

## 空売り価格規制の撤廃を決めた SEC

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. 2007年6月13日、米国SEC（証券取引委員会）は、証券取引所法規則10a-1とその他の空売り価格規制を撤廃する決定を採択し、通称アップティック・ルールがおよそ70年ぶりに廃止されることが決まった。
2. 今回の決定は、90年代後半からSECが進めてきた空売り規制の現代化に関する取組みの中でも最も注目すべき改革となる。価格規制の撤廃に向けた議論を進める中で、SECは取引所、証券会社を巻き込んで、約1000銘柄の規制を一時撤廃するという実験（パイロット）を行い、その定量的な分析結果を活用して合意形成を図っていった。
3. 一連の規制改革においては、行為としての空売りを害悪視する発想はあまり見られず、空売り価格規制は情報技術が今ほど発達していない時代にやむを得ず作られたものにすぎない、相場操縦や詐欺的行為は別の市場監視手段によって規制していくべき、という考え方方が強く見られる。また空売りが幅広い伝統的な機関投資家、ヘッジファンドなどに活用されている実態にも配慮したものと考えられる。
4. 1997年から2002年にかけて空売り規制を強化した日本も、米国の空売り価格規制に関する改革論議を参考にしていくべきである。

### I 約70年ぶりの規則改正とその背景<sup>1</sup>

2007年6月13日、米国SEC（証券取引委員会）は、証券取引所法規則10a-1とその他の空売り価格規制（プライス・テスト）を撤廃し、同時に、すべての自主規制機関（SRO）に対し価格規制を行うことを禁じる決定を採択した<sup>2</sup>。この結果、70年近くに渡り、米国市場で空売りが可能な最低価格を規制してきた、通称アップティック・ルールの撤廃が正式に決まった。

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

<sup>1</sup> これまでの米国における空売り規制改革の経緯について、関雄太「米国新たな空売り規制について」『資本市場クオータリー』2004年冬号、同「空売り価格規制の広範な緩和を視野に入れるSEC」『資本市場クオータリー』2005年冬号参照。

<sup>2</sup> <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-114.htm>

制する権限を与え、1938年に、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 が採択された。これがアップティック・ルール（ティック・テストとも呼ばれる）である。一方、NASDAQ銘柄についても、NASD とNASDAQが独自の価格規制を定めており、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規制を採用してきた。これはビッド・テストと呼ばれていた。

そもそも、こうした空売り価格規制が出来上がった契機は、大恐慌の最中である 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った<sup>3</sup>。一方、ニューヨーク証券取引所（NYSE）を中心とした証券市場関係者は「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」と反論したことから、激しい議論が闘わされた。ようやく 1938 年になつて、その前年の株価下落を受けて SEC がアップティック・ルールを導入することを決め、決着がついたのである。

その後、アップティック・ルールは長らく堅持されてきたが、90 年代末に至つて SEC は空売り規制の現代化に着手し、1999 年 10 月にはコンセプト・リリース（討議用文書）を公表した。このコンセプト・リリースには多くのパブリック・コメントが寄せられたが、実はこの頃から、米国の空売り規制に関する議論は、大きく方向転換し始めた。すなわち、規制すべきは相場操縦や詐欺的行為であつて空売りではないはず、また相場操縦行為などは取引システムや市場監視技術の問題として抑制・摘発すべきである、アップティック・ルールは情報技術が今ほど発達していない時代に作られた規制であり時代遅れではないのか、という声が表面化しあげたのである。さらに SEC は、ロング・ショート戦略など空売りを活用した株式トレーディングの広がり、呼び値の 10 進法への移行（デシマライゼーション）、NASDAQ銘柄の市場外取引の増大といった、近年の株式市場の変化を勘案して、新たな空売り規制の検討を進めていった。

2003 年 10 月になって SEC は、1934 年証券取引所法規則の改正案「レギュレーション SHO」を採択した。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。これはフェイルの増加など、裏付けのない空売り（“Naked” Short Sales：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で、どちらかというと規制強化と位置づけられる。第二のポイントは、これまでのティック・テストに代わる価格規制として「統一ビッド・テスト（Uniform Bid Test）」を導入することであった。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考価格を統一する狙いがあったと考えられる。

<sup>3</sup> 当時の状況は、Joel Seligman, “The Transformation of Wall Street” (Third Edition), Aspen Publishers, 2003 (邦訳「ウォールストリートの変革—証券取引委員会（SEC）の歴史」創成社) および Charles Geist, “Wall Street: A History”, 1997 (邦訳「ウォールストリートの歴史」フォレスト出版) に詳しい。

