

二〇〇八年九月 米国金融システム危機と空売り規制

志馬 祥紀

本稿では、二〇〇八年九月の米国リーマン・ブラザーズ社破綻後の金融システム危機を背景として、証券取引委員会（SEC）が導入した空売り規制（及び各種規制）について分析を行う。今回の規制は、同年七月の Naked Short Sales 規制の導入・解除に続くものであり、導入の背景や内容など両者の性格の違いが注目される。以下では九月の規制について、当局の状況認識や具体的な規制内容を説明し、規制効果を測定の上、規制の性格を検討する。

1 規制の発動状況…どのような状況下で規制が導入されたか？

九月の規制が導入された背景、株式市場の状況について説明を行う。

株式市場の状況を S & P 五〇〇 指数の変動から見ると（図表 1 参照）、二〇〇八年一月当初一四〇〇ポイントあった指数値は、ベアー・スターンズ社の破綻・救済を間に挟みながら下落を続け、七月のネイキッド・ショート・セールズ（NSS）規制導入時には一二〇〇ポイント台まで下落した。NSS 規制を受けて指数値は一時一三〇〇ポイント台まで回復したものの、九月のリーマン・ブラザーズ社の破綻後は、空売り規制をはじめとする各種規制や金融システム安定化策の導入にも関わらず、指数は大幅に続落し、一月には七五〇ポイント台をつけた。その後指数は年末には九〇〇ポイント台まで上昇したものの、本稿作成中の二〇〇九年三月半ばには再度

七五〇ポイント台まで低下している。

このように、九月以降株式市場が短期間で大きく変動する中、リーマン・ブラザーズ社の破綻をはじめとする金融機関の破綻や再編が相次いだ。以下では、この間の「金融機関」「SEC」「SEC以外の政府」の三部門について、各主体の動きを時系列に記載する。

まず具体的な金融機関部門においては、九月一七日にリーマン・ブラザーズ社が連邦破産法一章（チャプター・イレブン）の適用を申請し破綻した。また同日、バンク・オブ・アメリカ社がメリルリンチ社の買収を発表した。

二二日には、ゴールドマン・サックス社及びモルガン・スタンレー社が銀行持ち株会社への組織変更を発表した。翌九月二二日には、三菱UFJフィナンシャル・グループが、モルガン・スタンレー社への二〇％出資を発表した。

二九日には、シティ・コープ社が大手金融機関ワコビアの銀行部門買収を発表したが、一〇月三日に当該計画の断念を発表した。

この間、SEC以外の米政府部門は、九月七日に住宅公社二社（フレディマック、ファニーメイ）を一時国有化した。その後、急激な株価下落、金融システムへの不安を背景としながら、緊急経済

図表 1 S&P500指数の推移



安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act) の審議に入り、一〇月二日に同法を成立させた。

同期間中SECは、九月一七日に全上場株式を対象とするネイキッド・ショート・セールズ取引（裸の空売り）、NSSの決済要件を厳格化した。一八日にはSECの指定した金融機関株式を対象とする空売り取引を禁止し、二一日には機関投資家に対する空売りポジションの報告義務を導入した。そして一〇月八日には金融機関株式を対象とする空売り取引の禁止を解除した。

このように金融機関、米政府、そしてSECの動きを俯瞰すると、金融機関の再編と緊急経済安定化法の制定作業、そして空売り取引規制が同時進行していることが分かる。中でも、SECの空売り取引をめぐる対応に注目すると、一〇月一日に「二〇〇八年九月一七日及び一八日発表の各緊急命令について、予測される法案の通過作業の終了時までの時間を考慮して延長される」「延長期限は一〇月一七日まで」と発表していたものを、三日には緊急経済安定化法の成立を受けて「金融機関の証券の空売りを禁止する緊急命令は二〇〇八年一〇月八日（水）午後二一・五九を持って終了する」と発表しており、同法の成立を強く意識していることが伺える。言い換えれば、空売り規制は金融機関救済政策成立までの間、株価の急激な下落による金融機関の破綻を回避するための「時間稼ぎ」を目的として実施されたと考えることが出来る。これは二〇〇八年七月のNSS規制が、住宅公社二社の救済法の成立過程と平行して実施された際と、同様の性格を持つ措置であったと考えられる。¹⁾

2 規制の概要 ……どのような規制が導入されたのか？

(1) 空売りとNSSの違い

本節では、SECが九月中に導入した株式関連規制について詳細を説明する。その前に、株式の売却方法をめ

ぐる「通常の売却」「空売り」「NSS」の違いについて簡単に触れておく(図表2)(過去のSECの規制について詳しくは拙稿(志馬(二〇〇八、注2)、あるいは清水(二〇〇五・二〇〇七、注3)を参照)。

