

空売り規制の強化をめぐる

福 光 寛

要 旨

小稿は、空売り規制の導入、その後の規制の変遷などを検討することによって、直近の空売り規制強化をどのように把握するかをめぐる幾つかの新しい論点の提示を試みたものである。まず、占領軍の導入指示にもかかわらず、日本側が導入に躊躇したことが伺えるとの指摘を行った。このような躊躇を見れば、空売り規制が戦後存続し続けたこと自体を説明する必要があるが、長期産業資金供給の場として証券市場を考える伝統的な市場観が背後にあると考えられる。空売り規制が機能しなかった問題については、規制範囲が狭かった問題と、規制が無視され続けた問題とに分けて論じた。まず規制の適用範囲については、米国法にならって適用範囲を限定するべきだとの一部の法学者の主張は、その典拠文献からは導けないと指摘している。しかし他面で、現実には日本では適用除外取引が膨らみ適用範囲は極めて限定されるに至っていた。規制が無視されていた問題では、株価の値下がり局面で度々空売りが注目されていた事実を挙げて、空売り規制は少なくとも無視されてなかったが、確かに規制を発動して処分することは1998年まで行われなかったとした。1998年に、適用取引も限定されかつ放置されていた空売り規制を使った行政処分が出され、さらに空売り規制の適用範囲の拡大まで行われるという大きな変化が生じた理由がそこで問題になる。その理由として、ヘッジファンドによる空売りから日本の市場と金融機関を守ろうとする行政と政治家が一体となった動きを小稿は注目した。この日本の動きはヘッジファンドに対抗するアジア諸国の動向と結果として連動するものでもあった。

目 次

- | | |
|------------------------|--------------------|
| I. 規制導入時の日本側の躊躇 | 2. 日本における適用除外取引の拡大 |
| II. 日本の市場にとっての空売り規制の意義 | IV. 空売り規制の放置 |
| III. 規制の適用対象取引 | 1. 空売り規制無視説の誤り |
| 1. 適用範囲限定説の誤謬 | 2. 空売り規制による摘発の不存在 |

V. 貸株市場の成長と貸株市場の機能

VI. 1998年から2002年にかけての空売り規制の強化

1. 違反摘発への転換

2. 注目されていいアジア諸国との連携

3. 規制強化から規制再強化への展開

参考文献

I. 規制導入時の日本側の躊躇

昭和23年(1948年)4月13日に現行証券取引法は公布された(施行は昭和23年5月6日)。その第133条は「何人も、証券取引委員会が公益又は投資者保護のため必要且つ適当であると認めて証券取引委員会規則で定めるところに違反して、左に掲げる行為をしてはならない。」とした上でその第1号を「有価証券を有しないでその売付をなすこと」とした。そして証券取引委員会は3ヶ月後の1948年7月24日に証券取引委員会規則第16号「有価証券の空売に関する規則」を出した。その抜粋は以下のとおりである。

有価証券の空売に関する規則(法133条関係)

第1条 証券取引所の会員は、当該証券取引所の開設する有価証券市場において自己又は顧客計算においてなす売付について、有価証券を有してこれを行うか又は有価証券を有しないでこれを行うかの別を明らかにしなければならない。[実売とできる具体的な条件の規定が続く]

第2条 有価証券市場における売買取引について、自己又は他人の計算において、有価証券を有しないでその売付をしようとするときは、当該売付の直前の価格に満たない価格において、これをしてはならない。[配当落又は権利落後の売付についての直前

の売付価格について価格規制を外す特例、さらに端株取引と鞘取引という2つのケースを空売り規制そのものの適用除外とする規定が続く]

附則 この規則は、公布の日からこれを施行する。

証券取引委員会規則第16号は、売付について、有価証券を有して行うか、有しないで行うかの会員証券会社の《明示義務》を規定した第1条と、有しないで行うときは当該売付の直前の価格に満たない価格での売付を証券会社に対して禁止する《価格制限》を規定した第2条とからなっている。証券取引委員会は昭和27年(1952年)8月に廃止されるが、証券取引委員会規則は、委員会廃止のあと、証券取引法附則(昭27法270号)によって政令としての効力を与えられて生き続けた。後述するように空売り規制は、昭和60年(1985年)に委員会規則に代えて改めて政省令(証券取引法施行令と省令)が整備されるが、明示義務と価格制限という基本的骨格は変更されなかった。なお平成13年(2001年)に省令は内閣府令に改められ今日に及んでいる。

小稿はこの空売り規制の導入時から現在までの経緯と論点をまとめたものである。

この空売り規制は、第二次大戦後、大蔵省がGHQの指導下で証券取引法の制定と改正に取り組むなかで、米国の1934年証券法と1934年証券取引所法とほぼ同じ法案をまとめざるをえなかったことにより導入されたことはよく知られ

ている（参照：『東京証券取引所20年史』[1974]，105）。

そしてこの間の経緯は以下のように裏付けられる（『日本証券史資料 戦後編第五巻』日本証券経済研究所 [1985]，771-773，776-779）。太字は福光のものである。

証券取引法 提出1947/3/5 成立1947/3/18

昭和22法22号

空売りについて規定なし。

証券取引法改正に関するアダムス氏提案
(1947/10/27) 主要点（大蔵省理財局1947/11/4）

証券取引法改正の内容の改正すべき点を12項目挙げているなかに空売りについて以下のように言及。

「8 馴合い相場その他の相場操縦及び空売りを禁止すること」

大蔵省理財局「証券取引法改正案について」
(1947/11/23)

証券取引所の取締規定の部分に空売りについての言及は欠落。

「5 会員の馴合売買，相場操縦，過当投機に亘る取引に対して取締規定を設けた。」

大蔵省渉外部 司令部関係重要折衝事項第41報
(1947/12/18-1948/1/7)

「証券取引法改正の件……改正法案を作成提出M・Bアダムスとの間に大体の打合を了した。」

大蔵省理財局「証券取引法改正法律案について」(1948/3/2)

証券取引所の取締規定の部分に空売りが入る。

「7 会員の馴合売買，相場操縦等につい

て取締規定を設けると共に，その違反者は被害者に対し損害賠償の責に任ずるものとした。

8 会員の過当投機を取締る規定を設けた。

9 証券取引委員会はその規則の定めるところにより空売又は逆指値注文を制限し得ることとした。」

証券取引法を改正する法律 提出 1948/3/23 成立1948/4/6 昭和23法25号

この経緯からは，アダムスのメモにあった空売り禁止（1947/10/27）が，理財局の当初案（1947/11/23）では脱落していたが，最終案（1948/3/2）では復活したことが分かる。空売り規制について日本側が，当初，アダムスほど重視していなかったことが推測できよう。日本側が，空売り規制の導入を是認したロジックを，証券取引法の立案に参加し，その後，証券取引委員会委員の一人を勤めた藤田国之助（敬称略，以下同じ）は1961年につぎのように述べている（藤田 [1961]，9）。

空売りについて，米国におけるこうした法令を輸入したのは，もちろん売崩による相場操縦を防止しようとする意図にでたものである。

ただしどこにもその理由は書かれていないが，アメリカで行われている規制をやや緩めた規制が導入されたのである。藤田は1962年に出版した『取引所制度論』でもつぎのように述べている（藤田 [1962]，208）。

前掲 SEC 規則にならって，証券取引委員会

規則が制定施行されているが、その内容は、……〔価格の制限において〕アメリカにおけるより寛大であって、無条件で直前の相場と同一条件で空売できるのである。……〔しかしその他の点では〕アメリカにおけると同じである。

アメリカの場合は、相場の下降局面では直前の価格以下での売付けが禁止されているのに、日本の場合は直前の価格未満での売付けが禁止されるにとどまったのである。日本の空売り規制がアメリカの空売り規制をお手本としながら、価格制限の面でアメリカよりもゆるやかになったのはなぜだろうか。

アメリカでの空売り規制成立の経緯が参考になる。1934年9月に設立された証券取引委員会 SEC は、当初、ジョゼフ・ケネディ委員長のもとで、証券界の自主性＝自己規制を尊重して、SEC 規則の制定を急がない政策を取った（参照：ソーベル [1977]，訳書174。ソーベル [1965]，訳書433）。空売り規制については、ニューヨーク証券取引所では1931年に導入していた《明示義務》後の慣行を、SEC の了解のもとに1935年に取引所の規則としていた（参照：レフラー [1950]，訳書375）。

しかし1937年秋に株価急落があり、空売りについて行われた調査結果を踏まえ、SEC が制定したのが、空売りについてより厳しい価格制限を含む1938年の SEC 規則であった。そしてさらにその後の調査と、ニューヨーク証券取引所からの勧告を踏まえ修正されたのが1939年の SEC 規則である（参照：Loss [1951]，677，Loss and Seligman [1991]，3208）。このような経緯から、価格制限の部分についてはつぎのように3つの選択肢があったことになる。この

3つの規則は、1935年の規則が一番緩やかで、1938年の SEC 規則が一番厳しい。

1935年の NY 証券取引所などの規則：直前の
売買値段未満での空売りの禁止
1938年の SEC 規則：直前の売買値段を上回
る値段以外の空売りの禁止 [=直前
の売買値段以下の空売りの禁止]
1939年の SEC 規則：上げ相場での直前の普
通取引売買価格での空売りの許容
[=下げ相場での直前の売買値段以
下の空売りの禁止]

わたしが推測するのは、日本の証券取引委員会はこの3つからの選択を許され、その中でもゆるやかな1935年の取引所規則にみられる価格制限を採用したということである。またこのことは空売り規制に対する日本側の躊躇を強く反映しているのではないか。しかしこの点は今後資料により裏付けられねばならない。

