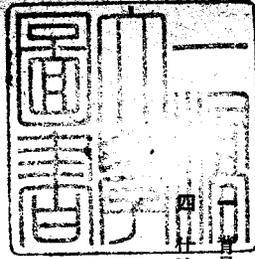


# アメリカ証券市場におけるショート・セイル

深見義一



- 一 背景
- 二 概念
- 三 分類
- 四 方法
- 五 取締
- 六 論争

昭和三十一年三月五日  
 一橋大学  
 一橋大学会  
 寄贈

ショート・セイル慣行の歴史は、証券市場の歴史と、歩みを共にするものであるといわれる。更にはまた、そもそも投機なるものの歴史と、日を同じうするものであるともいわれる。記録によれば、すでに、一六一〇年の頃、オランダ人は、その禁止を試みた<sup>(1)</sup>とある。

現在のロンドン取引所は、周知の如く、一八〇二年三月の開所になるものであるが、その前にも、事実上の証券市場はあつたのである。すなわち、六ペンスの入場料で入ることを得たコーヒーの店、ニュー・ジョナサンズがこれであつて、ここにブローカーやジョッパーが集つて、証券取引を試みていたのである。この店が株式取引所(The Stock

アメリカ証券市場におけるショート・セイル

2  
Exchange)と命名されたのは、一七七三年のことであるが、これより四十年前すでに、最初のショート・セイル禁止法たる、サー・ジョン・バーナード法 (Sir John Bernard Act of 1733) が、その導入を見たのである。ここでは、しかし、イギリスにおける關係法規の説明にまでは入れないが、とも角、この法に關する限りは、これはしかし實際的にはその後全然無視されてしまい、一八六〇年に廢止されてしまつて<sup>(2)</sup>いる。

フランスにおいても、事情はイギリスに似たものがあつた。ナポレオンは、有能な藏相タリアンの忠諫をしりぞけてついに、前世紀の初めに、これが禁止法を布いたのである。しかし、これもまた、有害規定たることが判明しては、一八八五年に廢止の運命を見るに至つた。尤も、ある種の制限は、その後も法典に載録されており、イタリヤもこれに倣つている。ドイツにおいても、ただ有害規定の古典的事例を提供する以外の何物でもない様な、禁止立法が見られた。<sup>(3)</sup>

アメリカにおいても、一八一二年のニューヨーク州法には、すでに、「賣主が、實際の所有者であるか、譲受人であるか、またはこれらから授權された者であるか、でない場合の賣り商いは、無効である」との立法例が見えた。これも、しかし、一八五八年に廢止となつた。「賣主が、その證券類の所有者または占有者でないことの理由において、その契約が無効であり、または無効たらしめられることはない」というのが、その廢止規定の趣旨であつた。<sup>(3)</sup>

一八三五年から五七年にかけて、ニューヨーク株式取引所で盛んに活躍し、しばしば、最初の大マニプレイターなる名を以て呼ばれるリッツルなどは、強力なる一貫せるショート・セラーであつた。ドリユー、ヴァンダービルト、フィスク、グッドなども、一八六〇年代の初めの頃、盛んにショート・セイルを投機の具として用いたのであつた。

一九〇一年には、ノーザン・パシフィックの支配権をめぐる、かのヒル、モルガン、對、ハリマン、クーン・ロープの争奪戦があり、株價は大暴騰を見せたのであるが、この年におけるショート・セイルはまた、目覚ましいものであつたといわれる。さらに、第一次大戦の際には、ショート・セイルの影響が特に認識され、無責任な會員、乃至、敵方の廻し者による、ベエア・レイディングを防止するために、會員は、そのショート・セイルを、内密に取引所に報告することを要請された。<sup>(4)</sup>

降つて、二九年十月のガラの後、十一月十二日には、以前には前記大戦の際一九一七年に行われただけの、ショート・インタレストの調査が、取引所の手によつて實施された。ついで三〇年にも行われ、三一年に入つては、五月二十五日以来、毎週の調査が實施されることになつた。<sup>(5)</sup>

そして、三一年九月二十日のイギリスの金本位離脱聲明に次いで、ニューヨーク株式取引所は、二十一日(月)、二十二日(火)の兩日にわたり、ショート・セイルを禁止した。これは、一八七三年、一九一四年の兩度にわたる、市場閉鎖の會つての苦き經驗を繰返さないため、また最低價格設定策<sup>(6)</sup>を回避するため、唯一の殘されたる策として、初めて採用されたものであつた。この策の功罪については、おのずから、説の岐れるところもあるが、少なくとも、わたくしの見る限りは、まことに機宜のものであつたと了解される。しかし、それは、ショート・セイル禁止論者の立場からというのではなく、そうではなく、ある種のショート・セイルを、常時においては、認めておいて、こうした危機には、その關係者にカヴァリングを爲さしめ、それが價格に及ぼす効果を期待する、という、そうした、むしろある種のショート・セイル容認論者の立場からの了解である。この禁止は、即效的な一つの大きな役目を果

4  
して、二十三日(水)の寄附からはすでに撤回されるに至つたが、二十一日以降は、ショート・インタレストにつき、  
4  
毎日の調査が行われることになつた。その後、三七年には、<sup>(2)</sup>の<sup>(3)</sup>によるサムプリング法採用の、その調査も行われ  
た。

大體、こうして、右のガラ、これに次ぐ不況等は、證券市場におけるショート・セイルへの關心を大いに喚起した  
わけで、一方においてショート・セイルの調査が行われると共に、他方においては、これに對する取締規定の制定が  
試みられる様になり、更には、これをめぐつての、その賛否論がブクティヴになつて來たのである。その後は、しか  
し、破局的に見られる様な暴落の危機の訪れもな<sup>(4)</sup>いままに、これに對する關心は若干薄らいでいるが、とまれ、取引  
所問題中、マニプレーションを除くは、これほど常に論議の的となるものは、ないはずである。本稿の目的は、  
こうしたショート・セイルにつき、アメリカ證券市場における、その取引仕法、取締規定、さらには、その經濟的機  
能乃至功罪論、等々につき、若干の紹介、解説、ないし考察を試みんとするにある。

