

# アメリカの空売り規制

↳アップティック・ルール撤廃へ↳

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、空売り規制の改正がこのところ大きな話題の一つになってきた。一九三八年に初めて空売り規制（下落相場で直近価格を下げる方向での空売りを禁じるいわゆる「アップティック・ルール」など）が導入されてからほぼ七〇年ぶりとなる二〇〇四年に、空売りの新規制「レギュレーションSHO」が採択され翌年施行された。その後も、引き続きアップティック・ルールの一時停止実験（パイロット・プログラム）が行われる一方で、アップティック・ルール以外の空売り規制については強化の方向で議論が進められた。こうした動きをうけて二〇〇六年一二月にはわずか二年で空売り規制の再修正提案が行われ、アメリカの新しい空売り規制の方向がかたまりつつある。

本稿では、レギュレーションSHOとあわせて一二月の新しい再修正提案を紹介するとともに、アメリカで頻発しているとされるフェイルと、その温床と言われる「受渡し証券の裏付けのない空売り（Naked Short Sale）」の防止策について考察する。

## アメリカの空売り規制

「空売り (short sale)」とは、売り主が証券を保有しないで行う売付け、もしくは借入れを行った証券を引き渡すことによって完了する売付けのことである。いずれにしても、自分が保有しない証券を売るのであるから、決済に際しては借入れた証券が用いられることになる。

空売りは、(a) 市場に流動性を供給するとともに、(b) 価格の過大評価を適正な方向に修正するという意義を持っている。すなわち、価格上昇を見込んだ買い手による証券購入が市場の価格形成に資するのと同様に、価格下落を予想する売り手による空売りも証券価格の過大評価の修正に寄与する。このことから、空売りが必要以上に抑制されていると、過大評価されている価格が修正されず、市場の効率的な価格発見が損なわれると考えられる。

空売りには、このように一定の意義が認められるにもかかわらず、日米をはじめとするいくつかの国で、空売りは規制の対象となっている。これは (ア) 空売りを利用してファンドメンタルズ以上に下落を加速させる売り崩しが行われる可能性があり、(イ) また相場操縦などの不正行為をとめないやすいためとされている。

アメリカの空売り規制は、おおむね、① 価格規制 (アップティック・ルール)、② 表示 (明示) 義務、③ 確認義務、④ その他からなる。

① アップティック・ルールとは、相場下落時の空売りを抑制する目的で、株価が低下している時には、直近の株価以下 (あるいは未滿) での空売りを禁じるものである。アメリカでは、取引所市場証券について直近気配を基準にしたティックテスト、ナスダック証券については最良気配を基準にしたビッドテストと呼ばれるルールが長期にわたり課されてきた。

②表示義務では、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行う空売り「S（ショート）」のいずれかを表示することが義務づけられている。なお、証券会社は顧客注文について一定の手続きを踏んで実注文であると判断した場合には、事後的に借株を利用した空売りであったことが判明しても、表示義務違反をとられない。

証券会社による③確認義務としては、決済に際して顧客が受渡し可能と信ずるに足る合理的な根拠がない限り、空売り注文を受けることが禁じられている。証券会社は、顧客の空売りに際して借株契約などを確認しなければならぬ。

④そのほか、証券会社には、一定期間以上にわたってフェイルが続く場合には買い埋めによって強制清算をする義務が課されている。

### レギュレーションSHOによる規制改正

アメリカでは、以上四つの空売り規制のうち、①価格規制（アップティック・ルール）については実効性が見直しが進められ、ルール廃止の方向へ向かっている一方で、受渡し証券の裏付けのない空売り（Naked Short Sale）の増大とそれに起因するフェイルが大きく懸念される状況になっている。この関係から、二〇〇四年六月に採択された「レギュレーションSHO」<sup>(1)</sup>では、アップティック・ルールを除いて大幅強化の方向性がとられた。

