

2013年3月15日 全14頁

空売り規制の総合的な見直し

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2008年秋に一連の空売り規制強化が実施された。そのうち、Naked Short Selling の受託禁止や空売りの残高情報（ポジション情報）の報告・公表などについては、時限的措置とされている。その期限は延長を経て、2013年4月30日までとされている。
- 2013年3月7日、金融庁は、諸外国の規制の動向等を総合的に踏まえて、空売り規制を総合的に見直す方針を明らかにした。
- 具体的には、時限的措置のうち、Naked Short Selling の受託禁止は、対象にPTSにおける取引を加えた上で、恒久化する。
- 空売りの残高情報（ポジション情報）の報告・公表については、報告・公表の水準をそれぞれ0.2%、0.5%と改める（現在はいずれも0.25%）などした上で、恒久化する。
- 他方、（時限的措置ではない）従来の空売り規制のうち、価格規制については、常時規制がかかる現行の枠組みを見直し、前日終値から10%以上下落した場合に発動するトリガー方式に改めることとしている。
- 金融庁は、関係者の準備期間等を考慮して、新しい規制の実施は2013年11月を目途とし、それまでは現在の時限的措置を延長することを予定している。

はじめに

2013年3月7日、金融庁は、「空売り規制の総合的な見直しについて（案）」¹（以下、「見直し案」という）を公表した。この中で、金融庁は、諸外国の規制の動向等を総合的に踏まえて、2008年以来適用されている時限的措置を中心に、空売り規制を総合的に見直す方針を明らかにしている。その大枠を示すと次のように整理できるだろう。

¹ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130307-1/01.pdf>) に掲載されている。

図表 空売り規制の総合的な見直し（案）の概略

規制	現行	見直し（案）
明示・確認義務	取引所取引が対象	対象を一定のPTSまで拡大
価格規制	取引所取引が対象	対象を一定のPTSまで拡大
	常時、規制を適用	前日終値から10%以上下落した場合に規制が発動（トリガー方式）
Naked Short Selling の禁止 (2008年10月30日実施)	時限的措置	恒久化
	取引所取引が対象	対象を一定のPTSまで拡大
空売りポジションの報告・公表 (2008年11月7日実施)	時限的措置	恒久化
	取引所取引が対象	空売りポジション全体
	報告・公表とも、空売り残高割合が0.25%以上、かつ、空売り残高売買単位数が50売買単位超	報告は、空売り残高割合が0.2%以上、公表は0.5%以上（Two Tier Model）
	原則、変更の都度、報告	変更報告の基準を0.1%刻みで設定
公募増資に関連する空売り規制 (2011年12月1日実施)	取引所取引が対象	対象を一定のPTSまで拡大

(出所) 「見直し案」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

これらのうち、「Naked Short Selling の禁止」と「空売りポジションの報告・公表」は、リーマン・ショック後の市場状況等に鑑みて、2008年に適用開始された時限的措置である。

これらの「危機対応」として導入された時限的措置を、どのように「平時対応」に移行させるかという、いわゆる「出口戦略」の問題については、既に、2010年1月に金融庁が公表した「金融・資本市場に係る制度整備について」²の中で、空売りポジション報告・公表制度の恒久化などが検討課題として取り上げられていた。しかし、その後の東日本大震災の影響などもあり³、今日まで延長が継続されてきた⁴。

² 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>) に掲載されている。

³ 2011年4月23日付日本経済新聞など参照。

⁴ 金融庁「『有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令』及び『金融商品取引法施行令第二十六条の二の二第一項に規定する金融庁長官の指定する有価証券を定める件』について」（2008年10月

今回の「見直し案」では、これらの時限的措置について、一部、変更した上で、恒久化する方針が明確にされたのである。

なお、「公募増資に関連する空売り規制」は、大型の公募増資を巡って不公正な取引が行われているのではないかという指摘⁵を受けて、米国の SEC（米国証券取引委員会）規則をモデルにして、2011 年 12 月から適用開始された規制⁶である。こちらは時限的措置ではなく、恒久的措置として導入されている。