- (1) George L. Leffer, *The Stock Market* (New York: The Ronald Press Co., 1951), p. 295. (2) R. H. Code  
Holland and John N. Werry, *Poley's Law and Practice of the Stock Exchange* (London: Sir Isaac Pitman &  
Sons, 1932), p. 1. J. Edward Meeker, *The Work of the Stock Exchange* (New York: The Ronald Press Co., 1930),  
p. 607. (3) Meeker, op. cit., pp. 608—9. (4) Leffer, *Ibid.* (5) Richard Whitney and William Perkins,  
*Short Selling, For and Against* (New York: D. Appleton and Co., 1932), p. 7. Leffer, op. cit., pp. 295—6.  
(6) Chicago Board of Trade では、翌々年、この政策を小麥等について、採用した。すなわち、1933年7月22日のクォー  
レンス農相の聲明により、小麥等の最低価格は、20日(木)の大引値段と釘づけされた。The New York Times,

Sunday, July 23. (7) Whitney, op. cit., pp. 11-19. (8) Cf. The Cleveland Trust Co., American Business Activity Since 1790 (1951 Ed.). Hamford & Talbot, Business Trends and Progress (1953 Ed.).

二

ショート・セイル (Short Sale) の邦譯は「空賣り」「シタ」「旗賣り」である。ドイツ語では Leerverkauf または Blankoverkauf, フランス語では vente à découvert, スペイン語では venta al descubierto, イタリア語では vendita alle scoperto である。

ショート・セイルはまたショート・セリング (Short Selling) ともいわれる。前掲引用書にこれを見るも、ダイス教授らは、ショート・セイルの章題を掲げているが、レップラー教授は、ショート・セリングの章題を掲げている。その他、ヒューブナー教授は、一つの章題ではショート・セリングとし、他の章題ではショート・セイルとしている。しかも、文中においては、いずれも兩者の併用が見受けられる。<sup>(9)</sup>

わたくしには、不敏、これら諸教授が如何なる基準によつて、文中或いはショート・セイルといひ、或いはショート・セリングといつてゐるかは、的確な點を、いまだつかみ得ないのであるが、何やら、これらの事實は、英法における、未行契約 (executory contract) であるところの Contract to sell と、既行契約 (executed contract) であるところの Sale との概念上の區別の存在、しかもそうした區別にも拘わらず、實際上は人々によつて、兩者がしばしば無差別に使用されている、という、そうした事實と一種の關連を有つてゐる様に思われる。この點、ミシガン

大學のウェイト教授は、統一商法草案の批判の文において、一般人は勿論、法律家までが、この兩者の概念差にあまり捉われず、無差別にこれらを使用していることについては、たしかに信じ得るものがあると指摘している。<sup>(10)</sup> 少しラディカルといわれるかも知れないが、わたくしなども、ウェイト教授らと共に、未行契約、既行契約の差別に従う、Contract to sell と Sale との使い別けの如きは、もはや、實際的にも立法的にも、揚棄さるべき時期にあるものと考えものである。若しこうした提案が容れられるとなれば、ショート・セリングと、ショート・セイルの使い別けなどについて、更めてせんさくを試みるなどということは、従つてもはや必要ではないことになるはずである。前掲諸教授たちも、おそらく、こうした割り切つたところまで到達しているのではなからうか。たとえそうではないにしても、少なくともそうしたことに捉われなところまで到達しており、それ故の前記の併用となつていふものを見るのは、果してわたくしの僻見であらうか。

ショート・セイルの概念については、SEC による最近の明示がある。すなわち、これによれば『ショート・セイルとは、賣主の所有にかからない證券の賣買であり、乃至は、賣主の借用にかかる證券、又は、その勘定による證券の、引渡しによつて履行を見る賣買である』(Rule X-3B-3: The term 'short sale' means any sale of a security which the seller does not own or any sale which is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller)。ニューヨーク株式取引所も定義を與えているが、その内容は全くこれと同様である。

いまこれを分析して見るに、この場合、定義の内容は二本立てになり、ショート・セイルは二種類となるのである。

すなわち、一つは、賣主の所有にかからない證券の賣買によつて構成されるショート・セイルであり、他の一つは、引渡しにとも角借用株を用いることによつて構成されるショート・セイルである。文言上では、兩者は一見同じ様に見えるけれども、實は、その内容は大いに異なるのである。すなわち、詳言すれば、前者が、賣主が證券を所有しないことを前提とするに對し、後者は、所有の有(無)を問題とせず——無の場合は前者の場合になるので、ここでは有の場合のみが對象となるが、これを問題とせず——とも角、引渡し用に、借用株を用いることを條件とするのである。他の言葉でいへば、前者はいわゆる實質的空賣り(Real Short Sale)であり、後者はいわゆる形式的空賣り(Technical Short Sale)である。<sup>(11)</sup> 實例としては、オッドロット・ディーラーが、その機能遂行のために行う賣付け、<sup>(12)</sup> 翰取業者が、市場間乃至轉換證券間の翰取りの場合に行う賣付け、等が後者の例としてあげられる。以前は、後者の如きこうした形式的にのみショート・セイルの形をとるものは、ショート・セイルの範疇に入れられなかつたのであるが、最近では右の如く、入れられて來たのである。

次に、ショート・セイルに關する、最も簡潔なる定義としては、 Hoffman 教授(Prof. G. Wright Hoffman)によるものがある。<sup>(13)</sup> 曰く、『借用財産(權)の賣り行爲これなり』と。思うに、前記二種類の共通要素、借用株による引渡しのところを採り上げて、その點を、最も簡潔なる形において、訴えたものである。

