

# アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション

清水 葉子

はじめに

日本の空売り規制は、おおむねアメリカの一九三四年証券取引所法に基づく空売り規制をとり入れたものとされる。このたび、アメリカで空売り規制の大幅な見直しが行われると同時に、一部銘柄に限って空売りの価格規制を期限付きで撤廃し、空売り規制の効果を実験的に実証することとなった。

空売りは、理論的には市場に流動性を供給し価格の効率性に資するという意義を持つ一方で、現実には相場操縦に利用されやすく売り崩しにつながる可能性も否定できず、規制の必要性や規制の自身については議論が多い。国際的に見ても、アメリカやアジア諸国の多くでは、価格規制を含めた空売り規制が導入されているが、ヨーロッパ諸国では空売りに関する価格規制は導入されていないところがほとんどである。

アメリカでの規則改正の内容については、すでに詳細な紹介がある<sup>1)</sup>ので、本稿では規則改正の概要を簡単にまとめた上で、今回の改正の意味と日本へのインプリケーションについて考察することとしたい。

## 1 規則改正の理由

今回の空売り規制の改正については、一九九九年一〇月にコンセプト・リリースが発表されたが、同時多発テロの影響でその後とりまとめに時間を要した模様で、規則改正案の提示は二〇〇三年一月、最終的な改正規則

は二〇〇四年八月に発表された。

本規則改正は、一九三四年証券取引所法に基づいて一九三八年に定められたSEC規則10a-1 (Short Sale Rule)などを改正するというものである。改正の理由について、SECはコンセプト・リリースの中で次のように説明している。SECは、現行の空売り規則が制定から七〇年近くほとんど改正されてこなかったことを指摘した上で、当初の規制導入時点では、証券の取引量も少なく取引戦略もシンプルな時代であったが、その後、取引高・売買速度・取引の複雑さが増大し市場の状況が変化したと述べている。また、市場の透明性と監視メカニズムが向上したために、空売りにからむ不正行為が詐欺・相場操縦関連の規定によって摘発された事例を挙げている。このように、現実が変化して規制の内容と乖離したことから、空売り規制の見直しが必要であると認めたとしている。

ここから、従来の空売り規制には、空売りそのものを規制する必要性と、空売りを規制することで、空売りに付随しやすい相場操縦などの不正行為を間接的に規制するという二つの規制目的があり、現在では監視メカニズムの向上によって、これら二つの規制目的を分けることがある程度可能であるという視点を示唆していることは興味深い。

## 2 アメリカの空売り規制の構造

アメリカの空売り規制は、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るとする一九三四年証券取引所法10(a)条の定めに従い、SEC規則で定められている。

規則3b-13では、空売りを次のように定義している。すなわち、「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、あるいは売り主の勘定において借り入れた証券を引き渡すことによつて完了する売付のことである、とされる。<sup>(2)</sup>

SECによると、空売りが行われる目的は、一般的に①価格下落時に利益を得るため、②保有証券のヘッジのため、と理解される。空売りの意義は、①市場に対して流動性を供給する（スペシャリストやマーケット・メーカーが行う取引が典型的で、売り需要が縮小した時に、空売りによつて売り需要を供給することで売り買いの一時的な需給インバランスを調整する）、②価格効率性に資する（価格上昇を見込んだ買いと同様に、価格下落を見込んだ売りが行われることによつて、証券価値の過大評価が修正され、効率的な価格が形成される）点にあるとしている。

空売りが以上のような意義をもつにもかかわらず、一定の規制対象としなくてはならないとする根拠は、空売りが不正な相場操縦に利用される可能性があるからである。つまり、空売りは、需給のインバランスによつて価格を下げ、価格の下落局面ではファンダメンタルズが変化したような（虚偽の）見せかけをつくることによつてさらに下落を加速させることがあるためであるとしている。

### 3 改正前の規制内容<sup>(3)</sup>

アメリカの空売り規制は、おおむね（1）価格規制、（2）空売りであることの明示義務、（3）証券会社による確認義務（決済履行に関わる）、その他によつて構成される。

まず（1）価格規制については、SEC規則一〇a—1（a）により、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が禁止

されている。この規制は取引所市場証券に適用され、「アップティックルール」または「ティックテスト」と呼ばれている。アップティックルールの目的は、(a) 上昇相場では比較的緩やかな規制を採用し、(b) 継続的に低い価格での空売りを禁止することで市場価格の低下を招くことを防ぎ、(c) 相場の下落傾向を激化する動きを封じるためであるとしている<sup>(4)</sup>（一九九九年のコンセプト・リリース）。

一方、ナスダック証券については、ディーラー市場であるためオークション市場のように出来値によるティックテストを行うことができない。このため、NASD規則三三五〇（一九九四年）により、出来値ではなく、最良買気配を基準にした価格規制（ビッドテスト）を採用している<sup>(5)</sup>。以上により、取引所市場証券とナスダック証券のいずれにも、空売り可能な最低価格（Minimum Sortable Price、MSP）が定められ、相場下落時の空売りには一定の制限が設けられている。