## II パイロット・プログラムの実施と分析

ところが SEC はこの時点で、価格規制の撤廃を視野に入れた取り組みを開始した。すなわち、レギュレーション SHO で、2 年間の「パイロット」の間、一部の銘柄に価格規制の適用を留保するとしたのである。パイロットの対象となる約 300 銘柄の空売りについては、価格規制が一時停止されるわけで、注目を集めると同時に、改正案採択後のパブリック・コメントの多くがこの構想の是非に焦点をあてることとなった。その中では、同一の業界内で価格規制のある銘柄とない銘柄が並立すると異質な価格形成や取引行動が生じるのではないかという懸念も一部にあったものの、多くのコメントがパイロット・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。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不公平だととのコメントも出たが、SEC は、対象銘柄は、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、パイロットの実施は問題ないものとした。

結局、パイロットは、2005 年 5 月 2 日から、期間を 1 年間に短縮して実施されることになった。しかも、パイロットの対象には、ラッセル 3000 株価指数構成銘柄の中から小型株を含む約 1000 銘柄が選定されることになり、大幅な対象銘柄の拡大が行われた。

パイロットの狙いは、時限的に価格規制を撤廃した銘柄と、規制を継続する銘柄との間に、どのような違いが発生するかを実証的に調査し、価格規制の部分的もしくは全面的な撤廃の可能性を探ることにあった。これを受け、SEC の経済分析局（Office of Economic Analysis）は実際に調査を実施、2007 年 2 月に最終報告を発表した<sup>4</sup>。多面的な定量分析の結果、同報告書は価格規制の撤廃は、空売りのメカニズム、注文回送、気配値の深み、日中のボラティリティなどに有意な変化を与えるが、市場の質（フェイル・売り崩し・不正行為の発生など）、流動性に対して悪影響を与えることはない、と結論した（図表 1）。また取引所上場銘柄とNASDAQ 銘柄、時価総額の大小などに分けて検討しても、実証結果にさほどの差はみられないとした。

こうした経緯を経て、SEC はレギュレーション SHO の当初案で構想していた統一ビッド・テストの導入から方向を大きく変え、価格規制自体の撤廃へ向かっていった。レギュレーション SHO の他の規則が、2005 年から施行されているため、今回の価格規制撤廃も即日施行となったが、特に大きなイベントもなく、市場関係者は肅々と新規制を受け入れている。

一方、レギュレーション SHO において、もう一方の柱にあたる、裏付けのない空売りに対する規制強化については、依然として微細な規則の改正が続いている。SEC は、取引の安定性を阻害する空売り行為についてはループホールをなくそうとしており、例えば、借入証券を特定するための証券会社の確認義務、継続的にフェイルポジションとなっている証券に関する強制清算義務などについて、厳格なルール確立へ向けた動きが継続する見込みである。

<sup>4</sup> <http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf>

図表 1 SEC 経済分析局調査による価格規制撤廃の影響：要点

サンプル期間	2005年1月1日～10月31日（パイロット前4ヶ月＋期間中6ヶ月）
サンプル銘柄	ラッセル3000指数構成銘柄
分析から除外した銘柄	05年5月2日以前に上場廃止された銘柄
サンプル数	取引所上場：パイロット銘柄504、コントロール（規制継続）銘柄973 ナスダック：パイロット銘柄439、コントロール（規制継続）銘柄917
空売りへの影響	パイロット銘柄では空売りの取引高が増加（小型株の方が空売りの増加度が高い）。空売り残高（ショートインカスト）には影響なし。オプションの取引高・建玉には影響なし。パイロット銘柄に対しては、よりバランスがとれたトレーディングが行われる。
流動性	取引所上場パイロット銘柄の買い気配の深さ（depth）は減少（単一変量分析、回帰分析ともに）。回帰分析では買い気配、売り気配とも深さが減少。
ボラティリティ	いくつかの分析結果は日中のボラティリティ増大を示唆した。小型株で増大効果が大きい。日次ボラティリティには変化なし。
効率性	短時間（5分間）でみるとパイロット銘柄の価格形成の逆転頻度（return reversal）が大きくなるが、長時間（30分間）では違いはみられない。
リターン	取引所上場パイロット銘柄においては、パイロット初日に24ベーシスポイント低いリターンが認められたが、ナスダック銘柄については有意なリターンの差は認められなかった。6ヶ月の長期においては、リターンへの影響は認められなかった。
結論	大方の分析結果が、価格規制撤廃はマイナーナ効果しか持っていないことを示した。いくつかの分析結果は、ティック・テストは小型株の株価形成により強い影響を有していたことを示した。

（出所）SEC Office of Economic Analysis “Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot”, 2/6/2007 より野村資本市場研究所作成