Hieppner 教授が引用して、適切な概念附けであると折紙をつけているのは、上院銀行通貨委員會におけるノーブルの證言中の一齣(Henry G. S. Nobles's Testimony before the Senate Committee on Banking and Currency on Bill 3895, 1914, p. 160)である。<sup>(14)</sup> 曰く、『取引者は、或る證券が、維持されそうになく(高)價格で、

アメリカ證券市場におけるショート・セイル

8 賣れていることを確信するに至れば、その證券を後に有利な價格差を以て入手し得る期待の下に、その證券引渡の契約を爲すのである。』と。

この點、ヒューブナー教授が、適切なりとするのは、不當なる高價に對して賣り向うという、ショート・セイル肯定論者——ヒューブナー教授もその一人——の最も強調したいところを、この證言が含んでいるからである様に思われる。少なくとも、ヒューブナー教授の推奨の關する限り、同教授は、ショート・セイルの本質を、不當高價に對する賣り向いの點に把握してゐるもの如くである。借用株による引渡しも、なくてはならぬところであるが、それよりも、不當高價への挑戦というのが、同教授においては、より本質的なものとして把握されている様である。SECや、取引所や、ホフマン教授らの概念附けと、およそ觀點を異にするところに興味があるのである。ホフマン教授らの概念附けを取引仕法的であるというならば、ヒューブナー教授のそれは、經濟機能的である。

- (9) Dice, op. cit., Chap. XII. Letter, op. cit., Chaps. 18, 19. Solomon S. Huebner, *The Stock Market* (New York: D. Appleton-Century Co., 1934), Chaps. IV, XII. (10) John Barker Waite, *The Proposed New Uniform Sales Act*, in "Michigan Law Review", Vol. 48, No. 5 (Mar., 1950)", pp. 606—7. (11) Dice, op. cit., p. 169. (12) Dice, *Ibid.* (13) Huebner, op. cit., p. 201.

### 三

前項におきてすべし頭を出させておいた如く、ショート・セイルの大きな分類といへば、これを、實質的ショー

ト・セイルと、形式的ショート・セイルの二大別とするものであろう。既述の如く、④の最近の概念規定の内容が二本立てになつており、従つて、この二大別が生れて来るわけである。アメリカで最近こうした分類方法を見かけるのは、概ねこの④の概念規定の影響によるものである。以前は、例えば翰取りのための賣付けなどは、ショート・セイルの範疇から除外されたのであるが、④の立場からの概念付けが生れるに及んで、こうしたものまで、一應先ずショート・セイルの範疇に入れられることになつたのである。引渡し得る株はこれを所有しながら、ただ引渡し用として借用株を用いるという、そうした仕法的の形式の點に見て、ショート・セイル、従つて形式的ショート・セイルとされるのである。以下、右の二大別に従つて、逐次ショート・セイルの種別を見ていくこととする。

甲 實質的ショート・セイル (Real Short Sale) は、また投機的ショート・セイル (Speculative Short Sale) ともいわれるものである。すなわち、この取引は、價格の先見を試み、これに従つて賣買を行い、その先見の的中により、非常の利益を獲得しようとする、いわゆるスペキュレーターによるのを原則とする。その内容を明らかにするために、いま試みに、こうした投機的ショート・セイルのうちに含まれるべき、プロセス上の諸要素を、順に従つて摘記すれば、次の如くなる。

1. スペキュレーターによる、價格下落の先見。従つて、より低價による後日のカヴァリング可能の確信。
2. 現實所有の無い株式の賣付け。すなわち、ショート・セイル (ハタ賣り) —— この段階においては、明らかに未行契約であるから、嚴格にいえば、ショート・セリング ——。
3. 借用株による引渡し。
4. 低價による株式の買戻し。すなわち、カヴァリング (ハタ埋め)。
5. 低價買戻株による、借用株の返済。

こうした實質的ショート・セイル、乃至、投機的ショート・セイルの行われる場合の、現實の相の判定はもとより困難であるが、そのうちには少なくとも、次の如き場合があり得るのである。

a. スペキュレレーターが、現實の相場的位置を、不當に高い所にあるものと確信し、これに賣向う場合のショート・セイル。

b. ショート・セイルを試みたる後、相場が思う様に展開せず、逆の方向、すなわち上昇の方向に向つて來たとき、更にこれに賣向い、これを續けていく場合のショート・セイル。いわゆるアヴァリディング・アップ（難平賣り）。

c. ただ相場の下向につぐ下向を、人爲的に持ち來らすための、腕力的のショート・セイル。いわゆるベエア・レイディング（賣り崩し）。

これら現實の相の如何により、これに與えらるべき世の批判の、それぞれに相異なるべきは當前である。後段の攻究にまつ。

乙 形式的ショート・セイル (Technical Short Sale) は、前にも觸れた如く、借用株を以て引渡しを行うという、市場形式乃至仕法形式、そうした形式の面に見て、ショート・セイルとされるものである。その内容は、左の如く種々の場合に岐れるのである。<sup>(14)</sup>

a. Box Short Sale, or Sale Against the Box. 保護預り函 (safety deposit box) に手持中の株を、見返りにして爲される賣付け、乃至、賣繋ぎ。賣主としては、株主権を一方において行使しながら、他方値下りに對する保險繋ぎを爲し得るといふ、兩面作戦の妙を享受し得るものである。ニューヨーク株式取引所は、從來これをショート・