続いて、(2) 明示義務については、SEC規則一〇a—1により、売り注文には、証券を保持して売りを行う「L（ロング）」か、証券を保持しないで売りを行う（＝空売り）「S（ショート）」のいずれかの表示が義務づけられている<sup>(6)</sup>。なお、顧客注文に関して、証券会社は一定の手続きを踏んで実注文と判断した場合、事後的に貸株を利用した空売りであったことが明らかになっても、表示義務違反を問われない。

(3) 証券会社による確認義務としては、各自主規制機関規則によって、顧客が決済日に受渡し可能と信ずるに足る根拠がない限り、証券会社は空売り注文を受けることを禁じられている（NYSE規則四四〇C・10、NASD規則三三七〇）。また、決済のための証券借入れの十分な努力が行われない限りフェイルは認められず（NYSE同右）、あるいは一定以上のショートポジションがある場合には証券会社に強制清算義務がある（NASD規則一一八三〇）。

#### 4 今回の規制変更

今回の最終的な規制では、(1) 価格規制として、統一ビッドテストの導入(見送り)、(2) フェイル対策のため、確認義務と明示義務の統一化・強化、(3) 一部銘柄について試験的に空売り規制の適用を停止するパイロット・プログラムの実施、(4) 発行登録制度 (shelf offering) に対する除外規定削除、などが主要な内容となっている。

(1) 統一ビッドテストとは、近年の取引の場の多様化に対応すべく、空売りの価格規制に関してオークション市場とディーラー市場の統合をはかろうとする試みである。新規制以前には、取引所上場証券には出来値を用いたティックテスト、ナスダック証券には気配値を用いたビッドテストとそれぞれ異なる価格規制が適用され、規制根拠も前者はSEC規則、後者はNASD規則と統一されていなかった。これに対し、新規制では、価格規制のための参照価格として、取引所証券にもナスダック証券にも「統合された最良気配値」を用い、最良買い気配の一セント以上高い価格を有効とする。これによって、価格規制は出来値から気配値へ統一され、相場の方向にかかわらず一セント高い価格までが有効となる。(ナスダック・スモールキャップ以下の証券およびナスダックADF以外で執行される取引には引き続き適用されない)。

SECは、価格規制の統一によって、①価格の参照点が一つだけとなり規制が簡素化されること、②相場下落時にも空売りが可能(相場の方向性を問わない)となり事実上の規制緩和となること、③最良気配値以下での空売りは禁止することで、過度な売り崩しは従来通り禁止できることをメリットとして挙げている。しかしながら、この統一ビッドテストによる価格規制は、技術的な理由により、後で述べるパイロットプログラムの実施後まで導入が見送られることとなった。<sup>(1)</sup>

(2) フェイル対策は、証券の裏付けのない空売り (Naked Short Sale) 増大問題への対処の必要が生じたために検討された。NSS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り、フェイルの可能性が高いとしかねてから批判されていた。NSSは、満期日のない先物契約と同じであり、買い手側からすれば、自分の相手がNSSを行っていることが分かっていたら、別の条件(価格など)でないと取引に応じなかった可能性もある。また、時価総額の小さな銘柄でNSSが行われると、株価下落が加速し相場操縦の可能性も高まる。

今回の規制では、売り手が借株を確保していることを確実にするため、証券会社による確認義務を自主規制機関規則から統一的なSEC規則へと強化し、空売り前に借り入れる証券を特定 (locate) することを求めた。また、継続的にフェイルとなっている証券を要注意証券として公表し、空売りを禁止するほか、一定期間以上フェイルを続けている場合には証券会社に強制清算義務を課す。

(3) 試験的な価格規制撤廃は、一定の流動性の高い銘柄を対象に時限措置(二〇〇五年五月から一年間)として価格規制を撤廃するというものである。具体的には、ラッセル三〇〇〇構成銘柄の中から、流動性・ボラティリティ・厚み・取引実態などをもとに約三分の一にあたる銘柄が対象となる。対象銘柄は、SECによると、NYSE上場のおよそ五〇%、AMEXの二・二%、ナスダックNMSの四七・八%に相当するとされ、かなりの範囲に及んでいる。

SECは、本パイロットプログラムの意義として、①規制緩和がボラティリティや市場の効率性・流動性に与える影響を調べる。②ビットドテストの規制上の実効性を比較検証できる、といった点を挙げている。

## 5 日本へのインプリケーション

今回のアメリカの空売り規制の変更のうち、(1)統一ビッドテストについては、価格規制緩和も含んでいるとはいえ、本来はオークション市場とディーラー市場の統一(NMSの再構築による市場分裂の回避)のための改正という意味が強いと考えられる。この点で、日本では市場間をまたがる大幅な市場分裂が起きているという状況ではないので、空売りの価格規制の内容を市場間で統一すべき必要性は高くなく、アメリカの今回の改正がそのまま参考になるというわけではないと考えられる。

