上で神崎は、相場の値下がり期待して空売りをするそのものを「公序に反する」というような倫理観が、この規制の背景にあることも指摘した(旧版, 598)(新版, 658)。

将来、有価証券の価格が下落したときに買戻すことができるとの期待の下に有価証券を所有することなくこれを売付けることが公序に反する」というような倫理観を証券取引法 133 条がその基礎に置いている・・・と

空売り規制について

考えられる。

この倫理観について、近年、神田秀樹監修の『注解証券取引法』(1997)は、証券取引法の目的が「売り手保護」にあり、有価証券発行体の資金調達や、投資家の資金回収が意識されているからだとさらに踏み込んだ指摘を行った。

空買いは禁止されず、一定の空売りのみが禁止されるのは、証券市場ひいては証券法の究極の目的が、企業等の有価証券の発行体の資金調達および有価証券へ投資をした者の資金回収のための、いわば「売り手保護」にあることに基づくものだろう。

この神田説は、神崎が倫理と呼んだことの経済的な中身について、踏み込んだ仮説と言える。以上の様々な議論を要約して、空売り規制の積極的意義をここではつぎのように整理する。

○ 空売り規制は相場の下降局面で、相場の下落傾向を不当に激化する危険性がある空売りを禁止するものである。

○ 空売り規制の背後には、相場の下落傾向の不当な激化そのものがそもそも市場あるいは証券取引法の目的に反しているとするロジックあるいは倫理感が働いている。

III. 規制の適用除外取引の拡大

空売り規制の問題の一つは、その適用範囲にある。いかに厳しい規制であっても、規制対象が限定されていたら、その規制は骨抜きになり規制に実態がなくなる。この規制については、当初から規制対象取引の限定があった。取引所の上場証券について、取引所の会員に対しての規制であるという適用範囲の限定があった。さらに証券取引委員会規則第2条では、配当落又は権利落後の売付についての直前の売付価格についての特例と、そして端株取引と鞘取引という2つのケースを適用除外取引とすることを

空売り規制について

定められていた。このような適用除外の意味を考えてみたい。適用除外取引についてはつぎのような問題がある。

- 適用除外取引とする理由は合理的なものか
 - 適用除外取引の設定が規制の実効性を低下させていないか
- 証券取引法立案者の岡村峻 (1948, 67) はつぎのように述べていた。

空売は・・・原則としてこれを禁止すべきであるが、相場を下降せしめない価格で売付け又は端株を売付けるような弊害の生ずる虞のない場合等については、必ずしもこれを禁止するの必要はない。そこで禁止すべき場合の如何については、委員会規則でこれを定めることにしたのである。

当初の適用除外は、空売りといっても相場の上昇する傾向を激化し、不当に利得を図るなどの弊害を生じるおそれのない場合を除くとするものであり、これはアメリカでの規制をなぞったものだった。適用除外取引規定は昭和60年以降、急速に拡大されたが、この拡大は以下に見るように規制の実効性を低下させた恐れがあり問題である。

昭和60年に証券取引委員会の「有価証券の空売に関する規則」は、昭和60年9月13日政令263号と改められ、ようやく委員会規則が政令に置き換わり、その1週間後には「有価証券の空売に関する規則第1条に規定する取引を定める省令」(昭60年9月20日大蔵省令51号)が整備された。これら政省令の整備は、同年10月に東京証券取引所で長期利付国債を対象とする債券先物取引が開始されることに合わせたものだった。

このとき従来と変わった点の一つは、先物取引に空売り規制を適用することは適当でないとしてこれを新たに空売り規制の対象から除外したことだ。また適用除外取引を政令ではなく、この省令で細かく明示するようにしたことも重要な変更点であった。省令では有価証券先物取引、信用取引、発行日取引の3つを適用除外取引として初めて明示した。

このように適用除外取引が政令の下の省令で定められることになると、

空売り規制について

国会が法律で禁止したことがらが行政の判断で緩和されるという問題は、内閣の判断（政令）から省庁の判断（省令）に一段下に降ろされたことになり、行政による裁量の余地が一層拡大するとことになったともいえる。ところで『証券局年報』昭和 61 年版 (1962, 60-61) は先物取引除外の理由をつぎのように説明している。

先物取引における売付けは、むしろ空売りを予定しているということができ、先物取引について空売規則 [ママ] をそのまま適用することは適当ではない。また、空売規制の目的は、空売りによる相場の不当な下落を防止しようとするものであるが、先物取引については、売買証拠金や委託証拠金をはじめ、証券取引所による値幅制限その他の各種規制が設けられ、このような事態に対応することが可能であるところから、今回の先物取引の開始にあたっては、空売り規制の対象から先物取引を除外することとした。

この説明は、不当な下落を防止する十分な仕掛けがある取引については、空売り規制を外すことができるということを明示した興味深い説明である。これは適用除外取引についての新たな説明である。次項でみるように空売り規制が実効性がないという指摘が当時あった中で、債権先物取引創設にあたってこれを空売り規制の適用除外取引にしたのは、空売り規制の空文状態を積極的に維持しようという行政側の意志の現れとも見える。

そして『証券局年報』昭和 61 年版（同前，61）は適用除外について省令を設けることにした理由をつぎのように説明しているが、除外取引についての記述を政令から省令に下ろした理由は明らかにしていない。

有価証券の空売りに関する規則が今回改正されたことに伴い、同規則第 1 条ただし書に規定する大蔵省令で定める取引として、先物取引、信用取引、発行日取引を定めた。

これをパターン化するとつぎのようになる。

- a. 有価証券先物取引
- b. 信用取引

c. 発行日取引

これに対して神崎(1992, 342-343, 350)は、「信用取引、発行日取引および先物取引については、それによる空売りによって有価証券の相場が不当に激化する危険がないとの特別の事情は存在しない」「信用取引、発行日取引についての規制 [の存在] は・・・[空売り規制] の適用を不必要とするものではない」「米国では、信用取引による売付けについても・・・証券取引委員会規則 10a-1 が完全に適用されている」として、とくに信用取引を除外取引としたことに強い疑問を呈している。

ここで問題になるのは、信用取引と発行日取引について、適用除外とした理由が明示されなかったことである。

とくに信用取引の除外は大きな意味がある。除外理由は明示されていないが、先物取引に準じて考えると、証拠金規制や逆日歩などの仕組みによって信用取引による相場の不当な下落を防止することは可能だとの理解が一つの解釈である。

その後、平成元年(1989年)3月6日に、昭和60年(1985年)の大蔵省令第51号の全部が改正され、大蔵省令第14号「有価証券の空売に関する規則第1条に規定する取引を定める省令」が定められた。ここで空売り規制の適用除外取引に株価指数先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付けが加えられた。債券先物取引の開始に合わせて、有価証券先物取引を適用除外取引とした昭和60年の省令改正と似ているが、今回は、取引が開始されてから、後追いの形で適用除外が定められた点が違っている。

- a. 有価証券先物取引
- b. 信用取引
- c. 発行日取引
- d. 株価指数先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付け

『証券局年報』平成元年版は、1988年9月に我が国で株価指数先物取引

空売り規制について

が開始されて半年の時間が経過してから、この省令改正が行われた理由をつぎのように述べている(1990, 52)。

[この省令は] これまで、信用取引・発行日取引・有価証券先物取引に限られていた取引所内の空売りを、株価指数先物取引等との裁定取引に係るものにまで拡大したものである。63年[1988年]12月の株価指数先物取引の取引最終日に株式現物市場と同取引の裁定取引の巻戻しにより、現物株価が乱高下したが、このような裁定取引の現物市場に対する悪影響を除去するような施策・・・を講ずる一方、裁定取引を行うことの障害となっていたものについても見直しを行うこととし、元年[1989年]2月に対策を発表した。・・・[こ]の省令改正は、この対策の一環として元年3月に公布施行した。