セイルと見なかつたのであるが、SBCが近來これをそれと見る様になつたのである。その與える市場への影響が、投機的ショート・セイルの場合と同じであるというのが、その理由とするところである。

b. Short Sale Relative to Odd-Lot Transaction. オッド・ロット・ツランスタクシヨ(端株取引)に關連して行われるショート・セイル。このうちには種々の場合が考えられる<sup>(16)</sup>。イ、端株の買注文に向つて、オッド・ロット・ディーラーが、ショート・セイルをする。ロ、このオッド・ロット・セラーが、續いて市場で買注文を發するとき、これに向つて爲されるショート・セイル。ハ、他方、端株の賣注文に向つたオッド・ロット・ディーラーが、續いて市場でラウンド・ロットで賣付ける場合のショート・セイル。なお、この場合の賣りを、最もよく消化し得るのが、ハタ埋めの機會をねらつてゐる、他のショート・セラーだとすれば、ここにもまた、端株取引とショート・セイルとの、別個のつながりが見えてくる。

c. Short Sale for Genuine Arbitrage Transaction. 異なる市場間の價格差をねらう鞘取り、乃至、轉換證券(convertible securities)間の價格差をねらう鞘取り、こうした取引に際して行われるショート・セイル。

d. Short Sale Against Future Delivery. 先受渡の豫期される證券を見返りにして爲されるショート・セイル。この四者に對し、ニューヨーク株式取引所は、從來常に擁護の立場を持し、これらの空賣り性を否定して來たのであつたが、後述のBの三ハルル施行に際しての、そのオッド・ロット取締政策に見られる如く、その最近の態度は、必ずしも従前通りとは受取れないものがあるのである。SBCの方は、b・c・dだけを取締規定より除外し、aのみはこれを真正なるショート・セイルとして取扱ふことになつてゐるのである。<sup>(16)</sup>

(14) Leffler, op. cit., pp. 301—3. (15) Huebner, op. cit., pp. 53—5. (16) Leffler, op. cit., pp. 292, 302—3.

四

投機的ショート・セイルのうちに含まるべき、プロセス上の諸要素は、前項既述の如く、その順に従つて、1. 先見と確信、2. 無所有株の賣付け、3. 借用株による引渡、4. ヘタ埋め、5. 借用株の返済である。

ヘエアが先見と確信に見通しを得たとき、次に爲すべきことは、その株の無所有に捉われず、これを場<sup>(14)</sup>に賣付けることである。ショート・セイルの注文が、ブローカーに向つて發せられる場合の注文文言の一つの形式は、次の如くでもあ<sup>(15)</sup>らう。曰く、“Sell for my account and risk 100 U. S. Steel common at 78, and borrow for delivery.”  
 ときには、and borrow for delivery の代りに、Short seller が挿入されることもある。ノートンによれば、こうしたショート・セイルの意思表示の内容を、最も正式に記述して見れば次の如くなる様である<sup>(16)</sup>。曰く、“I order you to contract to sell for regular delivery for me and at my risk on the Stock Exchange of which you are a member, according to its rules and customs, 100 shares of the common stock of the U. S. Steel Corporation at 78 dollars or better for every one hundred dollars' worth of the par value of the shares, and I further order you to borrow 100 shares of the same stock and deliver these according to the rules of your Stock Exchange to the purchaser or purchasers under the contract or contracts of sales.” (E. Norton, Short Sales of Securities through a Stock Broker, p. 17.) 勿論、實際上は、ブローカーは注文文言の形式を

特定しているわけではないから、ベエアは適宜ショート・セイルの意思表示をすればよいのである。

ショート・セイルの注文に、證據金の要請のあることは、ロングの場合と同様である。その種類には、仕掛け證據金(initial margin)と、持續證據金(maintenance margin)の二別が數えられる。ニューヨーク株式取引所の要請額についていえば(Rule 550)、仕掛け證據金におつては、當初の帳簿殘五〇〇弗、持續證據金においては、四九年六月二十七日以降、株價五弗未滿のものについては、一株當り二・五〇弗、またはその市價のうち、何れか高い方の額、五弗以上のものについては、一株當り五弗、またはその市價の三〇%のうち、何れか高い方の額、という數字が見えている。なお、五一年一月十八日發效の連邦準備制度理事會規定(Rule 17)は、一般にこれを市價の七五%としてゐる。ここに市價(current market value)とは、その日の賣付手取金のことをいい、その後の分は、その銘柄の前日の大引相場のことをいう。<sup>(18)</sup>

借用株(borrowed stock)を以てする引渡は、概念の考察のところすでにふれた如く、SEC側の理解によれば、ショート・セイル構成の最大要件であり、それぞれにおいて有つ意味はちがうとしても、投機的ショート・セイル、形式的ショート・セイル兩者に共通する要件であるのである。最も普通なる受渡期日條件、レギュラー・ウェイによる賣約定の場合には、賣主はその銘柄の株券を約定日に續く第三全日取引日(the third full business day following the sale)の、清算事務締切時間、午後二時十五分までに、引渡さねばならない。すなわち、こうした引渡を借用株を以てするのが、ショート・セイルを構成するわけである。

ブローカーはショート・セラーのために、自己の名において、渡株の借入を配意するわけであるが、こうした株の

アメリカ證券市場におけるショート・セイル

源泉は色々あり、1. ブローカーは貸株希望者の内意をあらかじめ預つてゐることがあり、2. 他のブローカーに求めることがあり、3. また、取引所のマネイ・デスク（資本市場）に至りその必要を表示し、立會中及び後において、そのサーヴィスを利用するところのローン・クラウド（貸株市場）より、これを調達することがある。4. また更に進んでは、ブローカー仲間以外の投資信託などに求めることもある。勿論、株不足の甚だしいときには、繋ぎ賣りのショート・セラーは、ついに自分のところから、持株を借りることもなるが、しかも、この場合でも、その形式は實彈賣りの形式に變つて行くのではなく、ショート・セイルの形式は、あくまで殘され、依然それは借用株による受渡として取扱われるのである。なお、どうしても借株不能の節は、ブローカーは買方の承認を得てフェイル（fail to deliver）<sup>(19)</sup> することになる。ブローカー自身の手持株の貸付は、一種の代理人による介入の問題を生じ、正當な株貸借取引を構成しないとの説がある。<sup>(20)</sup>

