

2013年5月23日 全18頁

空売り規制見直しの政・府令案

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2013年4月30日、金融庁は、空売り規制に関する政令・内閣府令などの改正案を公表した。これは、3月に公表された「空売り規制の総合的な見直しについて（案）」を実施するためのものである。
- 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。
- これらの改正は、2013年11月を目途として実施することが予定されている。

【目次】

はじめに	2
1. 明示・確認義務	4
2. 価格規制	6
3. Naked Short Selling の禁止	9
4. 空売りポジションの報告・公表	11
5. 公募増資に関連する空売り規制	14
6. その他の主な見直し事項（適用除外取引など）	15
7. 実施時期	17

はじめに

2013年4月30日、金融庁は、「『金融商品取引法施行令の一部を改正する政令（案）』等の公表について」を発表した¹。これは、次の政令（案）、内閣府令（案）、告示（案）により構成されている（以下、これらをまとめて「改正案」と呼ぶ）。

「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令（案）」

「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令及び金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）」

「金融商品取引法施行令第二十六条の二の二第一項等の規定に基づき金融庁長官が指定する有価証券を定める件（案）」

空売り規制を巡っては、2008年、リーマン・ショック後の市場状況等を受けて、時限的措置として「Naked Short Selling の禁止」と「空売りポジションの報告・公表」が実施された。

これらの「危機対応」の時限的措置を、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」について、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。

その後、2013年3月7日に「空売り規制の総合的な見直しについて（案）」（以下、「見直し案」）⁵が公表され、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

¹ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130430-6.html>) に掲載されている。

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」（平成20年10月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」（平成21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」（平成21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」（平成21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」（平成22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」（平成22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」（平成22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」（平成22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」（平成23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」（平成23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」（平成23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」（平成24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」（平成24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」（平成25年4月30日）など参照。

⁵ 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。

明らかにされた。今回の改正案は、2013年3月の見直し案を、寄せられた意見なども踏まえて、実施するための政令・内閣府令などの改正案を示したものである。

改正案に基づく空売り規制の見直しの大枠を示すと図表1のように整理できるだろう。

図表1 空売り規制の見直しの概略

規制	現行	見直し
明示・確認義務（注）	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単位超	（報告）空売り残高割合が0.2%以上、かつ、空売り残高売買単位数が50単位超 （公表）空売り残高割合が0.5%以上、かつ、空売り残高売買単位数が50単位超
	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

（注）いわゆる「実売り（selling long）」の確認義務（証券会社等が、預託を受けていない株式を「実売り（selling long）」する場合、その株式をどこで所有しているのかなどを確認し、その確認内容について記録を作成・保存する義務）についても、同様の見直しが予定されている。

（出所）見直し案、改正案などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

なお、図表1中の「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⁶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⁷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⁸。その後、いくつかの改正⁹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（現行の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。
- 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（現行の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（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 3 第 3 項）。

⁶ 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 月に金融審議会「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」（平成 24 年 12 月 25 日）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た。これを受けて「金融商品取引等の一部を改正する法律案」が第 183 回国会に提出されている（<http://www.fsa.go.jp/common/diet/index.html>）。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）、同「インサイダー、破綻処理などに関する金商法等改正法案の概要」（2013 年 4 月 19 日付レポート）なども参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130118_006704.html

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130419_007069.html

⁷ 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。

⁸ 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。

⁹ 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) 改正案のポイント ～PTS への拡大～

改正案においても、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、法令上の明示・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¹⁰（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 3 第 1～4 項）。「改正案」では、これを一定の私設取引システム（PTS）における取引による空売りまで対象を拡大する（準用することとしているのである（改正案に基づく金融商品取引法施行令 26 条の 3 第 7 項）。具体的には、売買価格の決定方法が、次のものに該当する私設取引システム（PTS）が対象とされている（改正案に基づく「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）10 条）。