この理由付けは、裁定取引の障害を取り除くという新しい理由付けになっており、さらにこの障害を取り除くことが現物株価の乱高下を抑制するという説明になっている。問題であるのは、裁定取引の障害を取り除くことと、空売り規制との関係が十分に語られていないことである。

この後、平成4年(1992年)に証券取引法改正があった際、第133条は第162条第1項に移され、また施行令や省令の細かな変更が行われた。

まず「有価証券の空売りに関する規則」は廃止されて、つまり独立の政令は廃止されて証券取引法施行令のなかの第26条の2ないし4に、組み込まれた。

施行令は、証券取引所の会員である証券会社に対して、市場で売付けを行う際に、有価証券を有して行うのか有さずに行うのかの別を明らかにすることを求め(26条の2)、証券取引所の会員である証券会社に対して、自己の計算か顧客の計算かを問わず、当該有価証券を保有しない場合は、直近の価格に満たない価格で当該売付けをしてはならないとして(26条の3)、最後に店頭売買有価証券を空売り規制の対象に新たに加えている(26条の4)。空売り規制は受け明示義務はあるが、価格制限は受けない取引は26条の3に、単位未満株の有価証券の売付けと他の有価証券市場との価格平

空売り規制について

準化のための有価証券の売付けとが列挙された。

他方、適用除外取引は、引き続き独立の省令に書き込まれた。平成4年6月26日付け大蔵省令第50号「有価証券の空売りに関する省令」(7月20日施行)である。その内容をパターン化すると以下ようになる。

- a. 有価証券先物取引
- b. 信用取引
- c. 発行日取引
- d. 株価指数先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付け
- e. 証券取引所の会員が自己の計算において有価証券を有しないでする売付けのうち、証券金融会社から証券取引所の決済機構を利用して借り入れた有価証券をもって決済する取引
- f. 債券(転換社債及び新株引受権付き社債を除く。)の売買取引

a から d までは、平成元年の大蔵省省令「有価証券の空売りに関する規則第1条に規定する取引を定める省令」にあったものであり、e と f が平成4年の新設規定である。f により、債券取引のほとんどが適用除外となった。なおこの年の法律や政省令の改正が多かったという技術的理由はあるのだが、新たに適用除外とした判断の根拠は『証券局年報平成4年版』には開示されていない。

なお東証の平野はつぎのように除外した理由を解釈している(1992, 42)。

自己の信用売り [e] については証券会社の社内管理体制が図られてきたこと並びに顧客との間の信用取引と同様に証券会社及び証券金融会社によって適切な管理が行われていることから、また、債券の売買取引 [f] については、市場金利動向等に基づいて価格が決定される色合いが強いものであると考えられることから、それぞれ規制の適用除外取引にされたものと考えられる。

以上のようにこの空売り規制の適用の除外について、どうも該当する取引が出るたびにそれを除外することを繰り返してきたように見える。またこの除外は行政側が主導したのではなく、その背景には証券業界からの水

空売り規制について

面下での要望と交渉があり、これに行政側が対応したとの推測は間違っていないであろう。そして除外の理由付けを社会的に開示しない傾向は強まっていた。その意味で空売り規制が全体として透明性を欠く傾向は強まっていたといえる。行政側が採用したことが明らかな理由付けはつぎのとおりである。

- 空売りの弊害をもたらす恐れのない取引
- 先物取引のように相場の不当な下落に対応する為の規制が、売買証拠金、委託証拠金、値幅制限などのように整備されている取引
- 裁定取引のように取引の円滑化が必要な取引

このように除外取引の範囲を広げることで、結果として空売り規制の対象となる取引のほとんどを適用除外にしてきたことは問題である。つまり規制はあっても、その規制は粗いザルの目のように通り抜けられるようになっていた。1985年に証券先物取引と信用取引を適用除外としたことを指して、神崎(1992, 342, 343-344)はこう言っていた。

有価証券市場における空売りが、實際上、証券先物取引または信用取引によるものであることから、この適用除外が意味することは非常に大きい(24)。

(24) 証券先物取引および信用取引に空売りの規制が適用されないものとする、・・・空売りの規制に違反する違法なものである場合は、実際上あまり多くないことになる。

IV. 空売り規制はいつから機能したか

ところで導入された空売り規制がザルの目としても機能していない、「規則」はあっても空文でありそもそも実施されていないという批判も繰り返行われてきた。証券取引法の立案に参加し、証券取引委員会委員を勤めた藤田国助は1961年に、証券取引法における空文の一つに空売り規制を挙げ、二つの理由を挙げている。

空売り規制について

一つは今日の証券取引仕法のなかで空売りできるのは、信用取引と発行日取引であるが、信用取引においては「借株が不自由であり、ひたすら逆日歩を高率にして受渡を調節しようとするやり方の下においては、売崩は至難で」ある（藤田 1961, 9）。つまり信用取引による売崩しはそもそも困難だとするのである。

それに相場上昇が続いたため、売り崩しによる相場操縦がほとんど危惧されることはなかったと続けている。

証券取引法施行以来、大勢において相場は昂騰の一途をたどったから、売崩による相場操縦の危惧はほとんどなかったといつてよい。そこでこの規定は、全く無視せられて今日に至っている。

藤田は、1962年に出版した本の中では、証券取引が戦前の投機取引から、投資取引に転回したため、空売り規制の必要が痛感されないのが空文の理由だと述べている（藤田 1962, 208-209）。

わが国の空売取締制度は以上のとおりいちおう完備しているが、この制度は終戦前の定期取引においてこそ、むしろその必要があったが、投機取引から急角度に投資取引に転回した今日の取引所取引にあっては、その必要が痛感されないので、空売か実売かの表示も行なわれていず、関係規定は空文に終わっている。

これに対して1966年に行われた座談会で大阪証券取引所常務理事の尾上春風は、空売り規制が空文である理由を口頭発注であるため実務上実行されていないからと述べている。

尾上 この規定は昭和24年の取引所設立前の規定でありまして、
・
・ところが、それ以後、発行日取引や信用取引の制度が生まれてきて、いまではこういう規定は精神的な規定にすぎないという状態になっているのです。・・・

三木（近畿大学教授） わたくし、尾上さんにお尋ねするのですが、さきほど精神的規定に過ぎないといわれたのは、業務規定に・・・もかかわらず、これまでそのとおりにやっていないということですね。

空売り規制について

[中略] 昭和 26 年に信用取引制度ができたときに「空」という字を表示させればよかったのですがね。

尾上 ところが実際は注文票を使わずに全部口頭でやっておりますのでね。

河本一郎は、口頭発注の慣行のもとで、明示規制が実施されず、さらにそのことが価格規制をも空文にしていると述べている（河本 1975, 376）。

空売りの表示については、永年、口頭注文が慣行となっており注文伝票による制度が取られていないこともあって実施をみておらず、また価格制限についても、アメリカよりも緩和された規定・・・が設けられているが、・・・空売り表示による担保のないこと、才取会員が会員間の媒介を執行するにあたって価格制限のルールにしたがって媒介を行うことが技術的に困難な事情もあって、空文に帰しているのが現状である。

