

## 米国の新たな空売り規制について

2003年10月22日、米国証券取引委員会（SEC）は、空売りを規制する1934年証券取引所法規則の改正案「レギュレーション SHO」を採択し、同29日に詳細な内容を公表した<sup>1</sup>。実現すれば、米国において60年以上も大きな変更がなかった空売り規制の抜本的な改正となる。本稿では、改正案策定までの経緯と、レギュレーション SHOの主たる内容について紹介する。

### 1. レギュレーション SHO 策定の経緯

#### 1) 現在の空売り規制

空売り（Short Sale）とは、売り主が証券を保有しないで売付を行うこともしくは売り主が借り入れた証券もしくは売り主の計算において借り入れた証券の引渡しによって完了する売付のことである。一般的に、空売りの目的は、①株価下落が期待される時に利益を得ること、②予期せぬ需要に対応して流動性を供給すること、③ある証券もしくは関係のある証券の買い持ち（ロング）ポジションのリスクをヘッジすることのいずれかであると考えられる。

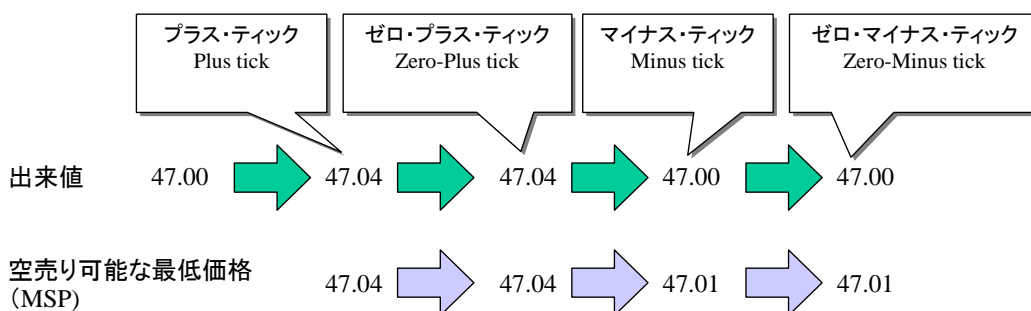
証券取引所法10条（a）項は、投資家保護のためSECに取引所上場証券の空売りを規制する権限を与えている。1938年、SECは、同項に基づいて直近の出来値よりも低い価格での空売りを禁ずる証券取引所法規則10a-1を採択した。以来、本質的にはあまり変わらないまま、現在も規則10a-1による空売り規制が続いている。

現行のSEC規則10a-1（a）項は、いくつかの例外を除いて、①直近の出来値よりも低い価格での空売り、および②直近の出来値がその直前の価格よりも低い場合には直近の出来値と同じ価格での空売りを禁止している。この規定を運用して、空売りの可能な最低価格（Minimum Shortable Price：MSP）を決めることを、一般に「ティック・テスト」「アップティック・ルール」と呼んでいる（図表1）。

