

2013年9月12日 全20頁

空売り規制の見直し、11月5日施行

金融調査部 主任研究員
横山 淳

【要約】

- 2013年8月26日、空売り規制を見直す一連の政令・内閣府令・告示が公布された。
- 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、常時規制がかかる改正前の枠組みを見直し、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ている。
- これらの改正は、2013年11月5日に施行される。

※本稿は、2013年5月23日付レポート「空売り規制見直しの政・府令案」を、最終的な政令、府令等に基づき書き改めたものである。

【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	10
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	15
6. その他の主な見直し事項（適用除外取引など）	17
7. 施行日	19

はじめに

2013年8月26日、空売り規制を見直す、次の政令、内閣府令、告示が公布された^{1 2}。

「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令」（政令第245号）（以下、改正政令）

「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」（内閣府令第53号）（以下、改正府令）

「金融商品取引法施行令第二十六条の二の二第一項の規定に基づき、金融庁長官の指定する有価証券を定める告示及び金融商品取引法施行令第二十六条の五第一項の規定に基づき、金融庁長官の指定する有価証券を定める告示の一部を改正する件」（金融庁告示第49号）

「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」（金融庁告示第50号）

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」³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、東日本大震災の影響などもあり⁴、時限的措置は、その後も延長が続けられてきた⁵。

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）」（以下、「見直し案」）⁶を公表し、これらの時限的措置について、一部、変更した上で、恒久化する方針を明らかにした。さらに、同年4月30日に、金融庁は「見直し案」を法令（案）の形にまとめた「『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」（以下、「原案」）を発表し、意見募集（パブリック・コメント）を行った⁷。この「原案」に対して寄せられた意

¹ 平成25年8月26日付官報（号外第186号）に掲載されている。なお、2013年8月21日に、金融庁が、新旧対照表などをウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130821-3.html>）で公表している。

² 改正政令、改正府令には、空売り規制の見直しと併せて、相場操縦に関連した自己株式取得規制の緩和措置の恒久化なども盛り込まれているが、本稿では取り上げない。

³ 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。

⁴ 2011年4月23日付日本経済新聞など参照。

⁵ 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、平成21年10月30日、平成22年1月29日、平成22年4月30日、平成22年7月30日、平成22年10月29日、平成23年1月31日、平成23年4月28日、平成23年10月31日、平成24年4月27日、平成24年10月31日、平成25年4月30日）など参照。

⁶ 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。

⁷ 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。

見なども踏まえ、今回、改正政令・改正府令が、正式に公布されたのである。

今回の改正による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	改正前	改正後
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、同様の見直しが行われている。

（出所）「見直し案」、改正政令、改正府令などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

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⁸を受けて、米国の SEC（米国証券取引委員会）規則をモ

⁸ 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」が第 183 回国会に提出され、2013 年 6 月に可決・成立している（<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「情報伝達行為等に対するインサイダー規制」（2013 年 5 月 15 日付レポート）なども参照。

デルにして、2011年12月から適用開始された規制⁹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たものである。

なお、改正政令・改正府令は、基本的に、2013年4月の「原案」の大枠を維持した内容となっている。ただし、細目について、例えば、次のような変更等が加えられているほか、一部、技術的な修正も行われている。

- ◇価格規制のトリガーにおける「主たる市場」の判断基準の明確化（⇒2(2)(i)）
- ◇一定の交換・取得に係るつなぎ売りなどについて、適用除外が認められるETF等の範囲の拡大（⇒6(2)）
- ◇施行日の確定（2013年11月5日）とそれに伴う時限的措置の期限の調整（10月31日⇒11月4日）など（⇒7）

1. 明示・確認義務

(1) 改正前の制度の概要

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¹⁰。その後、いくつかの改正¹¹を経て、今日に至っている。

改正前の空売りの明示・確認義務の概要をまとめると、次の通りである（改正前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（金融商品取引業者）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（注2）。
- 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）。

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

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130515_007165.html

⁹ 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。

¹⁰ 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。

¹¹ 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。

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(改正前の金融商品取引法施行令 26 条の3第6項)、本稿執筆時点では該当するものがないので、ここでは割愛する。

(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(改正前の金融商品取引法施行令 26 条の3第3項)。