1. 明示・確認義務

(1) 現行制度の概要

空売りの明示・確認義務は、旧証券取引法が制定されて間もない 1948 年（昭和 23 年）まで遡ることができる規制である⁷。その後、いくつかの改正⁸を経て、今日に至っている。

現行の空売りの明示・確認義務の概要をまとめると、次の通りとなる（金融商品取引法施行令 26 条の 3）。

①金融商品取引所の取引参加者等である証券会社は、取引所金融商品市場（注1）における自己又は委託の売り注文（注2）を行うに当たって、その売り注文が「空売り」か否かを、金融商品取引所に対して明示しなければならない。

29 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る年度内時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2009 年 3 月 31 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2009 年 7 月 31 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2009 年 10 月 30 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2010 年 1 月 29 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2010 年 4 月 30 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2010 年 7 月 30 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2010 年 10 月 29 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2011 年 1 月 31 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2011 年 4 月 28 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2011 年 10 月 31 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2012 年 4 月 27 日）、「空売り規制・自己株式取得に係る時限措置の延長に関する内閣府令・告示の公布について」（2012 年 10 月 31 日）など参照。

⁵ なお、同じ公募増資を巡る問題に端を発した事案としては、いわゆる増資インサイダー事案もあった。これについては、2012 年 12 月 25 日、金融審議会「インサイダー取引規制に関するワーキング・グループ」が、報告書「近年の違反事案及び金融・企業実務を踏まえたインサイダー取引規制をめぐる制度整備について」をとりまとめ（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1.html）、情報伝達・取引推奨行為に対する規制の導入などを提言している。拙稿「インサイダー取引規制の見直し」（2013 年 1 月 18 日付レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118_006704.html）も参照。

⁶ 拙稿「募集等公表後の空売りに関する新規制」（2011 年 8 月 30 日付レポート）参照。

⁷ 神崎克郎「空売りの規制」（資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について 相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』（資本市場研究会、1992 年）所収）p. 340 参照。

⁸ 主な改正としては、有価証券を借り入れてその売付け等を行うことが空売りに該当することを明確化（1998 年改正）、顧客の明示義務等（1998 年改正）などがある。

②金融商品取引所の取引参加者等である証券会社は、取引所金融商品市場における有価証券の売り注文を受けた場合、その顧客に対して、その売り注文が「空売り」か否かを確認しなければならない（注3）。

③顧客は、上記②の証券会社からの確認に対して、その売り注文が「空売り」か否かを、明示しなければならない。

（注1）法令上、店頭売買有価証券市場についても準用されているが（金融商品取引法施行令26条の3第6項）、現時点では該当するものがないので、本稿では割愛する。

（注2）清算取次ぎ委託についても同様の明示義務が課されている。

（注3）取引所金融商品市場においてする有価証券の売り注文の委託の取次ぎを引き受けた者についても同様の確認義務が課されている（金融商品取引法施行令26条の3第3項）。

(2) 「見直し案」のポイント ～PTS への拡大～

「見直し案」においても、現行の空売りの明示・確認義務の枠組み自体を大きく変更することは予定されていない。ただし、**規制の適用対象を PTS まで拡大**することとしている。

すなわち、現在の明示・確認義務は、原則、取引所金融商品市場での空売りが対象となっている（金融商品取引法施行令26条の3第1～4項）。「見直し案」では、これを「私設取引システム（PTS）における取引（競売買方式、顧客注文対当方式及び売買気配提示方式に限る。）」による空売りまで対象を拡大することとしているのである（「見直し案」4(1)）。

なお、現在、PTSにおける空売りの確認義務については、日本証券業協会の自主規制ルールが設けられている（「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」に関する細則3条、6条）。その意味では、今回の「見直し案」は、一連の空売り規制の見直しにあわせて、自主規制機関による規制を、法令に基づく規制に変更するという側面も持っているともいえるだろう。