本音のところでは空売りの弊害を市場関係者が意識していたかどうかという問題もある。同じところで河本はつぎのように述べる（河本 1975, 376）。

日本において空売りの制限が行なわれていない背景として、アメリカの大恐慌時におけるような空売りの弊害についての歴史的経験のないこと、戦前の清算取引においては空売りを弊害視する考え方がまったくなかったこと等に起因するものと思われる。

これはすでに引用した戦後の藤田の指摘（藤田 1962, 208-209）とは違っている。しかし戦前における藤田の指摘とは一致している（藤田 1942, 54, 57）。

相場が非常に悲観人氣に蔽はれた場合には、誰も彼も空売したがるから、一時不当に相場を下落せしめ、たとひ後にはいづれ回復せしめるにしても、それはいつか分からず、兎に角その間一国の経済産業の上に悪影響を与えることあるは否定できない。[中略] [空売の] 対策として取締法規を制定すること亦理論的に是認できる。しかしこれを以て吞舟の魚を捕へることは結構であるが、取締法規の性質上、雑魚まで一網打尽に捕へることになる結果は、却て角を矯めて牛を殺すことになりはしないか

空売り規制について

を虞れる。

なお、空売り規制が空文である説明としては、信用取引には信用取引の規制が行われていることや非上場証券に空売り規制が及んでいなかったことも指摘できる。鈴木竹雄＝河本一郎の『証券取引法』旧著(1968, 243)はこう指摘していた。

これらの規定には現実には空文となっているものが少なくない・・・

[中略]

空売に関する制限は、政令のほか、証券取引所の業務規定にも定められているが、いずれも実際上空文に等しい。・・・[信用取引]は、空売りではあるが、信用取引に関する規制を受けているから、さらに空売に関する規制を受ける必要がないと考えられるべきではないか。[中略] 133条に基づく前記規則は、会員の上場証券に関するものであるから、それは非上場証券の空売には適用されない。・・・結局、非上場証券の空売は、現行法上は放任されていることになる(同旨、最高判35/12/16・・・)。

取引所や行政の側に、規則を発動して違法行為を摘発する意欲がそもそもなかったともいえる。神崎は言う(1992, 348)。

空売りの規制が実効性をもって実施されるためには、その規制の違反が実際上摘発され、それに対して適切な制裁が加えられることを通じて、それが大要において関係者により遵守されることが必要である。・・・ところが・・・実際の取引においては、・・・有価証券の空売りの規制は、十分に遵守されておらず、その不遵守につき十分の摘発・制裁が行われていない。

以上のようなこれまでの指摘から空売り規制が永年にわたり空文であった理由を、ここではつぎのように整理しておきたい。

- 取引所や行政の側に空売り規制を発動して摘発・制裁を行う意欲が低かった。
- 相場の上昇局面が続いている間は売り崩しについての批判は強くで

空売り規制について

ないが、日本では相場の上昇局面がこれまで多かった。

- 取引所では注文票によらず口頭発注の慣行が行われているため、注文票に空売りを表示することは行われなかった。

空売り規制を、ある程度、機能させる努力が始められるのは1992年7月20日に証券取引所が新たな業務規定を施行してからではないかと思われる。そして実際に証券業界が真剣にこの規制と取り組むのは、この規制に基づいて証券取引等監視委員会による不正の摘発が始まった1998年以降のことではないか。

1992年に、東京証券取引所では注文票への「空」表示などの見直しがあり、空売り規制をより実効性あるものとするため行われた。つぎのように変更されたという（平野1992, 40-41）。つまり、空売りの報告義務と様式が明確になった。

これまで、東証業務規定では、空売りを行うときの注文票への「空」の表示を義務付けていたが、これについては、注文票の概念が明確でない等、売買取引の実態にそぐわない点があったことから、今回、注文票への「空」の表示についてはこれをやめることとした。しかしながら、正会員が空売りを行った際に価格制限を遵守していたかどうかを確認するとともに、空売りについてはその実態を把握していく必要があると考えられるため、今後は正会員が空売りを行ったときは、その翌日までに「上場有価証券空売報告書」により東証へ報告しなければならないものとした。

また証券会社の自己売買については、業務規定で法定伝票である注文伝票に空売りの表示を義務付けられたが（同前、41）、ところが前項でみたように、このとき省令が自己の信用売りを適用除外取引としたので、実際には自己売買についての報告義務は大きく軽減されたと思われる。

なおここには報告義務を課すことにより、空売りの実態を把握する体制を取引所が整えること自体が、不正取引への抑止力になるという考え方が見え隠れしている。しかしこうした体制をつくりながら、他方で1992年

空売り規制について

に、空売り規制には証券会社の自己売買以外にも大きな後退もあった。このとき、東証から大蔵省に対して、借り入れた有価証券をもってする売付けが、空売り規制に該当するかについての確認が行われた。ここで大蔵省は借り入れた有価証券による売付けを空売り規制の対象とはしないとの判断を示した（同前、40）。

大蔵省に確認したところ、消費貸借契約に基づく有価証券の借入れであって、売付けの時点で有価証券の受渡しを結了している場合等、借手に所有権が移転していることが明らかである場合には、「有価証券を所有している」場合に該当するものと考えられることから、このような売付けは空売りとはならないことが明確にされた。

大蔵省としては純粹に法律の解釈の結果であるが、これによって、借株による売付けは、そもそも空売り規制の対象外とされることになり、この点の修正には法律の字句そのものの修正が必要となった。これは空売り規制にとっては後退だった。

後述するように1992年は、国会審議のなかで、空売り規制の強化に関連して海外の貸株市場の議論が行なわれた重要な年であった。とすれば、借株による売付けへの対処を1992年に大蔵省として検討したはずで、このとき借株による売付けを重大問題と判断できれば、大蔵省としては法律の改正の検討を進める判断もありえた。問題の質疑の一つは5月19日の衆議院大蔵委員会での渡辺喜蔵議員（社会党）のものである。ここで渡辺議員は、海外法人を使って日本の証券会社が、1992年春に銀行株の空売りに関与した可能性があるとして、そのような海外での取引に対して、適切な監視ができるかを質問している。政府委員（大蔵省官房審議官）は、外国当局に調査を依頼せざるを得ないと発言している。

渡辺 これは海外を使った空売りの手口なんです、・・・この春に行われた銀行株の動き等々を念頭に置いてつくったものなんです。・・・こういうような〔海外法人を使った〕手口に対しての監視がで

空売り規制について

きるかどうか。・・・これに対しての万全が期せるかどうか、一度聞かせて下さい。

小川政府委員　・・・これをチェックするにはどうしたらいいかと申しますと・・・外国当局に調査を依頼するということが考えられるわけでございます。

今一つは5月26日の参議院大蔵委員会での赤桐操議員（社会党）の質疑である。ここで赤桐議員は具体的に《最近の銀行株下落の背後には海外の投資家の空売りがあり、しかもその貸し手は国内の生命保険会社など機関投資家だと言われているが、大蔵省はそのことを把握しているか》と質問している。これに対して政府委員（大蔵省証券局長）は、生命保険会社に対するヒアリングの実施は認めた上で、日本市場での株価下落の直接の原因とするには、その市場規模は小さいのではないかと述べている。

赤桐　・・・最近の銀行株の下落について、海外の機関投資家が借りた株を売る、いわゆる空売りが主たる原因だといわれております。・・・この市場に対して我が国の生命保険会社などの機関投資家が株式を出していることによって銀行株の下落に拍車がかかっている、そういうことが言われております。この生保等の行動を大蔵省はどこまで把握しておられるのか。

