

米国の空売り規制と住宅公社の救済

志馬 祥紀

本稿では、本年（二〇〇八年）七月に米国証券取引委員会（SEC）の導入した空売り規制（厳密には特定銘柄を対象とするNaked short salesの禁止）について分析を行う。今回の規制については、規制の内容及び効果、そして「何故この時期に規制措置がとられたのか？」といった導入の目的について不明な点が存在している。ついでには米国の過去の空売り規制の変遷、今回の規制の詳細を詳述し、規制効果の測定を行った上で、規制導入の目的について検討する。

なお、米国では九月により大規模な形で空売り規制を導入している。当該規制については、七月の規制と目的に一部違いなどがみられることから、稿を改めて論じることとする。

1 米国の空売り規制の変遷

米国における空売り取引に関する規制が、証券取引所法に定められたのは一九三八年である。これは、一九二九年の株価暴落を受けて、空売り取引に関する議論が開始され、最終的に一九三八年に証券取引所法を改正する形で規制が導入された。

この法改正によって、空売り取引が「売り手が証券を所有しないで行う売却、または売り手が借り入れた証券若しくは売り手の計算において借り入れられた証券の引渡しによって完了する売却」として定義され、「直近の

出来値よりも低い価格での空売り」または「直近の出来値がその直前の価格より低い場合、直近の出来値と同価格での空売り」（いわゆるアップティック・ルール）が禁止された。また、顧客注文を受けた証券会社による顧客への確認が義務付けられると同時に、証券会社は売り注文に「ロング（通常の売り注文）」「ショート（空売り注文）」の表示義務が導入された。そして、この法改正を受けて、ニューヨーク証券取引所等の証券取引所においても、同内容の取引ルールが整備された。

その後、空売り取引については、幾度か規制の見直しが議論されたものの本格的改正には至らず、改正のほぼ半世紀にわたり規制が継続することとなった。

そして、一九九九年にSECは空売り規制の見直し、具体的には価格規制の緩和、*Naked short sales*と呼ばれる規制への対応を提案した、コンセプト・リリースを発表したことで、空売り取引を巡る議論が活発化することとなった。

コンセプト・リリースの発表後、SECは業界内外からの意見・議論を踏まえて、二〇〇三年一〇月に空売り取引に関する新たな規制レギュレーションSHO案を発表した。レギュレーションSHOでは、上場証券・ナスダック証券について、「統一ビッド・テスト」と呼ばれる、空売り可能価格を「統合最良気配値」より一セント高い価格とする新しい規制提案を行った点に特徴がある。この統合気配値とは、価格規制の基準が証券取引所における価格に基づいていたのに対し、取引所外での価格をも対象にしようとした点に特徴がある。

しかし、二〇〇四年六月にSECが発表したレギュレーションSHOの最終案においては、統一ビッド・テスト提案については、業界から強い反対があったことでSECはその導入を見送った。

また、同年の最終案においては、取引の活発な一部銘柄を対象に価格規制の適用を留保し、価格規制の有効性

や影響を調査するパイロット・プログラムの導入も決定された。このように価格規制の緩和が試みられる一方で、株式の売却時に受け渡し証券の裏付けのない空売り（Naked short sales、以下NSS）が清算決済上問題となるフェイルを誘発しているとして、証券会社が顧客注文の確認義務及び空売り表示義務の強化が行われ、フェイルが継続的に発生している銘柄の注意喚起を行うことが定められた。

SECは、二〇〇六年一二月に再度、空売り規制について再修正提案を発表した。この提案においては、価格規制（アップティック・ルール）の撤廃、一定期間、フェイルの継続する銘柄について、①清算参加者である証券会社による対処（買い埋め、手当て）、②証券会社による確認なしの空売りの禁止といったNSS防止策の強化、そして株式の売出しに伴う空売り規制の修正（レギュレーションM）が定められた。

二〇〇七年二月に、SECはパイロット・プログラムの分析結果を発表し、パイロット銘柄（価格規制が解除された銘柄）に売り崩しが行われた形跡がないこと、規制銘柄について空売り取引高に統計的に有意な変化がみられなかったこと、その一方でパイロット銘柄については価格規制撤廃により取引高が二%増加したこと、そしてパイロット銘柄は規制銘柄と比較して価格がアンダーパフォームしていないこと等を発表した。