2. 価格規制

(1) 現行制度の概要

空売りの価格規制も、前記1の明示・確認義務と同様、旧証券取引法が制定されて間もない1948年（昭和23年）まで遡ることができる規制である⁹。その後、いくつかの改正¹⁰を経て、今日に至っている。

⁹ 神崎克郎「空売りの規制」（資本市場研究会編『証券市場における適正な競争の促進等について 相場操縦的行為禁止規定等のあり方の検討について』（資本市場研究会、1992年）所収）p.340 参照。

¹⁰ 主な改正としては、有価証券を借り入れてその売付け等を行うことが空売りに該当することを明確化（1998年改正）、下落局面での直近価格での空売りの禁止（2002年改正）などがある。

現行の空売りの価格規制の概要をまとめると、次の通りである（金融商品取引法施行令 26 条の 4）。

- ①金融商品取引所の取引参加者等である証券会社は、取引所金融商品市場（注1）において、自己又は委託の空売りを行うに当たって、下記の価格で空売りを行ってはならない。
- ②顧客は、取引所金融商品市場における空売り注文に当たって、下記の価格で空売りを行うように指示をしてはならない。

〔 相場の上場局面（注2）：直前の価格**未満**での空売り禁止
相場の下落局面（注2）：直前の価格**以下**での空売り禁止 〕

（注1）法令上、店頭売買有価証券市場についても準用されているが（金融商品取引法施行令 26 条の 4 第 5 項）、現時点では該当するものがないので、本稿では割愛する。

（注2）相場が上昇局面か、下落局面かは、直前の価格（Pt）と、さらにそのもう一つ前の価格（Pt-1）を比較して、直前の価格（Pt）がもう一つ前の価格（Pt-1）よりも高い場合は、上昇局面、直前の価格（Pt）がもう一つ前の価格（Pt-1）よりも低い場合は、下落局面と判断される。両方の価格（Pt と Pt-1）が同一の場合は、さらに遡って直前の価格（Pt）と異なる価格で最も近い価格（Pt-n）と比較して判断する。

（2）「見直し案」のポイント ～トリガー方式への移行、PTS への拡大～

今回の「見直し案」では、現行の空売りの価格規制について、（i）トリガー方式への移行、（ii）適用対象の PTS への拡大を行うこととしている。

（i）トリガー方式への移行

現行の空売りの価格規制は、適用除外が認められる一定の類型を除き、空売りに対して、常時、前記(1)の規制が適用される仕組みとなっている。

「見直し案」は、これを、一定の要件を満たした場合に、一定期間だけ規制¹¹が発動する仕組み（トリガー方式）に移行することとしている（「見直し案」2(1)(2)）。具体的な発動の基準及び発動期間は、次の通りである。

【発動基準】（空売りの対象となる有価証券の価格が）前日終値と比較して 10%以上低い価格に達したとき

【発動期間】 規制の適用開始時点から翌日の取引終了時点まで

¹¹ 「見直し案」は、発動する規制の内容について「原則金融商品取引所が直前に公表した価格以下の価格での空売りを禁止」としている。これは現行の価格規制の内容を基本的に踏まえたものと考えられるが、相場の上昇局面と下落局面の違い（「未満」か「以下」か）が維持されるか否かは、必ずしも明確ではない。

換言すれば、上記の発動基準（トリガー）に抵触しない限り、空売りの価格については規制が適用されない（直前の価格以下での空売りも可能）ということになる。これは、米国における空売りの価格規制（SEC 規則 Regulation SHO §242.201）をモデルとしたものだと考えられる¹²。なお、米国では、これを「サーキット・ブレーカー（circuit breaker）」と呼んでいる。

余談であるが、2012年11月から施行されたEUの空売り規制（“REGULATION (EU) No 236/2012 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 March 2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps”。以下、「EU空売りレギュレーション」という）¹³においては、空売りに対する価格規制は設けられていない。その代わりに、相場的大幅な下落（流動性のある株式（liquid share）の場合は10%以上の下落）が発生したときに、規制当局は、一定の期間、空売りの禁止を含む何らかの措置を講じることができるとする制度が設けられている¹⁴（EU空売りレギュレーション23条）。