貸株に應ずる者のある理由は簡單である。貸株者は、これに對して擔保として市價一ぱいの現金の供與を得、その利子は、コール・ローン並みの低率ですますことが出來、場合によつては無利子でもよく、更に場合によつてはプレミアムさえ稼ぎ得るからである。もし彼が株を擔保とする銀行融資を求めるとすれば、市價一ぱいの融資を受けることは勿論不可能であり、その上勿論利子を拂わなくてはならない。こうしたことを彼は十分知つてゐるのである。なお、借株者は、右に要する現金は、借株の引渡しによる代金を以てまかなうことが出来るので、これを負擔と思ふことはないはずである。

受渡用株の貸借上の條件には、大別次の三種が數えられる。<sup>(21)</sup>

1. At a Rate. コール・レイトもの。すなわち、借株する側のブローカーは、その株の市價だけの現金を貸株者に差入れ、貸株者はこの預託に對して、コール・レイト並みの利率を拂うもの。——The bull pays interest, but the bear does not.——一九二九年頃までの一般慣行に見られた條件である。

2. On a Flat. 無利子もの。借株者は株の市價だけ現金を預託するのみで、別段にプレミアムは拂わない。貸株者は受託の現金に對して利子を拂わない。二九年以降、特に最近四九年、五〇年の一般慣行に見えるものである。また、Delaware & Hudson, United Fruit, Western Union などについては、慣習的に、ショート・インタレストの大小に拘わらず、この條件が行われている。

3. At a Premium. プレミアムもの。株不足の甚だしい際は、貸株者は、受託の現金に對して利子を拂わないのみならず、更に、プレミアム(品貸料)を、借株者から徴することが出来る。その額は現在では、一日百株につき一、二、三、六、一〇、一五、二〇(以下一〇の倍数)弗と定められることになつてゐる。(Rule 256)

株の貸借にあつては、ブローカーが主役を演ずるわけで、ブローカーはこれに、ショート・セラーの代理人として當らず、本人として關係するのである。その故か、右の貸株者から入る利子なども、ブローカーがこれを、全部乃至半分着服する。その説明は、特別の責任負擔に基く特別手数料だといふのである。他方ではまた、貸株者の受取るべき配當を、彼が貸株者に立替拂した場合は、彼はその補償をショート・セラーに要請するのである。この點、借入の株は、貸株者の譲渡白地裏書を得ており、その受渡によつて、株主名簿上の書換がみられるに至るので、貸株者の受取るべかりし配當は、借株者側がこれを補償すべきことになつてゐるのである。なお、清算所の取扱は、全然貸

株の性質を無視して行われるが、しかも當事者間のことは、貸株の契約に基いて、あくまで貸株として取扱われるので、こうした配當の問題がひつかかつてくるのである。

ショート・セラーは、先見的中し、株価の下落するを見て、市場にこれをカヴァーする。すなわち、買埋め、乃至、ハタ埋めをする。ショート・セラーのブローカーは、先に貸株者側に入れておいた資金を得て株の引取りをし、これを以て株の返済手續をする。プレミアムの支拂や、配當の補償も、このとき行われる。しかも、ショート・セラーは、配當落價格による買埋めで價格差を利用してゐるから、この補償の負擔は實質的ではないのである。貸株者側の利子もこのとき支拂われる。尤も、プレミアム、利子は、貸株期間の長くなるときは、月毎に一回は必ず計算され支拂われる。

- (17) Huebner, op. cit., p. 202. (18) Leffer, op. cit., pp. 289—90. (19) Leffer, op. cit., p. 283. (20) Huebner, op. cit., pp. 206—7. (21) Leffer, op. cit., pp. 284—6. なお、Dice 教授らには、六種類の分類方法も見えらる。op. cit., pp. 173—5.

## 五

冒頭の項で取扱つた様に、ショート・セイルは、證券市場の歴史、いな、人間の投機なる行爲の歴史と、その歩みを共にして來たものであり、これが取締もまた、これと並んで古い歴史を有つものである。同じ項で述べたこれら取締政策の歴史を按ずるに、大體、ショート・セイルの經濟的機能、乃至、技術的仕法の認識を淺くし、道學的、規範

的なる意識を強くしていた、初期の時代においては、その取締が一般に嚴格の方向をとり、後に實際的考慮の導入と共に、これが漸次、或は緩和され或は空文化されて、行つた様である。

アメリカにおいて、再びショート・セイルの取締問題が取上げられるに至つたのは、實に、一九二九年のガラ、乃至それに續く不況の機縁によるものである。本項においては、以下、こうした一連のネオ・アンティ・ショート・セイル・レヂスレイションズを、主としてレツフラー教授に依據して、紹介して見たいのである。<sup>(22)</sup>

1. 一九三一年の取締規定　　ニューヨーク株式取引所には、一九三一年以前にも、ショート・セイル制約の規定は見えなかつた。その内容は、市場を沮喪混亂 (demoralization) に導く如きショート・セイルの否定にあつた。すなわち、ムムバーは、自分の爲めにも他人の爲めにも、こうしたショート・セイルを爲すべからざることになつていたのである。しかし實際上は、こうした規定もショート・セイルの統制には、あまり役立たなかつた様である。

三一年になつて、取引所はすべての賣注文に「ロング」か「ショート」かをマークすることを命じた。いうまでもなく、これによつてショート・セイルの數量と源泉とを把握しようといふのであつた。果してこれがショート・セイルの心膽を寒からしめたかどうかについては、甚だ疑問があるのであるが、しかもこれを契機として、ブローカーらが、直前價格 (the price of the last sale) より下廻る價格を以てするショート・セイル、——これこそ市場を沮喪混亂に導くものと考えられた——こうしたものを拒否する慣習をつくり出したことは、注目に値いするのである。