このパイロット・プログラムの分析結果を受けて、SECは二〇〇七年六月、全上場銘柄を対象とする価格規制の撤廃を実施し、証券取引所についても価格規制の禁止を命令した。これにより、一九三八年以降引き継がれてきた価格規制は完全に廃止されることとなった。

しかし、空売り取引に関する問題と規制はこれで終わったわけではなく、本年七月にSECは金融業銘柄を対象とする、NSSの時的禁止を命令した。

これらから売り取引に関する規制の歴史的推移を見ると、近年のSECの関心は、伝統的な価格規制の廃止と、

NS Sという新たに顕在化してきた問題への対処という二点が中心となっていることが分かる。とりわけ、NS S問題はフェイル対策の面が強く、価格規制とは対象的に、規制強化の方向に向かっては来たものの、抜本的な解決が出来ていなかった点に特徴がある。⁽¹⁾

2 二〇〇八年七月の規制

(1) 規制の内容

今回の規制(2) 二〇〇八年七月一五日付のSEC命令)は、二〇〇八年七月一五日に発表され、その実施は同七月二一日から七月二九日までの時限的なものである(最終的には八月二二日まで延長された)。その内容は、金融業に属する一九銘柄を対象としてNS Sを禁止するものである。その根拠は証券取引所法一二条(k) (2)とされた。⁽²⁾

当該規制の内容を順に見ていくと、まず、SECが懸念する事項として、証券市場における風説の流布がもたらすパニック売りの懸念と、NS Sがもたらすパニック売りの増幅効果、とりわけ金融機関についてパニック売りがもたらす信用問題についての懸念が示されている。具体的には、二〇〇八年三月にベアー・スターンズ社の流動性に関する噂の拡大と株価下落、信用危機から連邦準備銀行による緊急措置に至る経過の説明が行われている。次いで、二〇〇八年四月のブラックストーン・グループによるライアンス・データ・システムズ社の買収に関する、風説の流布及び価格操作の検挙事例が述べられている。

その上で、SECはこれら証券市場における風説の流布が、対象となる有価証券価格の突然かつ過度の変動によって、公正かつ秩序ある市場とその機能に重大な脅威をもたらしているとする。そしてこうした状況に対処す

るために、公益及び投資家保護を目的として、公正かつ秩序ある証券市場を維持し、証券市場の実質的な崩壊を防ぐために一九三四年証券取引所法二二条（k）（2）に基づく権限を行使すると述べている。具体的には、以下の図表1における金融機関一九社についてNSSを禁止した。

そして最後に、当該規制は準備期間を経た上で、二〇〇八年七月二日から二九日までの期間有効とする旨を記載している（ただし、同期間は最終的に八月一二日まで延長された）。

（2）規制の根拠規定

次に、今回の規制の性格を見るために、規制の根拠である、米国証券取引所法二二条（k）を詳細に見ると、当該規定は証券市場における非常時の対処を想定した規定

図表1 SECのNSS禁止銘柄リスト及び米国債プライマリーディーラー・リスト

NSS禁止銘柄名	グループ内プライマリー・ディーラー	NSS禁止銘柄の本国
BNP Paribas Securities Corp.	BNP Paribas Securities Corp.	フランス
Bank of America Corporation	Banc of America Securities LLC	米国
Barclays PLC	Barclays Capital Inc.	米国
Citigroup Inc.	Citigroup Global Markets Inc.	米国
Credit Suisse Group	Credit Suisse Securities (USA) LLC	スイス
Daiwa Securities Group Inc.	Daiwa Securities America Inc.	日本
Deutsche Bank Group AG	Deutsche Bank Securities Inc.	ドイツ
Allianz SE	Dresdner Kleinwort Securities LLC	ドイツ
Goldman, Sachs Group Inc	Goldman, Sachs & Co.	米国
Royal Bank ADS	Greenwich Capital Markets, Inc.	英国
HSBC Holdings PLC ADS	HSBC Securities (USA) Inc.	英国
J. P. Morgan Chase & Co.	J. P. Morgan Securities Inc., Bear, Stearns & Co. Inc.	米国
Lehman Brothers Holdings Inc.	Lehman Brothers Inc.	米国
Merrill Lynch & Co., Inc.	Merrill Lynch Government Securities Inc.	米国
Mizuho Financial Group, Inc.	Mizuho Securities USA Inc.	日本
Morgan Stanley	Morgan Stanley & Co. Incorporated	米国
UBS AG	UBS Securities LLC.	スイス
Freddie Mac	—	米国
Fannie Mae	—	米国
国別構成	—	米国：10 英・欧州：7 日本：2

