

空売り規制と情報公開

成城大学

経済学部 教授 福光 寛

目次

はじめに

- 情報公開は規制の代役を勤められるか -
- 1. 2001年から2002年にかけてのイギリスの議論
- 2. イギリス金融庁の『ディスカッションペーパー』(2002/10)

3. イギリス金融庁の『フィードバック』 (2003/4)情報開示は誰のためか

むすび

- 情報公開の限界を全面的に強調した
IOSCO 報告(2003/6) -

はじめに

- 情報公開は規制の代役を勤められるか -

イギリスの金融庁(FSA)は、2003年4月末に『空売り規制についてのフィードバック』を発表した。これはFSAが2002年10月に公表した『空売り規制についてのディスカッションペーパー』に2003年1月末までに寄せられた意見を要約するとともに、これらの意見に対するFSAの見解を記したものである。後述するようにこのなかでFSAは、空売り取引の合法性を改めて確認するとともに、FTSE350の銘柄について株式貸付の総額を決済会社が自発的に月次で情報公開するという当面の対応策について、説明している。この発表により、空売り問題で規制は実施せず決済会社が自主的に情報公開を進めるとのFSAの方針は確定された。日本ではこの間、空売り規制の強化が進んでそれが社会的に大きなニュースになっただけに、規制を実施しないという意味で日本の対極を行くかに見えるこうしたイギリスの動向は注目されていい。

これに加えて2003年6月、かねて内外の関係者から注目されていた証券監督者国際機構(IOSCO)の『空売りの透明性についての報告書』が公表された。この報告書の意義はおそらく二つあり、まず一つはIOSCO技術委員会の流通市場規制についての常任委員会に属する国々における空売り規制の現状を詳細に明らかにしていることから、空売り規制の国際比較にとって最新の重要資料だということである。そして今一つの意義は、この報告書の表題からも読み取れることだが、空売り規制における情報公開(ディスクロージャー)の役割を正面から論じた、IOSCOによる最初の報告書だということである。空売り規制における情報公開の役割について、IOSCO技術委員会の見解がどのようなものになったかは、先のイギリスの政策との関係でも注目されるところである。また日本としては、日本の空売り規制が国際的にみてどのように評価されたのかも気になるところだ。

ところでIOSCOの報告書とイギリスの動きは時期的には連動していたようにも見える。

果たして両者は本当に連動しているのだろうか。またその中身もつながっているのだろうか。

結論を先に述べると、イギリスの動きは2001年から2002年にかけて空売りが繰り返しロンドン市場で問題視されたことが直接の原因であり、かねて準備されていたIOSCOの報告書と公表時期が重なったのは多分に偶然である。しかしイギリス政府が空売りについて方針を固めるにあたってIOSCOの報告書が2003年に出ることをとても気にしていたことも事実である。またIOSCOの報告書は、情報公開の意義を肯定する一方、情報公開を規制の代役を勤めさせることのむづかしさや限界を詳しく述べており、イギリスの政策が今回のIOSCOの報告書で支持されたとみることもできない。イギリスの動きとIOSCOの報告書は以上のような意味ではそれぞれ独立したものだったと考えるべきだろう。

ただ結果としてほぼ同時に表面化したこの二つの動きは、規制における情報公開の役割について、一方はかなり肯定的な、他方は相対的に消極的な評価を与えている。このことはこの評価が国際的な論争になっていることを示している。小稿は日本の我々からみて極めて興味深いこの国際的な論争の詳細を速報したものである。

1. 2001年から2002年にかけてのイギリスの議論

イギリスの金融庁(FSA)は2002年10月21日に『空売り規制についてのディスカッションペーパー』を発表した。ところでこのペーパーが出された背景にはどのような事件があり、またどのような議論があったのだろうか。