この点に絡んで、藤田国之助の『日本取引所論』[1942]に言及したい。本書は、第二次大戦終戦前の日本側に米国の空売り規制についてどのような知識があったかを示しているだけでなく、戦前の取引所論という学問の水準を示す記念すべき著作である。空売り規制については、1931年のニューヨーク証券取引所の「定款」や1938年の証券・取引所委員会による空売制限に関する「法規」の制定の経緯や内容を詳細に記述している。1938年2月の規則のあと、1939年3月に SEC が価格規制方法を「下げ相場」のもとでの価格制限に修正したことも紹介している（藤田 [1942]，62-63）。このように価格制限について複数の選択肢がアメリカにあることを日本側は熟知していたがこのことは、

SECの1939年規則を鵜呑みにしない歯止めになったのではないか。

Ⅱ. 日本の市場にとっての 空売り規制の意義

改正証券取引法立案の日本側責任者といえる岡村峻（立案時には大蔵省理財局証券課長）は1948年6月に出版された証券取引法解説の本において、つぎのように空売り規制について説明した（岡村〔1948〕、67）。

空売とは有価証券を所有しないで、その売付をなすことである。空売はこれによって相場の下降する傾向を激化して、不当に利得を図る等の弊害を生ずるから、原則としてこれを禁止すべきである

この説明によると、空売りの問題は、相場の下降傾向を激化させることと、不当利得を図るなどの弊害が生ずることの二点である。この説明は法案作成者の言葉であり、法案作成の意図として重視されねばならない。おそらくそうした考えによるものと思われるが、田中誠二・堀口亘（〔1996〕、986）はつぎのように岡村説を引用する（太字は福光によるもの 以下同じ）。

空売りは、相場の下降する傾向を激化し、不当に利得を図るなどの弊害を生ずるから、原則として禁止される……ことにしたものである（同説、岡村67頁以下）。

岡村説を重視することがある意味で正しいのは、岡村は証券取引法立案の日本側責任者であり、岡村の解説書は法律施行時の公式と考える

説明だからだ。なお国会会議録を検索した限りでは、空売り規制は、証券取引法制定を審議した国会で、とくに話題にならず、またこの点の政府説明も国会の会議録に残されていない。この点からも岡村の解説は重要である。

空売り規制は占領軍の担当者の押し付けだったかもしれないが、それが現在まで存在を続けた理由がどこにあるのかがここでの問題である。それを必要だとする理由付けに行政当局や市場関係者の多くが納得していたからこそ、この規制は存在し続けたのではないか。

それはこの岡村説で十分なのだろうか。鈴木竹雄＝河本一郎の『証券取引法』は、「種々な取引に際して基準となるべき公正な株価を形成する」取引所の機能に着目して、空売りは「相場の売り崩しに利用される危険があり」公正な株価形成という証券取引所の機能を妨げるから規制されるとしている（旧版〔1968〕、14）（新版〔1984〕、23）。

なお空売りが市場における公正な株価の形成を妨げるから、空売りは規制されなければならないとする研究者は多い。神崎克郎（〔1992〕、347）は加えてつぎのように断定している。

有価証券の相場下落過程で行われる、相場下落を不当に激化させる空売りは、証券市場における公正な価格形成を確保するためにも、また、投資家の利益保護のための合理的な投資行動としても許容する必要性は存在しない。

この神崎の文章のポイントは、「相場下落過程」という条件を明確にしている点であり、空売りのすべてがいけないのではないとの神崎の主張が反映している。神崎は『証券取引法』

(旧版, 596) (新版, 657) で、空売りのすべ
てがいけないのではなく、値上がり局面での空
売りはむしろ有用であり、値下がり局面での空
売りが問題であることと、相場操縦の一般予防
的観点から行われる規制であることをつぎのよ
うに強調していた。

空売は、証券市場の厚みと流動性を高めるの
みならず、それが有価証券の価格上昇の際に
行われ、その買戻が価格下落の際に行われる
ときは、有価証券の価格の平準化に有用な貢
献をすることができる。しかし空売は、それ
が有価証券の下落に際して行われるときは、
相場の下落傾向を不当に激化させることにな
る。そこで、相場の下落傾向を不当に激化さ
せる危険のある空売については、相場操縦の
一般予防的な観点から法的規制が行われる。

このようにして、相場の値下がり局面が問題
になることを明らかにした上で神崎は、相場の
値下がり期待して空売りをするそのものを「公
序に反する」というような倫理観」が、この
規制の背景にあることも指摘した (参照: 旧
版, 598, 新版, 658)。

有価証券を所有することなく売り付けて、相
場の値下がりから利益を得ることが公序に反す
るという倫理観の正体について、近年、神田秀
樹監修の『注解証券取引法』[1997] は、証券
取引法の目的が「売り手保護」にあり、有価証
券発行体の資金調達や、投資家の資金回収が意
識されているからだ、と、つぎのように踏み込ん
だ指摘を行った。

空買いは禁止されず、一定の空売りのみが禁
止されるのは、証券市場ひいては証取法の究

極の目的が、企業等の有価証券の発行体の資
金調達および有価証券へ投資をした者の資金
回収のための、いわば「売り手保護」にある
ことに基づくものだろう。

この「神田」説は、神崎が倫理と呼んだこと
の経済的な中身について、踏み込んだ仮説と言
える。しかしおそらく証券市場の関係者の中
には、売り手と買い手を対等に置く方々も多い
はずだ。そうした人々は空売り規制を合理的な
ものとしてそもそも理解できないのではないか。
空売り規制には、長期産業資金調達の場として
証券市場を位置付けてきた伝統的な市場観、つ
まり発行市場を中心とした市場観が潜んでお
り、空売り規制の問題は、証券市場はそもそも
何のために存在するかという理念的な問題を抜
きには議論できないということであろう。

- 空売り規制は、相場の下降局面で相場の
下落傾向を不当に激化する空売りを禁止す
るものである。
- 空売り規制の背後には、相場の下落傾向
の不当な激化そのものがそもそも市場ある
いは証券取引法の目的に反しているとする
ロジックあるいは倫理感が働いている。空
売り規制をめぐる議論は背後にある市場観
の対立でもある。

Ⅲ. 規制の適用対象取引

1. 適用範囲限定説の誤謬

空売り規制の問題の1つは、その適用範囲に
ある。いかに厳しい規制であっても、規制対象
が限定されていたら、その規制は骨抜きになり
規制に実態がなくなる。ところが、この規制に

については、当初から規制対象範囲の限定があった。まず取引所の上場証券について、取引所の会員に対しての規制であるという適用範囲の限定がある。さらに証券取引委員会規則第2条は、配当落又は権利落後の売付けについての直前の売付価格についての特例と、そして端株取引と鞘取引という2つのケースを適用除外取引とすることを定めていた。

このような適用範囲の限定と適用除外の意味を考えてみたい。まず適用範囲である。

これについては、米国の空売り規制がそうであるように、空売り規制の適用範囲は限定的に解釈すべきだと主張が根強く行われている(谷川久 [1968], 満田重昭 [1968] など)。これを適用範囲限定説と呼ぼう。このような主張が根拠にしているのは、1961年に発表された龍田節の論文であるが、龍田は日本の空売り規制が米国の証券取引所法の空売り規制を輸入したもので、米国の空売り規制が適用対象を限定的にとらえていることから、日本の空売り規制の適用対象も限定的に解釈すべきだと論じている(参照: 龍田 [1961], 81-82)。

しかしこの説は典拠にした Loss [1951] の読み方に疑問があり採用できない。以下に引用する龍田論文のうち太字で示した部分は龍田が典拠を無視して創作した部分と私が考える部分である(太字は福光によるもの 以下同じ)。

制度の母国であるアメリカにおいても空売を認めることの可否については見解が大きくわかれ、議会はそのどちらか一方に踏み切ることができなかった。そのため、1934年の証券取引法は、郵便・州際通商手段または取引所施設を利用してなされる取引についてののみ、また取引所に登録された有価証券についての

み、規則に反する空売を違法とした。……空売の制限はこのように、それが市場に対して有益か有害かの一般的な結論を得ないまま、ただ市場が下落傾向にある時に低価でなされる空売が市場の安定性を著しく害するといふので設けられたものである。

龍田が記述の典拠としている Loss ([1951], 676-677) から、対応部分を以下に引用するが、龍田の創作が Loss には根拠を持たないことは明らかだと私は考える。まず以下の最初の部分(676)は、空売りについて両極端の意見があるので、議会は空売りを証券取引委員会の広範な監督のもとに置くことに留め、委員会の判断で不法行為を定められるようにしたと読むのが正しいはずだ。龍田が言うように、意見が分かれる問題であったから、規制の範囲を限定したと読むことはできない。

Apparently finding it impossible to discover where the truth lay between the extreme views which had been expressed, Congress simply placed the practice of short selling under the broad supervision of the Commission. Section 10(a) of the Exchange Act makes it unlawful for any person, by use of the mails or any interstate instrumentality or facility of an exchange, to effect a short sale of any security registered on an exchange "in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors."

Loss のつぎの引用 (677) も素直に読めば、1937年秋の株価下落で証券取引委員会が行った調査から、証券取引委員会は、株価下落局面での空売りが市場の安定性を深刻に損なっていると結論して、空売りに関する委員会規則の制定に至ったと読める。株価下落局面で空売りを規制すべき場面があるとの明確な判断が出たことがポイントであるはずで、市場に対して一定の状況下である種の空売りが有害だという結論が出たと読むべきである。

The sharp market drop in the fall of 1937 gave the Commission an opportunity to study at first hand the effects of short selling in a rapidly declining market...From this study the Commission concluded "that members trade the price trend on balance" and "that in a declining market certain types of short sales are seriously destructive of stability." It therefore adopted the first short-selling rules of its own, effective in February 1938.

龍田がいかに意図的に Loss の記述を書き換えているかは次の部分ではさらに露骨である。龍田が引用している Loss が空売り規制の適用対象証券について書いているところは (Loss [1951], 679), 以下のように、すべての国法証券取引所で上場されている、政府債と地方債を除くすべての証券として、そのニュアンスは積極的なものである。

The rule applies, generally speaking, to all securities dealt in upon any national securities exchange, other than government or

municipal securities.