---

<sup>1</sup> SEC, Proposed Rule: Short Sales, Release No. 34-48709, 2003年10月29日

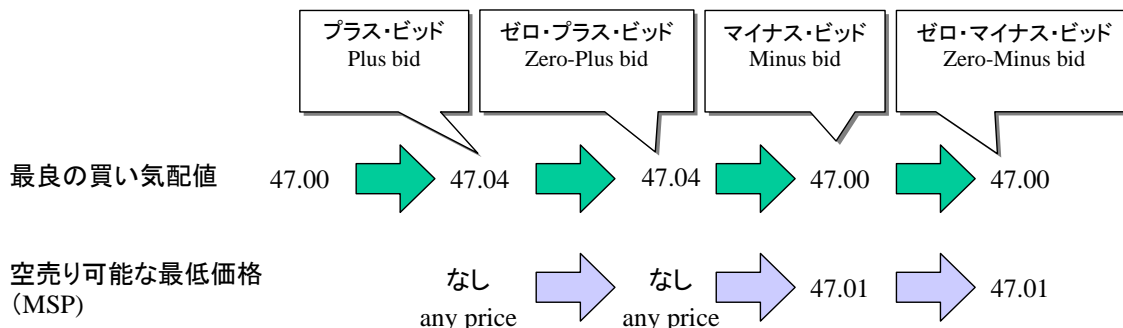
図表1 ティック・テストと空売りが可能な価格（例）



(出所) SEC 資料より野村総合研究所作成

一方、1994年にSECは、全米証券業協会(NASD)によるナスダックNMS(全国市場システム)銘柄の空売り規制を認めている。このNASD規則3350では、出来値ではなく、最良の買い気配値を用いて空売り可能な価格を決める方式(ビッド・テスト)を採用している(図表2)。同規則の下では、最良の買い気配値が、直前の買い気配値に対して高くなっている場合には、自由に空売りを行うことができる。

図表2 NASD規則3350によるビッド・テストと空売りが可能な価格(例)



(出所) SEC 資料より野村総合研究所作成

また、現行のSEC規則10a-1(c)項は、空売り規制の実効性を担保するために、証券会社に対して、証券の保有状態に応じて売り注文に「ロング(L)」または「ショート(S)」の表示をすることを義務づけている(Marking requirement)。そして「ロング」の表示が認められる場合を限定する一方で、「ロング」の表示がなされている売り注文の執行には、空売り規制を適用しない。すなわち、証券会社は、一定の手続を踏んだうえで顧客からの売り注文が実注文であると判断される場合には、たとえ貸し株を利用していたことが事後的に明らかになったとしても、表示義務違反を問われることはない。

## 2) レギュレーション SHO の公表

SEC は、1999 年 10 月に空売り規制の現代化へ向けて公開草案 (Concept Release) を公表した。公開草案に対しては、パブリックコメントとして、通算で 2,778 通もの意見が寄せられた。SEC はこれらのコメントに加えて、最近の市場環境の変化、とりわけ「裏付けのない空売り (株の借入ができていない状態での空売り)」の増加、呼び値の 10 進法への移行 (デシマライゼーション)、ナスダック証券の市場外取引の増大などを勘案して、新たな規則の検討あるいは規則 10a-1 の例外規定の見直しを行ってきた。

その結果が今回の改正案「レギュレーション SHO : 空売りの規制」である。レギュレーション SHO は、証券取引法規則 3b-3、10a-1、10a-2 を改正するもので、規則案 200 (空売りの定義)、規則案 201 (価格規制と表示義務)、規則案 202 (T) (空売り規制の一時的な適用除外)、規則案 203 (借入および受渡し義務) から成る。

改正の大きなポイントは 2 点である。第一に、売り主 (short seller) に対し、空売り前に借りる証券を特定する (locate) ことを求め、厳格な現物受渡し義務を課すことである。これはフェイルが多いなど、裏付けのない空売り (借り株ができていない状態での空売り) が引き起こす問題に対応した改正であると考えられる。

第二のポイントは、価格規制について、これまでのティック・テストに代わって「統一ビッド・テスト (Uniform bid test)」を導入することである (規則案 201)。空売り可能な最低価格を「統合最良買い気配値 (Consolidated best bid)」より 1 セント高い価格とする。株式の取引形態の多様化を考慮して、空売りの価格規制における参照価格を統一する狙いがあると考えられる。この新たな価格規制は、すべての取引所上場証券、ナスダック NMS 銘柄に適用される一方で、2 年間の「パイロット期間」の間、流動性の高い一部の上場株式には適用を留保するとしている (規則案 202)。すなわち、いわゆる主要銘柄の取引については、価格規制が当面なくなることとなる。

## 2. 裏付けのない空売り

### 1) 背景

裏付けのない空売り (Naked Short Selling) とは、受渡しに必要な証券を借りることなく、空売りを行うことである。

裏付けのない空売りに対しては、受渡しが出来なくなる (フェイルする) 可能性が高いことから、従前より多くの批判があった。裏付けのない空売りは、事実上、満期日のない先物契約と同様の効果を持つわけであり、買い手がそのことに気づいていれば必ずしも同意しなかった可能性、あるいは違った価格づけがなされていた可能性もありえる。また、