株式の貸付及びレポの委員会は、イングラ

ンランド銀行に証券市場に関わる時々の問題を議論しており、その議事録は関係者の本音を探る上で貴重な情報を提供している。その2002年8月15日の議事録によれば、FSAの代表者はFSAが空売りについての検討を始めた契機として、2001年夏にFSAに対して二三の会社から空売りの標的にされたと確信するとの申し出があったこと、さらに2001年9月11日のテロリストによる攻撃のあとに行われた空売りについても苦言があったこと、とくに2002年の第2四半期の終りから第3四半期にかけて最重要な課題となったことなどを指摘している。

このうち2001年の夏の空売りについては対応する会社名を私はまだ特定できないが、2001年9月11日の事件のあとの空売りについては、FSAの2001年9月25日の記者発表でFSA理事長ハワード・デービスのつぎのような発言が紹介されていることが参考になる。

2001年9月25日に先立つ「数週間に攻撃的な空売りの好ましくない幾つかの事例があった。[2001年]12月1日から有効となる市場の暴力に対する我々の新たな権限によって、単に攻撃的というのではなく暴力的な個別の行いを今後発見したなら、我々は行動することになるだろう。しかし現在のところ我々は一般的な禁止に該当する事例を発見していない。」

その後、2002年の夏に再び問題が深刻化するまでにFSA内部でどのような検討が行われたのかは不明な点が多い。ただ海で隔てられた国でのこととはいえ、2002年5月末にドイツの連邦議会が、取引とくにユーロ為替取引の流出を恐れる州議会の反対もあって、金融市場秩序法を法案の原案にあった空売りの一時的禁止を盛り込まない形で可決したことは、もともと空売りを規制することに批判的だったFSAにとって救いであり、空売りを規制し

ない判断を固める上で役立ったのではないか。しかし2002年7月にかけてロンドン市場では空売りが問題視されるようになり、FSAは静観を許されなくなったのである。

7月25日にハワード・デービスは空売りについてのFSAの見解を明らかにした演説を行ったが、その冒頭で「ここ数日間に空売り行為はおびただしい批判を巻き起こした」としている。しかしその上で、直近の相場下落は空売りによるものではなく、空売りは市場の流動性に必要なものであり、空売りを禁止するつもりはないこと、空売りについてアメリカで行われている価格規制は取らないこと、その代わり市場を害さない情報の流れの改善を行うつもりであること、現在英国では空売りをめぐる様々な議論を評価する上で必要な空売りの規模を示す数値が得られないが、決済会社のクレストが提供している株式貸付の数値がその代理の数値になることなどを述べている。

このような空売り規制の意図を否定するFSA理事長の発言は、当時の報道によれば、空売りに批判的な企業経営者や一部の投資家などには不満を残したが、証券業者や取引所それにヘッジファンドなど市場の専門家からは支持を受けたのである。

この7月のハワード演説はFSAが空売りをめぐる政策の見直し作業を開始していることの公式の宣言だった。その試案を市場関係者とオープンに議論する場所に選ばれたのは、2002年9月25日にFSA主催で開催された空売りについての円卓会議だった。

この会議にはヘッジファンド、証券業者、証券貸付者や仲介業者、幾つかの大会社などが召集された。ここで冒頭の挨拶に立ったハワードは「今年[2002年]の夏、空売り行為は大論争の的になった。」として、直接には2002年夏の事態が、FSAに空売りの政策見直し作

業を決断させたことを明らかにしている。そのうえで、FSAの判断として空売りは暴力的戦略の一部にされない限り暴力的活動ではないし、空売りを制限したり禁止したりするに値する事例は経験していないとした。しかし、空売りの規模あるいは少なくとも証券貸付の規模について市場が入手できる情報を増やすことは賛成であるとした。そしてこの会議の参加者は再びこうしたFSA理事長の態度を支持したのである。

ここで興味深いのはFSAがこの会議で、すでにクレストが把握している証券貸付の大きさから進んで、空売りそのものの規模を把握する可能性を具体的に諮ったことである。つまり、後述するディスカッションペーパーでもある程度伺えることだが、FSAとしては空売りの規模そのものを情報開示させる様々な可能性を最後まで模索していたのではないか。2003年4月のフィードバックの結論が、クレストによる証券貸付の大きさの開示となったことはその意味ではFSAと業界との妥協の結果だったと考えられる。

