

空売り価格規制の広範な緩和を視野に入れる SEC

関 雄太

要 約

1. 米国の証券取引委員会（SEC）は、2004年6月、空売り規制を改正する「レギュレーション SHO」の最終案を採択した。新規制では、空売り取引の売り主に対して借株の確保義務を強化するとともに、価格規制に関して、今後のさらなる規制緩和を見据えて、2005年5月から1年間、ラッセル 3000 株価指数構成銘柄のうち、約 1000 銘柄に対して価格規制を適用せず、市場へのインパクトを調査することとした（パイロット）。
2. 2003年10月の当初提案から変更された点は、①参照価格を一本化する統一ビッド・テストの導入を見送ったこと、②パイロット対象銘柄数を増やしたこと、③パイロット期間を2年から1年に短縮したことである。
3. レギュレーション SHO 最終案で特に注目されるのは、パイロット終了後、相当範囲の証券に対して、空売り価格規制を撤廃することが SEC の視野に入っていることである。
4. また一連の改革では、相場操縦や詐欺的行為は、取引システムや市場監視技術の問題として抑制・摘発をしながら、情報技術が発達していない時代にやむを得ずつくられた価格規制など、空売りを不必要に制約するルールはなるべく廃止していこうとの努力が見える。

I. 新たな空売り規制の経緯と要旨

1. レギュレーション SHO の背景

米国証券取引委員会（SEC）は、2004年6月23日、空売り規制を改正する「レギュレーション SHO」の最終案を採択した（7月28日に公表）¹。新規制の下では、まず、空売り取引の売り主に対して、借株の確保義務を強化する。また、価格規制に関しては、今後のさらなる改革を見据えて、2005年から一年間、ラッセル 3000 株価指数構成銘柄のうち、約 1000 銘柄に対して価格規制を適用せず、市場へのインパクトを調査する（パイロット・プログラム）。

米国では、1934年証券取引所法 10 条

(a) 項で、SEC に取引所上場銘柄の空売りを規制する権限を与え、1938年に、同項に基づき、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 が採択された。以来、規則 10a-1 による空売り規制は、ほとんど変更がないまま、60年以上続いてきた。2003年10月28日に原案が公表されたレギュレーション SHO は、近年の市場環境の変化、とりわけ最近の「裏付けのない空売り」の増加や、呼び値の 10 進法への移行（デシマライゼーション）、ナスダック銘柄の市場外取引の増大などを勘案して、空売り規制を現代化しようとしたものである²。

レギュレーション SHO の大きなポイントは 2 点であった。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 (規則案 203)。これはフェイルが多いなど、裏付けのない空売り (借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った (規則案 201)。改正案では、空売り可能な最低価格を「統合された最良の買い気配値 (Consolidated best bid)」より 1 セント高い価格とするものとした。この案には、株式の取引形態の多様化を考慮し、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ったものと考えられる。

さらに、新たな価格規制は、すべての取引所上場銘柄、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」の間、一部の銘柄には適用を留保するとした (規則案 202)。すなわち、パイロットの対象となる銘柄の空売り取引については、価格規制を一時停止するということになる。

2. 最終案の変更点

今回採択された最終案では、パブリックコメントやその後の検討を踏まえて、2003 年 10 月の当初提案から変わった点がある。

まず、価格規制に関して、後述のパイロット・プログラムの成果を見るまでは新たな価格規制に移行しないとして、統一ビッド・テストの導入を見送ったことである。次に、パイロット・プログラムについては、対象銘柄の母集団をラッセル 1000 株価指数構成銘柄からラッセル 3000 株価指数構成銘柄へと広げ、価格規制の適用を一時停止する銘柄数を約 300 銘柄から約 1000 銘柄へと拡大した。また、パイロット・プログラムの期間について、改正案段階では 2 年間としていたのを、1 年に短縮した。

以下では、レギュレーション SHO の最終案を概説するとともに、今後注目されるパイロット・プログラムについて紹介する。

II. 価格規制 (プライス・テスト) について

1. 見送られた統一ビッド・テストへの移行

もともと、レギュレーション SHO の規則案 201 では、空売り価格規制の参照点として「統合最良買い気配値」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としていた (規則案 201 (b) 項)。すなわち、現行の出来値を参照点とする「ティック・テスト」から、気配値を参照点として統一する「ビッド・テスト」への変更を示唆していた。