2. 一九三四年の取締法規　　この年、例の證券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) が制定されたが、そのうちには、しかし、ショート・セイルの廢止乃至取締に關する、一般的乃至直接的なる條項は、挿入されなかつ

た。しかし、そのうちには、これらに關説せる條項は見出される。例えば、第七條は、證據金額の決定權を連邦準備制度理事會に與え、第一〇條は、SECにショート・セイル取締規定制定權を與えている。更に第一六條は、取締役員、一〇%を超ゆる大株主のショート・セイルを禁止しているのである。

3. 一九三五年の取締規定 この年、取引所はSECの示唆により、1にのべた如き、ブローカー間の非公式コードを公認法規化したのである。曰く、「メンバーは何人も、本取引所において、本取引所の便益を利用して、賣買單位量になつてゐるある證券を、本取引所におけるその證券の、レギュラー・ウェイ直前價格を下廻る價格を以て、空賣りしてはならない」と。これによつて、なるほど、下向市場時におけるショート・セイルの追つかけ賣りはとどめ得たのであるが、しかし、逃げ道は殘されており、過剰ショート・セイルのことは、なおこれを防ぎ得べくもなかつた様である。

4. 一九三八年の取締法規 三七年におけるショート・セイルの盛行、これに従うその調査は、ついに三八年二月八日附、SECのルールX-10A-1等をもち來らすことになつた。これによれば、制限は一躍して、レギュラー・ウェイ直前價格と、同一またはこれを下廻る價格を以てするショート・セイルは、いけないことになつてしまつたのである。より詳しくは、ショート・セイルは全禁ではなく、出来るのではあるが、これをやるうと思えば、直前價格より少なくとも18弗高くしなければならぬことになつたのである。この結果、少なくともラウンド・ロツツ、すなわち、賣買單位になつてゐる株のショート・セイルは、急減を見せたのであつたが、オッド・ロツツの方に逃げ口が出来ており、その方のショート・セイルは急増を見せた。乃ち、取引所は更に、オッド・ロツツにまでこの規定を

延ばして行つたのである。

なお、前記三年の取引所規定、「ロング」、又は、「ショート」明示のことは、三八年の法規にて更に確認された。そして、イ、株がすでにブローカーに引渡されているか、ロ、まだ手持になつていても、餘計の不便、經費無くして、出来るだけ早く引渡され得るか、のどちらかでない限り、「ロング」と書くことはいけないとされた。

5. 一九三九年の取締法規 その後、場内手續委員会による三八ルール改正案が成り、これがの田○により採擇され、公布されるに至つたのが、この三九ルールである。すなわち、改正 X—LAWYER の a 項によれば、ショート・セイルの價格は、直前價格を下廻る場合は、依然禁止されているが、株價が上向いてるとき、すなわち、直前價格がそのもう一つ前の價格より高くなつて來てるとき、——プラス・ティックと通稱される。——こうしたときには、その價格は直前價格と同價格でよいことになつたのである。逆に、株價が下向いてるとき、すなわち、直前價格がそのもう一つ前の價格より低くなつて來てるとき——マイナス・ティックと通稱される。——こうしたときには、三八ルール同様、直前價格より 1/8 弗だけ高い價格でなくては、ショート・セイルが許されない。また、直前價格がそのもう一つ前の價格と同一であるが、更にその前のと比べれば高くなつて來てるとき、——ゼロ・プラス・ティックと通稱される。——こうしたときには、プラス・ティックの場合と同様、直前價格と同價格でよいのである。すべてにわたり、配當落の場合は、それによつて下落した分は、ノウ・カウントにされて、直前價格と比較されるのである。

なお、その後の改正は、末節の部分に限られてるので、わたくしらは、この一九三九ルールを以て、實質的なる

現行規定と解して、差支えないことになつてゐる。

(22) Leffer, op. cit., pp. 291—4.

## 六

上記の如く、一九二九年のガラ、乃至それに續く不況時代は、ショート・セイルの可否論争を盛んならしめ、その實態調査を促がし、これに續く一連のネオ・アンティ・ショート・セイル・レヂスレイションズを招來するに至つた。先ず、ショート・セイル可否論における、兩者の主張するところの主なるものを拾つて見れば、次の如くである。<sup>(23)</sup>

### A ショート・セイル肯定論

#### 1 類似點主張論 (Commercial Analogy Argument) 一般取引にすでに容認されている或る取引仕法と、

ショート・セイルの仕法との間には、類似點があり、一方にて容認されている以上、取引所にも容認さるべきであるとする説。ミーカーなども曾ては、農産物の先物賣り、新聞社による未來の事件の報道契約等は、いずれも將來の入手確信の上に行われるが、株式のショート・セイルも同様と説いたのである。<sup>(24)</sup> ヒューブナー教授は、物産取引所における、先物賣り、繋ぎ賣りを支持して、これによつて暗に、株式取引所におけるショート・セイルを支持している。<sup>(25)</sup> 或る論者の類似例列擧のうちには、行き過ぎのものも見えるが、少なくともダイス教授らの擧げている、未發行株のショート・セイルの例などは、<sup>(26)</sup> 十分にその類似點を主張し得る様に見える。

#### 2 價格抑制論 (Price Restraint Argument) ショート・セイルは、不當なる價格に賣向い、經濟の正常狀態

の維持に力め、樂天的買方に反省の機會を與えんとする説。ミーカーは、土地ブームが株式ブームよりヒドイのは、土地の賣買にショート・セイルがあり得ないからだとも説く。<sup>(27)</sup>