すなわち、②表示義務に関しては、従来実務的な理由などで空売り表示の範囲がやや曖昧であったものを整備し、表示されない空売りがないように強化された。③確認義務も、従来は取引所・ナスダックなどの各自規制機関が定める市場ごとのルールであったものをSECルールへと格上げし、それにもなって内容を統一した。④

強制清算についても、自主規制機関のルールであったものを統一整備してSECルールへ格上げし、一定期間以上フェイルが続く証券は「要注意証券リスト」として各自規制機関が公表するとともに、リスト掲載銘柄について引き続き一定規模のフェイルが続く場合には証券会社に強制清算義務が課され、長期にわたるフェイルが防止される手はずとなった。

このように空売りに関する他の三つの規制がおおむね強化されたのに対して、アップティック・ルールについては、二〇〇五年から二年間の計画で試験的に一時停止（パイロット・プログラム）が行われた。パイロットの対象銘柄は、①ラッセル三〇〇〇インデックスの中から、流動性などから選択した約一／三（NYSE上場の五〇％、AMEXの二・二％、ナスダックNMSの四七・八％に相当）、②ラッセル一〇〇〇について、一六時一五分から翌日CTS開始までの空売り、および③上記以外の銘柄でCTS終了（二〇時〇〇分）から翌日の開始までの空売りの三種類が指定され、現在も実験が進行中である。SECでは、パイロットの対象となってアップティック・ルールの外れた取引と、アップティック・ルールが課されたままの取引とを比較して、アップティック・ルール撤廃が市場にどのような影響を及ぼすかについて調査を行っている。

現時点でのパイロット・プログラムの状況については、SECの経済分析局（Office of Economic Analysis）<sup>(2)</sup>から実証研究報告が行われているほか、大学などの研究者による実証研究も発表された。現時点の結論としては、アップティック・ルールの試験的停止が市場に悪影響を与えた証拠は見られず、アップティック・ルールは完全撤廃の方向で検討が進められている。パイロット・プログラムは二〇〇七年八月に終了する予定であるが、終了と同時にアップティック・ルール撤廃に移行する見込みである。

## 空売り規制の再修正

SECは二〇〇六年二月に空売り規制の再修正提案<sup>3)</sup>を発表し、アップティック・ルールの撤廃と、Naked Short Sale防止強化のためのレギュレーションSHOの修正、および売り出しにともなう空売り規制である「レギュレーションM」の修正の三点を提案した。

アップティック・ルール撤廃の理由について、SECは従来から述べていた①市場の透明性と監視技術の向上により、空売りと不正行為の切り離しが可能になったこと、②先述したように、パイロット・プログラムでアップティック・ルールを試験的に廃止した結果、特段の悪影響が見られなかったことに加えて、③取引の場の多様化、市場の自動化にもなって現状の価格規制がすぎはぎになっており、同じ証券でも取引する市場（ECNなど非取引所市場も含む）によって規制が異なることが混乱とコンプライアンスの困難を招来していること、④さらにそうした市場の変化にもなって例外措置と規制軽減要求が増大しており、規制内容が複雑化して競争条件が平等でなくなっていること、⑤デイシマライゼーション（呼び値の値刻みの一セント化）の影響で、ごくわずかな価格変化でアップティック・ルールが発動し、売り崩しの防止という本来の意図を外れて煩雑な規制になっている点、など多くの問題点を指摘して、アップティック・ルールの撤廃を提言した。

## フェイルの状況

以上のように、アメリカでは、空売り規制のうちアップティック・ルールについては不要とする考えが大勢を占めるようになってきている一方、それ以外の三つの規制は強化の方向に向かっている。その背景にはフェイルの頻発という問題があるとされる。