（出所）7月15日付のSECの命令添付資料に米国プライマリー・ディーラー等の情報等を記載

である点が注目される。具体的には、非常時において、規制の発動基準として、SECが公益保護及び投資家保護のために必要とSECが判断した場合に、有価証券の取引停止を命じる権限をSECに与えるものである。

当該条文をより詳細に見ていくと、一二条(k)(2)(A)において、非常時の取引停止権限をSECに付与している。具体的には、SECが公益及び投資家保護の観点から必要と決定した場合には、「公正で秩序ある市場の維持・回復する」「証券取引の迅速性格かつ安全な清算・決済を回復する」「証券市場の実質的な崩壊を縮小、除去または防止」するために、略式処分としての規制命令を出すことができる。

そして、当該規制の期間は当初期間として一〇営業日が定められているが、市場の状況によっては合計三〇営業日を限度として延長することが認められている。

この規制の性格を見れば、ここでSECに付与される権限はあくまで短期的な非常時の対処を想定したものであり、その対象期間が明確に定められている（通常状態の証券市場においては当該命令が継続して効力を有しない）点が注目される。

そして、その規制の目的として具体的に挙げられている項目が、①「公正で秩序ある市場の維持・回復」だけでなく、②「取引の清算・決済の安全性確保」も明記されている点が注目される。

この規制条項に照らして今回のNSSの禁止措置を見れば、金融システムの危機(①)に加えて、清算・決済の安全性確保(②)の必要性という市場状態が、法の意図する規制発動条件に合致したと考えられる。

(3) 規制内容についての疑問点

しかしながら、SECが新規のNSSを禁じた対象銘柄を詳細に見ると、その規制内容については疑問も浮か

んでくる。

今回対象銘柄とされた金融機関一九社を見ると、—その銘柄選定根拠は示されていないが—住宅公社二社（連邦住宅金融抵当公庫（フレディマック）及び連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ））と米国債のプライマリー・デューラー一七社（グループ内にプライマリー・デューラーを有する企業を含む）から構成されている。その本社の地域別属性を見ると、米国企業一〇社、英国及び欧州企業七社、そして日本企業二社となっている。

英・欧州あるいは日本の金融機関については、米国市場に株式を上場していない企業も多く、NSSを禁止してもその有効性が疑問である。過去、NSSが問題視されてきたのは、米国株式市場における取引清算・決済の安全性の観点からであり、海外市場がその対象とされてきたことはない。その意味で、今回のNSS禁止措置の対象として、これら一九社が対象とされていることには、対象範囲の点において疑問となる。

また、一九社のうち、一七社が米国債券のプライマリー・デューラーであるが、そもそもNSSの問題と米国債市場は直接的な関係がなく、何故これら金融機関が対象とされたか、具体的な説明力は乏しい。言い換えれば、何を目的として、これら金融機関を対象として、時限的効力しか効力のない規制を行ったかは明確ではない。次節以下では、株式市場の価格変動を見ることで、こうした規制に関する疑問を明らかにしたい。

3 規制前後の株価の変動状況

(1) 株式市場全体の状況

図表2は昨年九月から本年八月末までのS&P500株価指数の推移を示している。指数値の状況を見ると、指数は本年に入り、三月のベアー・スターンズ社救済を機に上昇を始め五月に一四〇〇ポイント台まで上昇したが、