3 價格クッション説 (Price Cushion Theory) ショート・セイルはハタ埋めにより、地階まで落ちて行く價格を喰い止め、價格にクッションを與えんとする説。この點、ヒューブナー教授は、パニックによる投げ相場のと き、ショート・セラーこそ、市場の最善の友 (market's best friend) となると説く。<sup>(28)</sup> ミーカーその他の支持論者は、このクッション説を、支持論中の最も有力なるものとしてゐる様である。

4 價格安定説 (Price Stabilization Theory) ショート・セイルは、不當な高價に賣向い、不當な低價に買 い埋めの出動をし、價格を、その基礎的條件の下に正當化されたある幅のうちにおくとする説。ヒューブナー教授は、 ショート・セイルを以て、價格安定に資する有効な一要因、極端な動きを防止する安定力であるとする。なお、同教 授が、價格の變動は、結局は、經濟的事情を反映して起るとしても、それが如何なる形で起るかが問題であり、例え ば下降の場合、ショート・セラーが先見により、これをだんだんに賣つておれば、——割引機能説 (Discounting Function Theory)——急落は漸落に變る効果があると、説いてゐるところは注目に値する。<sup>(29)</sup>

5 中和力説 (Counteraction Theory) 證據金による買付けが許される限り、これを許し、その影響を中和 させるのが至當であるとする説。屋根を突き抜ける様な相場高は、市場にも、ブローカーにも、投資家にも、ひいて は國民經濟にも有害であるが、相場の上げを歓迎するのが人情で、いつもブルはベエアの二、三十倍に上る。こうし たブルの勢力に對抗し得るのは、ショート・セラーのみであるといふのである。

6 市場繼續性論 (Market Continuity Argument) ショート・セイルがあつてこそ、買方も相手を見出さず得るとし、その無き場合の市場のキャパシティの減殺を憂うる説。この點につき、ヒューブナー教授は、ショート・セイルこそ、即應性と繼續性を有つ市場をつくるものであり、従つて、賣買の機会を豊富にするものであり、市場をそのオークション市場化より解放するものであると説く。<sup>(80)</sup> また、ブルとベアの両者が併存してこそ、名に値いする組織的市場 (Organized market) が構成されるのであるといふ。<sup>(81)</sup>

#### B ショート・セイル否定論

1 不條理説 (Illegitimacy) 乃至不道德説 (Morally Wrong) 無所有のものを有るが如く見せて賣ること、假想供給をつくること、そうしたこと自體が、不條理、不道德であるとする説。曾て、金ねも家も無いのが月賦の自動車を乗り廻すといつて非難する論が行われたことがあるが、そのときの論據もこれと同じであつた。

2 賣方誘發説 (Inducement to Sell) ショート・セイルは市場の空氣を害し、買方をおそれさせ、賣氣分をひろめるとする説。例えば、市場に買方の現われたとき、ロングの賣方が現われる前に、ショートの賣方が現われると、買方側に不安が生じ、ちゅうちょが生ずる。市場の氣分がみだされ、これにより更にロングの賣りが誘發されるといふのである。

3 下落加速説 (Market Acceleration Theory) ショート・セイルは不況時の下落にワをかけるものとする説。平時のサーブイスはあるとしても、下落時における加速度性發揮は、これを帳消しにした上、更にマイナスにするものと説く。フローア・ツレイダーが、この關連において特に糾弾される。ショート・セイルの比率は、全取引

のわずか五%にすぎず、九五%に上る資本家や、大衆の賣りが、實は下落について責任があるのだと説く肯定論に對し、その五%が大きな影響力を發揮するのだというのがこの否定論である。

4. 不況論 (Depression Theory) ショート・セイルは價格を下落せしめ、長期不況の主要原因を成すとする説。肯定論者が、下落乃至不況は、一般經濟情勢の反映にすぎずと説き、また、樂天家の買過ぎのトガメであると説くに對し、この否定論は、値下り、不況で儲けたい輩のショート・セイルが、これをもたらすのだと説くのである。キャッパ―上院議員などは、こうした否定論を唱え、ショート・セイルを以て、現代最大商業惡の一つであるとして(22)する。

5 賣崩し論 (Bear Raiding) 賣崩しに志向するショート・セイルは、辯護の餘地無しとする説。この點、しかし、こうした賣崩しが、正當なるショート・セイルのうちに數えられるかどうか、一つの問題となる様である。例えば、最も強力なる肯定論者の一人ホイットニーなどは、こうした賣崩しはこれを辯護せず、こうした行爲は、彼の謂うショート・セイルのうちには、含まれないといつてゐる有様である。(23)

6 實證論 (Historical Argument) 過去の價格の變動と、その際におけるショート・セイルの實態を調査して、これを非難するもの。例えば、二九年のブームのとき、ショート・セイルはこれに賣向つていなかった。その秋の下落時にあつて、ショート・セイルはこれに便乗した。それから一年半の下降期に、ショート・セイルは更に三三%も増加した、などと實證的にこれを説くのである。ロスの立場などがこれである。(24)

思うに、ショート・セイル論争にして、最もわたくしらの注目を引いたのは、ニューヨーク株式取引所總裁ホイッ

トニイ、對、ニューヨーク市辯護士パーキンスのそれであろう。<sup>(35)</sup> ホイツトニイは、一九三一年十月十六日のハートフ  
 オード演説、同十二月十五日のシラキエース演説、次いで三二年二月二十四日の下院司法委員會議言、等々を以て、  
 盛んにシヨート・セイル肯定論を唱えたのであつた。これに對し、パーキンスは、三一年十月十六日のハートフォー  
 下演説、三二年二月十七日及び二十七日の下院司法委員會議言、等々を以て、その否定論を強調した。何を隠そう、  
 實は、着稿の際のわたくしの意圖は、本稿の終りにおいてこの論争を取扱い、本稿の山とするにあつたのである。し  
 かるに、稿を進めているうちに、途中で、書きたいこと、書かねばならぬことが澤山出て来て、すでにこれまでに豫  
 定の紙數は使いはたしてしまつたのである。この論争を割愛することは、論争の内容からいつても、本稿の構成から  
 いつても、残念至極な次第であるが、もはや今からでは、紙數調整のことも覺束無いので、この論争の分だけは、こ  
 れを次の機會にゆずることとする。今はただ、本稿全體がよきプレリユードとなり、わたくしの次の機會のその取扱  
 に、あらかじめの道を開くものとなればと、思つている次第である。