受渡しのフェイルが、議決権など買い手の権利に一定の悪影響を与えてしまう可能性もある。

また、裏付けのない空売りが時価総額の小さな銘柄に対して行われた場合、株価下落が加速したり、株価が一部の投資家の意図にしたがって動いてしまう可能性がある。時には、何らかの事情で通常の資金調達ができなくなっている公開会社に対して転換優先株などの形態で出資をした投資家が、空売りを仕掛けて株価を低めることで普通株への転換率を高めて利益を得ようとする「死の連鎖 (Death spiral)」と呼ばれる投資行動なども見られている。SEC は最近、こうした相場操縦的な空売りに対して証券詐欺にあたるとして摘発する動きをみせている<sup>2</sup>。

一部の発行体は、自社の株式を、カストディアン銀行を通じてしか移転できないようにし、振替決済機関 DTC (Depository Trust Corporation) や証券会社に移動するのを防ぐことで空売りをやりにくくしようとしているとされる。こうした行動は、株式の不動化・決済の集中化に反する動きともいえ、SEC としては何らかのルールによって裏付けのない空売りへの対応を強化したいと考えていた。

## 2) 改正案

### (1) 現在の規制

現在 SRO (自主規制機関) が一般に有している規制によれば、会員は空売りの前に借り株の場所を特定 (locate) しなければならない。例えば、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 規則 440C.10 は、会員は、貸し株契約ができているか、決済日に受渡しが可能と信ずるに足る事象がない限り、空売り注文を受けてはいけないとしている。

また、NASD 規則 3370 は、会員は、証券を借りることができることもしくは決済日まで受渡し用の証券が準備できることの「肯定的な確認 (Affirmative determination)」なしで、自己もしくは顧客のために空売りを行ってはいけないとする。さらに、NASD 規則 11830 は、ナスダック証券一銘柄あたり 10,000 株以上もしくは発行済み株式の 0.5% 以上のショートポジションがある時には、証券会社に強制的な清算 (Mandatory close-out) を義務づけている。すなわち、こうした大量の空売り契約については、通常の日から 10 日以内に売り手を代表する証券会社が受渡しをできない時には、当該証券会社が、現金もしくは同種・同質の証券の引渡しを保証することによって契約を清算しなければならない。

### (2) 改正案

SEC 規則案 203 (b) 項 (1) 号は、①証券会社もしくは空売りを行おうとする口座の所有者が該当する証券を借りている、もしくは貸し株契約を締結しているか、②受渡日に現

---

<sup>2</sup> Rhino Advisors による Sedona Corporation 株価操縦 (Rhino Advisors, Inc. and Thomas Badian, Lit. Rel. No. 18003, 2003.2.27)

物の受渡しができるよう貸し株ができると信ずるに足る根拠があることがあるのでないかぎり、証券会社に空売りを禁ずる。ただし、スペシャリストもしくはマーケット・メーカーの真正な取引活動による空売りは適用除外となる（規則案 203 (b) 項 (2) 号）。

さらに、NASD 規則 11830 と同様の趣旨から、フェイルの可能性が高い取引における受渡し義務を強化する。すなわち、一銘柄あたり 10,000 株以上もしくは発行済み株式の 0.5% 以上のショートポジションが決済機関においてフェイルし、かつ通常の決済日以降 2 日以内に受渡しができない時には、当該証券会社は 90 日間、対象となった証券の空売りを行えないものとする（規則案 203 (b) 項 (3) 号）。

裏付けのない空売りへの規制を背景とした規則案 203 は、現在の SRO 規制からの強化と考えられよう。現行規則との違いは、まず、受渡しの猶予期間を NASD 規則では決済日の後 10 日以内としているのに対し、本改正案では 2 日となる点である。また、ナスダック証券だけに適用されていた強制的な清算の義務が、証券取引所法 12 条に定めるすべての公開証券に拡大することとなる。