これら取引の性格を把握するには、売却方法とその決済の安定性の違いが重要となる。まず売却方法について、通常の売却の場合、株式の売り手はその保有株式を市場で売却し、空売り取引の売り手は、第三者から調達(借株)した株式を市場で売却することになる。この場合―空売り取引の売却時には売り手の手元に株式が存在せず、第三者との借株契約のみの場合もあるが―最終的に決済の時点で株式の移転が発生する点において両者は共通している。一方、NSSの場合、株式の売り手は、そもそも保有しない(あるいは借りていない)株式を市場で売却することとなり、株式の移転は発生しない。この違いが決済時の安全性に大きく影響することとなる。

決済時において、通常の売却あるいは空売り取引では、取引日の三日後(T+3)に決済されることとなるが、NSSにおいては当該取引が確実に決済される保証はない。わが国においては、取引慣行上こうした受け渡しが出来なくなる(フェイルの発生)件数は少ないと言われているが、米国でNSS取引がT+3時にフェイルする(ことは珍しい)ことではない。米国の株式取引のクリアリング・ハウスであるNational Securities Clearing Corporation(NSSC)においては、T+3時点で決済がフェイルしても、受け渡しできない売り手から買い手に対してペナルティを払うことでフェイルを是認する慣行が存在している。

こうしたNSS取引について、SECは過去、決済の安全性確保の観点から問題視し、その解決に努めてきたが抜本的な解決には至っていない(前掲の清水(二〇〇五・二〇〇七)を参照)。

(2) 当局の状況認識

次にSECが九月の各種規制導入に際し、資本市場の状況をどのように認識していたか分析を行う。具体的にはSECがと七月一日に発表したRelease No. 58166 (NSSの禁止)と九月一八日に発表したRelease No. 34-58592 (空売り規制)を比較する形で、SECの状況認識について分析する。

まず七月のリリースにおいて、SECは「風説の流布(特定の金融機関の流動性に関する噂)及びそれに伴う「市場の混乱」「相場操縦」への懸念を示した上で、「公正かつ秩序ある市場」「証券市場の機能」に対する実質的な脅威が存在している」と述べる。その上で、SECは証券取引所法セクション一二(k)(ii)を規制根拠として、SECの指定する金融機関に対するNSSの(暫定的な)規制を行った。

一方、九月のリリースにおいて、SECは「証券価格の突然かつ過度の変動に起因し、公平かつ秩序ある市場を脅かす証券の空売りを懸念」「最近の証券価格の突然の下落がもたらす(ファンダメンタルに基づかない)信用危機を懸念」している」と述べる。その上で「対象は七月時の対象金融機関に限定しない」形で、「空売りがファンダメンタルに基づかない株価下落に使用されることを防止」と述べている。その上で、七月と同様に、証券取引所法セクション一二(k)(ii)に基づき、空売り規制等の措置を導入した。

図表2 「証券の通常の売却」「空売り」「Naked Short Sales」の違い

	売却	決済
通常の売却	証券の売り手は、保有株式を市場で売却する	T+3日に決済される
空売り取引	証券の売り手は、第三者から調達(借株)した株式を市場で売却する(売却時は、借株契約のみの場合あり)	T+3日に決済される
NSS (Naked Short Sales)	証券の売り手は、保有しない(あるいは借りていない)株式を市場で売却する	T+3に決済される保証なし(過去、NSCCにおいて、投資慣行の一つとしてペナルティを払うことで処理)

このように、SECの九月時の状況認識としては、個別金融機関への懸念を示した七月時の認識に比して、金融システム全体への危険認識が存在し、混乱を発生させうる手段としての空売り取引（空売り取引の負の側面）に対する警戒感が前面に出ている点が注目される。

（3）規制措置の概要

本節ではSECが九月に導入した規制措置について、七月時の措置との比較を行いながら説明する。

七月の規制時にSECは、SECの指定する金融機関一九銘柄（住宅公社二社及びプライマリーディーラー（関連）金融機関銘柄）を対象とするNSS取引を禁止した当該規制は七月一五日に発表（同二日施行）され、八月一二日に終了している。

続いてSECは、九月一七日に全上場企業株式を対象とするNSS規制を発表した（同一八日施行）。当該規制では、NSSを行う投資家及びその決済担当証券会社に対して、厳格な「+」決済の実現が要求されている。そしてNSSによるフェイルが発生した場合、当該証券会社は対象証券の空売り取引及びNSSが禁止される（事前に借株が手当てされた場合を除く）。当該規制はSECが一〇月一四日に発表した「Interim final temporary rule (Regulation SHO)修正」(Release No. 34-58773)「この中、（一部修正の上で）最終的に二〇〇九年七月二二日までの延長が決定している。