この部分を龍田はつぎのように限定的な意味が出るように書き換えるのである (龍田 [1961], 82)。以下の太字の部分は龍田の創作である。

規則の適用を受けるのは上場証券にかぎり、かつ取引所の施設を利用してなされる取引にかきる。

以上のように、龍田節たちが行った、アメリカでは、空売りについて意見の対立があった結果、議会が、空売り規制の対象を限定したとの主張は、少なくとも Loss [1951] を根拠にはできない。むしろ Loss [1951] を素直によめば、連邦議会と証券取引委員会は、規制範囲を連邦政府の立場としてできる限り大きく取ったと言える。

それだけに逆に過剰な規制からの免除が、当初から必要になったのだと考えられる。Loss [1951], 681-682によると、当初から「端株取引」「意図的でない違反の場合」「速やかに持ち株を届けられる場合」は価格制限からの免除があった。またその後、価格制限については、国内と海外の鞘取取引の場合の3つのケースについて適用免除に加えられたという。なお米国法における適用除外規定が現在どうなっているかは本項の最後で述べることにする。

そもそも日本の空売り規制をどうするかは、日本国民が主體的に判断すればいいことだが、米国の空売り規制が対象取引について限定的であったというのは、少なくとも Loss [1951] には忠実でない。むしろ適用除外範囲が限定的だったと理解するべきである。

なお一般に適用除外取引についてはつぎのような問題がある。

- 適用除外取引とする理由は合理的なものか
- 適用除外取引の設定が規制の実効性を低下させないか

日本の証券取引法も、当初から適用除外を含むものだった。この点を証券取引法立案者の岡村峻はつぎのように述べていた（岡村[1948], 67）。

空売は……原則としてこれを禁止すべきであるが、相場を下降せしめない価格で売付け又は端株を売付けるような弊害の生ずる虞のない場合等については、必ずしもこれを禁止する必要はない。そこで禁止すべき場合の如何については、委員会規則でこれを定めることにしたのである

当初の委員会規則における適用除外は、アメリカでの適用除外をなぞったものだった。しかし注意してみると、アメリカでは価格制限からの免除であるのに、日本では空売り規制全体からの免除、つまり適用除外取引となっている。しかも日本の適用除外取引は昭和60年以降、次第に拡大し、空売り規制は適用対象取引がごくわずかなものに変質してしまう。

私が懸念しているのは、このような適用除外の拡大が、滝田らの適用範囲限定説の影響を受けている可能性である。しかし米国法はあくまで適用除外範囲が限定的なのである。

2. 日本における適用除外取引の拡大

昭和60年に証券取引委員会の「有価証券の空売に関する規則」は、昭和60年9月13日政令

263号と改められ、ようやく委員会規則が政令に置き換わり、その1週間後には「有価証券の空売に関する規則第1条に規定する取引を定める省令」（昭和60年9月20日大蔵省令51号）が整備された。これら政省令の整備は、同年10月に東京証券取引所で長期利付国債を対象とする債券先物取引が開始されることに合わせたものだった。

このとき従来と変わった点の1つは、先物取引に空売り規制を適用することは適当でないとこれを新たに空売り規制そのものの対象から除外したことだ。また適用除外取引を政令ではなく、この省令で細かく明示するようにしたことも重要な変更点であった。省令では有価証券先物取引、信用取引、発行日取引の3つを空売り規制そのものからの適用除外取引として初めて明示した。ここで信用取引を適用除外取引としたのは、大きなポイントであった。

このように適用除外取引が政令の下省令で定められることになると、国会が法律で禁止したことがらが行政の判断で緩和されるという問題は、内閣の判断（政令）から省庁の判断（省令）に一段下に降ろされたことになり、行政による裁量の余地が一層拡大することになったともいえる。ところで『証券局年報』昭和61年版（[1987], 60-61）は先物取引除外の理由をつぎのように説明している。

先物取引における売付けは、むしろ空売りを予定しているということができ、先物取引について空売規則「ママ」をそのまま適用することは適当ではない。また、空売規制の目的は、空売りによる相場の不当な下落を防止しようとするものであるが、先物取引については、売買証拠金や委託証拠金をはじめ、証券

取引所による値幅制限その他の各種規制が設けられ、このような事態に対応することが可能であるところから、今回の先物取引の開始にあたっては、空売り規制の対象から先物取引を除外することとした。

この説明は、不当な下落を防止する十分な仕掛けがある取引については、空売り規制を外すことができるということを明示した興味深い説明である。これは適用除外取引についての新たな説明である。次項でみるように空売り規制が実効性がないという指摘が当時あった中で、先物取引創設にあたってこれを空売り規制の適用除外取引にしたのは、空売り規制の空文状態を積極的に維持しようという行政側の意志の現れとも見える。

そして『証券局年報』昭和61年版（同前，61）による、適用除外について省令を設けることにした理由の説明はつぎのように簡略なものである。

有価証券の空売りに関する規則が今回改正されたことに伴い、同規則第1条ただし書に規定する大蔵省令で定める取引として、先物取引、信用取引、発行日取引を定めた。

これをパターン化するとつぎようになる。

- a. 有価証券先物取引
- b. 信用取引
- c. 発行日取引

これに対して神崎（[1992]，342-343，350）は、「信用取引、発行日取引および先物取引については、それによる空売りによって有価証券

の相場が不当に激化する危険がないとの特別の事情は存在しない」「信用取引、発行日取引についての規制〔の存在〕は……〔空売り規制〕の適用を不必要とするものではない」「米国では、信用取引による売付けについても……証券取引委員会規則10a-1が完全に適用されている」として、とくに信用取引を空売り規制からの除外取引としたことに強い疑問を呈している。

ここで今一つ問題になるのは、信用取引と発行日取引について、適用除外とした理由が明示されなかったことである。

とくに信用取引の除外は、信用取引が1951年に開始されて以来、市場で空売りといえは、信用取引の売りを指していただけに、規制そのものを空洞化させる大きな意味がある。その理由は明示されていないが、先物取引に準じて考えると、証拠金規制や逆日歩などの仕組みによって信用取引による相場の不当な下落を防止することは可能だとの理解が1つの解釈である。

その後、平成元年（1989年）3月6日に、昭和60年（1985年）の大蔵省令第51号の全部が改正され、大蔵省令第14号「有価証券の空売りに関する規則第1条に規定する取引を定める省令」が定められた。ここで空売り規制の適用除外取引に株価指数先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付けが加えられた。債券先物取引の開始に合わせて、有価証券先物取引を適用除外取引とした昭和60年の省令改正と似ているが、今回は、取引が開始されてから、後追いの形で適用除外が定められた点が違っている。

- a. 有価証券先物取引
- b. 信用取引
- c. 発行日取引

d. 株価指数先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付け

『証券局年報』平成元年版は、1988年9月に我が国で株価指数先物取引が開始されて半年の時間が経過してから、この省令改正が行われた理由をつぎのように述べている（[1990]、52）。

〔この省令は〕これまで、信用取引・発行日取引・有価証券先物取引に限られていた取引所内の空売りを、株価指数先物取引等との裁定取引に係るものにまで拡大したものである。63年〔1988年〕12月の株価指数先物取引の取引最終日に株式現物市場と同取引の裁定取引の巻戻しにより、現物株価が乱高下したが、このような裁定取引の現物市場に対する悪影響を除去するような施策……を講ずる一方、裁定取引を行うことの障害となっていたものについても見直しを行うこととし、元年〔1989年〕2月に対策を発表した。……〔こ〕の省令改正は、この対策の一環として元年3月に公布施行した。

この文章は複雑だが、直接の理由としては、裁定取引の障害を取り除くという説明になっている。ただ問題であるのは、裁定取引の障害を取り除くことと、空売りの弊害を防止することとの関係が説明されていないことである。

この後、平成4年（1992年）に証券取引法改正があった際、第133条は第162条第1項に移された。また施行令や省令の細かな変更が行われた。

まず「有価証券の空売りに関する規則」は廃止されて、つまり独立の政令は廃止されて証券取引法施行令のなかの第26条の2ないし4に、

組み込まれた。

施行令は、証券取引所の会員である証券会社に対して、市場で売付けを行う際に、有価証券を有して行うのか有さずに行うのかの別を明らかにすることを求め（26条の2）、証券取引所の会員である証券会社に対して、自己の計算か顧客の計算かを問わず、当該有価証券を保有しない場合は、直近の価格に満たない価格で当該売付けをしてはならないとして（26条の3）、最後に店頭売買有価証券を空売り規制の対象に新たに加えている（26条の4）。空売り規制は受け明示義務はあるが、価格制限は受けない取引は26条の3に、単位未満株の有価証券の売付けと他の有価証券市場との価格平準化のための有価証券の売付けとが列举された。

他方、適用除外取引は、引き続き独立の省令に書き込まれた。平成4年6月26日付け大蔵省令第50号「有価証券の空売りに関する省令」（7月20日施行）である。その内容をパターン化すると以下ようになる。

- a. 有価証券先物取引
- b. 信用取引
- c. 発行日取引
- d. 株価指数先物取引等との間で行われる裁定取引のための売付け
- e. 証券取引所の会員が自己の計算において有価証券を有しないでする売付けのうち、証券金融会社から証券取引所の決済機構を利用して借り入れた有価証券をもって決済する取引
- f. 債券（転換社債及び新株引受権付き社債を除く。）の売買取引

a から d までは、平成元年の大蔵省省令「有

価証券の空売りに関する規則第1条に規定する取引を定める省令」にあったものであり、eとfが平成4年の新設規定である。fにより、債券取引のほとんどが適用除外となった。なおこの年の法律や政省令の改正が多かったという技術的理由はあるのだが、新たに適用除外とした判断の根拠を『証券局年報』平成4年版は開示していない。