### 3. 統一ビッド・テストの導入

#### 1) 市場構造とティック・テスト

空売りの価格規制については、現在は異なる市場に異なるルールが適用されている状況である。すなわち、SEC 規則 10a-1 は国法証券取引所に上場する証券に適用され、NASD のビッド・テストは、スーパーモンタージュもしくはオルタナティブ・ディスプレイ・ファシリティ (ADF) を通じて取引されるナスダック NMS 銘柄に適用される<sup>3</sup>。一方、ナスダック・スモールキャップ、OTC ブリティン・ボードおよびその他の店頭取引証券には、価格規制は適用されない。さらに、ナスダック NMS 銘柄であっても、スーパーモンタージュもしくは ADF の外で執行される取引の場合には、適用される空売りの価格規制がない。

しかも、2001 年にナスダック市場を国法証券取引所とするための申請が提出されたことから、事情は複雑なものとなっている。もしナスダックが取引所市場となった場合には、上場証券には SEC 規則 10a-1 が適用されるはずであるが、ナスダック自身は、取引所市場化の申請に際して引き続き規則 10a-1 の適用除外措置を求めた。SEC がこのままナスダックに適用除外を認めてしまうと、ナスダックと他の取引所に重複上場する証券には 2 つの

<sup>3</sup> ナスダックが運営するスーパーモンタージュ (2002 年 10 月に導入) については <http://www.nasdaq.com/reference/SMIssuerbro1.pdf> を参照。同様に NASD が運営するオルタナティブ・ディスプレイ・ファシリティ (2002 年 7 月より導入) については [http://www.nasd.com/mkt\\_sys/adf\\_info.asp](http://www.nasd.com/mkt_sys/adf_info.asp) を参照。ナスダック市場の構造については、日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場 2002 年版』(同所)、大崎貞和「変貌する米国の株式店頭市場—OTC ブリティンボードの取引所市場化—」『資本市場クォーターリー』2003 年春号など参照。

空売り価格規制が適用されることになってしまう。SECは、こうした混乱を避けるためにも、一貫した規制体系にするには今が良いタイミングと判断したようである。

また現在、取引所上場証券に適用されているティック・テストの有効性は、注文の取引所への集中度に依存し、ナスダックのようにディーラー方式をとり、オーダーフローがマーケット・メーカー、ECN、地方証券取引所に分散している市場にはティック・テストを適用しても有効な規制にならない<sup>4</sup>。また、ナスダック証券の取引は、執行後90秒以内に報告されることになっているが、記録は報告順に並べられ、実際に取引が行なわれた時刻の順にはならない。したがって、こうした取引報告システムの下では、直近の出来値を空売り規制に用いるのは適切ではない。

## 2) 統一ビッド・テスト (Uniform bid test)

上記のような問題に対応するため、レギュレーションSHOの規則案201は、空売り価格規制の参照点として「統合された最良の買い気配値 (The consolidated best bid)」を用い、取引所上場証券とナスダックNMS銘柄のすべての空売りは、最良の買い気配値の1セント以上高い価格で有効とする(規則案201(b)項)<sup>5</sup>。現行の「ティック・テスト」に対して「ビッド・テスト」への変更となる。

SECは、ビッド・テストの導入は空売り規制の基本的な目的と合致しているとしている。第一に、ティック・テストが、直近の出来値(ナスダック証券の場合には買い気配値)と、その直前の出来値(同)を比較しなければ、空売りの可否を判断できないのに比べ、ビッド・テストの場合、参照点は一時点だけでよい。また、相場の方角に関わらず空売りが可能であり(出来値が下落しているときでも空売りが可能)、従前より緩和された規制といえる。第二に、最良気配値以下での空売りを禁止することにより、同一の株価水準で大量の空売りを行って株価下落を誘発する行為を防ぐ効果も期待できる。

統一ビッド・テストは、取引所上場証券とナスダックNMS銘柄のすべての取引に適用される。米国の株式市場では、価格情報は、全米市場システム(NMS)にしたがって公表されているため、すべての市場参加者は統一ビッド・テストに使われる最良気配値を知ることができる。NYSE、アメリカン証取(AMEX)、ナスダックおよび全ての地方取引所はCTS(総合テープシステム Consolidated Tape System)やCQS(総合気配表示システム Consolidated Quotation System)によって、上場銘柄の取引情報・気配情報を集中し