2. イギリス金融庁の『ディスカッションペーパー』(2002/10)

以下では2002年10月21日に公表されたFSAのペーパーの内容を見るが、その骨子は2002年7月25日のハワード演説と変わっていないように見える。ただすでに述べたようにこの間に情報開示の範囲をめぐって、FSAと業界との間で様々な交渉が行われたのではないだろうか。

報告書は6つの章からなる本論と3つの付録とから構成される。ここでは本論をみる。第1章は全体の要約であるので詳細は省略する。

第2章「序章」から見ると、まず英国の行

政機関が空売りについての政策をレビューするのは、1996年から1997年にかけて証券投資委員会(SIB)が、株式借入と空売りについて報告書をまとめて以来だという。なおそのときの報告書では、空売りについて個別の規制を設けることは否定されたという。しかしその後の5年間に、空売りに用いられる資金量の増加、空売りにあたる派生商品取引の増加、バブルとその崩壊、大量一括売買(order book trading)の導入と拡張、決済の短縮化、株式借入の自由化後5年間の拡張、株式レポの発展などの変化があったことから政策のレビューが必要になったとしている。

ここで注意されてよいのは、政策レビューの理由として、直近の空売りによる株価下落の問題や、特定の企業の株式が空売りの標的にされて問題になったことなどが全く触られていないことである。これは私見だが、この書き方自体が、空売りについて緊急的な規制措置を取ることをそもそも排除しているように見える。

第3章は空売りの実際と題し、空売りは市場の仲介業者やヘッジファンドさらに投機的投資家など投資の専門家によって主に使われていること、空売りにはコストとリスクが伴うこと、そして空売りがここ数ヶ月間沈静化しつつあり、とくにヘッジファンドの空売りが小さくなったことなどが記されている。このうち空売りにはコストとリスクが伴うという指摘は、空売りをする側にとって空売りはコストもリスクも伴う経済的行為だという主張であり、またヘッジファンドの空売りが縮小しているという指摘は、空売りへの過剰な規制はもはや必要はないとの主張であると私は考える。

第4章では、さらに空売りの市場の効率性への貢献が説かれて、空売りに制約を設けることが強く否定されている。なかでも冒頭の

つぎの指摘は、現代の市場における空売りの意義を主張した新たな重要な論点であろう。

《空売りには過大な証券価値の修正とか、証券価値を過大化させかねない異常な買い圧力に対抗する役割があるとする議論は、依然有効であるだけでなく、長期投資家やインデックスファンドの増加する市場では重要性を増している。長期投資家は投資のコア部分の変更を渋り勝ちで、インデックスファンドは、インデックスへの追従の正確さに関心があるだけでインデックスの構成要素の質に関心を持たないからだ。》

なお第4章では、このほか異常な価格付け(pricing anomalies)を修正したり、市場に流動性を供給したり、派生商品取引を支えたりするうえでも、空売りは貢献しているという、これまでに知られている論点の記述もある。

他方で潜在的リスクについての記述は、一般的ルールつまり既存のルールで対応できるものと、なんらかの政策的対応が必要なものとに分類されている。

まず売りが加速することにより取引が無秩序化するリスクについては、取引の値幅制限といった一般的なルールで対処可能であるとされている。逆に空売りの価格制限ルールのあるアメリカが、イギリスより相場の変動が小さかったわけではないと指摘して、価格制限があれば相場が安定するとは言えないと主張される。また相場操縦(market manipulation)については、市場行動基準(the Code of Market Conduct)や企業行動ルール(Conduct of Business rules)の適用があるとされ、つまり既存のコードやルールで対応が可能だと主張される。