松野政府委員　・・・少なくとも私どもが把握している事実の限りでは、この貸し株による株を借りた海外投資家が日本市場で売却するという、貸し株を利用した売りが株価の急落の直接の原因になっているというふうには市場規模あるいは貸し株の規模からしてどうも言えないのではないかという感じを持っております。

つまり、1992年に空売り規制を手直しする機会があったときの政府側の認識は、海外市場を経由した空売りについて、十分なチェック体制はないことを認めつつ、しかし貸株市場の規模が、海外の貸株市場を議論に含めても、なお、日本の株式市場の急落をもたらすほどの規模ではないというものだった。この判断もあり、このとき大蔵省は、借株を利用した売付

けを空売り規制の対象を含める方向での検討をこのとき進めなかったのではないか。そしてこの点こそ 1998 年の規制強化で見直されることになるのである。

V. 貸株市場の成長と貸株市場の機能

1992 年という年は貸株市場について規制強化の判断するには不適當な年だったのかもしれない。

小林襄治 (1993) によると、ロンドンにおける SEAQ の稼働 (1985) と東京証券取引所への外国証券加入 (1986) を契機に、日本株貸借市場は拡大した。1988 年頃からは転換社債やワラント債と組み合わせた裁定取引のニーズが貸株市場の規模を押し上げた。日本国内の貸株市場は 1988 年頃から拡大したが、1989—90 年にピークに減少し、1992 年に入って急減した。だから市場が縮小した 1992 年に、大蔵省が貸株市場を利用した売付けを大きな問題と判断できなかったのは仕方なかったともいえる。

しかし 1997—1998 年頃には、貸株市場の規模は、かなり回復したと考えられる。貸株市場の利用目的は、以下にみるように単純に売付け投機のための需要は、むしろ全体の一部に過ぎないが、市場規模は 90 年代後半には相当に回復していたと考えられる。このことが、1998 年に借株を使った空売りが規制されるようになる背景になっている。

既存の信用取引に較べた場合の株の貸借市場の利点は二点指摘される (NFD98/1130)。一つは、事前にコストが確定する点。「既存の信用取引は証券金融会社の在庫株券が不足すると、逆日歩と呼ばれる手数料が発生するため、事前にコストを確定しにくかった。」今一つは、対象銘柄に制限がない点である。「既存の信用取引は証券取引所が定める信用銘柄に [取引の対象が] 限られている」(同前)。とくに信用取引による制度貸借は、逆日歩が事後的に発生することで、取引のコストを事前に確定したいニーズと合わないことが問題だった。バスケット売買への対応について、つぎの

空売り規制について

ように指摘された (NFD98/9/17)。

機関投資家が複数の銘柄をまとめてバスケット買い注文を出してきた時、証券会社は手元のない銘柄についてはどこかから借りて投資家に渡さなければならない。一銘柄でもそろわないとバスケット全体の注文が取り消されることもあるだけに、株券の調達証券会社のエクイティ部に必要不可欠な機能となっている。信用取引の制度を利用することも可能だが、最近では逆日歩が恒常化している銘柄も多く、採算が合わない。

このような議論からも分かるように貸株市場の利用のニーズには、むしろ堅実な利用が目立つのであって、投機的な空売りは貸株市場の利用方法の一つに過ぎないといったほうが正確である。

そもそも株式の貸借には、特定株式を貸借するもの（スペシャル取引）と、非特定株式を貸借するもの（ジェネラル取引）の区別がある（植月 1999 ほか）。特定株式を貸借する取引では、借り手はその株式を借りる必要がある。これに対して非特定株式を貸借する取引では、この貸借のため借り手が貸し手に担保として差し入れる現金を入手するため、株券の貸借が行われている面が強い。非特定株式を貸借する取引のうち、現金を担保とするものは株券レポ取引と呼ばれ、株券貸借の形をとる資金取引だとも言える。この場合、株券を貸した側は保有株券を利用して低利の借入をしたことなる。

特定株式の借り手は、借りた株の売り注文を出すことにより相場が値下がりした場合の収益機会の確保を目指すのであるが、その目的は投機だけでなく、保有株の値下がりこそなえたりスクヘッジ＝売りつなぎの場合もある。またすでに述べたようにバスケット取引の売り手として、不足した株式を手当てするために借入れを必要としていることもある。実際のニーズは「先物や転換社債などの裁定取引、バスケット売買で受け渡すべき株券が不足した際の充当、売りつなぎと多様」(NFD98/1/30) である。

株式の貸し手には生命保険会社、信託銀行、一部の事業会社などがなり、貸し手は借り手から品貸料（貸出料）を受け取る。貸し手は、担保現金か

空売り規制について

ら上がる収益を含め、保有株券から上げられる収益を増やすことで運用効率（運用コスト）の改善を目指すことになる。また低利資金の調達に使うことがあるのは、すでに論じたとおりである。

1990年代後半の報道をみると、1996年8月には、厚生年金基金連合会はコスト削減に躍起であるものの、貸株利用はまだ考えていないと報道されている(NFD96/8/14)。半年後の1996年12月には、日本生命が国債の貸し債業務の本格化に続けて、貸株業務に本腰を入れ始めているとの報道がなされている(NFD96/12/12)。さらに半年後の1997年8月には「買い決め注文に貸株市場で調達した株式で売り向かうことも大手証券や外国証券では日常茶飯事」(NFD97/8/13)と報道されており、大手証券や外国証券では貸株市場取引が一般化したことが分かる。

1997年5月に発表された証券取引審議会総合部会作業部会主査報告はつぎのように3点のニーズを指摘して、証券会社による機関投資家からの借株や証券会社間の貸借の自由化が必要だと指摘した(NFD97/5/19)。

例えば、[①] 証券会社のマーケットメイク機能やディーリング機能の活発化等に伴い、証券会社による証券金融会社を通じない借株及び証券会社間の貸借ニーズが高まっている。また、[②] 機関投資家においては、保有株式の一部を貸株として運用するニーズが増大している。更に、[③] 投資家サイドからすれば、事後的に品貸料が発生しうる現行の信用・貸借取引とは異なり、事前的にコストを確定しうる借株へのニーズも高まっている。

なお『平成9年度証券年報』は全く同じ指摘を繰り返した上で(1998, 31), 「以上を踏まえ、[現行の] 信用・貸借制度の枠外の取引について、市場の公正性・透明性の観点から担保の徴求、値洗いの励行、取引状況等に関する適切な情報提供等を図ったうえで、これを認めていくこととしている」(同上)と結んでいる。そして実際に1998年12月の証券取引法改正では証券会社の付随業務として「有価証券の貸借」が盛り込まれ、広く

空売り規制について

株の貸借取引が解禁された。

株券貸借市場を利用した投機的売付けはこの市場の利用方法の一つに過ぎないが、この国内貸借市場の成長と整備が、借株を用いた空売りを1998年10月に空売り規制の対象に加えた背景になっていることは否定できない。

VI. むすび—1998年から2002年にかけての空売り規制の強化—

1. 冷たい反応から前倒し実施要望への変化

1998年の空売り規制の直接の切っ掛けは、1997年11月に山一証券が破綻した際に、特定の金融機関の金融不安説が流れ大量の売り注文が出て、株価が下落する傾向が見られ、安田信託銀行や大和証券などが証券取引等監視委員会に証券取引法違反に関する調査を依頼したことだった。証券取引等監視委員会では外資系証券に関する検査を1997年12月に開始した。そして大蔵省では1998年1月に、貸株を利用した空売りにも証券取引法の空売り規制を適用するように、空売り規制を強化する方針を固め、この方針を大蔵大臣談話の形で発表した(N98/1/7)。「市場動向にかんがみ有価証券を有しないで売付ける行為(空売り)が相場下落動向を激化させるおそれや、相場操縦に利用されるおそれがあるとの指摘に適切に対応するため、新たな立法措置を講ずる。」(三塚博大蔵大臣談話1998/1/6)報道された(NFD98/1/7)項目は以下のとおりである。