九月一九日に発表された規制措置（即日施行）においては、SECの指定する金融機関銘柄（七九九銘柄）について、空売り取引が禁止されている。当該規制は当初は一〇月二日までの時限的な規制であったが、最終的に一〇月八日まで延長された。当該規制は英国の規制当局FSAと協調して実施されており、国際的な政策連携と

いう点においても興味深い。なお同時に証券発行者による買い戻し規制についても緩和されている。

九月二日には、機関投資家を対象とする空売りポジションの報告義務が発表された(同二日施行)。当該規制は、機関投資家やヘッジファンドの運用者に対し、九月二日以降の新規空売りの報告を義務付けるものである。当該規制は当初一〇月一七日までの期限とされていたが、一〇月一五日発表の「Interim final temporary rule (Release No. 34-58785)」により(一部修正の上で)二〇〇九年八月一日までの延長が決定している。

これらSECの規制を見ていくと、七月の規制はNSC規制のみだが、九月の規制は「NSC規制(決済の厳格化)」「空売り禁止」「空売りポジションの報告義務」と複数かつ異なる性格の規制が実施されている点に特徴がある。これら規制は、上述のSECの市場状況に関する認識に見られるように、市場の混乱とそれに伴う市場機能の低下に対して、SECが強力かつ包括的な姿勢で対処したものと考えられる。

3 価格面での効果

(1) 代表的金融機関銘柄の株価推移

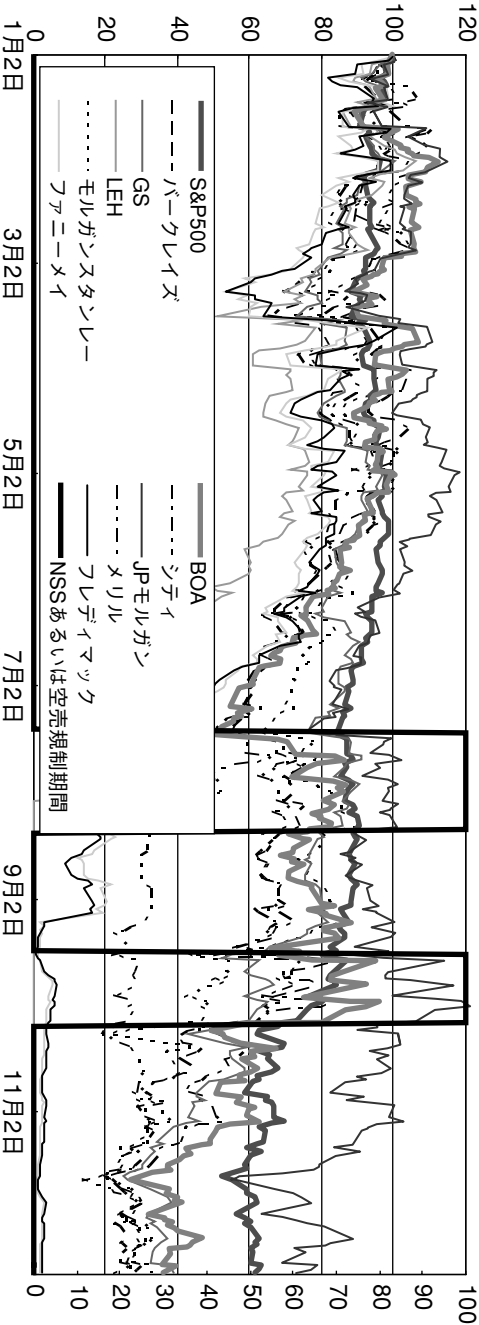
本節では、九月の規制(とりわけ空売り規制)について、価格面の効果に注目して分析を行う。具体的には、七月及び九月規制双方について株価データの得られる米国金融機関株式一〇銘柄(バンク・オブ・アメリカ(BA)、バークレイズ、シティ・グループ、ゴールドマン・サックス(GS)、JPモルガン、リーマン・ブラザーズ(七月のみ、LEH)、モルガン・スタンレー、フレディマック、ファニーメイ)の株価について分析を行う。