SEC経済分析局(OEA)<sup>(4)</sup>によると、レギュレーションSHOの導入前後で、フェイルの数は明らかに減少している。表1は一万株以上のフェイルを対象としたものであるが、一日あたりの総フェイル金額は三四%減少、フェイルが発生した銘柄数も六・五%減少していることに加えて、フェイルが発生したポジションの数(一日あたり)、ポジションあたりのフェイル日数、要注意証券に掲載される一日あたり銘柄数、要注意証券に掲載された銘柄の一日平均フェイル額の全てにわたって減少していることが観察された。レギュレーションSHOによるフェイル防止策は一定の効果をあげているということができ

る。

ただし、SECが指摘しているように、銘柄数は多くないが、極めて長期にわたってフェイルを続けている銘柄も存在し、フェイル問題の深刻さを表している。たとえば同じ資料によると二〇〇五年一月一日から二〇〇六年五月三十一日までのおよそ一年半の間にわたって、要注意証券リストに掲載され続けた銘柄が六銘柄存在したことが指摘されている。

また、小型銘柄の中に空売り攻勢で倒産するものが現れるなど、受渡し証券の裏付けのない空売り(Naked Short Sale)が安易に用いら

表1 新規制導入前と後とのフェイルに関する統計

	新規制導入前	新規制導入後	変化	変化割合(%)
フェイル日数	189	353		
1日平均の総フェイル額(百万ドル)	810.7	534.7	-276.0	-34.0%
1日平均のフェイル銘柄数	2735.5	2557.3	-178.2	-6.5%
1日平均のフェイルポジションの数	10747.1	9106.5	-1640.6	-15.3%
ポジションあたり平均フェイル期間(日数)	35.7	30.9	-4.8	-13.4%
要注意証券リストの1日平均掲載銘柄数	298.2	184.4	-113.8	-38.2%
要注意証券掲載銘柄の1日平均フェイル額(百万ドル)	131.6	62.7	-68.9	-52.4%

(出所) SEC Office of Economic Analysis, "Memorandum, Fails to Deliver Pre- and Post-Regulation SHO", August 21, 2006.

NSCCが提供した10000株以上のフェイル情報について、新規制導入前(2004年4月1日から12月31日まで)と、新規制導入後(2005年1月1日から5月31日まで)について比較。

れていることがフェイルの温床であるとして非難される傾向が強まっている。Naked Short Saleが極端に増加した結果、発行済株式総数以上の株式が市場で取引されてしまう「ファントム（幽霊）ストック」の問題も指摘されるようになった。さらにアメリカ証券市場の清算・決済を行う機関であるDTCCに対して、DTCCが決済のセントラル・カウンターパーティとして借株を行って証券を調達していることがかえってNaked Short Saleを補助しているとして訴訟も起こされている。<sup>(5)</sup>

### フェイル防止のための対策

こうしたフェイルの増加、あるいはその温床とされるNaked Short Saleの問題に対応するため、一二月の再修正で二点目の修正点として提案されたのが、強制清算義務の強化である。二〇〇四年のレギュレーションSHOで定められた強制清算義務では、自主規制機関が公表する「要注意証券リスト」に掲載された証券について、決済日から一三日間連続でフェイルとなっているものについては、清算機関参加者である証券会社が証券を手あてして買い埋めすること、また、一三日間連続フェイルとなっている証券については、清算機関参加者と全てのブローカー・ディーラーは、借入れの確認をしない限り空売りを禁じられることが定められた。

ただし、この規定に関して、二〇〇四年時点ではグランドファーザー条項が定められており、要注意証券リストに指定された時点ですでにフェイルとなっていた証券については、さかのぼって強制清算を求めることはしないこととなっていた（つまり要注意証券リストに掲載された後にフェイルを起こした取引のみが強制清算の対象）。グランドファーザー条項を残したままでは、長期間フェイルを続けているケースがいつまでも解消されないため、一二月の再修正提案ではこのグランドファーザー条項は削除され、リスト掲載証券のすべてが強制清算