住宅公社二社の経営不振発表を受けて下落した。その後七月のNSS禁止命令の発表と実施を受けて一三〇〇ポイント台まででしたがその後は低迷している。

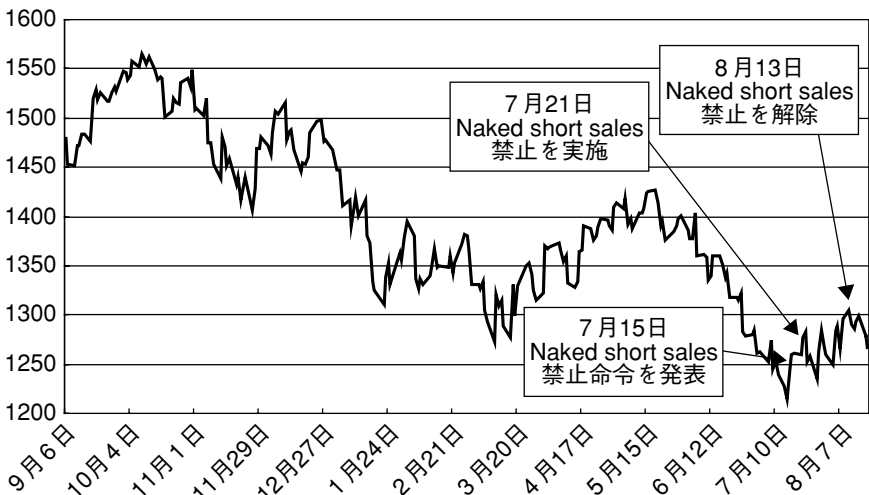
(2) 累積超過収益率の算出方法

本節では、前節で述べたように市場が変動する中で、NSSの規制対象となった銘柄のうち、米国市場に上場している米国金融機関一〇社の価格変動状況を調べる。

具体的には、S&P500指数を基準としたマーケット・モデルを使用して、対象銘柄の累積超過収益率 (CAR: cumulative abnormal return) を算出する。これは、対象銘柄の全体平均及び個々の銘柄別に、NSS規制の影響を分析するためである。

手法としては対象銘柄一〇社について、NSS規制が発表された七月一五日をイベント日 (I) として設定し、同日の累積超過収益率が〇になるよう数値を調整する。そしてイベント日から二一五営業日遡った日 (t-115) からイベント日の一五営業日前 (t-15) までの二〇〇日間を推定期間として以下の最小二乗法により (1) 式のマーケット・モデルを計測する (対数収益率ベ-

図表2 S&P500株価指数の推移



ス)。

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + e_{it} \quad (1)$$

R_{it} : t日における会社jの株式投資収益率

R_{mt} : t日における市場収益率 (S&P500)

e_{it} : 攪乱項

そして計算された各銘柄の α と β (シータ値)の推定値 $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ をもとに、イベント日の一五営業日前(t-15)から一五営業日後(t+15)までの三〇日間について外挿テストを行い、実績値と予測値の差の形で異常収益率を求める($ARR_t = R_{it} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta} R_{mt})$)。これはt日におけるイベントが対象銘柄jの投資収益率に及ぼした個別の効果を表している。そして対象銘柄の平均超過収益率($AAR_t = \sum_{i=1}^N AR_{it}/N$)を算出する。これはt日にイベントが対象銘柄の投資収益率に及ぼした平均的な効果を示している。

最後にイベント日前後の各一五日間について、イベントの及ぼした累積的な効果を見るために、累積平均異常収益率を求める($CAR_{t1,t2} = \sum_{t=1}^{t2} AAR_t$)