(2) 改正後の制度のポイント ～PTS への拡大～

改正後の制度の下でも、改正前の空売りの明示・確認義務の枠組み自体が、大きく変更されることはない。ただし、**規制の適用対象が PTS まで拡大**されている。

すなわち、改正前の制度の下では、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た¹²(改正前の金融商品取引法施行令 26 条の3第1～4項)。これが、今回の改正により、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が拡大される(準用される)こととなる(改正後の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(改正後の「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

¹² なお、PTSにおける空売りの確認義務については、別途、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)。今後、改正法令・改正府令を踏まえて、見直しが行われる可能性もあるだろう。

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（改正前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（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、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**されることとなる（改正後の金融商品取引業等府令117条1項24号の5）。

2. 価格規制

(1) 改正前の制度の概要

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¹³。その後、いくつかの改正¹⁴を経て、今日に至っている。

改正前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（改正前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、下記に違反する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、下記に違反する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（改正前の金融商品取引法施行令26条の4第5項）、本稿執筆時点では該当するものがないので、ここでは割愛する。

（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。

¹³ 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。

¹⁴ 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。

(2) 改正後の制度のポイント ～トリガー方式への移行、PTS への拡大～

今回の改正により、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への拡大が行われている。

(i) トリガー方式への移行

改正前の空売りの価格規制では、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た。

これが、今回の改正により、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)に移行することとなる。言い換えれば、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¹⁵。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。

改正後の制度の下での、具体的な発動基準(トリガー)は、次の通りである(改正後の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)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」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前に終了した「主たる市場」の取引時間中に(つまり、前日分の取引に)、
- ◇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) 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(改正後の有価証券取引等規制府令12条4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%

¹⁵ 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、わが国における今回の改正内容とは異なっている。

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、次頁の図表2のようになるだろう。

なお、ここでいう「主たる市場」とは、上場有価証券を前提とした場合、次のものをいうとされている（改正後の有価証券取引等規制府令12条7項など）。

- (イ) 毎月末日から起算して過去6ヵ月間の売買高（立会外取引を除く）が最も多い取引所金融商品市場
- (ロ) 上記(イ)がないときは、空売りの対象となった有価証券以外の有価証券についての過去6ヵ月間の売買高の合計が最も多い取引所金融商品市場

「原案」との比較では、「主たる市場」の判断基準となる「売買高」から「立会外取引」による売買分が除外されることが明記されたほか、(ロ)の基準が新たに追加されている。

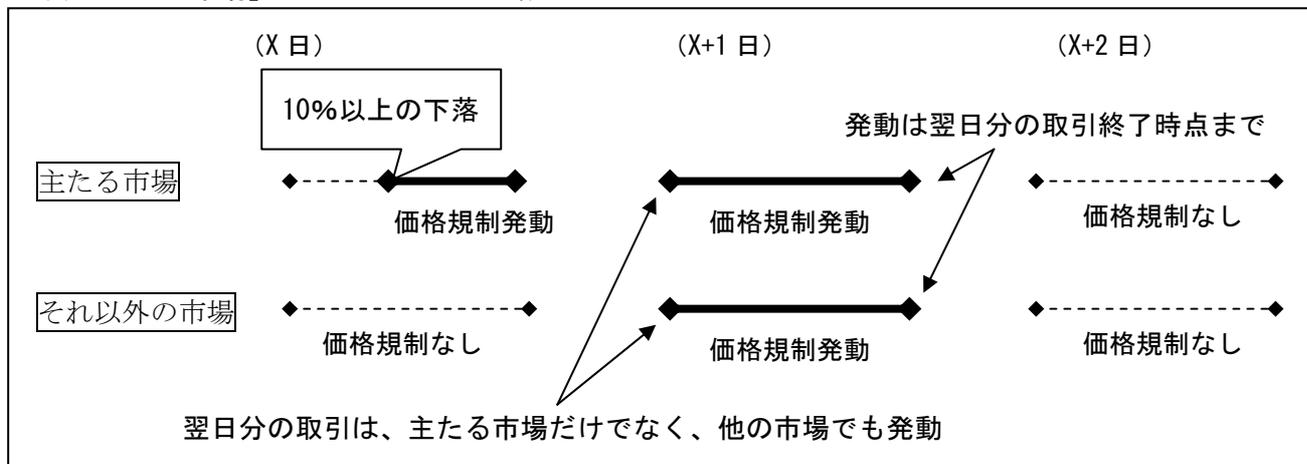
(ロ)の基準が追加された趣旨については、「例えば、複数市場に同時にIPO（他市場を経由しない直接新規上場）するような場合」には、その銘柄について月末ベースでの過去の売買高が存在せず、「主たる市場」の判断ができないことになってしまうとの指摘を踏まえたものと説明されている（「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」¹⁶（以下、「金融庁の考え方」）項番22）。つまり、この場合には、追加された(ロ)の基準に基づいて、それぞれの市場全体の過去6ヵ月間の売買高（IPO前のため、その銘柄自体の売買高は含まれていないが）で比較して、その最も多いものを「主たる市場」と判断されることとなる¹⁷。