最初に各銘柄の状況を示す。図表3は、基準化(二〇〇八年一月二日の終値=一〇〇)した各銘柄株価の推移

を示したものである。同図表には、同時にS&P五〇〇株価指数の推移と、NSS規制及び空売り規制の施行された期間を表示している。

まず、図表3を一瞥して理解されるのは、大半の銘柄は変動を伴いつつ、大きく下落していることである。この下落トレンドは、七月のNSS規制あるいは九月の空売り規制期間中あるいはそれ以外の期間を問わずに、多くの銘柄に共通している。但し銘柄によって、変動・下落状況が大きく異なることも同時に読み取ることができ

図表3 個別銘柄の株価推移 (08年1月2日=100として基準化)



(2) 累積超過収益率の分析

続いて、前節で取り上げた各銘柄について、S & P 500 指数を指標とした累積超過収益率を算出することで、規制の効果について検討する。

累積超過収益率の考え方を簡単に説明すると、S & P 500 指数と個別各銘柄の関係 (β 値) を計算、当該 β 値を用いて「S & P 500 変動を基準として算出される株価」と「現実の株価」の差額を超過収益率として算出。当該値を累積させ、空売り規制の施行された九月一九日の値 \parallel 〇となるよう調整したものである (計算方法の詳細は、拙稿 (志馬 (二〇〇八)、前掲書) を参照)。

図表 4 は、前節で取り上げた各銘柄の累積超過収益率の推移を示している (なお図表上、リーマン・ブラザーズについては九月時点でデータが欠損していること、また住宅公社二社についてはグラフのスケール上の問題よりグラフより除外している)。

図表 4 から読み取れることは、空売り規制 (及び直前の N S S 規制) 導入後、多くの銘柄で累積超過収益率が短期間のうちに上昇していることである。しかし必ずしもその上昇効果は長期間継続していないこと、一部には規制導入後も累積超過収益率が減少している銘柄も存在しており、単純に規制が継続的な価格上昇効果を有するとはいえないことが理解される (各銘柄別の実際の株価推移については注 5 を参照)。

続いて、図表 5 及び図表 6 は、七月及び九月の各規制導入発表日を基準日とした、前後五日間の累積超過収益率の比較である。

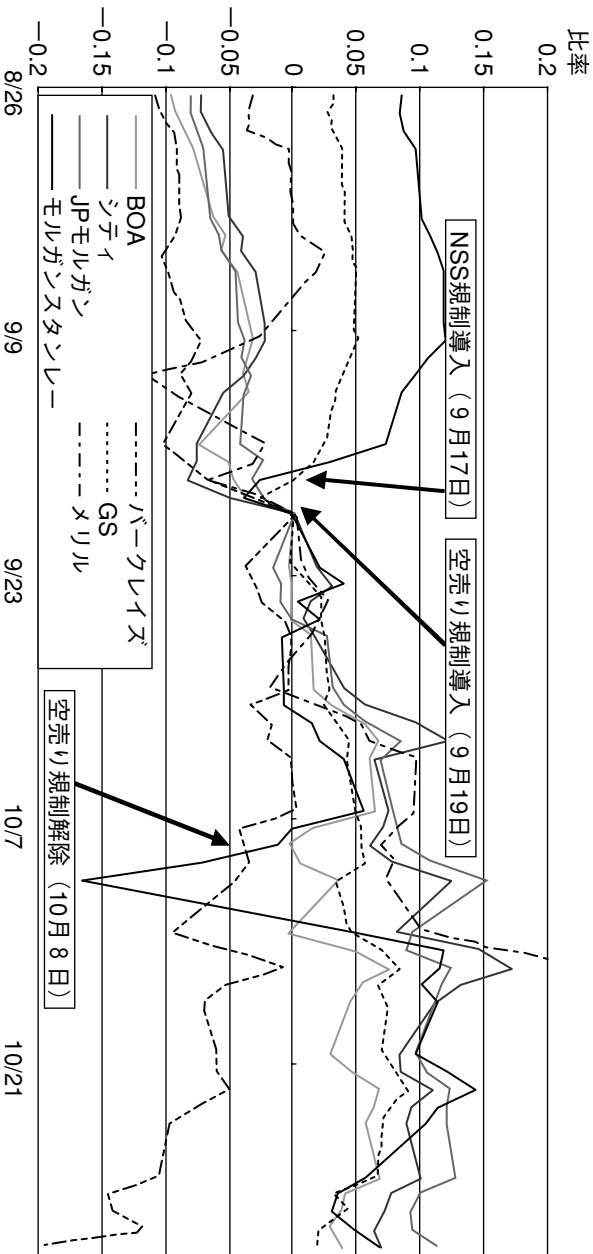
これら数値から七月及び九月規制の影響として、読み取れることは以下のとおりである。