<sup>4</sup> 例えば2002年一年間のNYSE上場銘柄取引高のうち87.9%はNYSEに集中している。一方、ナスダックの場合、2003年5月の取引状況を見ると、取引高上位1%の銘柄には一銘柄当たり平均で73のマーケット・メーカーが値付けしており、次の9%の銘柄に対しては40.5社のマーケット・メーカーが値付けしている。また7社のECNはナスダック証券取引高の23.3%、アーキペラーゴ取引所は同じく12.8%、シンシナティ証取は25.6%を占めた(以上SECリリースの注釈より)。

<sup>5</sup> NASD規則3350は、直近の最良買い気配値が前の最良買い気配値より高ければ(アップビッド)価格制限なしとしていた(図表2)が、SEC規則案201(b)項は常時「最良買い気配値+1セント」を空売り可能な最低価格とする。

て公表している。また、ナスダック銘柄については、2002年に導入されたスーパーモニターージュによって、マーケット・メーカーやECNから提供される気配等が統合的に表示される。

ちなみに、従来、空売りの価格規制がなかった証券（ナスダック・スモールキャップ、OTCBB、ピンクシートで取引される証券）に対しては、統一ビッド・テストは適用されない予定である。過去にも規制がなかったことと、取引の薄い小規模な銘柄に対する投機的な空売りについては、前述の貸し株の特定・受渡しに関する規制で対応が可能としているからである。

なお、VWAP（売買高加重平均価格）で執行される空売り取引の一部に対しては、統一ビッド・テストは適用されない（規則案 201 (d) 項 (8) 号）。ただし、この適用除外は、通常取引が開始する午前9時半前に約定されているが、取引終了後VWAP値算出までの間、約定価格が決定されない取引に限定される。

#### 4. 流動性の高い銘柄におけるパイロットプログラム

特定の流動性の高い証券には、時限的な措置として規則案 201 の適用を行わない（規則案 202）。具体的には、ラッセル 1000 株価指数のうち、流動性で上位に位置する約3分の1の銘柄（パイロット開始前一年間の一日当たり平均売買高でソート）をパイロットプログラムの対象に指定する予定である。ただしSECは、異なる基準で選ばれた銘柄、異なる株価指数の採用銘柄を指定する可能性もあるとリリースで説明している。

規則案 202 が採択されると、米国市場で最も流動性の高い約 300~330 銘柄については、空売りの価格規制は適用されないということになる。パイロット期間は2年の予定で、その後の方針については、今回の改正案リリースでは明記されていない。

SECは、このパイロットプログラムに取り組む理由を、空売り規制について特に価格規制の緩和を求める意見が多かったことを踏まえて、①規制緩和がボラティリティや市場の効率性・流動性に与える効果を調べられる、②本改正で導入するビッド・テストの規制上の実効性をパイロット対象の銘柄と比較することで検証できる、としている。

また、2000年商品先物取引現代化法（Commodity Futures Modernization Act）によって、株式の先物取引の規制が緩和されたことも背景にある。すなわち、同法によって投資家は、決められた将来の時点に決められた価格で個別株を売却する先物取引をすることが可能になった。個別株先物取引は空売り規制の適用除外であるため、株式の先物の売り（ショート）が、空売りの代替となる可能性もある。SECとしては、規制によって市場間の有利・不利が生じないようにしたいという狙いもあり、流動性の高い銘柄の空売りについて、規制緩和を試行することとなった。

実はSECは、空売り規制の緩和効果を検証するため、1976年にティック・テストの一時

停止を試みようとして、市場参加者や企業から反対にあい、とりやめたことがある。今回は市場監視体制・情報システムが1976年当時より十分に進歩したとして、試行にふみきるものである。