- ①顧客注文対当方式
- ②売買気配提示方式
- ③競売買の方法又は上記①②に類似する方法

(3) 「実売り（selling long）」の確認

厳密には、「空売り」そのものに対する規制とは呼べないかもしれないが、2008 年 10～12 月に実施された一連の空売り規制強化の一環として、いわゆる「実売り（selling long）」の確認義務が導入されている（恒久的措置）。

具体的には、証券会社等が、顧客から受けた売り注文を、金融商品取引所等に対して「実売り」として処理する（「空売りでないことを明らかにする」）場合であって、売却すべき株式等の預託を発注者から受けていないときには、その証券会社等は、発注者に、売却すべき株式等の管理方法（どこで所有しているのか、空売り規制の適用除外のうちどのような取引類型に該当するのか、など）を確認しなければならない（現行の金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、金融商品取引業等府令）117 条 1 項 24 号の 5）。そして、確認を行った証券会社等は、確認した内容について記録を作成し、保存しなければならない（現行の金融商品取引業等府令 157 条 1 項 3 号の 4、158 条の 4 など）。

これについても改正案では、前記(1)の明示・確認義務の対象が拡大されることに合わせて、**私設取引システム（PTS）に対して「実売り（selling long）」として処理するケースまで拡大**することとしている（改正案に基づく金融商品取引業等府令 117 条 1 項 24 号の 5）。

¹⁰ 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）。

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¹¹。その後、いくつかの改正¹²を経て、今日に至っている。

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（現行の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（現行の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) 改正案のポイント ～トリガー方式への移行、PTSへの拡大～

改正案では、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。

改正案は、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。言い換えれば、発動基準（トリガー）に抵触しない

¹¹ 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。

¹² 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。

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¹³。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。

改正案の下での、具体的な発動基準（トリガー）は、次の通りである（改正案に基づく金融商品取引法施行令 26 条の 4、同有価証券取引等規制府令 12 条など）。

①空売りを行おうとする市場における当日分の取引における 10%以上の下落

- ◇その空売りを行う市場において、
- ◇その空売りの時の属する取引時間（注1）の開始からその直前までの間に（つまり、当日分の取引に）、
- ◇その空売りの対象となる有価証券の価格が、その市場における直近の終値（つまり、前日終値）と比較して 10%以上低い価格に達している場合は、
- ◇その空売りは、価格規制の対象となる。

②主たる市場における前日分の取引における 10%以上の下落

- ◇その空売りの対象となる有価証券の「主たる市場」（注2）において、
- ◇その空売りの時の属する取引時間の開始前の直近に終了した「主たる市場」の取引時間中に（つまり、前日分の取引）、
- ◇上記①に該当する価格の下落が生じている場合は、
- ◇その空売りは、価格規制の対象となる。

（注1）金融商品取引所の場合、業務規程で定める売買立会の開始時刻から終了の時刻まで（午前立会、午後立会その他の区分があるときは、これらを連続しているものとみなす）の時間帯をいう（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 12 条 4 項）。

（注2）毎月末日から起算して過去 6 ヶ月間の売買高が最も多い金融商品取引所（の市場）をいう（同 7 項）。

上記①は、空売りの対象となる有価証券の価格が、その市場における前日終値と比較して 10%以上下落したときに、その市場におけるその日の残りの取引時間について価格規制が発動するというものである。

上記②は、「主たる市場」において、上記①に該当する価格の下落が生じた場合には、その「主たる市場」の取引時間終了後に開始する取引時間（つまり翌日分の取引）において、その有価証券の取引を扱うすべての市場で、その取引時間の終了時点まで価格規制が発動するというものである。

その結果、「主たる市場」で、ある有価証券の価格が 10%以上下落した場合、まず、その「主たる市場」での残りの取引時間における空売りに対して価格規制が発動する（上記①）。さら