これに対して決済リスクについては、取引所や清算会社が十分な取り決めを行っている

ものの、流動性の低い株式について決済の中断を完全に排除できず、実際に 2001 年に発行量を上回る株式の空売りが行われた結果、多数の買い手に株式が届かないという事件があったと指摘される。つまり決済リスクについてのみ、政策対応の必要性が残るという論理構成になっているのである。

最後に空売りに関する情報の開示によって、より多くの情報のもとで投資家が投資の決定をできること、現状では空売りに関する情報が偏在しているといった指摘もある。これは私見では、いずれも情報の公開が必要だという主張に重なる指摘である。

ここで FSA における情報公開の意義付けを整理すると、まず空売りの機能と重ねて考えた場合、空売りに関する計数などの情報開示を行う第一の意義は、相場の過大化を判断する有力な情報になるということである。これは情報公開により、より多くの情報のもとで投資家が投資の決定を行える方が、市場の効率性の増進につながるということもある。これは空売りにおける情報公開の一般的な意義を説明するものだが、情報開示にはたとえば相場操縦の抑止策になるなど規制上の意義もある。そしてさらに、とくに政策対応が必要な決済リスクを考えると、決済リスクの対策にも情報開示が有効だという論理がそこには潜んでいると考えられる。

そして第 5 章では、空売りの統計がないという状況のもとで、空売りの規模についての透明性をいかに高めるかが論じられている。まず、有用性、コスト、秘密保持などの基準が論じられたあと、情報公開の 6 つの選択肢が示され、また先ほどの基準によってその実現可能性が検討されている。ここでは項目だけを挙げると、以下のとおりであるが FSA としては色々な可能性を検討したことが伺える。

現物株式の空売りの明示と報告

現物と派生の両市場における空売り持ち高の完全開示

空売りの規模の代用としての証券貸付データの開示

一定規模以上の空売りの株式発行企業への開示

現物株式の手当てを予定しない空売りの開示

会社役員の空売り取引の開示

そして第 5 章末尾のところで 2001 年の事件を念頭に決済の問題が再び論じられる。すなわち決済不能が生じたときに取引所が買い手の求めに応じて該当の株式を購入して買い手に渡すことをバイイン(buy-in)という。現状では取引所がバイインして介入するのは決済予定日から一定期間経過後になるが、この期間の短縮が論じられている。

この報告書の最後の第 6 章は、2003 年 1 月末までにこの報告書に対するコメントを提出することを求めている。また 2003 年春の終わりにコメントに対するフィードバック（返答）を公開することを予告している。

以上のディスカッションペーパーでは、決済リスク以外の問題については既存のルールやコードで対応できるとしたうえで、さらに情報公開の一般的な意義が述べられ、最後に決済リスクに対する情報公開の意義が述べられるという構成になっていると考えられる。なお改めて私が注目したことがらを列挙すると、以下のとおりである。

- 長期投資家やインデックスファンドが増加する市場での空売りの役割が提示され、空売りを肯定する FSA のスタンスが改めて明らかにされている。
- 空売りの沈静化しつつあることが空売り

規制に踏み込まない一つの理由となっていること。

- 空売りに伴う 2001 年から 2002 年にかけての株価下落問題などは具体的には指摘されていない。また決済リスク以外の問題は現行の行為規制（コード）で対応が可能とされていること。他方で 2001 年に生じた決済不能事件が決済不能の再発防止へ強い関心を与えており、この面での情報公開の意義が強調されていること。

3．イギリス金融庁の『フィードバック』 (2003/4)

2003 年 4 月 30 日にイギリスの金融庁は『空売り規制についてのフィードバック』を発表した。これは先のディスカッションペーパーに寄せられたコメントを紹介し論評することで金融庁の立場を明らかにしたものである。この文書は 3 章と付録 1 つから構成されている。第 1 章は要約、第 2 章は序論、第 3 章がコメントの紹介からなっている。以下では主に第 1 章によってこのフィードバック全体の内容を確認しよう。