SEC が空売り価格規制を見直す背景のひとつには、異なる市場に異なるルールが適用されているという事情があった。

すなわち、SEC 規則 10a-1 は国法証券取引所 (national securities exchanges) に上場する証券に適用され、全米証券業協会 (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。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銘柄には、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という状況である。

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などから、事態は複雑化してきた。ナスダックが取引所市場となる場合には、ナスダック銘柄に対して、上場銘柄のルールである SEC 規則

10a-1 が適用されるはずだが、ナスダック自身は、取引所市場化の申請に際し、引き続き規則 10a-1 の適用除外措置を求めている。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銘柄には、2 つの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、一貫した規制体系にしようと考えていたことがうかがえる。

ちなみに、米国株式市場では、全米市場システム（NMS）にしたがって、CTS（Consolidated Tape System、総合テープシステム）や CQS（Consolidated Quotation System、総合気配表示システム）によって、取引所上場銘柄・ナスダック NMS 銘柄の取引情報・気配情報を集中して公表している。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。したがって、すべての市場参加者は、統一ビッド・テストに使用される最良気配値を把握することができると考えられる。

統一ビッド・テストへの移行を示す規則案 201 (b) 項に対しては、多くの小規模な投資家や投資会社協会（ICI）などが歓迎の意向を示した一方、ニューヨーク証券取引所（NYSE）は現行のティック・テストを支持した。また、大手証券会社、証券業協会（SIA）、シカゴ証券取引所などは、パイロットの恒久ルール化（価格規制の廃止）を志向するコメントを寄せた。さらに、多くの証券会社は、パイロットの施行前にビッド・テストに移行してしまうと、システム再構築などの費用支出が、重ねて迫られることに対して懸念を表明した。こうしたコメントを踏まえて、SEC は、最終案採択に際し、パイロット・プログラムが完了するまで、統一ビッド・テストへの移行を含む新たな価格規制の

検討と導入を繰り延べるとしたのである。

SEC は最終案リリースの中で、①一定範囲の銘柄に対して SEC がコミットする価格規制を廃止すること、②統一ビッド・テストの採用、③現状の価格規制の維持の 3 案を今後検討すべき選択肢として、パイロットに臨むとした。

2. 2005 年 5 月以降の空売り価格規制

この結果、パイロット・プログラム導入後の米国株式における空売り価格規制の適用は、おおむね図表 1 のようになると考えられる。

なお、取引所上場銘柄、ナスダック NMS 銘柄の空売りにおける現行の価格規制は、概略、以下のようになっている（図表 1）³。

まず、取引所上場銘柄については、現行の SEC 規則 10a-1 (a) 項で、いくつかの例外を除き、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。本項を用い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 2）。

一方、ナスダック NMS 銘柄の空売り規制を定める 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。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 3）。

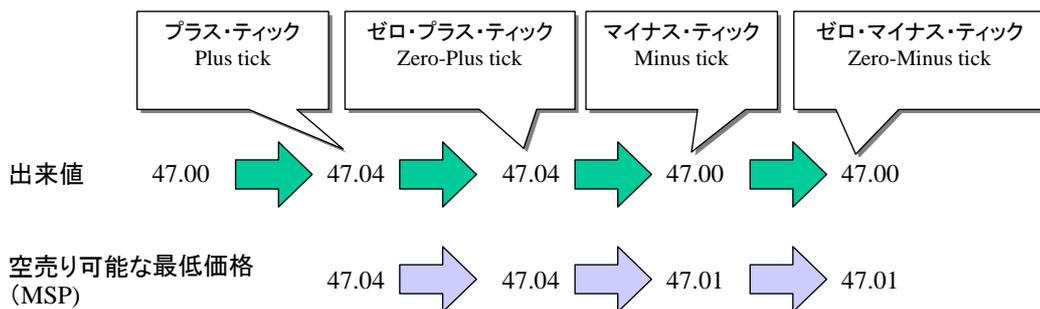
図表1 米国の取引所上場銘柄・ナスダック NMS 銘柄に関する空売りの価格規制一覧