¹³ 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、改正案の内容とは異なっている。

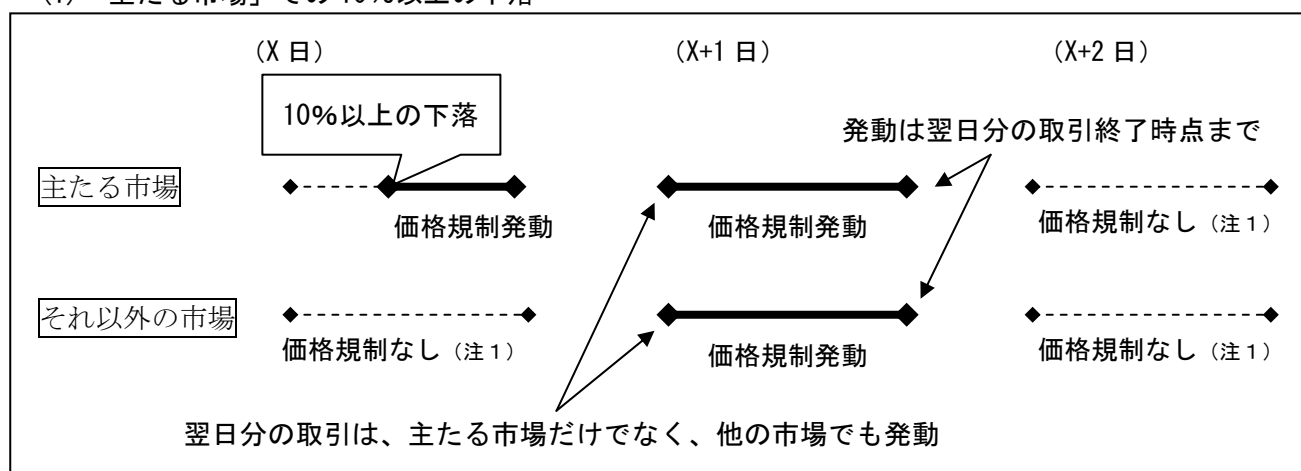
に、価格の下落が「主たる市場」で発生していることから、その翌日分の取引については、すべての市場において価格規制が発動することとなる（上記②）。

他方、「主たる市場」以外の市場で、ある有価証券の価格が10%以上下落した場合、その市場での残りの取引時間における空売りに対して価格規制が発動するが（上記①）、「主たる市場」で10%以上の下落がなければ、翌日分の取引については価格規制は発動しないこととなる。