(3) 規制対象銘柄の動き(平均)と住宅公社二社の動きの比較

図表3は、前節で算出された累積超過収益率の推移を示している。太い線が一〇社の平均値であり、併せてフレディマック、ファニーメイの個別値を示している。

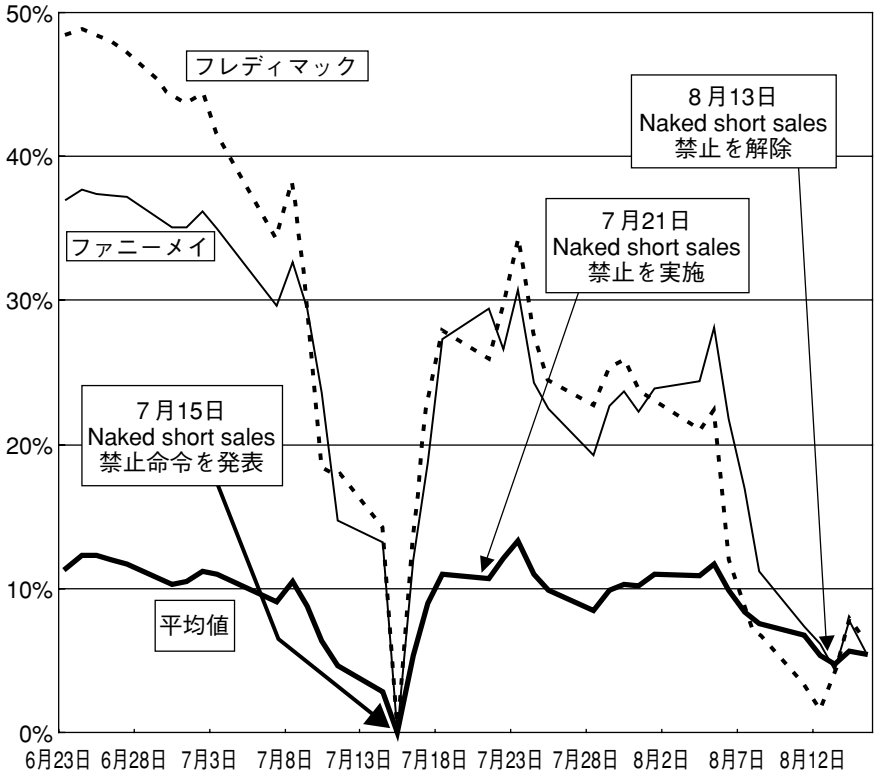
まず一〇社の平均値の動きを見ると、七月一日を底として、六月末から約一〇%程度下落していることが分かる。これは、対象となる銘柄が、同期間のS&P500値よりも平均して更に一〇%程度下落していたことを示し

ている。そして、七月一五日にSECがN S Sの禁止命令を発表する（実施は七月二一日から）と平均値は上昇をはじめ数日間で当初の水準まで上昇している。そして実際にN S Sの禁止が実施された七月二一日以降大きな動きはなく、徐々に減少している。また、N S Sの規制導入情報は、株価の上昇に大きく影響していること、しかし、その上昇効果は限定的であることも図から読み取ることが出来る。

その他に株価変動は、規制措置の実施ではなく、規制導入情報により強く反応していることも読み取ることが出来る。こうした情報に対する反応は、わが国における過去の空売り規制強化時の反応と整合的である。⁽³⁾

図表3では対象銘柄一〇社の平均値

図表3 対象銘柄10社の累積超過収益率グラフ（全銘柄平均及びフレディマック、ファニーメイ）



と併せて、フレディマック、ファニーメイの累積超過収益率の推移をも示している。これを見ると、これら住宅公社二社の変動の激しさが理解できる。NSS禁止発表の約二週間の間にこれら銘柄は四〇―五〇％近い下落を示しており、NSS発表後は約三〇％近い上昇を示している。この間、S&P500株価指数が全体として下落していたことを踏まえると、住宅公社二社の株価変動の突出ぶりが理解されよう（ちなみに年初時点で三〇ドル台だった株価（フレディマック三一、ファニーメイ三六ドル）は、規制導入直前で一〇ドルを割っている（フレディマック五・二、ファニーメイ七ドル）。

参考までに、図表4ではNSS導入直前・直後各五日間の対象銘柄の累積超過収益率値を示している。こちらでもプライマリー・ディーラーのうちもつとも激しく変動しているリーマン・ブラザーズの変動率が±二三％前後であるのに対し、住宅公社二社の変動の突出ぶりが良く示されている。⁽⁴⁾

このように考えれば、これら住宅公社二社は、NSS規制の恩恵をもつとも強く受けていると言える。

そして、SECがNSS規制を導入する前後の米政府の対応状況をまとめたものが、図表5である。図表5によれば、NSS規制は住宅公社二社の救済を巡る議論と平行して導入され、二社の米政府による支援法が成立し支援の筋道がついた時点で、NSS規制が解除されていることが理解される。

図表4 空売り規制導入前後各5日間の規制対象銘柄の累積超過収益率状況

	S&P 500	バンク・オブ・アメリカ	パークレイズ	シティ	ゴールドマン・サックス	JPモルガン
導入前5日間	0%	-5.6%	-0.3%	-3.1%	-0.5%	-4.0%
導入後5日間	0%	16.1%	5.3%	10.3%	1.6%	7.9%