通常取引時間内			通常取引時間以外	
ラッセル3000 株価指数 構成銘柄	パイロット対象銘柄 (後述、約1000銘柄)	価格規制なし	ラッセル1000 株価指数 構成銘柄	価格規制なし ※米国東部時間午後4:15以降 翌日の総合テープシステムの開始時まで
	パイロット対象外	取引所上場銘柄 ティック・テスト (現行通り)	その他	ティック・テスト ※当日の総合テープシステム終了(米国東 部時間午後8時)まで 価格規制なし ※当日の総合テープシステムの終了以降 翌日の総合テープシステムの開始時まで
その他	ナスダックNMS銘柄	ビッド・テスト (現行通り)		
		取引所上場銘柄	ティック・テスト (現行通り)	
	ナスダックNMS銘柄	ビッド・テスト (現行通り)		

(注) パイロット・プログラム開始 (2005年5月2日予定) 以降。

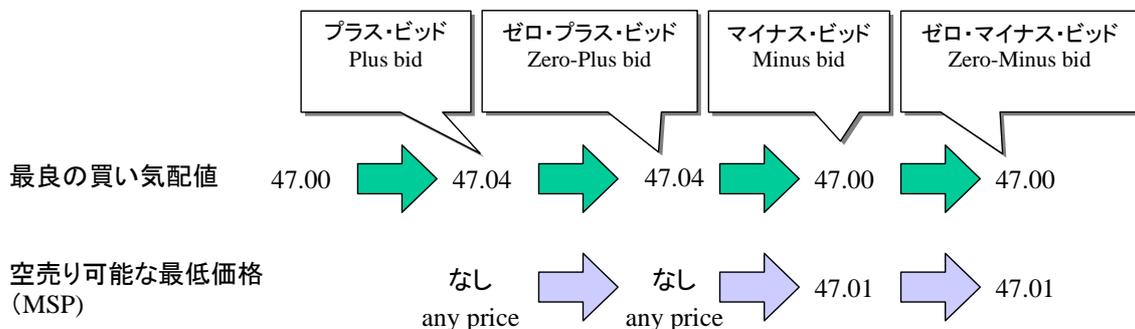
(出所) SEC 資料を基に野村資本市場研究所作成

図表2 SEC 規則 10a-1 によるティック・テストと空売りが可能な価格 (例)



(出所) SEC 資料より野村資本市場研究所作成

図表3 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 資料より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. パイロット・プログラムの実施（規則 202T）

1. パイロット対象銘柄

当初のレギュレーション SHO で、パイロットの構想が公表されたあと、議論の焦点は、SEC と自主規制機関（SRO）が一時的とはいえ価格規制を停止することの是非であった。

NYSE のように、同一業界内で価格規制のある銘柄とない銘柄が生じることで異質な価格形成や取引行動が生じることを懸念する声もあったものの、多くのコメントはパイロット・プログラムの実施を支持した。また、多数のコメントが、提案された2年間のパイロット期間が長すぎると批判した。例えばナスダックは、発行企業と市場へのインパクトを最小化すべく、期間も必要最小限に、具体的には12ヶ月もしくは6ヶ月にするよう提案した。またNYSEは、もしパイロット・プログラムが市場価格になんらかの混乱を起こしてしまった場合に中止・短期化するような決まりがないのだとすれば、2年はあまりにも長いとした。

一部、パイロットの対象となる事業会社から、悪質な乱用や株価操作の危険性にさらされるのは著しく不公平だとのコメントも出たようだが、対象となる流動性の高い銘柄は、高水準の透明性と監視体制を備えた取引所・市場で取引されており、また他の連邦規制によって取引活動を引き続き監視し、悪質な取引を取り締まれることなどから、SEC はパイロットの実施は問題ないものとしている。

なお、規則 202T は、いかなる SRO もパイロットの対象銘柄への価格規制停止と合致しない、もしくはコンフリクトを生じるような自主規制を行うことができないとしている。

パイロットの対象は下記の通りとなった⁴。

- ① 2004年7月28日付け SEC リリースの付録に記載された銘柄の空売り

② ラッセル 1000 株価指数構成銘柄の空売りで、東部時間午後 4 時 15 分以降、翌日の総合テープシステム開始時までに行われるもの

③ 上記①と②に該当しない銘柄で、総合テープシステムの終了時から翌日の同開始時まで（通常取引時間外）に行われる空売り

①の対象証券選択の考え方は、基本的には、ラッセル 3000 株価指数構成銘柄の中から、流動性、ボラティリティ、市場の深み、取引実態を考慮して約 3 分の 1 の銘柄を抽出するというものである⁵。まず、SEC は、2004 年 6 月 25 日時点でナスダック NMS 銘柄でもなく、AMEX・NYSE 上場銘柄でもない 32 銘柄を除外した。次に、2004 年 4 月 30 日以降に新規公開もしくはスピノフした発行体を除外。残りの銘柄を、AMEX、ナスダック NMS、NYSE の 3 グループに分け、7 月 28 日からさかのぼった一年間、一日当たり平均取引高の高い順にランク付けした上で、第 2 位から 3 社おきに選択した。なお、ラッセル 3000 株価指数構成銘柄のうち、パイロット対象とならない銘柄は「コントロール・グループ」と呼ばれる。