(2) フェイル対策としての確認・明示義務の強化については、今回は最終案で最も重点が置かれた印象である。これは、アメリカの場合、証券の裏付けのない空売り(Naked Short Sale)がフェイルの温床になっているとする批判が強いという事情のためであるとされる。<sup>(8)</sup>これについても、日本の場合には、一般的に空売りに際しての借株の確認は証券会社によって行われており、裏付けのない空売りがフェイルにつながる大きな問題になっているわけではない。この点でも、規制背景がアメリカと日本とは異なると考えられる。

残るは(3) 価格規制を部分的に撤廃するパイロットプログラムであり、SECはこれを通じて、空売り規制が流動性やボラティリティにどのような影響を及ぼしているか、空売り規制と空売りに付随する不正行為の規制が切り離せるかどうかを検討するのではないかと考えられる。

空売りを理論的に検討すると、空売りが禁止された状態では、証券の価格は現在証券を購入したいと思つている投資家だけによって決定され、ペシミスティック・インベスター(価格の低下を予想する投資家)の期待が価格に反映されない。このため、証券を購入したいと思つているオプティミスティック・インベスターのみで決定された価格は、必然的に過大評価となる。<sup>(9)</sup>したがって、理論的には空売りを禁止せずに、売り買い双方の期待が

取引を通じて価格に織り込まれた方が、価格の効率性が向上するということになる。

しかし、一方で、現実には空売りが価格低下時に売り崩しに使われ、相場操縦や、必要以上のボラティリティ増大につながるといった可能性も否定できない。このため、空売り規制には、空売りそのものの規制と、空売りに付随しやすい相場操縦などの不正行為を間接的に規制するという二つの目的が混在していた可能性が高い。この点は、最終的には実証研究の進展を待つしかなく、今回のパイロットプログラムによってデータが蓄積されることが規制の有効性を判断する上で重要となると考えられる。

日本でも、アメリカでの価格規制緩和の状況とそれをもとにした実証研究の動向を注視することに加えて、相場操縦等の不正行為の規制によって空売りの付随的な弊害が防止できるのであれば、空売り規制の再検討が必要になるかもしれないと考えられる。

## 注

(1) 注(3)参照。

(2) アメリカでは、売り手が証券を保有しているかどうかは、ネットでロングのポジションを持っているかどうかによって判断される。したがって、多くの空売りポジションを持っていても、集計上ネットでロングポジションを持っている場合は空売りではない。また、ポジションの集計単位は、一定のルールに従って証券会社側が決めることができる。

(Release No. 20230, Sep 27, 1983<sup>1</sup> および一九九八年のノーアクションレターに基づく)。今回の規則改正で、このポジション「集計単位」"Aggregation Unit"も正式に規則化された。また、次のような場合には、証券を保有していなくてもみなし所有を認める。(1) 当該証券の権利書を持っている、(2) 購入契約は締結したが未受領、(3) 転換社債等の権

- 利行使があった場合、(4) ワラント、オプションの権利行使、(5) 引渡権または買取権の行使があった場合。
- (3) 以下、規則改正の詳細な紹介は、関雄太(二〇〇五)「空売り規制の広範な緩和を視野に入れるSEC」『資本市場クォーター』二〇〇五年冬号、同「米国の新たな空売り規制について」『資本市場クォーター』二〇〇四年冬号参照。
- (4) 価格規制には一定の適用除外が設けられている。売付人が証券を所有し引渡す意向がある場合、ロングと表示された売付けに携わるブローカー、端株注文の相殺のための売付け、スペシャリスト、マーケット・メーカーの自己勘定の売付け、裁定取引……などである。
- (5) ナスダック証券についても、マーケット・メーカーの取引に関して広い除外規定があるほか、上場証券と同様の適用除外規定が設けられている。
- (6) ロングとして認められるためには、会員証券会社が当該証券を所有しているか、売付けを行なおうとする投資家が証券を所有しており、大きなコストをとまなうことなく直ちにその証券を差し出すことができるとの情報を証券会社が実際に持っていることが条件となる。この条件にも一定の適用除外規定がある。
- (7) 価格規制の変更には証券会社側のシステム対応が必要であるが、後に述べるパイロットプログラムと同時に実施された場合、システム負担が過重になるとする懸念が表明されたため。SECは統一ビッドテストの導入についてはパイロットプログラム実施後に改めて検討するとしている。
- (8) この点に関連して、二〇〇三年に、一六社の発行会社が空売りの対象とらしくいようにするため、自社株をDTIC預託から引き出し、カスタディアンを通じてのみ移動できるようにしようとしたことが指摘されている。詳細は、<http://www.dicc.com/PressRoom/2003/nakedshorts.html>参照。また、株価連動条件のついた債券に関連して、空売り

で株価を人為的に低下させようとした投資顧問会社が摘発されている。 <http://sec.gov/litigation/complaints/compl8003.htm>参照。

- (6) Miller (1997) "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion". *Journal of Finance* 32, 1151-1168. 空売りの理論および実証に関する先行研究については、志馬(二〇〇五)「空売り規制に関する世界の動向」『証券経済学会年報』第四〇号参照。

(しみず ようこ・客員研究員)