まずコメントを出したものの数は 44。そのほとんどは空売りについての規制導入の必要はないとの金融庁の見解に同意するものであった。ただしアメリカ型の価格規制やある種の株式に空売りの禁止を求める少数意見(a few)があった。しかし金融庁は市場の効率性を減じるかもしれない規制の導入は行わないことを決定したとする。

さきほどの 6 つの選択肢についてのコメントを見ると、コストや実現可能性の点から最初の 3 つのうちでは 3 の順に賛同者が多かったという。 1 と 2 にはほとんどが賛成し、逆に 4 と 5 に賛成したものはほとんどなかった。 6 については会社の議決権をもたない空売り持

ち高を開示させることへの疑問や、売り方に不利にならないかという疑問が出た。 1 についても売り方に不利にならないかとかコスト面での疑問が出た。 2 については実質的に全員から賛成が得られたとするが、しかしこのようなことは起こるとしてもまれで、模範綱領(the Model Code)で禁止されていることで十分だとして、開示はするべきだが追加的な方策は必要ないと断言している。

このようにして結論として選択肢 3 つまり、すでに決済会社のクレストが把握している株式貸付データの公開が、当面の対策として支持されたという結果になっている。

このあと決済の問題について、かなり長い評価が付けられているがその詳細は省略する。決済については第 3 章にも長い記載がある。こうした決済についての記載量からは決済リスク問題への関心の高さが伺われる。

最後に第 3 章の末尾から、以下のような関連機関のさらに「自主的で」具体的な対応を確認できるが、内容的には空売りの動きを株式貸付データで把握するという問題とともに、ほぼ同じ比重で決済不能問題が浮かび上がっている。

- イギリスの決済システムであるクレストは FTSE350 銘柄について、月次で総株式貸付データを公開することで合意した。(なお別の報道によれば、クレストのウェブサイトでは銘柄ごとの数値を月次は無料で、また日次は有料で公開する予定である。クレストではまた、予定された期間内に決済できなかった上位 10 銘柄についてデータを公開する予定である。)
- ロンドン証券取引所と virt-x はその会員に相当に決済が遅延している銘柄を通知することで合意した。
- ロンドン証券取引所は、決済遅延銘柄に

ついてバイインする際の期間の短縮を検討中である。

なおフィードバックで私が注目した点を整理しておく以下のとおりである。

- 空売りについて規制は依然行わないとしながらも、空売りの大きさの推定に役立つ株式貸付のデータをクレスコが自発的に公表することになった。これでロンドン市場での空売りはデータがよく見えなかった今までとは異なった段階に入る。つまり情報公開もしないという状況に比べれば、変化したといえるのではないか。
- やはり2001年の決済不能事件をFSAは重視している。FSAは、決済不能の再発防止に並々ならぬ力が注いでいる。そしてこのことは、空売りが沈静化しつつあるという状況判断や決済リスク以外については現行の行為規制で対処できるとの判断を根拠にしており、さらに当面の政策としての情報開示推進策と結び付いている。

むすび

- 情報公開の限界を全面的に強調した

IOSCO 報告(2003/6) -

このイギリスのFSAの「フィードバック」発表から2ヶ月後の2003年6月に証券監督者国際機構(IOSCO)から空売り規制についての一つの報告書が公表された。IOSCO 技術委員会報告『空売りの透明性についての報告書』がそれである。この報告書の作成作業の進展は内外の関係者にも知られており、報告書の内容はかねて関心を集めていた。

もともとIOSCOでは、取引の透明性の向上を市場規制の重要な手段として以前から評価してきた。ただし空売り規制における透明性

問題の位置付けは、これまでやや相場操縦との関係など規制上の意義に偏っていた。たとえばIOSCO 新興市場委員会報告『空売りと証券貸付：考慮すべき諸問題』(1997年2月)では、「相場操縦に用いられることを防止するために市場の空売りの水準について、規制上の開示によって透明性を高めるべきだ」としていた。

このような位置付けに今回どのような変化が生じていたか大変注目された。ひょっとすると、規制そのものに情報公開が代替する、情報公開が規制の代役を勤めるといった大胆な論理が出てくることが期待されないわけではなかった。