こうして選択されたパイロット対象銘柄は、NYSE 上場銘柄の 50%、AMEX 上場銘柄の 2.2%、ナスダック NMS 銘柄の 47.8% に相当する。SEC が、このように流動性の水準が異なる証券を抽出した理由は、価格規制がない場合の効果がどのように違ってくるのかを検証しようとするためである。

また、リリースには「パイロット対象から除外すべき流動性水準というものがあるとは考えられない。また、これらの証券には相当の市場の深み（market depth）、取引行動に対する高度な透明性・監視体制もある」という記述があり、銘柄間の取引高の格差と、空売り価格規制のあり方とを分けて考える姿勢が明確になっている。

2. 通常取引時間以外の空売り

時間外取引 (After-hours Trading) および総合テープシステム停止後の取引については、昨年の提案時点では、すべての公開証券において、ティック・テストを適用するものとするとしていた。これに対して、相当数のコメントが、通常取引時間終了後はそもそも流動性が限定されており、空売り規制が避けようとしているような悪質な行為を伴うような価格効果を生み出しえないとして、反対を表明していた。また、通常取引時間終了後の空売りは、通常取引時間中に合意しておいて時間外に執行する売買取引を促進して、投資家に流動性を供給する面があること、また現在、米国外で執行されている時間外の空売り取引が米国で執行されることの積極的な効果も主張された。こうした声に応える形で、SECは、投資家保護上必要と考えられない限り、規則 202T を通常取引時間以外にも適用することとした。

また、ラッセル 1000 株価指数構成銘柄については、前述のように、米国東部時間午後 4 時 15 分以降の空売りがパイロットの対象となる⁶。その他の銘柄については、総合テープシステムの終了後に価格規制が解除となることから、ある意味では、通常取引時間内における価格規制がないパイロット対象約 1000 銘柄とは別に、ラッセル 1000 指数構成銘柄の空売りについて、午後 4 時 15 分から総合テープシステム終了 (米国東部時間午後 8 時) までの時間帯、価格規制がない状態ができることになる。

この点について SEC は、ラッセル 3000 指数構成銘柄の中でも時価総額上位から構成されるラッセル 1000 指数構成銘柄が、その他の銘柄と比べて、相場操縦的な空売りが行われる懸念が少なかった上、通常取引時間終了後の空売り価格規制停止の効果を分析するパイロットに適するとしている。機関投資家や証券会社の実務上、ラッセル 1000 指数

構成銘柄に含まれるような、いわゆる主要株から成るポートフォリオの売買を、時間内に合意しておき、通常取引時間終了後に執行するケースが多いことを考慮したものと推測される。

3. パイロット実施の延期

上記のパイロット・プログラムについては、7月の最終案リリースの中では、2005年1月3日から開始とされていたが、その後、11月29日になって、開始日が2005年5月2日に延期されることが発表された⁷。

延期の背景には、後述するように、パイロット・プログラム対象銘柄の空売りの注文に対して「ショート適用除外 (short exempt)」という表示を行わなければならないという事情があり、多くの証券会社から、この表示の設定やシステム対応に予想以上の時間・コストがかかるという指摘が SEC に寄せられたことが大きな要因とみられる。

IV. 売り注文の表示義務について

以下では、価格規制とパイロット以外のレギュレーション SHO のポイントについて、簡単に紹介しておく。

まず、規則 200 は、証券取引所法規則 3b-3 に代わるもので、空売りの定義と株式の売却における株券の所有に関するルールを定めている。改正のポイントは、売り注文に付与する表示に「ショート適用除外」が加わることと、空売り取引について、証券会社が一定の取引単位ごとにネットポジションを計算するのを認めることである。

