

24, December 2008

Martin Wheatley 殿
Chairman
IOSCO Short Selling Task Force

(社)日本証券アナリスト協会
専務理事 萩原 清人

空売り規制について

日本証券アナリスト協会(SAAJ)は、貴タスクフォースの文書、“IOSCO Technical Committee Members’ Initiatives Relating to Restrictions on Short Sales.”について下記のとおり、コメントする。

1. 一般的なコメント

株式の空売りは市場に流動性を提供すると共に、裁定取引を可能にすることによって、市場における効率的な価格付けを実現するための必須のメカニズムである。この意味で、SAAJは空売りを規制しようとする試みに対し、原則的には反対である。ただし、現在の市場が「100年に一度の津波」に襲われ、一部の証券について理論価格から大きく乖離した取引が成立している中において、更なる市場の逸脱を防止すべく、一定の空売り規制を導入の検討を進めている規制当局の立場も理解は出来る。実際に規制を導入する場合には、空売りの持つ流動性提供機能を阻害することの無いよう留意する必要がある。

2. 個別の方策についてのコメント

(1) Naked short selling

借株を手配しない空売り(naked short selling)を無制限に許容すると、発行済み株式数以上のショートポジションが建つことがありうるので、何らかの規制は、この限りで理論的な合理性がある。しかしながら、現実的には naked short selling の弊害である受渡し不成立が頻発しているかどうかを規制導入の判断材料とすべきと思われる。日本市場においてはそうした事態は生じておらず、主要銘柄については、空売りをしてから借株の手配をすることは容易である。現実的な問題として、証券会社もしくは証券取引所が naked short selling であるか否かを把握するのは難しいと考えられる。証券取引においては迅速性が生命線であり、naked short selling の確認作業は迅速な取引を不可能にする場合がある。ここから、

naked short selling 規制の導入は流動性を阻害する弊害の方が大きいと考える。従って、naked short selling 規制の導入は、受渡し不成立が慢性的な問題となっている市場に限定すべきである。

(2) 空売りの報告と開示

誰が買っているか、売っているかの情報は市場心理を落ち着かせる働きがある。幽霊の名前が開示されれば、定義によってもはや幽霊ではなくなる。ここから、空売りポジションの報告は市場の流動性を阻害することなく、空売りの副作用を抑制する方策と考えられる。但し導入に当たっては、市場参加者に過度の事務的な負担を掛けず、また、ショートポジションとロングポジションの衡平性を確保するために、いくつかの留意点がある。第 1 に報告の対象とタイミングである。対象は累積ポジションに限るべきで、個々の取引時点における空売り申告は、取引の迅速性を阻害するので好ましくない。空売りポジションは時に応じて大きく変化するためタイミングは、ロングポジションより頻繁であるべきだが、過度の頻度を求めるべきではない。第 2 にトリガーポイントをあまり低くしないことである。例えば、日本市場では 5%以上のロングポジションは報告の対象であるが、空売りについての基準をロングに比べて著しく低くすることは、衡平性の観点から問題がある。

(3) 時限の設定

今回の案は、金融危機に対応する臨時措置という性格が強いと考えられる。仮に naked short selling 規制等が導入される場合は、有効期限を明記すべきと考える。

以上