- ・証券監視委に風説の流布、株価操縦への厳正な対応を期待
- ・東証に売買審査の集中的な実施を要請
- ・証券会社の自己取引と委託注文の区分発注を早期に義務付け
- ・貸株利用の場合にも空売り規制を適用
- ・相場操縦などによる利得の没収規定を創設
- ・東証、日証協による過剰金の上限引上げ(1億円→5億円)

このとき改めて空売り規制がこれまで空文であったという指摘が見られ

空売り規制について

た。そこで問題にされたのは、株を借りて手元に保有した上で売付けるという意味での空売りを規制していないという「新しい論点」であった。株券の貸借が実態としては広がっているが、空売り規制が借りた株の売付を規制していないから、空売り規制は、事実上、ざる法になっていると報道された。この問題は新しい論点にも見えるが、先ほど述べたように、問題としてはすでに6年前に国会で質疑された問題であり、そのとき政府は積極的対応を否定したのであった。そしてこの点の解決には、法律の字句の修正が必要だということはそのときの検討（東証と大蔵省とのやりとり）ですでに明らかになっていた。

1998年に新たな立法措置を取ったということは、借株を使った売付が、相場の下落傾向を激しくさせる規模になっており放置できないという認識に、おそらく新たな情報を得て政府＝行政側が変わったということである。

「朝日新聞」はつぎのように報道した(A98/1/7)。

海外で発達している貸株市場などから投資家が株を借りてきた場合、所有権が移転したとみなされ規制対象にならず、実質的に効力のない規定になっていた。

「日本経済新聞」はつぎのように報道した(N98/1/7)。

投資家がほかから借りた株式(貸株)を売却する場合は、株式を保有しているという扱いになり、この規制の対象外。実際の空売りは多くの場合、貸株が使われるため、事実上、野放しに近い状態だった。

ところで大蔵大臣談話の翌日、民主党の鳩山由紀夫幹事長(当時)が、空売り規制強化に反対する発言を行ったこと(A98/1/8)を、ここで注目したい。この発言は、空売り規制を市場の自由を縛るものだと批判するものだった。

民主党の鳩山由紀夫幹事長は7日、・・・大蔵省が株式市場の改善策として発表した「空売り」規制について「もっと自由であるべき株式市場を政府が縛ることによって、(海外からの投資が細り)円安に歯止めが

空売り規制について

からなくなる」と批判した。また、鳩山氏は同日発表した談話のなかで、通常国会に空売り規制を含む証券取引法改正案が提出されれば「断固反対の立場をとる」ことを表明した。

この発言が報道された1月8日に参議院大蔵委員会で質問に立った自民党の清水達雄議員も、空売り規制以外の株価対策を求めている。この発言にも、空売り規制に批判的な雰囲気は漂っている。

実はこの質問をつくっておりましたら、大蔵大臣の方から空売りの規制とかいふふうのな対策もでてきたわけですが、・・・空売り対策だけでなくほかにもいろんな対策が私は必要だと思うんですけども

これらの発言は、与野党の国会議員がともにこの時期の空売り対策に、批判的であったかあるいは乗り気でなかったことを示している（『日本経済新聞』が空売り規制に批判的な論調の記事を当時並べたことが影響していると思われる）。この時点では、空売り規制の強化が必要だという政府側と一部の議員との間には著しい認識＝情報落差があった。

その後、証券取引等監視委員会は、1998年5月26日に、INGベアリング証券東京支店に対し、同支店が1997年5月から12月の間に実施した、株式を保有しないで売付けを行うという意味での空売りについて、70件に明示義務違反があり、また17件に直近の価格に満たない価格での売付け行為があったとして、大蔵大臣に対し、行政処分を勧告した。しかし同時に、同支店の空売りには、価格操作的な意図はなかったとした(N98/5/27)。実は空売りについての、行政側による不正の摘発、処分勧告はこれが初めてで、この勧告には空売り規制を強化する監督庁の姿勢の変化を証券会社に知らせる意図が感じられる。世間に対しては、粗いザルの目のような現行の空売り規制でさえ十分守られていないというメッセージを送る効果があっただろう。

この勧告直後の1998年6月に日本長期信用銀行株がヘッジファンドに狙われ空売りされているとの噂がある中、暴落する。「ジョージ・ソロス

空売り規制について

氏のクオンタム・ファンドのほかオメガファンドなどのメジャー・ヘッジファンドが外資系証券会社を通じて大量の長銀株の空売りを続けたという「うわさ」がある」（『Forbes 日本語版』May 1998, p. 136）。2月に400円あった長銀株は、6月19日には100円割れ、さらに住友信託銀行との合併が発表された6月26日には60円にまで値を下げた。その後、7月21日には額面（50円）割れ。8月21日にはリストラ策を発表するが、市場の不信感は強く、9月14日には19円にまで下げ、9月18日に与野党協議は長銀を特別公的管理などで処理する方針を決めた。10月8日には住友信託銀行社長が合併撤回を示唆、最後は10月23日に長銀は特別公的管理を申請し破綻が確定した。「経営不振に陥った日本長期信用銀行が1998年6月、海外ヘッジファンドの空売りの標的になって乱高下し、最終的に自主再建断念になった」（読売金融商品ニュース 01/12/28, 02/3/1）。長銀株は空売りで売り込まれ、経営破綻に追い込まれた。

このように現行の空売り規制下で「空売りにより」長銀が破綻に追い込まれる事態を眼前にして、空売り規制の強化をを批判する声はいつしか消え、民主党も含め、全政党が結束賛成する形で1998年6月に空売り規制の強化を定めた証券取引法改正法は成立、12月1日に施行とされた。しかも間もなくその前倒し実施を求める声が強まった。衆議院の「金融安定化に関する特別委員会」で9月1日に石井啓一議員（新進党）は次のように政府を質した。

この空売り規制について、ことしの12月1日が実施日になっているわけですが・・・空売りによって大きな、いわば暴力的な売り圧力を受けるということがよく指摘されておりますから、この空売り規制を前倒しでやる、こういうことを・・・提案として申し上げたいと思います。

これに対して政府側（伏屋大蔵省金融企画課長）はこの9月1日の答弁では、政府と民間の双方の準備に時間を要するとして、12月1日の施行に

空売り規制について

理解を求めた。しかし新進党は納得せず9月8日には太田昭弘議員（新進党）が衆議院商工委員会で、つぎのように金融特での石井議員の発言に賛成する意見を重ねて述べている。

金融ビッグバンというものの自体についてはこれは結構かもしれないが、しかし余りに無防備過ぎた状況の中で行われたのではないかという危惧を持ってしまして・・・私たちの党でも議論をしまして、この間の金融特などでは、例えば空売り対策であるとか、あるいは銀行株の現物銘柄化ということをした方がいいのではないかとか・・・という議論をさせていただいたわけなんです。

続いて、財界がはっきりと前倒し実施を要求する。経団連会長（当時）の今井敬は98年9月14日の記者会見で、空売り規制の前倒しを正面から要求した（A98/9/15, cf.『財界』98/10/13, p. 27）。