新たな注文表示の方法は、規則 201(c)項、規則 200(g)項に規定された。証券会社は、すべての取引所上場・店頭取引株式の売り注文について「ロング (long)」「ショート (short)」「ショート適用除外」のいずれかの表示を行わなければならない (order

marking requirement)。売却執行前に、売り手が証券を物理的に保有しているか証券会社が支配下においている、あるいは決済前に上記の状態となること（物理的保有または証券会社のコントロール下）が合理的に期待される時のみ「ロング」という表示が使用でき、価格規制（規則 10a-1）の適用除外にあたる空売りの売り注文を「ショート適用除外」と表示するものとした。後述するパイロット・プログラム対象銘柄の売り注文は「ショート適用除外」と表示されることになる。

また、規則 200(f)は、証券会社が行う空売り取引に関係の深い「アグリゲーション・ユニット」とネットティングについて定めている。歴史的には、米国の空売り規制では、多様なサービスを行っている証券会社であっても、ひとつの主体とみなし、そのポジションがネットでロングとなっているかどうかを判断できるよう集計することが求められてきた。しかし、企業単位のポジションの集計（アグリゲーション）は、証券会社内の独立した事業部門の取引活動をしばしば妨害することになっていたため、SEC は 1998 年にノーアクションレターを発出し、証券会社がトレーディングに関して事業ユニットを定め、そのユニット内でポジションを集計することを認めた。レギュレーション SHO では、これを改めてルール化した形となる。

具体的には、証券会社は、①各アグリゲーション・ユニットについて、トレーディングの目的を示した明文化された組織図を作成している、②それぞれのアグリゲーション・ユニットがすべての証券の売却についてネットポジションを計算する、③アグリゲーション・ユニットに属するすべてのトレーダーが、同ユニットのトレーディングの目的あるいは戦略に従って行動している、④個々のトレーダーは、常にひとつのアグリゲーション・ユニットだけへの従事を命じられている、という 4 条件を満たせば、事業ユニットごとにネ

ットティングを行うことが可能である。SEC は、上記の条件は潜在的な違法行為を防ぐために必要としており、もし 2 つ以上のグループあるいはトレーディングデスクのトレーダーが取引において協力しているようなケースでは、そのグループ全体をひとつのユニットとみなす、としている。

ネットポジションの集計に関しては、ブロック・ポジショニング、インデックス・アービトラージ取引の解消について例外規定がある。ブロック・ポジショニングは、証券会社が、通常の方法では執行が難しい取引を実現するために、ある顧客から発注されるブロック注文の一部もしくは全部をプリンシパルとして執行する際に発生する。ブロック・ポジショニングをとる証券会社は、ネットポジションを計算する際に、ショートポジションを含む、経済的に中立で真正な (bona-fide) 裁定取引、リスク・アービトラージ、真正なヘッジポジションを無視することができる（規則 200(d)項）。また、市場参加者は、インデックス・アービトラージ取引の解消 (unwinding) においては、その取引が金融先物契約の対象となる証券価格指数に関したものである限り、ショートポジションの集計をする必要がない（規則 200(e)項）。

V. 借株の確認義務について

1. 確認義務と借株が容易な証券のリスト

規則 203 は、統一的な借株の確認義務 (“locate” requirement) について定める。すなわち、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、もしくは貸株契約を締結しているか、②受渡日に現物の受渡しができるよう貸株ができると信ずるに足る根拠 (reasonable ground) があるのでないかぎり、証券会社は空売りを禁じられる（規則 203 (b) 項 (1) 号）。この借株の所在確認は、同じ日の内に

現物証券を買ってショートポジションを解消する (close out) かどうかにかかわらず、すべての空売り取引の執行前に行われ、文書化されなければならない。

この所在確認は、当初案では空売りを執行する口座の名義人に対する義務として定められたが、パブリックコメントの一部にみられた意見を反映し、最終案では証券会社に対する義務ということになった。

具体的な「信ずるに足る根拠」については、借株の容易性から証券会社が「借株が容易な (Easy-to-Borrow)」証券のリスト、「借株が難しい (Hard-to-Borrow)」証券のリストをそれぞれ作成するアイデアがコメントに付された。検討の結果、証券会社は、フェイルがないと考えられる証券について「借株が容易な (Easy-to-Borrow)」証券リストを作成し (作成後 24 時間を経過していないリストが有効)、このリストを活用して「信ずるに足る根拠がある」という基準を満たすことが可能となった。ただし、当該リストに掲載された証券が度重なるフェイルを起こした時には、リストの信頼性に疑念を生じさせることになるため、その証券会社はリストを活用することができない。