¹⁶ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130821-3/01-1.pdf>）に掲載されている。

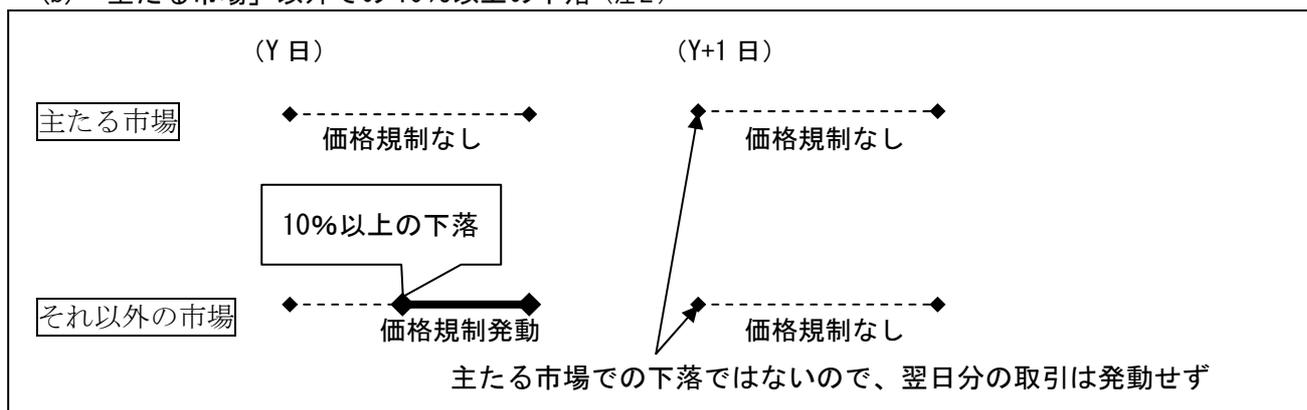
¹⁷ なお、このケースでも、IPOの翌月になれば、その銘柄について月末ベースでの過去の売買高が存在することとなるため、通常、(イ)の基準（IPO銘柄自体の売買高）によって「主たる市場」の判断が可能となるものと

図表2 改正後のトリガー方式による価格規制のイメージ

(a) 「主たる市場」での10%以上の下落（注1）



(b) 「主たる市場」以外での10%以上の下落（注2）



(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) Y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」、改正政令、改正府令など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

今回の改正では、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、**規制の適用対象がPTSまで拡大**されている。

すなわち、改正前の制度の下では、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た¹⁸（改正前の金融商品取引法施行令26条の4第1項、2項）。これが、今回の改正により、一定の私設取引システム（PTS）における取引まで対象が拡大される（準用される）こととなる（改正後の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

思われる。

¹⁸ なお、PTSにおける空売りの価格については、別途、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）。今後、改正政令・改正府令を踏まえて、見直しが行われる可能性もあるだろう。

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（改正後の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) 改正前の制度の概要

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、時限的措置として、2008年に適用開始された。改正前の Naked Short Selling の禁止の概要をまとめると、次のようになる（改正前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（改正前の金融商品取引法施行令26条の2の2第6項）、本稿執筆時点では該当するものがないので、ここでは割愛する。

（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（改正前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（改正前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2～3など）

(2) 改正後の制度のポイント ～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”¹⁹（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、今回の改正により、時限的措置として実施されてきた Naked Short Selling の禁止規制について、その枠組みを、原則、維持した上で、**恒久化**される（「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」など参照）。

ただし、**規制の適用対象については PTS まで拡大**されている。

すなわち、改正前の制度の下では、法令上の Naked Short Selling の禁止は、原則、取引所金融商品市場での空売りが対象となっていた²⁰（改正前の金融商品取引法施行令 26 条の 2 の 2 第 1 ～ 4 項）。これが、今回の改正により、一定の私設取引システム（PTS）における取引まで対象が拡大される（準用される）こととなる（改正後の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（改正後の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