その意味では、相場的大幅な下落を「トリガー」として、あるいは大幅な下落に対する「サーキット・ブレーカー」として、一時的に、空売りに対して、一定の規制を課す仕組みを設けるという「見直し案」の方向性は、国際的な潮流とも整合的なものといえるのかもしれない。

(ii) PTS への拡大

「見直し案」は、空売りの価格規制について、前記(i)のトリガー方式に移行することに加え、**規制の適用対象をPTSまで拡大**することとしている。

すなわち、現在の価格規制は、原則、取引所金融商品市場での空売りが対象となっている（金融商品取引法施行令26条の4第1項、2項）。「見直し案」では、これを「私設取引システム（PTS）における取引（競売買方式、顧客注文対当方式及び売買気配提示方式に限る。）」による空売りまで対象を拡大することとしているのである（「見直し案」2(3)）。

なお、現在、PTSにおける空売りの価格については、日本証券業協会の自主規制ルールが法令

¹² 厳密には、米国の規制は、価格規制が発動した場合、直前の価格ではなく、「全米最良買い気配（national best bid）」以下での空売りが禁止されるなどの点で、「見直し案」の内容とは異なっている。

¹³ 鈴木利光「EU、クロスボーダー・ヘッジのソブリンCDS禁止？」（2012年4月19日付レポート）参照。

¹⁴ この制度に基づいた規制の実際の発動例としては、イタリア国家証券委員会（Commissione Nazionale per le Società e la Borsa）が2013年1月～2月に実施した下記の措置（空売りの暫定禁止措置）が確認できた。

（英語 Weekly newsletter）

http://www.consob.it/main/en/documenti/english/en_newsletter/2013/year_19_n-5_4_february_2013.html

http://www.consob.it/main/en/documenti/english/en_newsletter/2013/year_19_n-7_18_february_2013.html

http://www.consob.it/main/en/documenti/english/en_newsletter/2013/year_19_n-9_4_march_2013.html

（イタリア語 Delibera）

<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18449.htm>

<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18454.htm>

<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18465.htm>

<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18477.htm>

<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18478.htm>

<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18479.htm>

<http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2013/d18480.htm>

に準じた規制を設けている（「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」に関する細則4条、7条）。その意味では、今回の「見直し案」は、一連の空売り規制の見直しにあわせて、自主規制機関による規制を、法令に基づく規制に変更するという側面も持っているともいえるだろう。

3. Naked Short Selling の禁止

(1) 現行制度の概要

Naked Short Selling の禁止（受託禁止）は、リーマン・ショック後の市場状況等に鑑みて、2008年に適用開始された時限的措置である。

現在、適用されている Naked Short Selling の禁止の概要をまとめると、次のようになる（金融商品取引法施行令26条の2の2）。

- ①金融商品取引所の取引参加者等である証券会社は、取引所金融商品市場（注1）における空売り注文で、売付けの際に株式の手当て（決済措置）がなされていないもの（Naked Short Selling）を受託してはならない（注2）（注3）。
- ②取引所金融商品市場における空売り注文をする者は、証券会社の確認に対して、株式の手当てが講じられているか、否かを明示しなければならない。
- ③金融商品取引所の取引参加者等である証券会社の自己売買についても、株式の手当てが講じられていない空売りは禁止。

（注1）法令上、店頭売買有価証券市場についても準用されているが（金融商品取引法施行令26条の2の2第6項）、現時点では該当するものがないので、本稿では割愛する。

（注2）取引所金融商品市場においてする有価証券の売り注文の委託の取次ぎを引き受けた者についても同様の義務が課されている（金融商品取引法施行令26条の2の2第2項）。

（注3）これに加えて、証券会社等に対しては、例えば、次のような業規制も課されている。

—株式の手当ての確認に際して、その調達先を確認する義務（金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項24号の2）