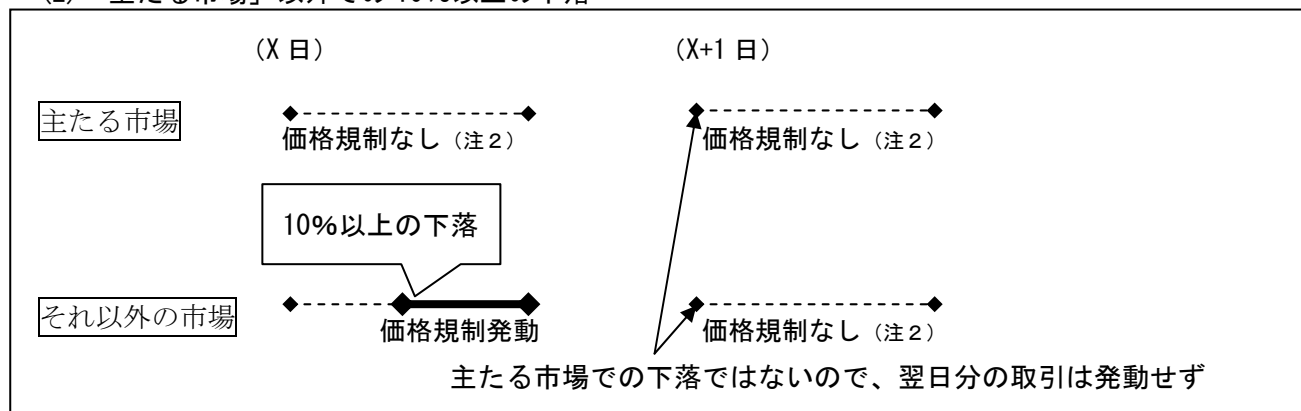
これを図示すると、概ね、図表2のようになるだろう。

図表2 トリガー方式での価格規制のイメージ（改正案に基づく）

(1) 「主たる市場」での10%以上の下落



(2) 「主たる市場」以外での10%以上の下落



(注1) X日の「主たる市場」を除き、10%以上の下落は生じていないことを前提としている。

(注2) X日の「それ以外の市場」を除き、10%以上の下落は生じていないことを前提としている。

(出所) 見直し案、改正案を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

(ii) PTS への拡大

改正案は、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、法令上の価格規制は、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¹⁴（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 4 第 1 項、2 項）。改正案では、これを一定の私設取引システム（PTS）における取引まで対象を拡大する（準用する）こととしているのである（改正案に基づく金融商品取引法施行令 26 条の 4 第 6 項）。対象となる私設取引システム（PTS）は、売買価格の決定方法が、次のものに該当するものである（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 10 条）。

- ①顧客注文対当方式
- ②売買気配提示方式
- ③競売買の方法又は上記①②に類似する方法

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（現行の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こと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（現行の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

¹⁴ 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）。

れている（現行の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（現行の金融商品取引業等府令 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) 改正案のポイント ～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、 “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”¹⁵（以下、「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、改正案も、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（改正案の「金融商品取引法施行令第二十六条の二の二第一項等の規定に基づき金融庁長官が指定する有価証券を定める件（案）」参照）。

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、法令上の 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¹⁶（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 2 の 2 第 1～4 項）。改正案では、これを一定の私設取引システム（PTS）における取引まで対象を拡大する（準用することとしているのである（改正案に基づく金融商品取引法施行令 26 条の 2 の 2 第 7 項）。対象となる私設取引システム（PTS）は、前記 1. (2) の明示・確認義務と同様に、売買価格の決定方法が、次のものに該当するものである（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 10 条）。

- ①顧客注文対当方式
- ②売買気配提示方式
- ③競売買の方法又は上記①②に類似する方法

¹⁵ 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。

¹⁶ 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）。

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（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 5、同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（現行の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（現行の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（現行の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 時までに行うこととされている（現行の有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1、4 項）。

(2) 改正案のポイント ～恒久化、報告水準の見直しなど～

改正案では、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

改正案は、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（改正案の「金融商品取引法施行令第二十六条の二の二第一項等の規定に基づき金融庁長官が指定する有価証券を定める件（案）」参照）。

(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（現行の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。

改正案では、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を導入することとしている。これは、いわゆる “Two Tier Model” と呼ばれるものである¹⁷。具体的な水準は、次の通りである（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項 1 号、同 6 項 1 号）。

【報告】空売り残高割合 0.2%以上、かつ、空売り残高売買単位数 50 売買単位超

【公表】空売り残高割合 0.5%以上、かつ、空売り残高売買単位数 50 売買単位超

(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（現行の有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項 1 号、同 4 項 1 号）。

つまり、空売り残高売買単位数が 50 売買単位を超えているという前提の下で、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、この段階では空売りポジションの公表はなされない。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、同 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。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（現行の有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項 2 号、同 4 項 2 号など）。改正案では、変更前及び変更後の空売り残高割合のそれぞれについて、小数点以下 3 位未満（パーセント表示では小数点以下 1 位未満）の端数を切り捨てて計算し、その（小数点以下 3 位（パーセント表示では小数点 1 位）までの）数値に変更がなければ報告は不要としている（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項 2 号、同 6 項 2 号）。

これは、要するに、変更報告が必要となる空売り残高割合の水準を 0.2% (=0.002) から 0.1% (=0.001) 刻みで設定するものだといえるだろう。すなわち、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である¹⁸。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

¹⁷ 見直し案 1 (2) など参照。

¹⁸ なお、空売り残高割合が、0.2%以上の状態から低下して、0.2%未満となったときや、空売り残高売買単位数が 50 売買単位以下となったときも報告が義務付けられる（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第

ト以上変動した場合に報告するという仕組みにはなっていない。

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¹⁹（EU 空売りレギュレーション 5 条 2 項、同 6 条 2 項）。