の対象にされることが提案された。また、オプションのマーケット・メーカーについても例外規定が存在したが、この規定を隠れ蓑にする空売り規制違反が相次いだため、例外規定を縮小する方向で提案が行われている。

さらに、本稿では触れることができなかったが、株式の売り出しに先だって行われる空売りを規制する「レギュレーションM」についても規制強化が行われた。

## おわりに

以上見てきたように、アメリカでは、アップティック・ルールの停止実験の結果をうけて、アップティック・ルールを完全撤廃する方向で規制の修正が検討されている。パブリックコメントの状況にもよるが、二〇〇七年八月のパイロット・プログラムの終了までに新しいルールが発表されることを前提にすると、証券業界のシステム対応も考慮してこの春の間にも最終規制が発表される見込みである。

一方、頻発しているとされるフェイルについては、見てきたようにレギュレーションSHOを修正し厳しく規制する方向で規制改正が進行中である。とりわけNaked Short Saleについては、市場参加者の中には、借株のコストとフェイルのコストとを事前に比較して、借株のコストの方が高い場合には最初から借株の手あてをせず空売りし、意図的にフェイルを起こすケースも多いとされ、日本とはかなり異なる状況であると言える。

また、Naked Short Saleを防止するための確認義務の実効性についても、日本とは異なる状況が存在する。周知のようにアメリカでは、大手投資銀行を中心に、執行だけでなく清算・決済・貸借株などの総合的なサービスを提供するプライム・ブローカーが活躍しており、とりわけ近年は、ヘッジファンド向けのサービスで収益を伸ばしているとされる。このように、ファンドなどの市場参加者が、大手投資銀行との間でプライム・ブローカレ



ッジ契約を結んでいる場合には、プライム・ブローカレッジ契約の下で個別に執行のみをまかされる個々の証券会社にとっては、顧客とプライム・ブローカーとの取り決めを知ることができず、確認義務が実効性を持たない可能性がある。逆に考えると、Naked Short Saleを防止するために確認義務を強化することは、大手投資銀行の大きな収益源であるプライム・ブローカレッジ契約の透明性を問うことにつながる可能性も否定できないのである。

注

- (1) SEC Release No.34-50103, "Short Sales: Final Rule and Notice", FR August 6, 2004.
- (2) SEC Office of Economic Analysis, "Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot", February 6, 2007. この五か月前に出された暫定版 "Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot", Draft: September 14, 2006 については 清水葉子 (二〇〇六) 「米国の空売り規制緩和実験への応じによる実証研究」証研レポート一六三九号、一二月参照。ほかに、大学などの研究者による実証研究や Round Table の開催もあれば、いすれもマップティック・ルール撤廃を支持する内容となっている。
- (3) Securities and Exchange Commission "Amendments to Regulation SHO and Rule 10a-1: Proposed Rule", Release No.34-54891, FR December 13, 2006.
- (4) SEC Office of Economic Analysis, "Memorandum, Fails to Deliver Pre- and Post-Regulation SHO", August 21, 2006.
- (5) DTCC サイトホームページ "Cases filed against the DTCC and its affiliates related to the issue of naked short selling", URL: [www.dtcc.com/ThoughtLeadership/keyissues/naked\\_short\\_case.htm](http://www.dtcc.com/ThoughtLeadership/keyissues/naked_short_case.htm) - 11KB - 26 Oct 2006 4:25:44 回 "DTCC

respond on naked short selling”, URL: [http://www.dtc.com/ThoughtLeadership/keyissues/naked\\_short\\_selling.htm](http://www.dtc.com/ThoughtLeadership/keyissues/naked_short_selling.htm) -  
14KB - 06 Feb 2007なふきを参照。

(6) ニューヨーク証券取引所が、昨年度に会員四社に対して空売り規制違反の調査を行い罰金を課したが、この場合の違反項目にも例外規定を悪用したものがあつたとされる。

(しみず ようこ・客員研究員)