—株式の手当ての確認内容について、記録の作成・保存義務（同157条1項3号の2～4など）

(2) 「見直し案」のポイント ～恒久化、PTS への拡大～

Naked Short Selling の禁止については、リーマン・ショック後、米国や EU などでも、同様の規制が恒久化されている（SEC 規則 Regulation SHO §242.203、EU 空売りレギュレーション12条など）。

こうした国際的な規制動向を受けて、「見直し案」も、現在の Naked Short Selling の禁止

規制を、原則、維持した上で、**恒久的な措置**とすることとしている（「見直し案」3(1)）。

ただし、**規制の適用対象については PTS まで拡大**することとしている。すなわち、現在の Naked Short Selling の禁止は、あくまでも取引所金融商品市場での空売りが対象となっている（金融商品取引法施行令 26 条の 2 の 2 第 1～4 項）。「見直し案」では、これを「私設取引システム (PTS) における取引（競売買方式、顧客注文対当方式及び売買気配提示方式に限る。）」による空売りまで対象を拡大することとしているのである（「見直し案」3(2)）。

なお、現在、PTS における Naked Short Selling については、日本証券業協会が、原則、これを禁止する自主規制ルールを設けている（「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」に関する細則 2 条、5 条）。その意味では、今回の「見直し案」は、一連の空売り規制の見直しにあわせて、自主規制機関による規制を、法令に基づく規制に変更するという側面も持っているともいえるだろう。

4. 空売りポジションの報告・公表

(1) 現行制度の概要

空売りポジションの報告・公表も、Naked Short Selling の禁止と同様、リーマン・ショック後の市場状況等に鑑みて、2008 年に適用開始された時限的措置である。

現在、適用されている空売りポジションの報告・公表制度の概要をまとめると、次のようになる（金融商品取引法施行令 26 条の 5、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下、有価証券取引等規制府令）15 条の 2～4）。

- ①原則、空売り残高割合（注1）が 0.25%以上、かつ、空売り残高売買単位数（注2）が 50 売買単位超となった者は、空売りの発注先の証券会社を通じて、空売りポジション情報を金融商品取引所（注3）に報告しなければならない（注4）。
- ②金融商品取引所の取引参加者等である証券会社の自己売買についても、上記①と同様の報告義務が課される。
- ③金融商品取引所は、上記①②により受けた報告をとりまとめて公表する。

（注1）空売り残高割合は、原則、「空売り残高数量（空売りのネットのポジション数量）÷発行済株式総数」で算定される（有価証券取引等規制府令 15 条の 3 第 1 項 7 号、2 項）。

（注2）空売り残高売買単位数は、原則、「空売り残高数量÷その銘柄の売買単位」で算定される（有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 7 項）。

（注3）法令上、店頭売買有価証券市場についても準用されているが（金融商品取引法施行令 26 条の 5 第 5 項）、現時点では該当するものがないので、本稿では割愛する。

（注4）報告は、上記①に該当することとなる空売りを行った日から起算して 2 営業日後の午前 10 時までにを行うこととされている（有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項、4 項）。

(2) 「見直し案」のポイント ～恒久化、報告水準の見直しなど～

今回の「見直し案」では、現在、時限的措置として実施されている空売りポジションの報告・公表制度について、(i)恒久化、(ii)報告・公表水準（Two Tier Model の導入）、(iii)空売りポジションの算定方法（空売りポジション全体の報告）などについて見直しを行うこととしている。

(i) 恒久化

「見直し案」は、現在、時限的措置とされている空売りポジション報告・公表制度を、(ii)以下の見直しを行った上で、恒久化することとしている（「見直し案」1(1)）。

(ii) 報告・公表水準の見直し（Two Tier Model の導入）

現在の時限的措置の下では、金融商品取引所は、報告を受けた空売りポジション情報を、すべて公表することとされている（有価証券取引等規制府令 15 条の 4）。言い換えれば、空売りポジションの報告義務が発生する基準と、それが公表される基準が、同じレベルに設定されているということになる。