4. 空売りポジションの報告・公表

(1) 改正前の制度の概要

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、時限的措置として 2008 年に適用開始された。

改正前の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（改正前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）。

¹⁹ 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。

²⁰ なお、PTS における Naked Short Selling については、別途、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）。今後、改正政令・改正府令を踏まえて、見直しが行われる可能性もあるだろう。

- 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（改正前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（改正前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（改正前の金融商品取引法施行令26条の5第5項。改正後は同6項）、本稿執筆時点では該当するものがないので、ここでは割愛する。

（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（改正前の有価証券取引等規制府令15条の2第1、4項。改正後は同1、6項）。

(2) 改正後の制度のポイント ～恒久化、報告水準の見直しなど～

今回の改正により、時限的措置として実施されてきた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）など見直しが行われている。

(i) 恒久化

今回の改正により、時限的措置として実施されてきた空売りポジション報告・公表制度は、(ii)以下見直しを行った上で、**恒久化**される（「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」参照）。

(ii) 報告・公表水準の見直し（Two Tier Modelの導入）

改正前の制度の下では、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た（改正前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。

今回の改正では、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している。これは、いわゆる“Two Tier Model”と呼ばれるものである²¹。具体的な水準は、次の通りである（改正後の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、15条の4第1項1号）。

²¹ 「見直し案」1(2)など参照。

【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) 改正前の制度の下では、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」であった(改正前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。「金融庁の考え方」項番 29 も参照)。

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、見直しが行われている。改正前の制度の下では、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た(改正前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)。これが、改正後の制度では、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 0.1%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 0.1%)の)数値に変更がなければ報告は不要としている(改正後の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²²。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²³ (EU 空売りレギュレーション 5 条 2 項、同 6 条 2 項)。

その結果、例えば、「残高割合が 0.21%から 0.29%に変更になった場合は報告の必要はないが、0.29%から 0.31%に変更になった場合は、変更後の割合を 0.31%として報告する必要がある」ということになる(「金融庁の考え方」項番 34)。

なお、空売りポジションの変動に関する報告(変更報告)の手続・運用に関連して、金融庁は「原案」に対して寄せられたコメントへの回答を通じて、次のような見解を示している。

²² 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(改正後の有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1 項 3 号、6 項 3 号)。

²³ 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。

- ◇「変更報告水準に至らない場合であっても、自主的に報告をすることは差し支えない」（「金融庁の考え方」項番 31、32）
- ◇「仮に全く取引を行うことなく、発行済株式総数の変更のみによって残高割合が変化した場合にも残高情報の提供を要する」（「金融庁の考え方」項番 33）

(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）

改正前の制度の下では、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た（改正前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）。

今回の改正では、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（改正後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、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解される（「金融庁の考え方」項番 43、44 参照）²⁴。

そのほか、改正後の制度では、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（注2）を用いる（改正後の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3）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4）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）改正前の有価証券取引等規制府令では、単に「一定の日」とされていた。

（注2）厳密には、一定の日における取引が終了するまでに空売りを行った数量の合計のうち、その一定の日後に（空売りを行った）有価証券又はそれを所有する権利を取得する必要がある数量と定義されている。

（注3）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4）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。

²⁴ 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、今回の改正は、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いる（「デリバティブ取引のショート・ポジションが報告・公表対象に含まれない」）ものと解される（「金融庁の考え方」項番 25）。

(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仕組み（リレー方式）は、改正後の制度の下でも、基本的に維持される。これは、「規制の実効性を確保しながら規制コストを抑制することが可能になる」ため、と説明されている（「金融庁の考え方」項番 26）。

ただし、今回の改正では、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、例えば、次のような見直しなどを行っている²⁵。

- 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）（注2）とする（改正後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 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3）。
 - (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) 空売り残高数量・空売り残高売買単位数
 - (f) 空売り残高割合
 - (g) 前回報告時（注4）の「(d) 計算年月日」、「(f) 空売り残高割合」の情報（変更報告の場合）

（注1）改正前の制度では、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た（改正前の有価証券取引等規制府令 15 条の 2 第 1、4 項など）。