一方「借株が難しい (Hard-to-Borrow)」証券のリストは、貸株市場での限定的な供給を示す。したがって、これらの証券について、所在確認を行うのは一般的には難しいと考えられる。しかし、特定の貸株業者が一定の証券を当該リストに記載したからといって、リストに載っていないその他の証券の借株が容易とされていることにはならない。複数のパブリックコメントが、「借株が難しい (Hard-to-Borrow)」証券のリストを作成することの有効性について慎重な見方をしていることなどから、SEC は「借株が難しい (Hard-to-Borrow)」証券のリストに載っていないことによって「信ずるに足る根拠」とすることはできないものとした。

SEC は、この他にも、確認義務の例外をいくつか設けた。具体的には、他の証券会社からの注文 (レギュレーション SHO を遵守することが求められる登録証券会社からの空売り注文) と、マーケット・メーカー (スペシャリストもしくはマーケット・メーカーによる真正な取引活動による空売り) については、確認を実施する必要がない (規則 203(b)項(2)号)。またその他の例外として、ある人が転換証券・オプション・ワラントを保有していて、転換もしくは交換がなされたが、合理的にみて、決済日までに対象となる証券 (Underlying Asset) が入手できないことが見込まれるような場合には、取引日から 35 日を超えない範囲でなるべく早く受け渡しを行う必要がある。

2. 継続的にフェイルとなっている証券の空売り

レギュレーション SHO は、継続的にフェイルポジションとなっている証券に対して行う強制買戻し措置 (mandatory close-outs) について規定している (規則 203 (b) 項 (3) 号)。すなわち、継続してフェイルポジションが生じているような銘柄に対する空売りには、決済・取引の安定性の観点から消極的な影響も予想されるため、受渡しの管理と空売り規制を厳格化することとしたものと考えられる。

同規則はまず、連続した 5 営業日間、登録決済機関において、10,000 株以上もしくは発行済み株式数の 0.5% 以上、受渡しがフェイルしている証券を「threshold security (要注意証券)」と定義する⁸。上記条件をみたす証券のリストは、該当する証券が上場している市場の SRO によって毎日公表される。

規則 203 (b) 項 (3) 号は、連続 13 日間 (通常の決済日から 10 日間) 経過したフェイルについては、登録決済機関の参加者 (クリアリング・ブローカーなど) が同種の証券

を購入して清算を行うよう求める。加えて、その決済機関参加者と証券会社（マーケット・メーカーを含む）は、当該証券のフェイルポジションが解消されるまで、さらなる空売り取引、あるいは空売りを行うのに必要となる貸株の取り決め（arrangement）を行うことを禁じられる。

VI. おわりに

今回のレギュレーション SHO 最終案は、1999 年末に発表されたコンセプト・リリース（討議用文書）から始まった、一連の規制改革の延長線上にあるものと位置付けられる⁹。その一方で、上記からも分かるように、今回の最終案で新たなルールが完成というわけではなく、特に価格規制については、パイロット・プログラムを通じて新たな「実験」の段階に入ることが宣言されたにすぎない。

注文表示義務の改正やパイロットの実施に伴い、市場関係者・証券業界全体を巻きこんだ対応が必要となっていることなどから、レギュレーション SHO に対する注目は大きい。SEC も、最終案採択後からホームページ上に「スポットライト」、すなわち一種の特集ページのひとつとして関連リリースをまとめて掲載し、さらに 2004 年 12 月 17 日からは「Q&A」の公開と随時更新も始めている¹⁰。

特に、2005 年 5 月に開始が延期されたものの、パイロット・プログラムは、今後重要な意義を持つと考えられる。注目されるのは、相当範囲の証券に対して空売り価格規制を撤廃することが SEC の視野に入っていることである。しかも、最終案でパイロットの対象銘柄が大きく拡大されて、ラッセル 3000 指数構成銘柄中、時価総額が小さいあるいは一日当たり平均取引高が少ない銘柄も対象となったことは、場合によっては、そうした銘柄に対しても価格規制を撤廃する可能性があることを示唆している。