「見直し案」では、空売りポジションの報告義務が発生する基準と、それが公表される基準を別の水準にするという仕組み（Two Tier Model）を導入することとしている（「見直し案」1(2)）。具体的な水準は、次の通りである。

【報告】空売り残高割合 0.2%以上

【公表】空売り残高割合 0.5%以上

(注) 現行の時限的措置の下では、報告・公表いずれも「空売り残高割合 0.25%以上、かつ、空売り残高売買単位数 50 売買単位超」である（有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項 1 号、4 項 1 号）。

つまり、空売り残高割合が 0.2%以上となると報告義務は発生するものの、この段階では公表はなされない。空売りポジションが公表されるのは、0.5%以上まで空売り残高割合が上昇してからということになる。これは、2012 年 11 月から施行された EU の空売り規制をモデルとしたものだと考えられる（EU 空売りレギュレーション 5 条 2 項、6 条 2 項）。

加えて、空売りポジションの変動に関する報告（変更報告）の方法についても、見直しが行われる（「見直し案」1(3)）。現行の時限的措置の下では、原則、新たな空売りなどによって、空売り残高割合等が変動する都度、報告することが求められている（有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項 2 号、4 項 2 号など）。「見直し案」では、一定の水準を設定し、それに達した場合に、変更報告を行うこととしている。

具体的な変更報告の水準は、次の通りである。これも EU の空売り規制をモデルとしたものだと考えられる（同前）。

【変更報告】空売り残高割合の水準を 0.2% から 0.1% 刻みで設定

(注) 空売り残高割合が、0.2% 以上の状態から低下して、0.2% 未満となったときも報告が義務付けられる。

最終的には、政令、内閣府令の改正を待たなければならないが、ここで「見直し案」が、変更報告の水準について「0.1% 刻みで設定」としているのは、空売り残高割合が、絶対的な水準としての 0.2%、0.3%、0.4%、0.5%……に達したとき（あるいは下回ったとき）に報告を求める仕組みを想定しているものと考えられる¹⁵。大量保有報告制度のような、直前の報告の数値から相対的に〇%ポイント以上変動した場合に報告するという仕組みではないものと思われる。

(iii) 空売りポジションの算定方法（空売りポジション全体の報告）

現行の時限的措置は、空売りポジション（空売り残高割合）の算定の基礎となる（空売りの）残高数量について、原則、取引所金融商品市場での空売りのみを対象としている（有価証券取引等規制府令 15 条の 3 第 2 項など）。

「見直し案」では、これを「**空売りポジション全体を報告・公表**」する仕組みに変更することとしている（「見直し案」1 (4)）。その結果、例えば、現在は対象外となっている PTS における空売りについても、空売りポジション（空売り残高割合・残高数量）の算定の対象となるものと思われる¹⁶。

そのほか、「見直し案」は、空売りポジション（空売り残高割合）の算定について、次のような考え方を示している（「見直し案」1 (2)）。

◇空売り残高数量（分子）は、その日の取引終了後に保有する空売り残高数量を用いる。

◇発行済株式総数（分母）は、報告義務が発生した日の値を用いる。ただし、これが分からない場合は、直前期の有価証券報告書、直近の四半期報告書（又は半期報告書）、直近の商業登記簿に記載された発行済株式総数を用いても差し支えない。

¹⁵ モデルとなった EU の空売り規制についても同様の考え方が採用されているものと考えられる。European Securities and Market Authority (ESMA) “Questions and Answers Implementation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps (2nd UPDATE)” (<http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-159.pdf>) pp.9-10 参照。

¹⁶ 前記(ii)の報告水準の見直しのモデルとされた EU の空売り規制では、空売りポジションを、現物株式だけでなく、オプション、カバード・ワラント、先物、CFD なども含めて算定することとされている（EU 空売りレギュレーション 3 条 1 項、”COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) No 918/2012 of 5 July 2012” Annex 1 など）。ただ、「見直し案」には、デリバティブの取扱いなどに関する言及がないことから推測すると、EU の空売り規制とは異なり、あくまでも現物株式を対象とした「空売りポジション全体」を想定しているのではないと思われる。