経団連の今井敬会長は14日の記者会見で、日本長期信用銀行の株価に触れ、「不自然な株価の動きについては、証券取引所や証券取引等監視委員会が事情聴取をするべきだ。また12月1日から施行される金融システム改革法を前倒しして株式の空売りの規制を強めるべきだ」と語った。今井会長は、「市場は万能ではない。異常な株価の動きや風説に基づいた株価の変動が見られることがあるが、そうした場合は米国では頻繁に事情聴取している」と、日本でも米国なみに市場の監視を強めるべきだと強調した。

9月16日には経済同友会代表幹事の牛尾治朗も、空売り規制への政策的対応を求めた（N98/9/17）。

経済同友会の牛尾治朗代表幹事は16日の記者会見で、銀行の株価が投機筋の空売りなどにより急落している点について、「容易に投機的な売買ができないように、法的または行政的な措置が必要。（措置を）検討するだけで効果がある」と述べた。

経団連の副会長で金融制度委員会委員長の樋口廣太郎も、10月上旬に発行された雑誌の中でつぎのように発言した（『財界』98/10/13, p. 26）。

空売り規制について

最近、海外投機筋からの金融株の空売りが行われています。・・・改正法の施行日が12月1日なので、その間に狙われているわけです。1月6日に・・・蔵相が空売り規制をやりたいと話してから11ヶ月経っています。・・・11ヶ月もほおっておくのはおかしいということです。何とか施行を前倒しすべきです。

政府自民党でも《投機的資金による空売りが、平均株価を1万2000円割れ寸前まで続落させた一因だとみて》10月1日には空売り規制の前倒しのための法改正を決定した(A98/10/2)。前倒し実施を求める議員提出法案が10月8日に衆議院に提出され即日可決、参議院でも翌10月9日に可決し、「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の一部を改正する法律」(金融システム改革法改正法)が成立した(A98/10/8, A98/10/10)。これも出席全議員一致の賛成となった。12月1日に施行予定だった空売り規制が前倒しで実施されることとなった。なお同法成立により、「有価証券を借り入れてする売付け」が空売りの対象行為に含められるとともに、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の売付け」も空売りの対象行為に準ずる行為とされ、さらに価格規制に反した売付けにより「当該有価証券の価格を下落させる行為が」禁止された(『証券業報』98/10)。

10月9日の参議院金融問題及び経済活性化に関する特別委員会で、岩井國臣議員(自民党)はつぎのように同法案に賛成する発言を行っているが、これはこのときの政府国会筋の危機感をよく表している。

当初は12月1日が空売り規制の施行日ということでありましたから、我が国の市場ではそれまでの間、ある種のヘッジファンド[が]・・・やりたい放題やって暴利をむさぼることができたわけですね。下手をすると12月1日までに我が国の銀行は、長銀だけでなく、次の弱そうな銀行がそういった悪魔の手によって好き勝手にされる心配がある。

大蔵省では証券取引法施行令及び有価証券の空売りに関する省令を改正。

空売り規制について

10月13日の官報に掲載，10月23日施行となった。施行令改正のポイントは以下のとおりである。

有している有価証券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を，有価証券を有しない若しくは有価証券を借り入れている場合に準ずる場合とする（26条の二）有価証券市場において有価証券の売付け又は売付の委託等をする場合には，当該売付けが空売りであるか否かの別を明らかにし，また，売付けの受託等をする場合には，当該売付けが空売りであるか否かの別について確認しなければならない（26条の三）

有価証券市場において空売りを行おうとするときには，当該空売りに係る有価証券の直近の公表価格に満たない価格において空売りを行ってはならない（26条の四）

証券業協会の協会員が行う店頭売買有価証券の店頭売買取引について，26条の三および26条の四の規定を準用する（26条の三第六項，26条の四第五項）

2. 注目されているアジア諸国との連携

ところで1997年から1998年にかけてはアジア諸国でもヘッジファンドによる株の空売りが問題になり，複数の国では日本に先立って，空売り規制も行われた。こうしたアジア諸国の動向は日本の議論にも一定の影響を与えたのではないかと考えられる。日本の国会ではこの点を質問した議員は見当たらないが，日本の大蔵省当局の耳には，当然このようなアジア諸国の動向は入っていたはずだからである。

アジア諸国における空売り規制としては，1997年8月のマレーシアにおける空売り禁止規制，1998年9月の香港政府による空売り規制などを指摘できる。日本の1998年の空売り規制強化は，ヘッジファンドの動きに対応したアジア諸国のこのような動向と国際的には連携した動きとなったことは，これまで注意されていないが注目されている。

空売り規制について

マレーシア政府は1997年8月28日に空売り禁止規制を実施した。しかしこの規制は1週間後、撤廃された。なお1998年9月には購入後1年以内の株式売買益金の海外送金を禁止した。また1999年2月には、利益発生後、1年以内の場合は30%、1年超の場合は10%の送金税を払えば、送金可能となった。2001年2月以降には、1年以内の場合に10%の課税にまで緩和、さらに2001年5月には送金税も撤廃された。

資料：「通貨危機の影響下のマレーシア経済とその課題」『東京三菱レビュー』No. 11, Aug. 1998. 岸脇誠「マレーシアの通貨危機と政府の対応」『証券経済研究』No. 21, Sept. 1999. N99/2/5, N01/5/3

香港政府は1998年8月14日から28日にかけて株式市場に1180億香港ドル（約151億米ドル）を投じて、ハンセン指数を構成する全銘柄（33銘柄）を購入する異例の買い支えを行った。8月29日に先物取引の大口取引について証拠金を引き上げた。9月2日主力株であるHSBCなど3銘柄の空売りを一時的に禁止した。9月7日に、株式先物市場の秩序維持と透明性向上のための証券市場安定化策を発表したが、その中身はまず空売り規制（決済日の2日後に売り方が現物株を渡すルールと、3日後に買い方が買い入れを実行するルールの厳守）、報告・情報開示義務の徹底、違反者に対する罰則（罰金 営業停止など）、政府当局の監督権限の強化などであった。こうした一連の措置により投機的動きの鎮圧に成功した。

資料：鎌田信男「アジア通貨危機と香港証券市場」『証券経済学会年報』34号, May 1999. 山下英次「カレンシー・ボード制の導入方法と通貨投機に関する抵抗力」『証券経済研究』No. 21, Sept. 1999. 『最近の香港経済情勢』外務省, Mar. 2001.

