

「空売り悪玉論」の愚かしさ

日本では、株価の下落を抑制する狙いから諸外国以上に厳しい空売り規制が行われつつある。しかし、空売りを規制しても、企業業績や経済の先行きに対する見方が改善されない限り株価上昇は期待できず、むしろ流動性と価格形成機能の低下という弊害の顕在化が懸念される。

空売り規制を強化する日本市場

米国のサブプライムローン問題に端を発した金融市場の動揺は、百年に一度とも形容される国際的な金融危機に発展した。幸い、各国当局の緊密な連携が一定の効果を発揮し、市場は安定しつつあるが、実体経済への影響を含め今後の展開は予断を許さない。

こうした中で、金融機関への影響が比較的軽微とされてきた日本においても、2008年10月以降、市場対策、経済対策が次々に打ち出された。その焦点の一つが、株価の安定化を狙った空売り規制である。

空売りとは、手元にない銘柄を借株によって調達して売却する取引手法である。もともと、株式を保有していない投資家の投資判断を市場価格に反映させ、流動性と効率性を向上させる正当な経済行為だが、相場の下落を

加速するといった見方がなされることもある。実際、海外では、特定の銘柄に集中的な空売りを仕掛けて相場操縦を行った事案が摘発されたこともある。

今般の金融危機局面でも、信用不安がささやかれる金融機関をターゲットとした空売りによる相場操縦の行為がみられたとの指摘があった。そこで9月以降、米国や英国では一部銘柄に関する空売りの全面禁止など、規制強化が図られた。

これに対して日本では、空売り時の価格が制限されるなど諸外国よりも厳しい規制が以前から課されてきたことや金融機関株に大量の空売りが集中する状況にはなかったため規制強化は見送られていた。ところが、日経平均株価がバブル後最安値を更新した10月下旬以降、「株価対策」を求める声が高まり、空売り規制が見直されることになった。結果的に、日本の規制は主要国中最も厳しいものとなっている（図表参照）。

図表 日・米・英における空売り規制比較

	日本	米国	英国
空売りの禁止	2009年3月31日まですべての銘柄について有価証券の調達先を確認できない空売りを禁止	受渡日翌日の取引開始前までに決済できなかった場合、同銘柄の空売りは原則として借株を調達していなければ禁止 ^(注)	2009年1月16日まで金融株34銘柄の空売りを禁止
空売りに関する価格規制	直前の価格以下での空売りを禁止	直前の価格以下での空売り禁止規制を2007年7月撤廃	特になし
空売りに関する報告義務	すべての銘柄について発行済み株式数の0.25%以上のポジションの取引所への報告を義務づけ（取引所がホームページで開示）	運用資産1億ドル以上の機関投資家に毎週最初の営業日に前週末時点の空売りポジション報告義務（報告内容は一般には開示しない）	空売り禁止の対象銘柄について発行済み株式数の0.25%以上のポジション報告を義務づけ

(注) 米国では9月18日から10月8日まで金融株の空売りが全面的に禁止された。
(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

株価上昇にはつながらない

本来、空売りを規制するとしても、その目的は相場操縦の防止であるはずである。そうした目的を超えて、取引手法に過度の制約を課すと、市場の流動性を低下させ、価格形成機能を損なうことになりかねない。米国や英国では、そうした観点から、過剰規制を避ける配慮がなされている。

これに対して日本では、海外のヘッジファンドなどによる空売りが株価の急落を招いているとする「空売り悪玉論」とでも呼ぶべき見解が支持される傾向があり、規制強化によって市場全体の株価を押し上げることができるという期待感が強い。10月28日に空売り規制を当初の想定よりも前倒しで実施した際に株価が急反発したことも、そうした見方を後押ししたようである。

しかし、残念ながら、そうした期待にはおよそ根拠がない。たとえ空売りを禁止しても、企業業績や経済の先行きに対する悲観的な見方が強く、実際に株式を保有する投資家が安値で売却すれば株価は下落するからである。米国や英国で空売り禁止対象銘柄の株価が下落したことが、そのことを如実に物語っている。日本市場で、規制の前倒しが株価の上昇につながったのは、規制を嫌った一部の投資家がポジション整理に動いたからに過ぎず、その効果はごく短期的なものにとどまった。


むしろ、空売り規制の強化が始まって以降、東証の一日平均売買代金は規制強化前の2兆円超から1.5兆円前後、日によっては1.2兆円といった水準にまで落ち込んでおり、投資家の市場からの退場が静かに始まっているのではないかと懸念される。

憂うべき日本市場

確かに株価の下落・低迷は好ましいことではない。しかし、株価の上昇を実現するには、企業業績や経済の先行きに対する見方が改善されるしかなく、小手先の「株価対策」は無意味である。

日本には、1990年以降、大阪証券取引所の日経平均株価指数先物取引が株価下落の元凶だとする「先物悪玉論」が展開され、先物取引のコストを引き上げる制度改革が行われ、取引が大阪市場からシンガポール市場へ流出したという苦い経験がある。もちろん、周知の通り、先物取引に対する規制強化は、現物市場における株価上昇には少しもつながらなかった。

空売りという「悪玉」を市場から追放しても、景気の先行きに対する懸念が高まる中、株価は期待通りには上昇せず、投資家が市場を見放して流動性と価格形成機能の低下が現実のものとなるか、場合によっては、香港やシンガポールなどでの日本株の店頭取引が活発化する事態を招くだけだろう。

株価は経済の実情を知らせる体温計である。その体温計を壊しても高熱は決して下がらないという当たり前のことが、「先物悪玉論」から20年近く経過しても理解されない日本市場の現状には、憂うべきものがある。 

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

研究開発センター
主席研究員
専門は証券市場論
focus@nri.co.jp