(iv) その他（報告・公表の方法や内容など）

「見直し案」は、空売りポジションの報告・公表に関する具体的な方法や内容などについて、次のような方針を明らかにしている（「見直し案」1(4)(5)）。

- ①空売りポジションの保有者が、取引参加者等である証券会社を經由して、金融商品取引所に報告し、報告を受けた金融商品取引所が公表するという現行の方式（リレー方式）は、基本的に維持する。
- ②重複上場銘柄の空売りポジションの報告先は、主たる金融商品取引所とする（注1）。
- ③報告・公表すべき事項は、現行制度（注2）を基本的に維持する。ただし、変更報告については、「前回報告時の計算年月日・残高割合」も報告・公表事項に追加する。
- ④制度の運用について、例えば、一覧性のある形で公表するなど、金融商品取引所と連携しつつ、実務上の工夫を図る（注3）。

（注1）現行の時限的措置では、実際に空売りを行った金融商品取引所に報告することとされている（有価証券取引等規制府令15条の2第1項）。

（注2）現行の報告・公表事項は、次の通りである（有価証券取引等規制府令15条の3第1項）。なお、①②については、対象者が個人である場合の特例が設けられている。

- ①商号、名称又は氏名（信託財産や投資一任契約に基づく運用などの場合は、委託者や投資一任契約の相手方などの名称等も含む）
- ②住所又は所在地（信託財産や投資一任契約に基づく運用などの場合は、委託者や投資一任契約の相手方などの住所等も含む）
- ③銘柄
- ④計算年月日
- ⑤残高数量・残高売買単位数
- ⑥残高割合

（注3）現行の公表方法は、東京証券取引所のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/market/juran/karauri/index.html>）参照。

5. 公募増資に関連する空売り規制

(1) 現行制度の概要

公募増資に関連する空売り規制は、大型の公募増資を巡って不公正な取引が行われているのではないかという指摘を受けて、2011年12月から適用開始されたものである。

現行の公募増資に関連する空売り規制の概要をまとめると次のようになる（金融商品取引法施行令26条の6）。

株式等の募集・売出しの公表後、価格決定までの間（価格未決定期間）に、取引所金融商品市場（注1）において空売りを行った場合には、原則、その募集等に応じて取得した株式等により、その空売りの決済を行ってはならない（注2）。

(注1) 法令上、店頭売買有価証券市場についても準用されているが(金融商品取引法施行令 26 条の 6 第 3 項)、現時点では該当するものがないので割愛する。

(注2) これに加えて、証券会社等に対しては、募集等の取扱いに際して、顧客に対して規制の内容等を記載した書面の交付を義務付ける業規制も課されている(金融商品取引業等に関する内閣府令 123 条 1 項 26 号)。

なお、この規制は、米国の規制 (SEC 規則 Regulation M Rule.105) をモデルにしたものといわれている¹⁷。

(2) 「見直し案」のポイント ～PTS への拡大～

「見直し案」においても、現行の公募増資に関連する空売り規制の枠組み自体を大きく変更することは予定されていない。ただし、**規制の適用対象を PTS まで拡大**することとしている。

すなわち、現在の公募増資に関連する空売り規制は、原則、取引所金融商品市場での空売りについて、募集等に応じて取得した株式等によって空売りの決済を行ってはならないと定めている(金融商品取引法施行令 26 条の 6 第 1 項)。「見直し案」では、これを「私設取引システム (PTS) における取引 (競売買方式、顧客注文対当方式及び売買気配提示方式に限る。)」による空売りまで対象を拡大することとしている(「見直し案」4 (1))。

6. その他の主な見直し事項 (適用除外取引)

一定の取引については、その取引の特性などを踏まえて、空売り規制の適用除外が認められている(有価証券取引等規制府令 9 条の 3、10 条、14 条、15 条の 7 など)。