(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（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 5 第 1 項、有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1、4 項、同 15 条の 3 第 2 項など参照）。

改正案では、これから「取引所金融商品市場」という限定を外し、**「空売りポジション全体を報告・公表」**する仕組みに変更している（改正案に基づく金融商品取引法施行令 26 条の 5 第 1 項、有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1、6 項、同 15 条の 3 第 2 項など参照）。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²⁰。

そのほか、改正案は、空売りポジション（空売り残高割合）の算定について、次のような取扱いの明確化を行っている。

◇空売り残高数量（分子）は、その日の取引終了後（注 1）に保有する空売り残高数量を用いる（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 15 条の 3 第 2 項）。

◇発行済株式総数（分母）は、計算年月日（注 2）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）（注 3）に記載された発行済株式総数を用いても差し支えない（同 3 項）。

（注 1）現行の有価証券取引等規制府令では、単に「一定の日」とされている。

（注 2）報告義務が発生した日を意味するものと考えられる（見直し案 1 (2) 参照）。

（注 3）有価証券報告書等が提出されていない場合には、直近の商業登記簿その他の書類の記載内容によることができる。

1 項 3 号）。

¹⁹ 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。

²⁰ 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、対象有価証券だけではなく、それに関連するオプション、カバード・ワラント、先物、CFD なども含めて、換算・調整の上で、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）。他方、改正案は、文言上、「空売りを行った指定有価証券の数量の合計」（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 15 条の 3 第 2 項）と定めていることや、ポジション計算上の換算・調整に関する規定がないことなどから、EU の空売り規制とは異なり、あくまでも対象有価証券の空売りのみを対象として想定しているものと思われる。

(iv) その他（報告・公表の方法や内容など）

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経由して、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、改正案の下でも、基本的に維持される。ただし、改正案は、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、次のような見直しを行っている²¹。

- ①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（注1）とする（改正案に基づく金融商品取引法施行令 26 条の 5、同有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項など）。
- ②報告・公表事項は、次の通り（同有価証券取引等規制府令 15 条の 3 第 1 項）（注2）。
- (a) 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、投資一任契約の相手方、運用財産などの名称等も含む）
 - (b) 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）
 - (c) 銘柄
 - (d) 計算年月日
 - (e) 残高数量・残高売買単位数
 - (f) 残高割合
 - (g) 前回報告時の「(d) 計算年月日」、「(f) 残高割合」の情報（変更報告の場合）

（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（現行の有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1、4 項など）。

（注2）(a) (b)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。

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（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 6）。

²¹ これらのほか、見直し案では、空売りポジションの公表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方針が示されていた（見直し案 1(5)）。なお、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。

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（現行の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（現行の金融商品取引業等府令 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²²。

(2) 改正案のポイント ～PTS への拡大～

改正案においても、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（現行の金融商品取引法施行令 26 条の 6 第 1 項）。改正案では、これを一定の私設取引システム（PTS）における取引まで対象を拡大する（準用する）こととしているのである（改正案に基づく金融商品取引法施行令 26 条の 6 第 3 項）。対象となる私設取引システム（PTS）は、前記 1. (2) の明示・確認義務と同様に、売買価格の決定方法が、次のものに該当するものである（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 10 条）。

- ①顧客注文対当方式
- ②売買気配提示方式
- ③競売買の方法又は上記①②に類似する方法

6. その他の主な見直し事項（適用除外取引など）

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（現行の有価証券取引等規制府令 9 条の 3、同 10 条、同 14 条、同 15 条の 3 第 2 項、同

²² 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。

15条の7など)。

改正案では、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っている。その主なものとしては、次のものが挙げられる。

(1) 潜脱的行為の規制(決済未結了の有価証券の売付け)

買い付けた有価証券であって、その決済を結了していないものの売付けを行う取引のうち、その買い付けた有価証券により、その売付け(空売り)の決済を行う取引については、空売り規制(Naked Short Sellingの禁止など)の適用除外が認められている(現行の有価証券取引等規制府令9条の3第6号など)。