なお東証の分野はつぎのように除外した理由を解釈している ([1992], 42)。

自己の信用売り [e] については証券会社の社内管理体制が図られてきたこと並びに顧客との間の信用取引と同様に証券会社及び証券金融会社によって適切な管理が行われていることから、また、債券の売買取引 [f] については、市場金利動向等に基づいて価格が決定される色合いが強いものであると考えられることから、それぞれ規制の適用除外取引にされたものと考えられる。

以上のようにこの空売り規制の適用の除外について、どうも該当する取引が出るたびにそれを除外することを繰り返してきたように見える。またこの除外は行政側が主導したのではなく、その背景には証券業界からの水面下での要望と交渉があり、これに行政側が対応したとの推測は間違っていないであろう。そして除外の理由付けを社会的に開示しない傾向は強まっていた。その意味で空売り規制が全体として透明性を欠く傾向は強まっていたといえる。行政側が採用したことが明らかな理由付けはつぎのとおりである。

- 空売りの弊害をもたらす恐れのない取引
- 先物取引のように相場の不当な下落に対

応する為の規制が、売買証拠金、委託証拠金、値幅制限などのように整備されている取引

- 裁定取引のように取引の障害を除くことが必要な取引

問題はこのような除外取引の範囲を広げることと、結果として空売り規制の対象となる取引のほとんどを適用除外にしてきた点にある。つまり規制はあっても、その規制は粗いザルの目のように通り抜けられるようにしたことを意味していた。証券先物取引と信用取引の適用除外だけについてさえ、神崎 ([1992], 342, 343-344) はこう言っていた。

有価証券市場における空売りが、實際上、証券先物取引または信用取引によるものであることから、この適用除外が意味することは非常に大きい²⁴。

²⁴証券先物取引および信用取引に空売りの規制が適用されないものとする、……空売りの規制に違反する違法なものである場合は、實際上あまり多くないことになる。

米国法はどうだろうか。Loss [1991], 3208-3212, 3217-3219をみると、価格制限についての適用免除は、現在では12のケースに分かれている。1951年以降、価格制限からの適用免除のリストの増加がアメリカであったことは明らかである。しかしそれはあくまで価格制限からの適用免除のリストであり、空売り規制そのものは幅広くかけられていると理解できる。この点で日米は異なっているのだろう。

またLoss [1991] が、空売り規制について、アメリカの証券取引委員会に見直しの動きがあるとする理由の中には、空売り規制が、地

方取引所のマーケットメーカーやデリバティブ取引を有効に規制できていないことや、ほとんどの店頭証券を適用範囲外にしていることがある。このことから判ることは、連邦政府の証券規制の適用範囲外取引が存在することが、規制の有効性を低めているという問題はアメリカでもある。しかしこれは主として連邦政府による証券規制の限界とも言える問題であり、日本の適用除外取引の問題とはいささか性格が異なる問題が中心なのではないか。

IV. 空売り規制の放置

1. 空売り規制無視説の誤り

ところで導入された空売り規制がそもそも機能していない、「規則」はあっても空文でありそもそも実施されずに放置されていたという趣旨の批判は繰り返し記録されている。

なかでも証券取引法の立案に参加し、証券取引委員会委員を勤めた藤田国之助が1961年に、証券取引法における空文の1つに空売り規制を挙げ、空文となった2つの理由を挙げたことは注目されてきた。藤田によれば、理由の1つは今日の証券取引仕法のなかで空売りできるのは、信用取引と発行日取引であるが、信用取引においては「借株が不自由であり、ひたすら逆日歩を高率にして受渡を調節しようとするやり方の下においては、売崩は至難で」ある（藤田[1961]、9）。つまり信用取引による売崩しはそもそも困難だとする。そして、今一つ藤田が挙げた理由は、相場上昇が続いたため、売り崩しによる相場操縦がほとんど危惧されることはなかったことである。

その後、1962年に出版した本の中で藤田は、

証券取引が戦前の投機取引である定期取引から、投資取引に転回したため、空売り規制の必要が痛感されないのが空文化の理由だともしている（参照：藤田[1962]、208-209）。

しかし歴史に忠実に述べると、株価の低迷下落局面では、空売りと空売り規制が繰り返し注目されてきたというのが、真実である。少なくとも1949年と1965年の2回、空売りが規制対象として注目されており、1965年には空売り規制が使われている。

改正証券取引法が1948年4月に公布されたあと、翌年の1949年5月に取引所が再開されたものの、1950年年初にかけて、株式市場は極度の低迷不振に陥った。この低迷の背景には、旧財閥企業の株式の持株会社整理委員会による放出や、企業再建整備法による増資の急増によって、株式市場の需給が構造的にアンバランスになっていたことがあるとは、志村嘉一の指摘である（志村[1981]、15）。この低迷局面で証券取引委員会は、空売り規制にそれなりに注意が払わざるを得なかった。

幾つかの証拠を挙げたい。1つは1949年9月19日に、証券取引委員会が、それまでの証券業者に対する実態調査を踏まえて、証券業者の注意を喚起するため出したとされる通ちょう「検査の結果注意すべき事項について」（証検第168号、1949/9/19）である（『東京証券取引所10年史』1963、199-200）。これによると取引関係は全16項目あるなかで、空売りという表現が出てくるのは、最初の項目を含め3項目あり、そのほか関連する項目が多数挙げられている。これを見ると、空売り規制が空文であったかどうかはともかく、空売りに証券取引委員会は無関心であったとはいえず、藤田国之助氏が空売り規制に絡んで1949年後半の事態をなぜ伝えなかつ

たのかは疑問として残る。通ちょうが空売りと清算取引に言及している項目は以下のとおりである。

- (1) 空売 差金決済等をなし 取引が清算化しその損益が業者の支払能力に悪影響（支払能力薄弱）を及ぼしているものがあること 又中には賭博に類した取引をしているものもあること （中略）
- (5) 空売の取引があることに関心のないもの又は関心の少ないものがあること
- (6) 特約取引の本来の趣旨を忘れ これを悪用し清算取引化するものがあること （中略）
- (9) 所謂権利株の売買中に有価証券届出が効力を生じたものについても空売買をして多分に思惑に堕しているものがあること

今ひとつは1949年12月14日の株式暴落に際して、証券取引委員会が、全国の証券業者と証券取引所に対して、「空売り禁止」の指示を打電し、翌15日に改めて通ちょうを発したとされることである（『東京証券取引所10年史』[1963], 191）。「空売り禁止」の指示というのは『東京証券取引所10年史』の表現である。14日の打電内容は以下のとおりである（『日本経済新聞』1949/12/15）。

- 1 上場証券の売注文には注文と同時に必ず現株の提供を受けること
- 2 非上場証券の約定には市場取引に準ずる受渡日を必ず決め、かつその受渡不履行者には制裁を加えることを申合せ、嚴重に励行されたい

この打電の狙いはとくに場外取引の空売りを制限することにあったと当時の新聞は伝えている。日本経済新聞は「不測の混乱を防止するためのもの」とし、また朝日新聞は「空売買に警告」と報道している（『日本経済新聞』1949/12/15；『朝日新聞』49/12/15）。12月15日付け通ちょうの中身は以下のとおりである（『東京証券取引所10年史』[1963], 191）。

証取第2577号 株式市価対策について [1949/12/15]

近時市況極度に悪化し このまま推移すれば憂慮すべき重大なる事態に直面する虞れもあり 貴取引所又は貴協会においても既に夫々これが対策を講じておられることと存ずるが
この際臨時の非常措置として左記事項を申合せ 各会員は市場愛護の精神をもって一致協力これが励行に違算なきを期されたく 右通牒する。

記

- 1 市場取引については 売方からは現株 買方からは全代金の提供を受けなければ顧客の注文を受けないこと 要すれば [ママ] 暫定的に業務規定を改正し 受渡期日を約定の翌日とすること
- 2 非上場証券の取引については その受渡期日を市場取引に準じ即日又は約定の日から起算して 4日目乃至6日目とし 受渡を履行しない者には協会において除名 過怠金等の制裁を加えること
- 3 未上場証券についても受渡期日を励行し 証拠金制度を活用すること

このように空売りが規制対象として、証券取引委員会によって注目されたという事実はあ

る。ただしその注目の仕方を見ると、明示義務や価格制限といった、空売り規制の内容に即したのではない。だから藤田は後年、このことを記載しなかったのだろうか。また空売り規制をこのとき発動しなかったのは、すでに空売り規制が行われていないことの反映と考えていいだろうか。1949年12月の通ちょうはこのように色々な疑問を残すがこれらの点は今回は指摘に留めざるを得ない。

それでは、空売り規制が使われたことはこれまでなかったのだろうか。私が承知しているのは、1965年6月1日に東京証券取引所が大蔵省の指示で行った空売り表示規制である。これは明らかに空売りの明示義務にかかわる規制である。このときは1965年の証券恐慌の最中、山一証券に対する日本銀行による特別融資が5月29日（土）の各新聞朝刊で発表された直後である。これが大蔵省の指示であることとその狙いを心理的なところに大蔵省が置いていることとは、5月30日付けの日経が以下のように伝えた（『日本経済新聞』65/5/30）。

大蔵省はこのほど東京証券取引所を通じて証券会社に、信用売りの場合、取引所の業務規定を厳守し、現物の裏付けのあるものと、そうでないものとの伝票を区別するよう指示し、東京証券取引所はその具体的な検討を始めた。

大蔵省のねらっているのは、信用売りそのものを規制することができないため、信用売りの伝票を現物の裏付けのあるもの（つなぎ売り）と、そうでないもの（純然たるカラ売り）とに区別し、それを取引所へ届け出させることによって①市場の動向を知る手がかりとする②不謹慎な信用売りに心理的圧力を加