しかし最初に結論を述べると、私が読み取った限りではこの報告書は必ずしもそうした中身になっていない。報告書は伝統的な規制手法についても相当のページを割き、透明性の改善といった手法については、むしろどのような問題や限界があるかといった議論を詳しく展開している。この報告書の作成の過程でどのような議論があったかは私には分らないが、このような構成と記述から判断すると、この報告書は、情報公開の限界をむしろ全面的に展開したものである。

そこでこの報告書をどう評価するかは大変むづかしい。私自身の見方は二つあってそれらは分裂している。一つは情報公開も否定するほどの極端な市場論者がまとめたという評価がありうる。もう一つは、情報公開の限界を指摘する一方で、伝統的な統制的規制手法をそれなりに評価したことになるので、伝統的な統制的規制論者がまとめたという評価である。そしておそらく真実は中間にあるのかもしれない。つまりこの報告書は立場が異なる両者の見解が混じったものなのかもしれない。

以下では報告書本文の内容を簡単にまとめ

るなかから、情報公開の論理がいかに後退させられているかを確認してゆく。またこの報告書の今一つのポイントである空売り規制の国際比較については、2枚の比較表をこの報告書によって作成して紹介に代えたい。

報告書は本文5章と4つの付属から構成されている。第1章序章は、空売りの定義、空売りの市場での役割と効用、空売りの規模からなる。この第1章でとくに注目されるのは、二番目の空売りの役割と効用の部分である。

そこには取引戦略は、価格が上がるか下がるかとは無関係に空売りを取引に組み込むようになっているという指摘がある。リスクヘッジのためであれ、流動性供給のためであれ、空売り注文が出ることは現在の相場が過大だというシグナルでは必ずしもないことが、この指摘の意味合いである。これは、空売りの規模の情報公開が市場の効率性を改善する手

法にもなるという論点に関わる問題である。

つぎに第2章は一般的な規制問題と題して二つの節からなっている。第1節は規制上の関心である。その中身は、無秩序な市場、市場の暴力、決済の中断の3つである。この3つの中で日本から見た注目点はやはり3番目の決済の中断であろう。日本では空売り規制で決済問題が挙げられることはまずこれまでなかったが、IOSCOではそれがこの位置で上がってくる。国際的には決済問題への関心が高いことは注目されている。

第2節は規制上の接近方法と手段と題して、17の国と地域における空売り規制が比較されている。つまり伝統的な規制手法が整理されて述べられている。第2節に掲載されている表を私なりに読み込んで、接近方法を4つに大別して簡略にしたのが第1表である。

第1表 空売り規制の接近方法による分類（福光）

規制上の接近方法	法治圏名
いかなる制限もないし情報公開もない	フランス、ドイツ、イタリア、スイス シンガポール（取引所に停止権限）
いかなる制限もないが情報公開あり	オランダ、スウェーデン、スペイン* ブラジル*、イギリス*
規制の下の許容で情報公開あり	カナダ、日本、アメリカ
対象の限定、規制の下の許容で情報公開あり	オーストラリア、香港、マレーシア メキシコ

*開示の中身が株式貸付

私見では私の表から幾つかのことが分かる。一つはイギリスが情報公開に今回踏み込むとすれば、それは第一のグループから離れ、第二のグループに移行することを意味するということである。だから情報公開に踏み込むことの意味合いは小さくない。今一つは、日本は、カナダやアメリカとともに最も厳しい空売り規制のグループだと考えられるだろうが、空売り取引ができる上場銘柄を絞り込んでい

るオーストラリアやメキシコなど、規制の仕方としてはより厳しいグループを今一つ想定できることである。

第3章は透明性問題と題している。この章が透明性をめぐるこの報告書の中核であり、この章を丁寧に検討しよう。ここは4つの節に分かれており、透明性の潜在的利益が論じられたあと、意外ではあるが、透明性の潜在的欠点が詳しく述べられ、さらに売りと買い