3. 2002年の規制再強化への展開

1998年の規制強化による変更内容をまず確認しよう。1998年に改正された証券取引法第162条第1項第1号は、借り入れた株を売付ける行為を「空売り」規制の対象とした。「有価証券を有しないで若しくは有価証券を借り入れて（これらに準ずる場合として政令で定める場合を含む）その売付けをすること又は当該売付けの委託若しくは受託すること」。そして改正された証券取引法施行令をみると、売買を委託する顧客に対しても空売りか否かの明示義務が、また会員証券会社には委託注文が空売りであるか否か

空売り規制について

の確認義務が加えられることになった。

このような「強化」の反面、省令をみると十分な説明がないまま適用除外取引はさらに膨らんだ（法律本文の用語は難解であるので以下では橋本1999の表現を利用する）。⑦決済未了の有価証券の売付け、⑧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、⑨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、⑩店頭売買取引についてのマーケットメイク取引が新たに除外取引に加えられた。

なお明示確認義務はあるが価格制限はない取引は、従来は施行令に書き込まれていたが省令に列挙されるように変更された。そしてこれまで適用除外取引だった、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、単位未満株の有価証券の売付け、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同じく、明示確認義務はあるが価格制限はない取引に加えられた。また新たにヘッジ取引が、明示確認義務はあるが、価格制限はない取引に加えられた。

注目される点は①「価格制限」を「公表された価格未満」から「公表された価格以下」に強化することや、②信用取引の売付け行為を「空売り」対象に含めることが、この時点で検討された節が伺えることである。三塚蔵相の発言を伝える「日経金融新聞」は、「米国では、株価が下落傾向にあるときは、直前より前の取引でついた価格で売ることを義務付け」る点で日本の規制はアメリカよりゆるいものであり、「信用取引では証拠金など別の規制もあるため証券法の規制の適用除外とされている」ことを紹介している（NFD98/1/7）。

すでに述べたように価格制限がアメリカよりゆるやかである面と、信用取引を適用から除外している面は、98年以前にも議論があり、検討課題であったはずだが、1998年の強化はあえてそこに踏み込まなかった。

2002年2月に、空売り規制の《価格制限》は従来の「直近価格未満の禁止」から、下げ相場での「直近価格以下」へと強化された（2002年3月

空売り規制について

実施)。さらに空売りの明示義務の対象に、2002年1月にまず信用取引の売りが含められた(2002年2月実施)。また2002年3月には、証券金融会社による貸株料の徴収が発表された(2002年5月実施)。そして最後に2002年8月には、遂に信用取引にも対象を限定しつつ価格制限の導入が発表された。日本の空売り規制は、多くの適用除外規定をもちつつも、アメリカの空売り規制にこれまで以上に近づくことになったし、この間の流れからすると1998—2002年の規制強化は歴史的に大きな揺り戻しだったと言える。なおこの2002年の規制強化では、1998年の規制強化があえて踏み込まなかった信用売りの取引高が膨らみ、規制の空白を埋めるために信用売りへの規制強化が必要になった点が注目される。

凡例 N:日本経済新聞 NE:日本経済新聞夕刊 NFD:日経金融新聞 A:朝日新聞 KB:金融ビジネス

参 考 文 献

- 植月貢『貸株市場入門』東洋経済新報社、1999。
大崎貞和「『先物悪玉論』的思考のままでは資本市場の発展は期待できない」KB, May 2002, pp. 80-81。
岡村峻『改正証券取引法』日本証券新聞社、1948。
神崎克郎『証券取引法 [旧版]』青林書院新社、1980。
神崎克郎『証券取引法 [新版]』青林書院新社、1987。
神崎克郎「空売りの規制」『証券取引審議会不公正取引特別部会中間報告』所収、1992。
神田秀樹監修 川村和夫編『注解証券取引法』有斐閣、1997。
岸田雅雄他編『逐条証券取引法』商事法務研究会、1999。
木村剛「空売り規制は大いなる悲劇」KB, May 2002, pp. 68-69。
河本一郎「取引所市場の規制」レイ・ロス/矢澤惇監修『アメリカと日本の証券取引法・下巻』商事法務研究会、1975所収。
小林襄治「米英の貸株市場」証券取引審議会作業部会報告『大口取引に係わる株式委託手数料の自由化について』所収、1993。

空売り規制について

- 小林襄治「信用取引と貸株市場」『青山経済論集』45-3, Dec. 1993, pp. 61-100.
- 証券市場研究会（報告：三木純吉）「空売り制度について」『インベストメント』18巻7号, Sept.-Oct. 1965, pp. 54-66.
- 証券取引法研究会（報告：谷川久 発言：三木純吉, 尾上春風ほか）「空売及び逆指値注文の制限」『インベストメント』19巻6号, Nov.-Dec. 1966, pp. 58-75.
- 証券法制研究会『逐条解説証券取引法』商事法務研究会, 1995.
- 代田純『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社, 2002.
- 末村篤「空売り規制は下策か」N02/3/3.
- 鈴木竹雄, 河本一郎『証券取引法』筑摩書房, 1968.
- 鈴木竹雄, 河本一郎『証券取引法 新版』有斐閣, 1984.
- ロバート・ソーベル著, 安川一郎訳『ウォール街二百年』(1965) 東洋経済新報社, 1969.
- ロバート・ソーベル著, 原信・新垣進盛訳『ウォール街の内幕』(1977) 有斐閣, 1984.
- 田中誠二, 堀口亘『再全訂コンメンタール証券取引法』劉草書房, 1996.
- 日本証券経済研究所「1934年証券取引所法規則」『外国証券関係法令集 アメリカⅢ』日本証券経済研究所, 1979.
- 日本証券経済研究所「1934年証券取引所法」『外国証券関係法令集 アメリカⅠ改訂版』日本証券経済研究所, 1990.
- 橋本基美「日米の空売り規制」『資本市場クォータリー』2巻3号, Feb. 1999, pp. 66-75.
- 平野剛「空売り規制の整備について」『証券』Sept. 1992, pp. 38-43.
- 藤田国之助『日本取引所解説』千倉書房, 1942.
- 藤田国之助「証券取引法中, 空文になっている若干の条項について」『インベストメント』14巻4号, May-June 1961, pp. 2-12.
- 藤田国之助『証券取引制度論』ダイヤモンド社, 1962.
- 堀口亘『新訂第三版 最新証券取引法』商事法務研究会, 2001.
- 前田昌孝, 末村篤ほか「株の空売り規制は是か非か」『日経公社債情報』Mar. 3, 2002, pp.2-7.
- 前田昌孝「お門違いの空売り規制」NFD02/3/1.
- 水口弘一「株空売りは悪くない」N02/3/2.
- G. L. レフラー著, 山一証券株式会社外国部訳, 小竹豊治監訳『株式市場』(1950) ダイヤモンド社, 1956.
- ルイ・ロス著, 証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』(1983) 商事法務研究

空売り規制について

会，1989.

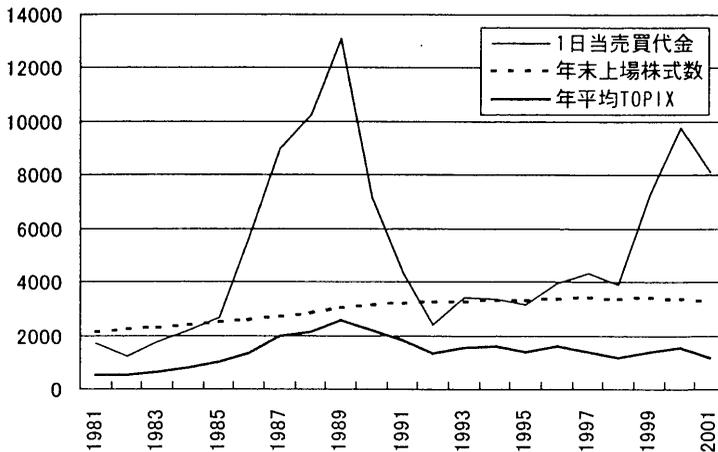
統計

図1を見ると東証1部の1日当たり平均売買代金額（単位は億円 期中平均）は、1990年代後半にかなり回復してバブル期をなぞり始めていたが、2000年を境に再度減少したことがわかる。しかし1990年代末以降の数字は、1980年代後半の数字に近く、かなり大きい数字である。このように株価の低迷の中で、売買代金額が大きな水準になっていたことが注目される。

株価が低迷している状況下での売買金額の底固さには、どのような要因が絡んでいるのだろうか。金融ビッグバンで手数料水準が下がったことで投資家の売買水準が上がったといった説明も可能だが、小稿の議論との係わりとしては、株を空売りする動きも、売買金額の下支えに役立っていることに注目したい。