え、それを防止する—ということにある。

6月1日に、東証は「空売りの表示」についてという通告を会員証券会社に出し、即日実施している。大阪と名古屋の取引所も同様の通告を行い、2日から実施した。この通告は、空売り規制のうち明示義務が、株式売買注文が口頭発注であるため実行されにくいという「問題」にまさに対応して、空売りによる売付けに際しては口頭で取引所又は才取会員にその旨を申告することと、顧客から信用取引による売付け注文を受けたときもそれが空売りか否かを確認することとを、会員証券会社に求めている（『日本経済新聞』65/6/2 通告全文は『日本証券史資料 戦後編第9巻』日本証券経済研究所、1993、79）。これを口頭申告制度とここで呼ぶことにする。この通告の効果や影響も興味深い論点だが、今後の検討課題として先に進みたい。

このように改正証券取引法施行後、空売りは少なくとも2回は規制対象として注目され、少なくとも1965年6月の通告では、空売り規制のなかの明示義務が意識されている。したがって空売り規制が、この1998-2002年まで無視されてきたというのは事実と反している。しかしこの通告はどうも通告直後から軽視されたようだ。そして空売り規制もそうだが、仮に違反しても摘発や処分を受けることがなかったことがこの軽視の背景になっているのではないだろうか。

2. 空売り規制による摘発の不存在

1966年に行われた座談会で大阪証券取引所常務理事の尾上春風は、空売り規制が空文である理由を口頭発注であるため実務上実行されてい

ないからと述べた。これは空売り規制が空文化して取引所関係者が公言した発言として著名だが、私が注目するのは大証でも行ったはずの、わずか1年前の空売りの口頭申告制について、つぎのように全く言及していないことである。

尾上 この規定は昭和24年の取引所設立前の規定でありまして、……ところが、それ以後、発行日取引や信用取引の制度が生まれてきて、いまではこういう規定は精神的な規定にすぎないという状態になっているのです。……

三木 (近畿大学教授) わたくし、尾上さんにお尋ねするのですが、さきほど精神的規定に過ぎないといわれたのは、業務規定に……もかわらず、これまでそのとおりにやっていないということですね。[中略] 昭和26年に信用取引制度ができたときに「空」という字を表示させればよかったのですがね。

尾上 ところが実際は注文票を使わずに全部口頭でやっておりますのでね。

河本一郎は以下のように、口頭発注の慣行のもとで、明示規制が実施されず、さらにそのことが価格規制をも空文にしていると述べている (河本 [1975], 376)。しかし尾上と同様、口頭申告については触れていない。

空売りの表示については、永年、口頭注文が慣行となっており注文伝票による制度が取られていないこともあって実施をみとらず、また価格制限についても、アメリカよりも緩和された規定……が設けられているが、……空売り表示による担保のないこと、才取会員

が会員間の媒介を執行するにあたって価格制限のルールにしたがって媒介を行うことが技術的に困難な事情もあって、空文に帰しているのが現状である。

これは私見であり、今後の検証が必要だが、1965年の「空売りの表示」についての口頭申告は取引の実態に合わず、間もなく無視されるようになったのではないだろうか。本音のところで空売りの弊害を市場関係者が意識していたかどうかという問題も重要である。同じところで河本はつぎのように述べる (河本 [1975], 376)。

日本において空売りの制限が行なわれていない背景として、アメリカの大恐慌時におけるような空売りの弊害についての歴史的経験のないこと、戦前の清算取引においては空売りを弊害視する考え方がまったくなかったこと等に起因するものと思われる。

弊害があると本音では考えていないから、違反があっても摘発しないということではなかったか。あるいは誰もが違反しているので襟を正しようがなかったのかもしれない。市場関係者、なかでも市場を規制する側の取引所や、行政側に、空売りの弊害についての認識があったかどうか、規制に違反する行為を摘発して、制裁を加える意欲があったかどうか、重要である。神崎はこの点での不十分さを1992年の論稿で鋭く批判していた (神崎 [1992], 348)。

空売りの規制が実効性をもって実施されるためには、その規制の違反が実際に摘発され、それに対して適切な制裁が加えられることを

通じて、それが大要において関係者により遵守されることが必要である。……ところが……実際の取引においては、……有価証券の空売りの規制は、十分に遵守されておらず、その不遵守につき十分の摘発・制裁が行われていない。

以上のようなこれまでの指摘から空売り規制が永年にわたり空文であった理由を、ここではつぎのように整理しておきたい。

- 行政と取引所の側に空売り規制を発動して摘発・制裁を行う意欲が低かった。
- 相場の上昇局面が続いている間は売り崩しについての批判は強くでないが、日本では相場の上昇局面がこれまで多かった。本音のところで空売りの弊害が意識されなかった。
- 取引所では注文票によらず口頭発注の慣行が行われているため、注文票に空売りを表示することは行われなかった。

空売り規制を、ある程度、機能をさせる努力が始まるのは1992年7月20日に証券取引所が新たな業務規定を施行してからではないかと思われる。1992年に空売り規制の中の明示義務の部分が機能し始めたのではないだろうか。また価格制限を含む空売り規制に、証券業界が真剣に取り組むようになるのは、証券取引等監視委員会による不正の摘発が始まった1998年以降のことではないかとわたしは考えている。証券取引等監視委員会の設置に合わせて、1992年7月20日を期して、注文票への「空」表示などの見直し、空売り規制をより実効性あるものとするため行われた。つぎのように変更され、報告義務と様式が明確になった（平野 [1992], 40-41）。

これまで、東証業務規定では、空売りを行うときの注文票への「空」の表示を義務付けていたが、これについては、注文票の概念が明確でない等、売買取引の実態にそぐわない点があったことから、今回、注文票への「空」の表示についてはこれをやめることとした。しかしながら、正会員が空売りを行った際に価格制限を遵守していたかどうかを確認するとともに、空売りについてはその実態を把握していく必要があると考えられるため、今後は正会員が空売りを行ったときは、その翌日までに「上場有価証券空売報告書」により東証へ報告しなければならないものとした。

また証券会社の自己売買については、業務規定で法定伝票である注文伝票に空売りの表示を義務付けられたが（平野 [1992], 41）、ところが前項でみたように、このとき省令が自己の信用売りを適用除外取引としたので、実際には自己売買についての報告義務は大きく軽減される。なおここには報告義務を課すことにより、空売りの実態を把握する体制を取引所が整えること自体が、不正取引への抑止力になるという考え方が見え隠れしている。なお1992年には証券会社の自己売買以外にも大きな後退もあった。この空売り規制の整備にあたり、東証から大蔵省に対して、借り入れた有価証券をもってする売付けが、空売り規制に該当するかについての確認が行われた。ここで大蔵省は借り入れた有価証券による売付けを、「借り手に所有権が移転していることが明らかな場合には、《有価証券を所有している》場合に該当する」として、空売り規制の対象とはしないとの判断を示した（平野 [1992], 40）。

これによって、借株による売付けは、そもそも空売り規制の対象外とされることになり、この点の修正には法律の字句そのものの修正が必要となった。これは空売り規制にとっては後退であり、その修正は1998年に持ち越された。

こうした問題はあるにせよ、1992年に規制の「機能回復」が見られたはなぜだろうか。長年にわたり神崎克郎の空売り規制強化を求めた発言の影響力も注目すべきだが、当時、バブル期以降の株価が続落する一因として、海外投資家による空売りが批判されていたことが注目される。当時は海外投資家による空売りの「悪用」が最近の議論同様に行われた時期だった。

とくに国会審議のなかで、空売り規制の強化に関連して貸株市場の議論が行なわれている。とすれば、借株による売付けへの対処を1992年に大蔵省として検討したはずで、このとき借り株による売付けを重大問題と判断できれば、大蔵省としては法律の改正の検討を進める判断もありえた。しかしこのとき、後述するように貸し株市場そのものも極端に収縮していたため、借株による売付けの問題をあえて規制に含めなかったのではないか。

問題の国会質疑の1つは1992年5月19日の衆議院大蔵委員会での渡辺喜蔵議員（社会党）のものである。ここで渡辺議員は、海外法人を使って日本の証券会社が、1992年春に銀行株の空売りに関与した可能性があるとして、そのような海外での取引に対して、適切な監視ができるかを質問している。政府委員（大蔵省官房審議官）は、外国当局に調査を依頼せざるを得ないと発言している。

渡辺 これは海外を使った空売りの手口なんです。……この春に行われた銀行株の動き

等々を念頭に置いてつくったものなんです。……こういうような「海外法人を使った」手口に対しての監視ができるかどうか。……これに対しての万全が期せるかどうか、一度聞かせて下さい。

小川政府委員 ……これをチェックするにはどうしたらいいかと申しますと……外国当局に調査を依頼するということが考えられるわけでございます。

今一つは5月26日の参議院大蔵委員会での赤桐操議員（社会党）の質疑である。ここで赤桐議員は具体的に《最近の銀行株下落の背後には海外の投資家の空売りがあり、しかもその貸し手は国内の生命保険会社など機関投資家だと言われているが、大蔵省はそのことを把握しているか》と質問している。これに対して政府委員（大蔵省証券局長）は、生命保険会社に対するヒアリングの実施は認めた上で、日本市場での株価下落の直接の原因とするには、その市場規模は小さいのではないかと述べている。

赤桐 ……最近の銀行株の下落について、海外の機関投資家が借りた株を売る、いわゆる空売りが主たる原因だといわれております。……この市場に対して我が国の生命保険会社などの機関投資家が株式を出していることによって銀行株の下落に拍車がかかっている、そういうことが言われております。この生保等の行動を大蔵省はどこまで把握しておられるのか。

松野政府委員 ……少なくとも私どもが把握している事実の限りでは、この貸し株による株を借りた海外投資家が日本市場で売却するという、貸し株を利用した売りが株価の急落

の直接の原因になっているというふうには市場規模あるいは貸し株の規模からしてどうも言えないのではないかという感じを持っております。

つまり、1992年の政府側の認識としては、海外市場を経由した空売りについて、十分なチェック体制はないことを認めつつ、しかし貸株市場の規模が、海外の貸株市場を議論に含めても、なお、日本の株式市場の急落をもたらすほどの規模ではないというものだった。この判断もあり、このとき大蔵省は、借株を利用した売付けを空売り規制の対象を含める方向での検討をこのとき進めなかったのであろう。そしてこの点こそ1998年の規制強化で見直されることになったのではないか。