の開示の対称性という問題や、市場の暴力を防止する上での規制する側にとっての透明性の役割といった論点が順に論じられている。

まず潜在的利益としては、ある銘柄の相場が過大評価されていることのシグナルを提供する、空売りの量についての不確かさを除くことになる、空売りの大きさは将来の買いの大きさについての情報になる、そして市場の暴力的な動きを抑える働きをする、以上の4点が指摘されている。

つぎに透明性の潜在的欠点としては、空売りの大きさが開示されることで空売りが買い手による買い上がりで追い詰められることを考えるため、空売りは抑制されるかもしれないなど市場のあり方を歪める懸念があることが指摘されている。つまり情報の公開そのものが空売りのあり方を歪めるという指摘である。

また、空売りは相場の過大評価を修正するというときだけに行われるものではないために、空売りについての情報は、かえって市場参加者をまどわせるものかもしれないという指摘も続く。これは第1章でみた空売りが様々な取引戦略として用いられるために、相場の過大評価のシグナルとして有効でないという指摘と重なっている。

つまり空売りの規模について情報公開の意義のうち、空売りが相場の過大評価のシグナルとなるという点について、この報告書は第1章と第3章で繰り返し疑問を述べている。この疑問を重視するなら、空売りの規模についての情報公開の意味は相当に限定して考えざるを得ない。この問題は情報公開により透明性が増すことの意義のすべてを否定するものではないが、情報公開の意義を半減させる議論である。

しかしこの潜在的欠点のところのまとめは、多くの市場参加者は、たとえ情報が不完全だ

としても役立つとみなしており、情報を公開すべきでないとは言えないとしている。ただこのまとめ方は叙述の流れからするとかなり不自然である。記述の量としては、情報公開に否定的な議論が多くそのなかに突然、情報公開の意義を確認する記述が挿入されている。そしてその後以下のように再び情報開示を否定する言辞が並ぶのである。

すなわち続く情報開示の対称性の議論では、たとえばつぎのような議論が紹介され、その議論と組み合わせて情報開示に消極的なお話しが展開される。最初の例は空売りについての情報開示は、借入による買いについての情報開示とバランスがあるべきではないかという議論。ここからは一方的に空売りについての情報を公開することはバランスを欠くという展開が行われる。今一つは、買いの残高（保有残高）と売りの注文残高とは、開示を求める根拠に違いがあり、開示を求める根拠に非対称性があるという議論。つまり保有残高の開示は、誰が経営権を保有しているかを経営陣が把握する必要によっており、流通市場への配慮は二次的だということ。ここからは理由付けが異なるのだから、買いの残高が開示されているから売りの残高が開示されなければいけないとは言えないと展開される。このようにこの対称性の議論は、読み手に与える印象としては、空売りの情報開示にどのような反対があるかを整理して述べている部分と言わざるを得ない。

最後に規制当局にとって、空売りの情報公開が規制当局にとって持つ意味が論じられるが、全面的に情報公開の意義を強調していいはずのこの部分でさえ、情報公開を賞賛する形になっておらず、むしろ情報公開に否定的な記述が並んでいる。

最初に情報公開は当局が市場の暴力と戦う助けになるとするが、市場の暴力に密接に関

係した情報開示に集中しないなら、受け入れられるそのほかの空売りの使用を抑えてしまうかもしれないとする。続いて、情報公開は、当局のモニタリングには効果があり、事後の調査も効率化するかもしれない、また相場操縦を抑えるかもしれないと述べるがそのあとすぐ、しかしそれはコストを伴うと続ける。さらに市場の暴力を摘発するためだけに空売り情報を収集している国はない。市場の暴力と戦う上での情報公開の価値は限定されていると述べるなど情報公開の意義を否定する駄目押しの記述が続いている。

このように第3章の議論はくどいほど情報公開の長所よりは限界と情報公開の議論への反論に費やされている。これだけの記述をした中に部分的に情報公開の必要性を主張する文章が入っているが、その印象ははっきり言えば低い。