そもそも、シヨート・セイルの功罪を論ずる者が、ともすれば自説の主張に急にして、自家に有利なる事實のみ手  
 當り次第に拾い上げて來ることは、指摘されねばならぬところである。お互いが相手の取上げる事實を無視してい  
 は、どこまで行つても、論争のための同一の場所は得られないのである。例えば、肯定論者が、鞘取りシヨート・セ  
 イルを引例して、その説を主張し、賣崩しシヨート・セイルのことに耳を蔽い、否定論者が、賣崩しシヨート・セ  
 イルを引例して、その説を主張し、鞘取りシヨート・セイルのことに耳目をかさなかつたとしたら、どういふことにな  
 るか。お互いが同一事象を捉えて、客觀的なる判断を試みるべき機會を失つてしまい、その論争は果てるところを知

らないのである。

故に、わたくしらが功罪論を取扱う場合には、先ずショート・セイルの種類を按じ、同一種類のショート・セイルを対象として捉え、これに對する兩論を勘案することに、しなければならぬのである。

すなわち、前段第三項にて試みたる分類にしたがい、これを見るに、大體論争は、甲の投機的ショート・セイルに集中されたる傾きがある。そのうちでも最も論議せられたのは、高位置にある價格に賣向うショート・セイルである。それが不當に高價なるを見て賣向い、それが不當に低價となり、一般のロングがちゅうちよしているとき、ハタ埋めの買出動を試みるという、それである。前掲の如く、ヒューブナー教授、ホイットニー、ミーカーらが、これにつき肯定論者の立場をとり、ロスらが、否定論者の立場をとる。理論の筋においては、前者に軍配があげられるが、前者のこうした理論發表の後になつて、行われた實態調査の結果は、後者の方を支持しているのである。けだし、その後の立法は、この緣由によるものの如くである。

難平は一般に相場道の邪道とされるものであるが、それはそれとして、こうした賣り難平の行われる事情から見れば、この場合相場は上向きになつてゐる次第で、價格上の非難は、ショート・セイルにおいて浴びる必要はないのである。邪道だといつても、ショート・セラーが自己の判断、自己の危険において、これを試みている次第であるから、これはむしろお節介すべき筋ではないはずである。難平を邪道なりと説くのはよいが、その理由を以て、この場合のショート・セイルを批判することは行き過ぎである。

賣崩しについては、ショート・セイル肯定論者といえども、支持しておらないのであるから、否定論者がこれを取

り上げて云々しても、それはついに獨り相撲になつてしまはずである。

乙の形式的ショート・セイルについては、基本的な問題として、その實質をとるか、形式をとるかが問題とならう。肯定論者は實質をとり、否定論者は形式をとる。しかし、國民經濟上そのもの有益な機能、實際上の必要を思えば、ここではむしろ、實質的考慮を優先すべきではないか。保管函賣りにより、保險繋ぎが出来、取引所はその價格保險機能を誇ることが出来る。端株のショート・セイルにより、大衆の投資が、容易に、しかも廉價に、可能となる。鞘取りによつて、價格水準調節という大目的も期し得られる。先受渡のショート・セイルも、當事者の爲めというより、國民經濟的に有意義である。すなわち、こうしたものを、形式的に、取扱上だけショート・セイルとして、これを取締るとするのは、文字通りのいわゆる形式主義である。取扱いのことはノ工夫によりどうにでもなり得ることであり、そのためにこれらの有つ良き機能を犠牲にしてしまうのは、惜しいことである。

これを要するに、三九ルールの嚴存する限り、殘されたる投機的ショート・セイルは、もはや全く無害有益である。それは立法者の理想通りであらう。そして、こうした價格面に立脚する立法措置については、ショート・セイル肯定論者も、多少の郷愁は殘るとして、敢えて反對は公けにしないであらう。何んとなれば、彼等の多くも、ショート・セイルは價格下落に不當の協力をするものではない、といつてゐるからである。そして、彼等がその理論にて支持しているところの、ショート・セイルの形態は、依然許されておるべきであるからである。

ただ、形式的ショート・セイルについては意見が岐れよう。今後の或いは導入されるであらう、形式的ショート・セイルの取締強化によつて、實質的には、國民經濟上に大いなる貢獻を致すべきでありながら、ただ形式的に、シ

ート・セイルの形をとるの故を以て、それがその根幹を枯らされる様なことに、ならねばよいがと願うのは、ひとり  
わたくしだけではない様に思われる。

(23) Leffler, op. cit., pp. 304—11. Dice, op. cit., pp. 178—88. Huebner, op. cit., pp. 46—60. (24) Meeker, op.  
cit., p. 185. (25) Huebner, op. cit., pp. 60—65. (26) Dice, op. cit., p. 184. (27) Leffler, op. cit., p. 305.  
(28) Huebner, op. cit., p. 49. (29) Huebner, op. cit., pp. 48—51. (30) Huebner, op. cit., p. 49. (31) Huebner,  
op. cit., p. 50. (32) Leffler, op. cit., p. 309. (33) Whitney and Perkins, op. cit., p. 19. (34) Leffler, op.  
cit., pp. 306, 310. (35) Whitney and Perkins, op. cit. その他、ニューヨーク株式取引所でも、總裁演説のパンフレッ  
トを出している。

(一九五三・四・三〇)