（注2）投資者が、複数の相手方（金融商品取引所の取引参加者等である証券会社）に、空売りの注文等を行っている場合には、そのうち 1 社を選び、その証券会社を経由して報告すればよい（改正後の金融商品取引法施行令 26 条の 5 第 2 項）。ただし、空売りに関与していない証券会社を選択することは認められない（「金融庁の考え方」項番 37）。

（注3）(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。

（注4）変更報告水準（前記(ii)）に至らない自主的な報告を行っている場合には、「自主的に提供した残高情報を含め直前に提供した残高情報に係るものを記載する必要がある」と解されている（「金融庁の考え方」項番 31、32）。

5. 公募増資に関連する空売り規制

(1) 改正前の制度の概要

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

²⁵ 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、現時点における実際の公表方法については、東京証券取引所のウェブサイト参照。

<http://www.tse.or.jp/market/juran/karauri/index.html>

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。

改正前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（改正前の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（改正前の金融商品取引法施行令26条の6第3項）、本稿執筆時点では該当するものがないので、ここでは割愛する。

（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などを義務付ける業規制も課されている（改正前の金融商品取引業等府令123条1項26号）。なお、本文では詳述しないが、この規制は、改正後の制度の下でも、PTSにおける空売りも規制対象に加えた上で、維持されている（改正後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²⁶。

(2) 改正後の制度のポイント ～PTSへの拡大～

改正後の制度の下でも、改正前の公募増資に関連する空売り規制の枠組み自体が、大きく変更されることはない。ただし、**規制の適用対象がPTSまで拡大**されている。

すなわち、改正前の制度の下では、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た（改正前の金融商品取引法施行令26条の6第1項）。これが、今回の改正により、一定の私設取引システム（PTS）における取引まで対象が拡大される（準用される）こととなる（改正後の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（改正後の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

²⁶ 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。

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（改正前及び改正後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15条の7など）。

今回の改正では、前述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）

これまで、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た（改正前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。

改正後の制度の下でも、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を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²⁷は除く、すなわち、適用除外は認められないとされている（改正後の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」²⁸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。

²⁷ ここで「通じて」とは、「『通謀して』、『示し合わせて』等の意義」、「代えて」とは、「『空売りの受託又は委託の取次ぎの引受け』を行う代わりに『買い付け』を行うこと」の趣旨だと説明されている（「金融庁の考え方」項番1～3）。

²⁸ 「見直し案」4(2)③。

(2) ETF 等の取扱い

今回の改正では、(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」²⁹ための見直し³⁰が盛り込まれている。これは「上場商品の多様化への対応」³⁰のための措置と説明されている。

改正前の制度の下では、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して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について、前記の適用除外が認められていた（改正前の有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 16 号）。

これが、改正後の制度の下では、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している³¹（改正後の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（改正後の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）

これまでも、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た（改正前及び改正後の有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 36 号など）。

今回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³²、改正後の制度の下では、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、適用除外を認めている（改正後の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）。

²⁹ 「見直し案」4(2)②。

³⁰ 「見直し案」4(2)②。

³¹ 適用除外が認められる ETF のうち、外国投資証券（いわゆる会社型外国投信）の範囲について、「原案」では（類似の性質を持つ）「外国投資証券で投資法人債券に類する証券」とされていたのが、「原案」に対するコメントを受けて、改正府令では（類似の性質を持つ）「外国投資証券」全般に拡大されている（改正後の有価証券取引等規制府令 9 条の 3 第 1 項 12 号ハ。「金融庁の考え方」項番 5、6 参照）。

³² 「見直し案」4(2)①参照。

7. 施行日

今回の空売り規制の見直しは、**2013年11月5日**から施行される（改正政令附則1項、改正府令附則1条など）。

2008年以来、適用されてきた時限的措置については、2013年4月の延長により、同年10月31日が期限と定められていたが³³、今回、改正後の制度が11月5日から施行されることを受けて、11月4日まで適用期限を延長することとされている（「金融商品取引法施行令第二十六条の二の二第一項の規定に基づき、金融庁長官の指定する有価証券を定める告示及び金融商品取引法施行令第二十六条の五第一項の規定に基づき、金融庁長官の指定する有価証券を定める告示の一部を改正する件」）。

³³ 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)
- 横山 淳：「空売り規制見直しの政・府令案」（2013年5月23日付レポート、
http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130523_007206.html)