しかし反面では、空売りに対する監視体制を整備する必要は認めて、空売りについての報告義務を、取引所を通じて証券会社に課すようにしたというのが、1992年の規制整備の実態なのではないか。しかし以上の点の裏付けは今後、明らかにされるであろう資料によって時間をかけて詰める必要がある。

V. 貸株市場の成長と 貸株市場の機能

1992年という年は貸株市場について判断するには不適当な年だったのかもしれない。

小林襄治 [1993] によると、ロンドンにおける SEAQ の稼動 [1985] と東京証券取引所への外国証券加入 [1986] を契機に、日本株貸借市場は拡大した。1988年頃からは転換社債やワラント債と組み合わせた裁定取引のニーズが貸株市場の規模を押し上げた。日本国内の貸株市

場は1988年頃から拡大したが、1989-90年にピークに減少し、1992年に入って急減した。だから市場が縮小した1992年に、大蔵省が貸株市場を利用した売付けを大きな問題と判断できなかったのは仕方なかったともいえる。

しかし1997-1998年頃には、貸株市場の規模は、かなり回復したと考えられる。貸株市場の利用目的は、以下にみるように単純に売付け投機のための需要は、むしろ全体の一部に過ぎないが、株価に対する影響は90年代後半には格段に大きくなっていったと考えられる。このことが、1998年に借り株を使った空売りが規制されるようになる背景になっている。

既存の信用取引に較べた場合の株の貸借市場の利点は二点指摘される（『日経金融新聞』98/11/30）。1つは、事前にコストが確定する点。

「既存の信用取引は証券金融会社の在庫株券が不足すると、逆日歩と呼ばれる手数料が発生するため、事前にコストを確定しにくかった。」
今一つは、対象銘柄に制限がない点である。

「既存の信用取引は証券取引所が定める信用銘柄に〔取引の対象が〕限られている」（同前）。とくに信用取引による制度貸借は、逆日歩が事後的に発生することで、取引のコストを事前に確定したいニーズと合わないことが問題だった。バスケット売買への対応について、つぎのように指摘された（『日経金融新聞』98/9/17）。

機関投資家が複数の銘柄をまとめてバスケット買い注文を出してきた時、証券会社は手元になく銘柄についてはどこから借りて投資家に渡さなければならない。一銘柄でもそろわないとバスケット全体の注文が取り消されることもあるだけに、株券の調達は証券会社のエクイティ部に必要不可欠な機能となって

いる。信用取引の制度を利用することも可能だが、最近では逆日歩が恒常化している銘柄も多く、採算が合わない。

このような議論からも分かるように貸株市場の利用のニーズには、むしろ堅実な利用が目立つのであって、投機的な空売りは貸株市場の利用方法の1つに過ぎないといったほうが正確である。

そもそも株式の貸借には、特定株式を貸借するもの（スペシャル取引）と、非特定株式を貸借するもの（ジェネラル取引）の区別がある（植月1999ほか）。特定株式を貸借する取引では、借り手はその株式を借りる必要がある。これに対して非特定株式を貸借する取引では、この貸借のため借り手が貸し手に担保として差し入れる現金を入手するため、株券の貸借が行われている面が強い。非特定株式を貸借する取引のうち、現金を担保とするものは株券レポ取引と呼ばれ、株券貸借の形をとる資金取引だとも言える。この場合、株券を貸した側は保有株券を利用して低利の借入れをしたこととなる。

特定株式の借り手は、借りた株の売り注文を出すことにより相場が値下がりした場合の収益機会の確保を目指すのであるが、その目的は投機だけでなく、保有株の値下がりにそなえたりスクヘッジ＝売りつなぎの場合もある。またすでに述べたようにバスケット取引の売り手として、不足した株式を手当てするために借入れを必要としていることもある。実際のニーズは「先物や転換社債などとの裁定取引、バスケット売買で受け渡すべき株券が不足した際の充当、売りつなぎと多様」（『日経金融新聞』98/1/30）である。

株式の貸し手には生命保険会社、信託銀行、

一部の事業会社などがなり、貸し手は借り手から品貸料（貸出料）を受け取る。貸し手は、担保現金から上がる収益を含め、保有株券から上げられる収益を増やすことで運用効率（運用コスト）の改善を目指すことになる。また低利資金の調達に使うことがあるのは、すでに論じたとおりである。

1990年代後半の報道をみると、1996年8月には、厚生年金基金連合会はコスト削減に躍起であるものの、貸株利用はまだ考えていないと報道されている（『日経金融新聞』96/8/14）。半年後の1996年12月には、日本生命が国債の貸し債業務の本格化に続けて、貸株業務に本腰を入れ始めているとの報道がなされている（『日経金融新聞』96/12/12）。さらに半年後の1997年8月には「買い決め注文に貸株市場で調達した株式で売り向かうことも大手証券や外国証券では日常茶飯事」（『日経金融新聞』97/8/13）と報道されており、大手証券や外国証券では貸株市場取引が一般化したことが分かる。

1997年5月に発表された証券取引審議会総合部会作業部会主査報告はつぎのように3点のニーズを指摘して、証券会社による機関投資家からの借株や証券会社間の貸借の自由化が必要だと指摘した（『日経金融新聞』97/5/19）。

例えば、[①] 証券会社のマーケットメイク機能やディーリング機能の活発化等に伴い、証券会社による証券金融会社を通じない借株及び証券会社間の貸借ニーズが高まっている。また、[②] 機関投資家においては、保有株式の一部を貸株として運用するニーズが増大している。更に、[③] 投資家サイドからすれば、事後的に品貸料が発生しうる現行の信用・貸借取引とは異なり、事前的にコス

トを確定しうる借株へのニーズも高まっている。

なお『平成9年度証券年報』は全く同じ指摘を繰り返した上で（[1998], 31）, 「以上を踏まえ, [現行の] 信用・貸借制度の枠外の取引について, 市場の公正性・透明性の観点から担保の徴求, 値洗いの励行, 取引状況等に関する適切な情報提供等を図ったうえで, これを認めていくこととしている」（同上）と結んでいる。そして実際に1998年12月の証券取引法改正では証券会社の付随業務として「有価証券の貸借」が盛り込まれ, 広く株の貸借取引が解禁された。

株券貸借市場を利用した投機的売付けはこの市場の利用方法の1つに過ぎないが, この国内貸借市場の成長と整備が, 借り株を用いた空売りを1998年10月に空売り規制の対象に加えた背景になっていることは否定できない。

VI. むすびー1998年から2002年に

かけての空売り規制の強化ー

1. 違反摘発への転換

1997年11月に山一証券が破綻した際に, 特定の金融機関の金融不安説が流れ大量の売り注文が出て, 株価が下落する傾向が見られ, 安田信託銀行や大和証券などは証券取引法違反に関する調査を依頼したとされる。これを受けて証券取引等監視委員会では外資系証券に関する検査を1997年12月に開始した。この検査が, 空売り規制違反の摘発につながったと考えられる。

大蔵省ではこの経過で得られた情報をもとに空売り規制を強化する方針を固め, 1998年1

月, 貸株を利用した空売りにも証券取引法の空売り規制を適用することを大蔵大臣談話の形で発表した（『日本経済新聞』98/1/7）。「市場動向にかんがみ有価証券を有しないで売り付ける行為（空売り）が相場下落動向を激化させるおそれや, 相場操縦に利用されるおそれがあるとの指摘に適切に対応する必要があるため, 新たな立法措置を講ずる。」（三塚博大蔵大臣談話1998/1/6）

報道された（『日経金融新聞』98/1/7）項目は以下のとおりである。

- ・ 証券監視委に風説の流布, 株価操縦への厳正な対応を期待
- ・ 東証に売買審査の集中的な実施を要請
- ・ 証券会社の自己取引と委託注文の区分発注を早期に義務付け
- ・ 貸株利用の場合にも空売り規制を適用
- ・ 相場操縦などによる利得の没収規定を創設
- ・ 東証, 日証協による過怠金の上限引上げ（1億円→5億円）

このとき改めて空売り規制がこれまで空文であったという指摘が見られた。そこで問題にされたのは, 株を借りて手元に保有した上で売り付けるという意味での空売りを規制していないという「新しい論点」であった。株券の貸借が実態としては広がっているが, 空売り規制が借りた株の売付けを規制していないから, 空売り規制は, 事実上, ざる法になっていると報道された。

この問題は新しい論点にも見えるが, すでに前項で述べたように, 問題としてはすでに6年前に国会で質疑された問題であり, そのとき政

府は積極的対応を否定したのであった。そしてこの点の解決には、法律の字句の修正が必要だということはそのときの検討（東証と大蔵省とのやりとり）ですでに明らかになっていた。今回この件で、新たな立法措置を取るということは、借株を使った売付けが、相場の下落傾向を激しくさせる規模になっているという認識に政府＝行政側が変わったということである。さらにその背景には何があったのだろうか。

「朝日新聞」はつぎのように報道した（『朝日新聞』98/1/7）。

海外で発達している貸株市場などから投資家が株を借りてきた場合、所有権が移転したとみなされ規制対象にならず、実質的に効力のない規定になっていた。

「日本経済新聞」はつぎのように報道した（『日本経済新聞』98/1/7）。

投資家がほかから借りた株式（貸株）を売却する場合は、株式を保有しているという扱いになり、この規制の対象外。実際の空売りは多くの場合、貸株が使われるため、事実上、野放しに近い状態だった。