### III 空売りを害悪視していないことを示した米国の規制改革

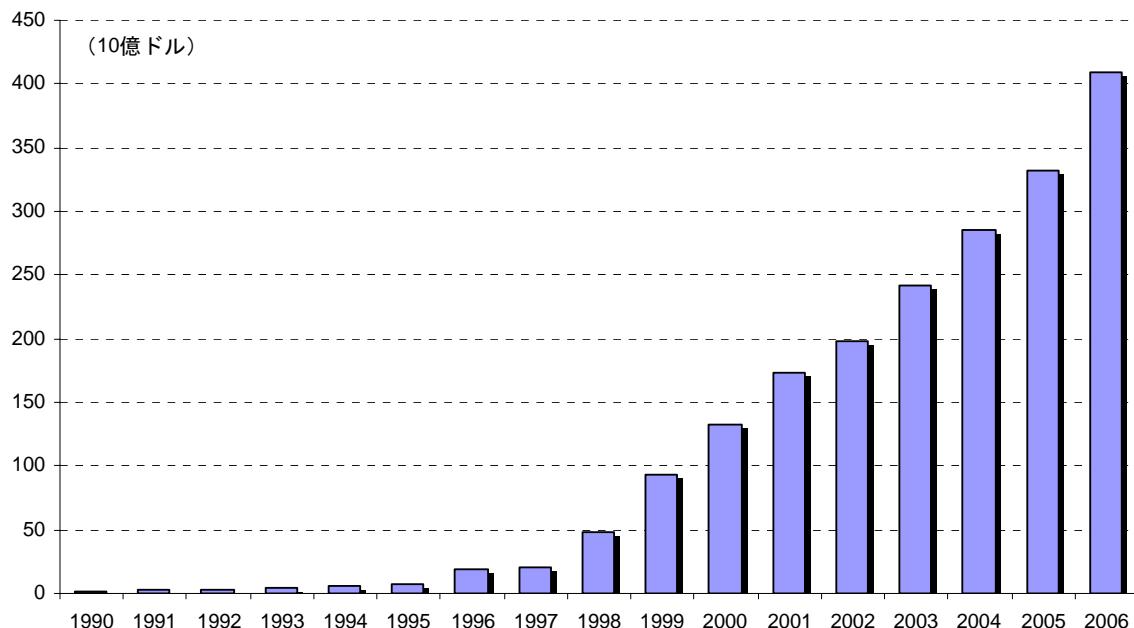
このように、米国の空売り規制は7～8年に及ぶ議論と実験を経て、大きく体系をつつある。一連の規制改革の動きを見て気づくことのひとつは、行為としての空売りを害悪視する発想があまりみられない点であろう。すなわち、市場にとって有害なのは相場操縦や詐欺的行為であって、空売り価格規制は情報技術があまり発達していない時代にやむを得ず作られたものにすぎない、という考え方である。空売りの存在が、市場の流動性を高めるためにむしろプラスになると広く理解されていることの証左でもあろう。実際の空売りは、Bear Raidersのような一部の投資家の専売特許ではなくなってしまっており、ヘッジファンドに加え、証券会社や伝統的な機関投資家も巻き込んで、かなり一般化している<sup>5</sup>。ヘッジファンド業界だけを見ても、ロング・ショート戦略の資産は急増しており、ヘッジファンド業界全体の資産の3割弱を占めている（図表2）<sup>6</sup>。

一方で、価格規制撤廃に至るまでに、多くの時間と議論を費やしたこととは、それなりの

<sup>5</sup> 例えば、長島亮「米国で新たな株式運用戦略として注目を集める『130/30戦略』」『資本市場クオーター』2007年春号参照。

<sup>6</sup> HFR社の推計によれば、2006年末ヘッジファンド業界資産は1兆4267億ドルで、株式ロング・ショート戦略（株式ヘッジ戦略）は4090億ドルである。ちなみに、空売りを専門とするヘッジファンド戦略は「ショート・セリング」と呼ばれるが、2006年末時点で41.9億ドルしか資産がなく株式ロング・ショート戦略の100分の1程度の規模に過ぎない。

図表 2 株式ロング・ショート戦略を採用するヘッジファンドの推定資産推移



(出所) HFR 社資料より野村資本市場研究所作成

反対論があったことを示してもいるし、また 2000～2003 年頃の株価下落時には、空売り規制緩和を議論のテーブルにあげにくい状況があったことも推察される。とはいえ、SEC が、こうした状況の中で価格規制の撤廃を大胆に発案し、約 1000 銘柄の価格規制を一時的に取り外すという、取引所や証券会社を巻き込んだ大実験まで行ったことは、まさに米国株式市場の歴史に残る規制改革であったといえるし、決定に至るプロセスやアプローチも、注目に値しよう。

日本では 1997 年から 98 年、2001 年から 02 年という株価下落時に、空売り規制の相次ぐ導入・強化がなされて現在に至っている。今振り返れば、この 10 年間に米国とは逆の動きをしていたことになる。規制導入の際には、日本も空売り規制を強化して「米国並み」にしなければならないとの主張や、逆に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、活発な議論となつたようだが、現在はそれほど注目されているようには見えない。実際には、株式市場の動きがそれほど不安定でない今こそ、米国における空売り規制改革を参考にしてあるべき姿を考える好機といえるのではないだろうか。また昨今、さまざまな場で議論されている日本市場の国際競争力向上へ向けた政策という点でも、投資家層の厚みを増し、市場の流動性を高めるために、空売り価格規制を見直すことは重要な論点になりえるのではないかと思われる。