まず信用取引をみる。歴史的に大きな流れでみると、個人取引の比重低下を反映して信用取引の比率は低下傾向にあると思われているが、近年はむしろ安定した比重を保っている。図3は東証1部、2部、マザーズ合算の往復計算に株式オプション取引権利行使を加えたものに占める信用取引の比率（年平均代金ベース単位：％）の推移である（1981-2001）。その数字は80年代前半までは減少しつつあったが、その後は15%前後の水準で安定している。これはかなり大きい比率

図1 売買代金（億円），上場株式数（億株），TOPIXの推移（1981-2001）



空売り規制について

であり、信用取引が売買金額を下支えしてきたことは明らかである。図4は過去2年間(2000/7-2002/6)の3市場(東京、大阪、名古屋)信用取引現在高(月末単位:億円)の推移である。

信用取引のほか貸株市場を利用した空売りも、一定の役割を果たしたであろう。最近公表されるようになった数値(図5)によれば、その規模は東証の売買高の4-6%程度である。

このほかの視点としては、機関投資家による売買の増加が見落とせない。機関投資家は、株価の低迷局面でも頻繁に裁定取引や鞘取り商いをを行い、株価指数に

図2 東証1部1日当たり平均売買代金(億円)とTOPIXの推移(2000/7-2002/6)

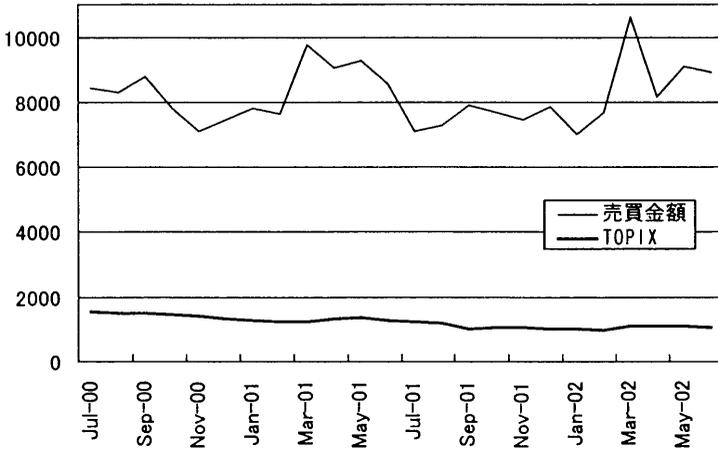
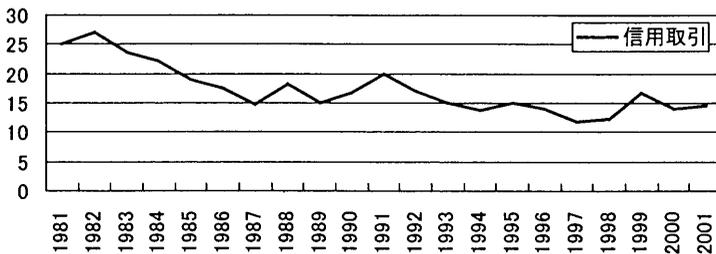


図3 信用取引の比率の推移(東証全取引 1981-2001%)



空売り規制について

図4 3市場信用取引現在高（月末 億円）の推移（2000/7-2002/6）

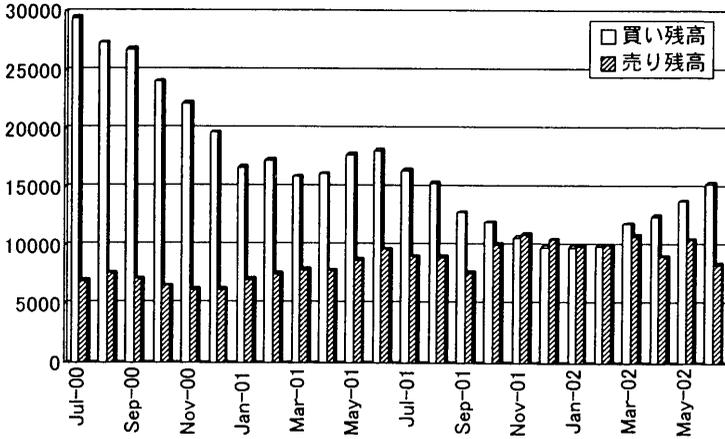
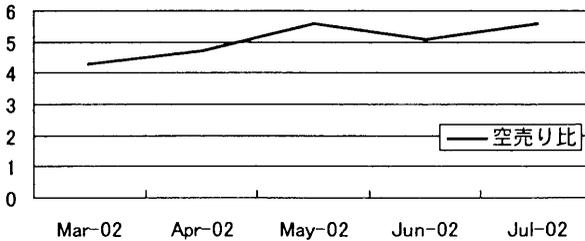


図5 貸株を利用した空売り比率（2002/3-7 東証 代金ベース%）



連動した成績を求めた商いなどを行っている。機関投資家が株価指数に連動した成績を目指す場合、あるいは株価指数先物との裁定取引を行う場合、プログラム売買（一度に25銘柄以上を同時に売買する取引の立会内と立会外合計）やバスケット取引（一度に25銘柄以上の現物銘柄の売付又は買付で立会外市場の売買されるもの）が使われることが多い。

図6の東証1部の売買金額に占めるプログラム売買の比率（2000/7-2002/6）や図7の中のバスケット取引は、増加傾向を示している。信用取引と同様に以上のような取引の増加も、株価が低下する中で、売買高の底を押し上げる働きをしてきたと考えられる。

空売り規制について

図6 プログラム売買の比率の推移（東証1部 %）
（2000/7-2002/6）

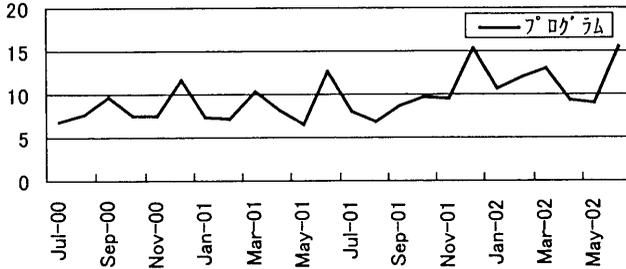
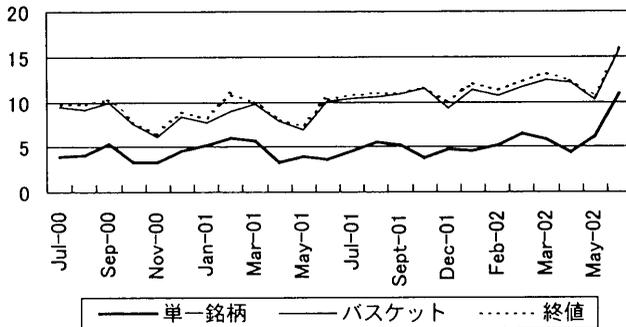


図7 立会外取引の取引種別比率の推移（東証1部
積み上げ表示 %）（2000/7-2002/6）



また事業法人や金融機関による持ち合い解消売りや益出しのための売却など、消極的な理由による売買も相当にあることにも注意したい。この規模を見る上で立会外取引の増加に注目したい。図7の種類別比率のうち単一銘柄取引や終値取引は、法人が大量の株式を売却するときに使われることが多いので、法人による持ち合い解消売りや益出しのための売却などの増加を反映していると考えられる。

小分析で利用した数値は、東京証券取引所発表によるものである。