## 5. 価格規制の適用除外

レギュレーション SHO では、流動性の高い銘柄の取引以外にも、統一ビッド・テストの適用除外となる行為を数多く定めている。

### 1) 維持される適用除外項目

まず、現行の規則 10a-1 (e) 項に定められていた適用除外事項のうち、下記が維持される見通しである。

図表 3 SEC 規則 10a-1 (e) 項により価格規制が適用されない事項

適用除外事項	内容	適用除外となる理由
① 実注文の売り手 (Long seller) の受渡し遅延	証券を保有している売り手が、不当な費用もしくはは不利益なしに、当該証券を出来る限り早く受け渡す旨の意図を持つ時。	実注文による売却で株券が受け渡されなかった際には、証券会社は借り株を使って受渡しを行う可能性があるが、これを空売りとして価格規制を発動するのは有意義といえないため。
② 空売り表示の間違い	他の証券会社が「ロング」と表示した取引に参加して買い向かったところ、表示が間違いで空売りであった場合。	他の証券会社による表示を信用して取引を行った証券会社を保護するため。
③ 端株取引 (odd lot transactions)	(a) 銘柄別に登録された端株業者 (スペシャリスト) もしくはマーケット・メーカーが顧客のために行う端株の空売り。 (b) 証券会社が一取引単位にみたない保有ポジションを清算するために行う端株の空売り。	端株取引が相場操縦に使われる可能性は低いため (元来すべての端株取引が適用除外だったがその後左記のように修正)。端株取引に係る負担と不利益を軽減するため。
④ ドメスティック・アービトラージ	市場の専門家が、2つの証券の価格差から生じる利益を確定するために、買いポジションと売りポジションを同時に持つこと。	一定の真正な (bona-fide) 裁定取引は市場の効率性を高めると考えられるため。
⑤ インターナショナル・アービトラージ	国法証券取引所に上場された証券が、海外市場で異なる価格形成がされているときに、裁定取引を行うこと。	市場の効率性を高めると考えられるため。
⑥ オーバーアロットメントの分配	引受人もしくはシンジケート参加者が引受契約等に基づくオーバーアロットメントとして証券を分売する際の売却行為。	オーバーアロットメントの性質上、最良気配値よりも低い価格での売却があり得るため。
⑦ 空売りとトレードスルーの平等化 (equalization)	トレードスルーとは、市場間取引システム (ITS) の参加者が、証券をある ITS における表示価格を上回る価格で購入し、別の ITS における表示価格を下回る価格で売却す	SEC 規則 10a-1 と同 10Ac1-1 との潜在的な相反を解消するため。ビッド・テストへの移行によって相反はほぼ解消されると考えられるが、最



	<p>ることを指す。</p> <p>規則 10a-1 で、マーケット・メーカーはゼロ・マイナス・ティック（直近の出来値と同価格）での空売りはできるが、マイナス・ティックでの空売りは許されない。</p> <p>一方、Quote Rule（規則 10Ac1-1）は、一定の例外を除いて、気配の伝達に責任のある証券会社が、提示された買いもしくは売り注文を、自身が公表した条件通りに執行することを義務づける（Firmness requirement）。</p> <p>その結果、トレードスルーの場合には、ある証券会社による売り注文の執行が、たとえそのオファーが規則 10a-1 で許された価格でなされていたとしても、違法となる可能性がある。</p>	<p>良の買い気配値と最良の売り気配値が同一である場合（Locked market）、最良の買い気配値が最良の売り気配値を越える場合（Crossed market）においては、ティック・テストを採用していたときと同様の問題が起きる可能性があるため。</p>
--	--	--

（出所）野村総合研究所

## 2) ETF（上場投資信託）

ETF はこれまでも規則 10a-1 の適用除外を認められてきたが、今後も規則案 201 の価格規制から適用除外となる予定である。これは、ETF 取引の性格（インデックス連動であること、派生証券であること）を考慮したことと、ETF は指数を構成する銘柄群の純資産価値（Net asset value）の変動によって変動すると考えられることからであるとされる。ただし、20 銘柄以上の株式バスケットに連動する ETF であること、またバスケット中時価総額最大の銘柄が全体の比重の 25%を超えないこと、バスケットの 85%以上の比重を占めている銘柄群の浮動株時価総額（Public float value）が 1.5 億ドル以上であることなど、一定の条件を必要とする。