このようなケースは、(買付けの)決済が完了していないことから、売り付けるべき有価証券を未だ手にしていないため、形式的には空売りに該当する。しかし、実際には(買付けの)約定が成立している以上、売り付けるべき有価証券を入手することは確実であることから、実態としては「実売り(selling long)」とみることができるとの判断から、適用除外が認められているものと考えられる。

今回の改正案の下でも、こうした決済未結了の有価証券の売付け(空売り)を適用除外とすることは維持されている。ただし、「空売りの委託又は委託の取次ぎの申込みをする者と通じて当該空売りの受託または委託の取次ぎの引受けに代えて買い付けた当該空売りに係る有価証券」を売り付ける場合は除く、すなわち、適用除外は認められないとしている(改正案に基づく有価証券取引等規制府令9条の3第1項6号など)。

これは、「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」²³ものだと説明されている。つまり、適用除外が認められる取引を、本来の趣旨から離れて、潜脱に利用する行為を防止するための見直しだと考えられる。

(2) ETF等の取扱い

改正案では、(Naked Short Sellingの禁止などの)「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」²⁴ことが予定されている。これは「上場商品の多様化への対応」²⁵のための措置と説明されている。

現在は、投資信託約款において、運用対象を有価証券又は商品とし、かつ、その投資信託財産の一口当たりの純資産額の変動率を、客観的かつ公正な基準に基づき算出される指標であって継続的に公表されるものと内閣府令で定める指標(適格指標)の変動率に一致させるよう運

²³ 見直し案4(2)③。

²⁴ 見直し案4(2)②。

²⁵ 見直し案4(2)②。

用する旨（投資信託及び投資法人に関する法律施行令 12 条 2 号イ）を定めた投資信託の受益証券のみが、前記の適用除外が認められている（現行の有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 16 号）。

これが、改正案の下では、類似の性質を持つ外国投資信託の受益証券、受益証券発行信託の受益証券などにまで適用除外の対象を拡大することとされている（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 1 項 12 号イ～ト、同 16 号）。

ETF に関する一定の裁定取引（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 1 項 26、27 号など）や、一定のヘッジ取引（同 28 号など）についても、同様に、適用除外の対象となる ETF の範囲の拡大が行われている。

(3) 異なる市場間の裁定取引（PTS との裁定取引）

重複上場されている有価証券について、異なる金融商品取引所の間で行われる裁定取引（「取引所金融商品市場における有価証券の価格を他の金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場における当該有価証券の価格と平準化するために当該有価証券の売付けを行う取引」）については、空売り規制（Naked Short Selling の禁止など）の適用除外が認められている（現行の有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 36 号など）。

今般の空売り規制の見直しによって、空売り規制の適用対象が一定の PTS における取引まで拡大されることを受けて²⁶、改正案では、金融商品取引所・PTS 間あるいは PTS 同士の裁定取引についても、適用除外を認めることとしている（改正案に基づく有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 1 項 36 号、同 3 項 9 号など）。

7. 実施時期

空売り規制の見直しについては、関係者の準備期間等を考慮して、**2013 年 11 月を目途**として実施することが予定されている²⁷。

なお、現在の時限的措置は、2013 年 4 月の延長により、10 月 31 日まで適用することとされている²⁸。

²⁶ 見直し案 4(2)①参照。

²⁷ 見直し案 5 など参照。

²⁸ 金融庁「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」（平成 25 年 4 月 30 日、<http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130430-4.html>）。また、拙稿「空売り規制（時限的措置）の最終(?)の延長」（2013 年 4 月 24 日付レポート）も参照
(http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130424_007086.html)。

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）
- 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>）
- 横山 淳：「空売り規制の総合的な見直し」（2013年3月15日付レポート、
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130315_006940.html）
- 横山 淳：「空売り規制（時限的措置）の最終(?)の延長」（2013年4月24日付レポート、
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130424_007086.html）