ところで大蔵大臣談話の翌日、民主党の鳩山由紀夫幹事長（当時）が、空売り規制強化に反対する発言を行ったこと（『朝日新聞』98/1/8）を、ここで注目したい。この発言は、空売り規制を市場の自由を縛るものだと批判するものだった。

民主党の鳩山由紀夫幹事長は7日、……大蔵省が株式市場の改善策として発表した「空売

り」規制について「もっと自由であるべき株式市場を政府が縛ることによって、（海外からの投資が細り）円安に歯止めがかからなくなる」と批判した。また、鳩山氏は同日発表した談話のなかで、通常国会に空売り規制を含む証券取引法改正案が提出されれば「断固反対の立場をとる」ことを表明した。

この発言が報道された1月8日に参議院大蔵委員会で質問に立った自民党の清水達雄議員も、空売り規制以外の株価対策を以下のように求めている。この発言にも、空売り規制に批判的な雰囲気が漂っている。

実はこの質問をつくっておりましたら、大蔵大臣の方から空売りの規制とかいような対策もでてきたわけですが、……空売り対策だけでなくてほかにもいろんな対策が私は必要だと思うんですけども

これらの発言は、与野党の国会議員がともにこの時期の空売り対策に、批判的であったかあるいは乗り気でなかったことを示している（「日本経済新聞」が空売り規制に批判的な論調の記事を当時並べたことが影響していると思われる）。この時点では、空売り規制の強化が必要だという政府側と多くの議員との間には著しい認識＝情報落差があった。しかしこの落差を一気に縮める事件がこの年の春に続発する。

まず、証券取引等監視委員会は、1998年5月26日に、INGベアリング証券東京支店に対し、同支店が1997年5月から12月の間に実施した、株式を保有しないで売付けを行うという意味での空売りについて、70件に明示義務違反があり、また17件に直近の価格に満たない価格で

の売付け行為があったとして、大蔵大臣に対し、行政処分を勧告した。ただし同支店の空売りには、価格操作的な意図はなかったとした（『日本経済新聞』98/5/27）。それでも空売りについての、行政側による不正の摘発、処分勧告＝規制を用いた処分の実施はこれが初めてで衝撃的だった。この勧告は、空売り規制を強化する監督庁の姿勢の変化を証券会社に知らせた。そして議員を始め世間に対して、対象取引が限定されている空売り規制さえ十分守られていないというメッセージを送り、規制強化を支持する雰囲気を作る効果があった。

つぎにこの勧告直後の1998年6月に日本長期信用銀行株がヘッジファンドに狙われ空売りされているとの噂がある中、暴落した。「ジョージ・ソロス氏のクオントム・ファンドのほかオメガファンドなどのメジャー・ヘッジファンドが外資系証券会社を通じて大量の長銀株の空売りを続けたという「うわさ」がある」（『Forbes 日本語版』May1998, p. 136）。2月に400円あった長銀株は、6月19日には100円割れ、さらに住友信託銀行との合併が発表された6月26日には60円にまで値を下げた。その後、7月21日には額面（50円）割れ。8月21日にはリストラ策を発表するが、市場の不信感は強く、9月14日には19円にまで下げ、9月18日に与野党協議は長銀を特別公的管理などで処理する方針を決めた。10月8日には住友信託銀行社長が合併撤回を示唆、最後は10月23日に長銀は特別公的管理を申請し破綻が確定した。「経営不振に陥った日本長期信用銀行が1998年6月、海外ヘッジファンドの空売りの標的になって乱高下し、最終的に自主再建断念になった」（読売金融商品ニュース01/12/28, 02/3/1）。長銀株は空売りで売り込まれ、経営破綻に追い込まれ

た。

このように「空売りにより」長銀が破綻に追い込まれる事態を眼前にして空売りを肯定する議論は消え去った。民主党も含め、全政党が結束賛成する形で1998年6月に空売り規制の強化を定めた証券取引法改正法は成立、12月1日に施行とされた。しかもそれだけではなく、ほどなくその前倒し実施を求める声が強まった。衆議院の「金融安定化に関する特別委員会」で9月1日に石井啓一議員（新進党）はつぎのように政府を質した。

この空売り規制について、ことしの12月1日が実施日になっているわけですが……空売りによって大きな、いわば暴力的な売り圧力を受けるということがよく指摘されておりますから、この空売り規制を前倒しでやる、こういうことを……提案として申し上げたいと思います。

これに対して政府側（伏屋大蔵省金融企画課長）はこの9月1日の答弁では、政府と民間の双方の準備に時間を要するとして、12月1日の施行に理解を求めた。しかし新進党は納得せず9月8日には太田昭弘議員（新進党）が衆議院商工委員会で、つぎのように金融特での石井議員の発言に賛成する意見を重ねて述べた。

金融ビッグバンというものの自体についてはこれは結構かもしれないが、しかし余りに無防備過ぎた状況の中で行われたのではないかという危惧を持ってしまして……私たちの党でも議論をしまして、この間の金融特などでは、例えば空売り対策であるとか、あるいは銀行株の現物銘柄化ということをした方がい

いのではないとか……という議論をさせていただいたわけなんです。

続いて、財界がはっきりと前倒し実施を要求する。経団連会長（当時）の今井敬は98年9月14日の記者会見で、空売り規制の前倒しを正面から要求した（『朝日新聞』98/9/15, cf.『財界』98/10/13, p. 27）。

経団連の今井敬会長は14日の記者会見で、日本長期信用銀行の株価に触れ、「不自然な株価の動きについては、証券取引所や証券取引等監視委員会が事情聴取をするべきだ。また12月1日から施行される金融システム改革法を前倒しして株式の空売りの規制を強めるべきだ」と語った。今井会長は、「市場は万能ではない。異常な株価の動きや風説に基づいた株価の変動が見られることがあるが、そうした場合は米国では頻繁に事情聴取している」と、日本でも米国なみに市場の監視を強めるべきだと強調した。

9月16日には経済同友会代表幹事の牛尾治朗も、空売り規制への政策的対応を求めた（『日本経済新聞』98/9/17）。

経済同友会の牛尾治朗代表幹事は16日の記者会見で、銀行の株価が投機筋の空売りなどにより急落している点について、「容易に投機的な売買ができないように、法的または行政的な措置が必要。（措置を）検討するだけで効果がある」と述べた。

経団連の副会長で金融制度委員会委員長の樋口廣太郎も、10月上旬に発行された雑誌の中で

つぎのように発言した（『財界』98/10/13, p. 26）。

最近、海外投機筋からの金融株の空売りが行われています。……改正法の施行日が12月1日なので、その間に狙われているわけです。1月6日に……蔵相が空売り規制をやりたいと話してから11ヶ月経っています。……11ヶ月もほおっておくのはおかしいということです。何とか施行を前倒しすべきです。

政府自民党でも《投機的資金による空売りが、平均株価を1万2000円割れ寸前まで続落させた一因だとみて》10月1日には空売り規制の前倒しのための法改正を決定した（『朝日新聞』98/10/2）。前倒し実施を求める議員提出法案は10月8日に衆議院に提出され即日可決、参議院でも翌10月9日に可決し、「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律の一部を改正する法律」（金融システム改革法改正法）が成立した（『朝日新聞』98/10/8,『朝日新聞』98/10/10）。これは出席全議員一致の賛成であった。12月1日に施行予定だった空売り規制が前倒しで実施されることとなった。なお同法成立により、「有価証券を借り入れてする売付け」が空売りの対象行為に含められるとともに、売付け「遅滞なく当該有価証券を提供できることが明らかでない場合の売付け」も空売りの対象行為に準ずる行為とされ、さらに価格規制に反した売付けにより「当該有価証券の価格を下落させる行為が」禁止された（『証券業報』1998/10）。なおこれを受けて大蔵省では証券取引法施行令及び有価証券の空売りに関する省令を改正。10月13日の官報に掲載、10月23日施行となった。

10月9日の参議院金融問題及び経済活性化に関する特別委員会で、岩井國臣議員（自民党）はつぎのように同法案に賛成する発言を行っているが、これはこのときの関係者の危機感をよく表している。

当初は12月1日が空売り規制の施行日ということでありましたから、我が国の市場ではそれまでの間、ある種のヘッジファンド[が]……やりたい放題やって暴利をむさぶることができたわけですね。下手をすると12月1日までに我が国の銀行は、長銀だけでなく、次の弱そうな銀行がそういった悪魔の手によって好き勝手にされる心配がある。

貸し株を使った空売りが拡大するなかで、日本の市場—金融機関を防衛するため、あらゆる手を尽くさなければならないという危機感が、放置されていた空売り規制の発動=違反証券会社の摘発処分そして規制範囲の拡大という大きな「変更」をもたらしたのである。

2. 注目されているアジア諸国との連携

ところで1997年から1998年にかけてはアジア諸国でもヘッジファンドによる株の空売りが問題になり、複数の国では日本に先立って、空売り規制も行われた。こうしたアジア諸国の動向は日本の議論にも一定の影響を与えたと考えられる。日本の国会ではこの点を質問した議員は見当たらないが、日本の大蔵省当局の耳には、当然このようなアジア諸国の動向は入っていたはずだからである。

アジア諸国における空売り規制としては、1997年8月のマレーシアにおける空売り禁止規制、1998年9月の香港政府による空売り規制な

どを指摘できる。日本の1998年の空売り規制強化は、ヘッジファンドの動きに対応したアジア諸国のこのような動向と国際的には連携した動きとなったことは、これまで注意されていないが注目されている。

マレーシア政府は1997年8月28日に空売り禁止規制を実施した。しかしこの規制は1週間後、撤廃された。なお1998年9月には購入後1年以内の株式売買益金の海外送金を禁止した。また1999年2月には、利益発生後、1年以内の場合は30%、1年超の場合は10%の送金税を払えば、送金可能となった。2001年2月以降には、1年以内の場合に10%の課税にまで緩和、さらに2001年5月には送金税も撤廃された。

〔出所〕「通貨危機の影響下のマレーシア経済とその課題」『東京三菱レビュー』No. 11, Aug. 1998. 岸脇誠「マレーシアの通貨危機と政府の対応」『証券経済研究』No. 21, Sept. 1999. 『日本経済新聞』99/2/5, 『日本経済新聞』01/5/3

香港政府は1998年8月14日から28日にかけて株式市場に1180億香港ドル（約151億米ドル）を投じて、ハンセン指数を構成する全銘柄（33銘柄）を購入する異例の買い支えを行った。8月29日に先物取引の大口取引について証拠金を引き上げた。9月2日主力株であるHSBCなど3銘柄の空売りを一時的に禁止した。9月7日に、株式先物市場の秩序維持と透明性向上のための証券市場安定化策を発表したが、その中身はまず空売り規制（決済日の2日後に売り方が現物株を渡すルールと、3日後に買い方が買い入れを実行するルールの厳守）、報告・情報開示義務の

徹底、違反者に対する罰則（罰金 営業停止など）、政府当局の監督権限の強化などであった。こうした一連の措置により投機的動きの鎮圧に成功した。

〔出所〕 鎌田信男「アジア通貨危機と香港証券市場」『証券経済学会年報』34号, May1999. 山下英次「カレンシー・ボード制の導入方法と通貨投機に関する抵抗力」『証券経済研究』No. 21, Sept. 1999. 『最近の香港経済情勢』外務省, Mar. 2001.