そもそも、現行の空売り価格規制ができあがった契機は、大恐慌時代の最中である 1931~32 年頃に、当時のフーバー政権や連邦議会が、株価下落を加速させている「空売り勢力（bear raiders）」を規制せよと主張したことである¹¹。ところが、NYSE など証券市場関係者が「空売りを行う投資家は、潜在的には証券の買い手でもあり、市場の安定性の源である」「空売りが株価下落の圧力となっているかどうかは定かでない」と反論したことなどから、実際のルール策定にはかなりの時間がかかることとなり、1938 年になって、その前年の株価下落を受けて SEC がアップティック・ルールを導入するまで、議論は続いた。今回、70 年近い時間を経て、価格規制がようやく本格的に見直されるのは、歴史的にみても大きなイベントと認識できよう。

また、米国における空売り規制の議論には、株式市場の構造の問題が大きく影響していることにも留意すべきである。現在、取引所上場銘柄とナスダック NMS 銘柄の価格規制は異なっているのに対し、レギュレーション SHO では、最終案で統一ビッド・テストへの移行は見送ったものの、（価格規制を継続する場合には）参照価格を統一しようとの方向性があることには変わりがない。その一方で、折から、米国では NMS を構成する株式市場規制に関するレギュレーション NMS の制定へ向けた議論が進展している¹²。レギュレーション NMS の中には、トレード・スルー（最良気配が提示されている市場以外で売買を成立させること）を部分的に容認する規則案や、公表気配へのアクセスに関する規則案（取引所、マーケット・メーカー、ECN など気配情報を発信するものが、受信側を差別的に取り扱うような手数料等を課してはならない）などが盛り込まれており、パイロット後に改めて議論されるとみられる空売り価格規制の方向性に影響を与えることも考えられよう。

最後に、一連の空売り規制改革の基本には、行為としての空売りを制約するという発想はほとんどみられないという点に注意すべきであろう。すなわち、制約すべきなのは相場操縦や詐欺的行為であって、それは取引システムや市場監視技術の問題として抑制・摘発をしながら、情報技術があまり発達していない時代にやむを得ず作られた価格規制など、空売りを不必要に制約しかねないルールは廃止していこうとの努力が見える。

一方、日本では、2001～02年頃に相次いで空売り規制が改正された際、空売り規制を強化して米国並みの水準にしなければならないと主張されたのに対して、市場の流動性向上に寄与している空売りまで禁止することになりかねないという反論も出されて、大きな議論となったことがある。変革期に入っている米国の空売り規制の動向に改めて注目し、今後の議論に参考にしていく必要があると考えられる。

ト出版) 参照。

¹² レギュレーション NMS を巡る議論については、大崎貞和「レギュレーション NMS 提案について—米国における株式市場規制見直しの動き—」『資本市場クォーターリー』2004年春号、および大崎貞和「レギュレーション NMS に関する修正提案」『資本市場クォーターリー』2005年冬号を参照。

¹ SEC Release No. 34-50103 (July 28, 2004)。レギュレーション SHO は 2004 年 9 月 7 日から施行されている。

² SEC Release No. 34-48709 (October 28, 2003)。提案段階のレギュレーション SHO については、関雄太「米国の新たな空売り規制について」『資本市場クォーターリー』2004年冬号を参照。

³ 図表 2、図表 3 は脚注 2 レポートより再掲。

⁴ SEC Release No. 34-50104 (July 28, 2004)。

⁵ ちなみに、2003 年のラッセル 3000 株価指数構成銘柄の一日当たり平均取引高は、2290 万ドルであった。また、2004 年 11 月末時点のラッセル 3000 構成銘柄の平均時価総額は 742.2 億ドル、一銘柄あたり時価総額の中央値は 9.32 億ドルである。

⁶ 通常取引時間が東部時間午後 4 時 00 分までであるにも関わらず、午後 4 時 15 分と設定した理由は、取引報告が 4 時過ぎまでかかることがあるからとされている。

⁷ SEC Release No. 34-50747 (November 29, 2004)。

⁸ Threshold の原意は「敷居、戸口」。

⁹ SEC Release No. 34-42037 (December 27, 1999)。

¹⁰ <http://www.sec.gov/spotlight/shortsales.htm> 参照。

¹¹ Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street* (Third Edition), Aspen Publishers, 2003, および Charles Geisst, *Wall Street: A History*, Oxford University Press, 1997 (邦訳「ウォールストリートの歴史」フォレス