## 3) 終値での空売り

SEC はこれまで、取引所や証券会社の要請に基づいて、通常取引時間終了後のクロッシング・セッション（After-hours crossing session）においては、終値（Closing price）と同価格での空売りを認める例外措置を個別に講じてきた。SEC は、これまでの例外措置が悪用されたことはほとんどなかったとしており、またクロッシング・セッションでの空売りが、取引時間内の出来値に影響を与えないことから、現行の例外措置は維持されるとしている。

その他の時間外取引については、本改正により、すべての公開証券において、その日の取引記録で最後に表示された最良の買い気配値以下での空売りを時間外に行うことはできなくなる。

## 6. 証券会社の注文表示義務（Order Marking Requirement）の変更

規則案 201 (c) 項は、証券会社はすべての売り注文に「ロング (long)」「ショート (short)」「ショート適用除外 (short exempt)」のいずれかの表示を行わなければならないとする。決済前に証券を物理的に保有しているか、証券が証券会社の支配下にある時にのみ「ロング」という表示が使用でき、規則案 201 (ビッド・テスト) の適用除外にあたる空売りの売り注文は「ショート適用除外」と表示するようになったのが改正ポイントである。

改正案のリリースによれば、従来の空売り規制では、価格規制に基づかずに執行される空売りが「ロング」と表示される可能性があった。すなわち、規則 3b-3 (b) 項～(e) 項の下では、ある売り主が、受渡し完了のために証券を借りなければならないにも関わらず、証券を保有しているとみなされる可能性がある。例えば、売付人が当該証券に交換可能な証券（転換優先株など）を保有しており、その転換権を行使して当該証券を売却する場合には、売り注文は「ロング」と表示されるが、受渡しの時にはまだ転換された証券を受領していないため借り株で決済しなければならない、というようなケースである。

本改正案では、上記のような注文も「ロング」とは表示されない。なぜならば、売り主は、物理的に証券を保有してもしないし、決済の前に証券会社の支配下におかれることも期待されない。したがって、この投資家は株式を借りなければならない、その代わりに当該売り注文は規則案 201 (d) 項 (1) 号<sup>6</sup>に該当する取引として「ショート適用除外」と表示される。

SEC は、いったん売り注文が「ロング」と表示されるとそのまま執行されるため、規則 10a-1 の隠れた違反を見つけることが容易ではないこと、空売りを実施する投資家が、規則 10a-1 のさまざまな例外規定に適合しているのかが表示されないのかわからないことから、現在の注文表示義務は不十分としていたのが今回の改正の背景となった<sup>7</sup>。

## 7. おわりに

今後の注目点については、まず、裏付けのない空売りに対する対策強化について、時価総額の小さな企業に対するヘッジファンド等の攻撃的な空売りなどを防止する効果があると考えられるが、現在の改正案で十分といえるのかが論点となろう。ティック・テストからビッド・テストへの移行に関しては、より明快との評価が考えられる一方、ティック・テストに慣れた NYSE スペシャリストには抵抗感があるのではないかとする見方も

<sup>6</sup> 当該売付人が証券を保有 (own) しており、かつ不当な費用もしくは不利益なしに当該証券を出来る限り早く受け渡す旨の意図をもつ場合、規則案 201 (b) 項の価格規制は適用されない。

<sup>7</sup> ITS 参加者が規則 10a-1 の例外措置に適合する空売りを行うときなど、「ショート適用除外 short exempt」と表示する慣習はすでに一部では存在しているとされる。

ある<sup>8</sup>。また、一部の銘柄について価格規制の適用を停止するパイロットプログラムについては、規制緩和となり市場の効率性を高めると市場参加者には歓迎される可能性が高い一方で、空売り規制の緩和は自社の株価に下落圧力をかけるおそれがあると考える企業経営者は多いといわれている<sup>9</sup>。今後、銘柄の指定、パイロット期間のデータ公表などが進むにつれ、さまざまな検証・議論が行なわれることが予想され、注目されよう。

(関 雄太)

---

<sup>8</sup> J. Burns, “SEC Short-Sale Rules Likely to Face Slew of Opponents”, Dow Jones Newswires, 2003年10月22日

<sup>9</sup> 同上。