3. 規制強化から規制再強化への展開

1998年の規制強化による変更内容を最後に確認しよう。まず空売り規制違反が実際に摘発され、行政処分を受ける恐れのあるという扱いになった。すなわち空売り規制が、規制する側でも規制を受ける側でも法令遵守を厳しくチェックすべき問題に昇格したということは、規制運用の問題ではあるが重要な変更である。

つぎに法令の中身では、1998年に改正された証券取引法第162条第1項第1号は、借り入れた株を売り付ける行為を新たに「空売り」とする、つぎの「空売り」の定義を示した。「有価証券を有しないで若しくは有価証券を借り入れて（これらに準ずる場合として政令で定める場合を含む）その売付けをすること又は当該売付けの委託若しくは受託すること」。そして改正された証券取引法施行令をみると、売買を委託する顧客に対しても空売りか否かの明示義務が、また会員証券会社には委託注文が空売りであるか否かの確認義務が加えられた。

このような「強化」の反面、1998年の改正には、省令をみると「十分な説明がないまま」適用除外取引をさらに膨らませた面もあり、強化一色でないことも注意が必要である（法律本文の用語は難解であるので以下では橋本 [1999]

の表現を利用する）。⑦決済未了の有価証券の売付け、⑧貸付け有価証券の売付けで決済前に返還されることが明らかな場合、⑨転換社債、新株引受権付社債等の転換権、引受権行使後の売付け、⑩店頭売買取引についてのマーケットメイク取引が新たに除外取引に加えられた。そして相変わらず、この除外拡大について十分な説明はどこにも記録されなかった。

なお明示確認義務はあるが価格制限はない取引は、従来は施行令に書き込まれていたが省令に列挙されるようにこのとき変更された。そしてこれまで適用除外取引だった、株価指数等先物取引等との間の裁定取引のための売付けは、単位未満株の有価証券の売付け、他の有価証券市場との価格平準化のための有価証券の売付けと同じく、明示確認義務はあるが価格制限はない取引に加えられた。また新たにヘッジ取引が、明示確認義務はあるが、価格制限はない取引に加えられるという重要な変更もあった。

注目される点は2002年に問題になる、①「価格制限」を「公表された価格未満」から「公表された価格以下」に強化することや、②信用取引の売付け行為を「空売り」に含めることも、この1998年の時点で検討された節が伺えることである。たとえば三塚蔵相の発言を伝える「日経金融新聞」は、「米国では、株価が下落傾向にあるときは、直前より前の取引でついた価格で売ることを義務付け」る点で日本の規制はアメリカよりゆるいものであり、「信用取引では証拠金など別の規制もあるため証取法の規制の適用除外とされている」ことを紹介している（『日経金融新聞』98/1/7）。

すでに述べたように価格制限がアメリカよりゆるやかである面と、信用取引を適用から除外している面は、これまでも議論があり、検討課

題であったはずだが、1998年の強化はあえてそこに踏み込まなかった。この1998年の強化で残された点が2002年の再強化で取り上げられたと見なせるのではないか。2002年2月に、空売り規制の《価格制限》は従来の「直近価格未満の禁止」から、下げ相場での「直近価格以下」へと強化された（2002年3月実施）。さらに空売りの明示義務の対象に、2002年1月にまず信用取引の売りが含められた（2002年2月実施）。また2002年3月には、証券金融会社による貸株料の徴収が発表された（2002年5月実施）。そして最後に2002年8月には、大口取引に限定して信用売りにも価格制限を導入することが発表された（2002年9月実施）。

参考文献

植月貢『貸株市場入門』[1999]、東洋経済新報社。
大崎貞和 [2002]、『「先物悪玉論」的思考のままで
は資本市場の発展は期待できない』KB、5
月、80-81頁。
岡村峻 [1948]、『改正証券取引法』日本証券新聞
社。
神崎克郎 [1980]、『証券取引法 [旧版]』青林書院
新社。
—— [1987]、『証券取引法 [新版]』青林書院
新社。
—— [1992]、『空売りの規制』『証券取引審議
会不公正取引特別部会中間報告』所収。
神田秀樹監修 川村和夫編 [1997]、『注解証券取引
法』有斐閣。
岸田雅雄他編 [1999]、『逐条証券取引法』商事法務
研究会。
木村剛 [2002]、『「空売り規制は大いなる悲劇」KB、
5月、68-69頁。
河本一郎 [1975]、『取引所市場の規制』ルイ・ロス
／矢澤淳監修『アメリカと日本の証券取引法・

下巻』商事法務研究会、所収。
小林襄治 [1993]、『米英の貸株市場』証券取引審議
会作業部会報告『大口取引に係わる株式委託手
数料の自由化について』所収。
—— [1993]、『信用取引と貸株市場』『青山経
済論集』45-3、12月、61-100頁。
志村嘉一 [1979]、『証券』大蔵省財政史室編『昭和
財政史 終戦から講和まで 第14巻 保険・証
券』東洋経済新報社、295-504頁。
—— [1981]、『証券関係帝国議会・国会審議録
(一)解題』『日本証券史資料 戦後編第一巻』日
本証券経済研究所、7-18頁。
証券市場研究会 [1965]、(報告：三木純吉)「空売
り制度について」『インベストメント』18巻7
号、9-10月、54-66頁。
証券取引法研究会 [1966]、(報告：谷川久 発言：
三木純吉、尾上春風ほか)「空売及び逆指値注
文の制限」『インベストメント』19巻6号、11-
12月、58-75頁。
証券法制研究会 [1995]、『逐条解説証券取引法』商
事法務研究会。
代田純 [2002]、『日本の株式市場と外国人投資家』
東洋経済新報社。
末村篤 [2002]、『「空売り規制は下策か」』『日本経済
新聞』3月3日。
鈴木竹雄、河本一郎 [1968]、『証券取引法』筑摩書
房。
—— [1984]、『証券取引法 新版』有斐閣。
ロバート・ソーベル著、安川一郎訳 [1969]、『ウ
オール街二百年』[1965] 東洋経済新報社。
——、原信・新垣進盛訳 [1984]、『ウォール街
の内幕』[1977] 有斐閣。
龍田節 [1961]、『有価証券を有しないでする売付委
託の効力』『民商法雑誌』45-1、75-88頁。
田中誠二、堀口亘 [1996]、『再全訂コンメンタール
証券取引法』劉草書房。
谷川久 [1968]、『有価証券を有しないでする売付委
託の効力』『別冊ジュリスト』21、68-69頁。
東京証券取引所 [1963]、『東京証券取引所10年史』

東京証券取引所。

—— [1974], 『東京証券取引所20年史』東京証券取引所。

日本証券経済研究所 [1979], 「1934年証券取引所法規則」『外国証券関係法令集 アメリカⅢ』日本証券経済研究所。

—— [1990], 「1934年証券取引所法」『外国証券関係法令集 アメリカⅠ 改訂版』日本証券経済研究所。

橋本基美 [1999], 「日米の空売り規制」『資本市場クォーター』2巻3号, 2月, 66-75頁。

平野剛 [1992], 「空売り規制の整備について」『証券』9月, 38-43頁。

藤田国之助 [1942], 『日本取引所解説』千倉書房。

—— [1961], 「証券取引法中, 空文になっている若干の条項について」『インベストメント』14巻4号, 5-6月, 2-12頁。

—— [1962], 『証券取引制度論』ダイヤモンド社。

堀口亘 [2001], 『新訂第三版 最新証券取引法』商事法務研究会。

前田重昭 [1968], 「非上場有価証券の取引と証券取引法133条1号および有価証券の空売りに関する規則」『別冊ジュリスト』20, 70-71頁。

前田昌孝, 末村篤ほか [2002], 「株の空売り規制は是か非か」『日経公社債情報』3月3日, 2-7頁。

前田昌孝 [2002], 「お門違いの空売り規制」『日経金融新聞』3月1日。

水口弘一 [2002], 「株空売りは悪くない」『日本経済新聞』3月2日。

G.L. レフラー著, 山一証券株式会社外国部訳, 小竹豊治監訳 [1956], 『株式市場』(1950) ダイヤモンド社。

ルイ・ロス著, 証券取引法研究会訳 [1989], 『現代米国証券取引法』[1983] 商事法務研究会。

Louis Loss [1951], *Securities Regulation*, Little, Brown and Company, 1951.

Louis Loss and Joel Seligman [1991], *Securities Regulation*, Third ed., Little, Brown and Company.

—— [1995], *Fundamentals of Securities Regulation*, Third ed., Little, Brown and Company.

(成城大学経済学部教授)