そしてこの第3章のあとに、開示体制を導入する際の補足的諸問題と題した第4章が続く。つまり開示体制の導入においてどのような点に注意すべきかが述べられてゆく。項目としては情報公開の目的、公開される中身の定義、公開の仕掛けとプロセス、そして関係者のコストの4点である。そして最後の第5章の結論では本論の要旨が述べられる。

このような報告書の構成と内容から、今回

のIOSCO 報告での情報公開手法への評価は、その限界の指摘を中心とする極めて厳しいものだとは私は受け止めた。その中身からすると空売りや株式貸付の情報公開を求めてきたIOSCO の基本的な方向に、IOSCO の技術委員会報告が疑問を呈した形となったのである。各国の行政機関の代表（日本からは金融庁）が参集して内容まで議論したはずの今回の報告書で、関係国で対応に差がある問題について、このようなある意味で主張のはっきりしたまとめ方は異例であろう。それだけにこの報告書は、今後、関係者の論争を呼ばざるを得ないのではないか。

なお第4章では、各国の開示範囲が表になっている。この表を私なりに読み込んで、開示対象の違いで11の国と地域を分類したのが第2表である。こちらの私の表では、とくにわが国の開示範囲の特異性が目に付く。すなわち世界の多くの国では、銘柄ごとに空売りの大きさが分かるようになっている。しかし日本の開示は総額開示にとどまっている。開示されている数値の多様さで日本が群を抜いていることも事実だが、銘柄ごとの空売りの数値が判明しない点で日本の開示は遅れをとっているとも見える。この指摘の正しさを含め業界関係者の教示を得たいところである。

第2表 開示範囲による分類（福光）

開示範囲	法治圏名
株式貸付の総額	ブラジル（日次） スウェーデン（週次） スペイン（日次）
空売り取引の総額	日本（月次）
銘柄ごとの空売り残高	アメリカ（月次） オランダ（隔週） オーストラリア（純残高 日次） カナダ（上位20位 月に2回）
銘柄ごとの空売り高	香港（1日に2回） メキシコ（日次）

使用資料一覧

BBC News, Share price gamblers under scrutiny, 26 July 2002.
BOE Stock Lending and Repo Committee, Summary of Meeting, 15 August 2002.
BOE Stock Lending and Repo Committee, Summary of Meeting, 9 October 2002.
BOE Stock Lending and Repo Committee, Summary of Meeting, 11 March 2003.
FSA, Market Watch, Issue No.8: June 2003.
FSA-Press Release-FSA/PN/122/2001, 25 September 2001.
FSA-Press Release-FSA/PN/078/2002, 25 July 2002.
FSA-Press Release-FSA/PN/090/2002, 12 September 2002.
FSA-Press Release-FSA/PN/100/2002, 21 October 2002.
FSA-Press Release-FSA/PN/057/2003, 30 April 2003.
FSA, Short Selling: Discussion Paper 17, October 2002.
FSA, Short Selling: Feedback on DP17, April 2003.
IOSCO, Objectives and Principles of Securities Regulation, September 1998.
IOSCO, Press Communique -Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, July 12, 1999.
IOSCO Technical Committee, Report of Transparency of Short Selling, June 2003.
IOSCO Technical Committee and CPSS, Securities Lending Transactions: Market Development and Implications, July 1999.
Netzeitung, Bundesrat stoppt Finanzmarktreform, 26 April 2002.
Netzeitung, Bundesrat billigt Reform des Finanzmarktes, 31 May 2002.

参考文献

福光寛「空売り規制の強化をめぐって」『証券経済研究』40号, 2002/12.
福光寛「空売り規制の強化をめぐって」『証券経済学会年報』38号, 2003/5.
福光寛「市場と規制 証拠金規制をめぐって」『成城大学経済研究』161号, 2003/6.
福光寛「空売り規制の強化」『ジュリスト』1250号, 2003/8/1.