	リーマンブラザーズ	メリルリンチ	モルガンスタンレー	フレディマック	ファニーメイ
導入前5日間	-13.8%	-5.4%	-1.7%	-38.2%	-32.6%
導入後5日間	12.0%	7.3%	3.8%	29.8%	26.6%

このように、NSS規制の発動状況やその効果から判断すると、二〇〇八年七月のNSS規制の導入は、表向き
の導入理由として「金融市場の混乱の沈静化、市場秩序の回復、清算決済の確保」を立てつつも、本音的な理由としては「住宅公社二社救済の援護射撃（政府による支援策確立までの時間稼ぎ）」があったと考えられる。言い換えれば、住宅公社の救済・支援策が確立する以前に、株価下落に伴う信用不安を理由として住宅公社が経営破たんすることを防ぐことが主な目的であり、その副次的効果として、住宅公社以外の金融機関の信用不安に対する支援効果が政策当局から期待されていた⁽⁵⁾のではないか。

図表5 空売り規制と住宅公社を巡る状況

	空売り規制関連	2住宅公社関連状況
7月10日		バーナンキFRB議長、下院金融委員会で2住宅公社について、経営基盤強化のための増資の必要性を証言。
7月13日		ポールソン財務長官、住宅公社支援を緊急声明
7月15日	・コックスSEC委員長 議会で「Naked short sales」規制強化の検討を証言。 ・SEC、空売り規制の強化を発表	バーナンキFRB議長議会証言
7月17日		フレディマックが増資検討と報道
7月21日	SEC、空売り規制を実施 (期限：7月29日)	
7月24日	コックスSEC委員長、議会証言、Naked short sales規制の全上場銘柄に拡大方針を証言。	
7月26日		2住宅公社への支援法が成立、財務長官の権限による、公的資本注入が可能に
7月30日	SECが金融株への空売り規制の延長を発表 (期限：8月12日)	
8月5日		米政府、2住宅公社への資本注入の是非、方法検討のために、モルガンスタンレーに調査・助言を委託したと発表
8月13日	Naked short sales規制解除	

4 最後に

今回(二〇〇八年七月)のNSS規制導入に際しては、過去の空売り規制との関連を含めて、興味深い点が複数みられる。

まず、長年の懸案事項であったNSSを短期的とは言え、対象を金融業に限定した上で明示的に禁止した点に特徴がある。

次に、NSS規制が価格に与える効果としては、上述のように、短期的な株価上昇効果が存在するが、同種の効果を得られる手段としては、NSS規制の他にも(二〇〇七年六月に撤廃された)価格規制も手段として考えられる。具体的には、NSS規制の代わりに、SECによる価格規制(アップティック・ルール)の復活導入という選択肢もあったはずだが、SECはその選択をしなかった点も注目される。

最後に、SECは九月に再度、より対象を拡大する形でNSS規制を導入するが、その際には七月の規制の結果を踏まえていると考えられる。言い換えれば七月の規制は九月規制のパイロット・テスト的な性格を帯びている。SECが九月に改めて導入したNSS規制については、上記点に注意しながら分析を行っていききたい。

注

(1) 米国の空売り規制の歴史、最近の規制変更の経緯については「証研レポート」における清水葉子の一連の研究が詳しい。例えば「アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション」(二〇〇五年八月号一六三二号、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1631/1631_03.pdf)や「アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション」(二〇〇七年四月一六四一号、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1641/1641_03.pdf)など。

(2) 二〇〇八年七月一五日付SECの規制命令 (RELEASE NO. 58166, "EMERGENCY ORDER PURSUANT TO SECTION 12(k)(2) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 TAKING TEMPORARY ACTION TO RESPOND TO MARKET DEVELOPMENTS")

(3) 詳しくは拙稿「空売り規制と流動性—マイクロ・ストラクチャーから見た規制効果」証券経済研究第五一号、pp. 77-89)を参照。

(4) リーマン・ブラザーズ社の経営問題が表面化するのはこの後であるが、これら数値はリーマン・ブラザーズ社の将来を予見しているとも考えられる。

(5) このように考えれば、NSS規制対象リストにある一九社のうち、SECが関心を当てていたのは住宅公社二社であり、その他一七社は副次的な対象(住宅公社救済の目くらし?)であったことが理解される。

(しま よしのり・客員研究員)