「見直し案」は、今回の一連の空売り規制の見直しにあわせて、適用除外が認められる取引(適用除外取引)の範囲についても見直しを行うとしている。その際には、現行の枠組みを参考にしつつ、次のような観点から必要な見直しを行うこととしている。

- ① 今般の空売り規制の適用対象拡充に伴う対応
(例：金融商品取引所・私設取引システム (PTS) 間での裁定取引を適用除外取引とする)
- ② 上場商品の多様化への対応
(例：適用除外取引として一部 ETF のみに認められている ETF の交換・取得に係るつなぎ売り等を ETF 全般に拡充する)
- ③ 規制の潜脱に利用されるおそれのある取引への対応

¹⁷ 厳密には、米国の規制は、規制対象となる期間や、禁止される行為の内容などの点で、わが国の規制とは異なっている。拙稿「募集等公表後の空売りに関する新規制」(2011 年 8 月 30 日付レポート) 参照。

(例：実質的には、顧客の空売りの委託注文であるのに、これを証券会社の自己勘定による実売りであると見せかける等により、規制を免れる行為を規制する)

(出所) 「見直し案」 4 (2)

7. 今後の予定

金融庁は、「見直し案」について、2013年4月8日まで意見募集を行い、寄せられた意見なども踏まえて、今後、内閣府令等の改正案を策定する予定としている¹⁸。

ただし、新しい空売り規制の実施時期については、関係者の準備期間等を考慮して、**2013年11月を目途**とすることとしている（「見直し案」5）。それまでの間については、2013年4月末に期限を迎える時限的措置を、もう一度、延長することが予定されている（同前）。

空売り規制に関しては、下記のレポートも参照されたい。

横山 淳：「空売り規制の強化に関する政令公布」（2008年10月29日付レポート）
 横山 淳：「空売りの『決済措置』確認に関する内閣府令・告示」（2008年10月30日付レポート）
 横山 淳：「空売りポジションの報告義務に関する内閣府令・告示」（2008年11月4日付レポート）
 横山 淳：「空売りポジション報告についての東証の対応」（2008年11月6日付レポート）
 横山 淳：「空売り確認手続等と記録の作成・保存」（2008年12月12日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、7月31日まで延長」（2009年3月31日付レポート）
 横山 淳：「IOSCOの空売り規制原則」（2009年7月16日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、10月31日まで延長」（2009年7月24日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、来年1月31日まで延長」（2009年10月23日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、4月30日まで延長」（2010年1月25日付レポート）
 横山 淳：「金融・資本市場の制度整備」（2010年1月26日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、7月31日まで延長」（2010年4月26日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、10月31日まで延長」（2010年7月26日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、来年1月31日まで延長」（2010年10月25日付レポート）
 横山 淳：「英文開示、総合取引所などのアクションプラン」（2010年12月30日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、11年4月30日まで延長」（2011年1月24日付レポート）
 横山 淳：「空売り規制強化、10月31日まで延長」（2011年4月25日付レポート）
 横山 淳：「募集等公表後の空売りに関する新規制案」（2011年7月5日付レポート）
 横山 淳：「募集等公表後の空売りに関する新規制」（2011年8月30日付レポート）

¹⁸ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130307-1.html>）参照。なお、同時に、自己株式取得規制の緩和措置の恒久化についても意見募集が行われている。拙稿「自己株式取得の市場規制緩和の恒久化」（2013年3月8日付レポート、http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130308_006918.html）参照。

横山 淳：「空売り規制強化、12年4月30日まで延長」（2011年10月25日付レポート）

鈴木利光：「EU、クロスボーダー・ヘッジのソブリンCDS禁止？」（2012年4月19日付レポート、
<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/12041901securities.html>）

横山 淳：「空売り規制強化、12年10月31日まで延長」（2012年4月24日付レポート、
<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/12042401securities.html>）

横山 淳：「空売り規制強化、13年4月30日まで延長」（2012年10月30日付レポート、
<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/12103002securities.html>）