まず、七月の N S S 規制時において、規制導入前の累積超過収益率の符号は全て負、規制導入後の符号は全て

正であり、規制の与えた効果が明瞭に読み取れる。

一方、九月の空売り規制については、規制前後の符号は一様ではなく、明確な規制効果を読み取ることができない（空売り規制の効果については、銘柄間で顕著な差が存在している）。これらの違いは、NSS規制と空売り規制の影響について銘柄間の違いをもたらす原因が別途存在する可能性（NSSあるいは空売りを利用する投資家行動の違い？あるいは、各金融機関の株式分布状況の違い？）を示唆しており、政策の効果を分析する上で

図表 4 金融機関株 7 銘柄の累積超過収益率の推移（9月19日 = 0として基準化）



興味深い。

また、一般の金融機関との住宅公社二社（フレディマック、ファニーメイ）を比較した場合、住宅公社の変動の大きさが顕著である。とりわけ、（七月の変動幅については拙稿（志馬二〇〇八）においても指摘しているが）、九月の規制前後の変動幅は目を見張るものがある。この点については、「住宅公社」という企業の特異な性格が影響していると考えられる。

4 今回の発見・今後の注目点

本稿におけるファインディングズ、あるいは今後のSECの政策を考える上で興味深い点は以下になるよう。

まず、七月及び九月の規制発動状況から考えて、SECはNSS規制及び空売り規制について、法案成立までの時限的手段として空売り規制を位置づけている可能性が高いと考えられる。この推測が正しければ、今後も株式市場の変動が大きくなる都度、SECはNSS規制あるいは空売り規制を発動する可能性を意味している。

次に、空売り規制の導入が、株価変動にもたらす影響として、

図表5 NSS規制導入発表日＝0とした場合の、累積超過収益率の比較

	S&P 500	バンク・オブ・アメリカ	パークレイズ	シティ	GS	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%

図表6 9月の空売り規制導入発表日＝0とした場合の、累積超過収益率の比較

	S&P 500	バンク・オブ・アメリカ	パークレイズ	シティ	GS	JPモルガン
導入前5日間	0%	-3.3%	-8.0%	-5.4%	3.4%	-3.7%
導入後5日間	0%	1.5%	-0.2%	1.8%	2.3%	2.6%

	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	—	-9.2%	8.5%	-1.8%	-65.3%
導入後5日間	—	1.0%	-0.8%	-199.5%	-130.4%

規制導入から数日間といった短期的な価格上昇効果（累積超過収益率の上昇）が存在することが挙げられる。しかしながら当該効果は長期間継続するものではないこと、あるいは全ての銘柄に効果が見られるわけではないこと、が挙げられる。

また、本稿では詳しく触れていないが、九月のNSS規制は、過去SECが悩んできたNSSの決済の安全性問題について恒久的な解決をもたらす可能性がある（言い換えれば、決済の安全性を確保する限りにおいて、SECはNSSを継続的に是認すると考えられる）。今後、SECが二〇〇九年の規制期限を迎えて、どのような対応を行うかが注目される。

最後に、本稿を作成している三月末現在、SECがアップティック・ルールの復活を検討する旨の報道がある（三月一六日）。SECが過去一〇年近く議論を重ねた上で撤廃したアップティック・ルールを、どのような考え方に基づいて復活させるのか（あるいは復活させないのか）は、二一世紀の資本市場における価格規制のあり方を考える上で大変興味深く、今後の議論が注目される。

注

- (1) 一〇月一日：「Statement of Securities and Exchange Commission Concerning Short Selling and Issuer Stock Repurchases」(<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-235.htm>) 及び一〇月二日：「Statement of SEC Division of Trading and Markets FOR IMMEDIATE RELEASE」2008-238 (<http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-238.htm>)
- (2) 証研レポート「米国の空売り規制と住宅公社の救済」(二〇〇八年二月号一六五号) http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1651/1651_04.pdf

(3) 証研レポート「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) や証研レポート「アメリカの空売り規制と日本へのインプリケーション」(二〇〇七年四月号一六四一号、http://www.jsri.or.jp/web/publish/report/pdf/1641/1641_03.pdf)

(4) 九月の規制において、N S S規制と空売り規制は施行日が隣接しており、両者の株価への効果を完全に分離することは困難である。ついでには、N S S取引利用者よりは空売り取引の利用者が大きく、規制の影響も大きいと考えられることから、空売り取引の行われた九月一九日を基準日としている。

(5) 以下の図表7は、分析対象銘柄の各時点における株価を示している。当該図表からも、N S S規制あるいは空売り規制が、長期的な株価上昇効果を有していないことが読み取れる。

(しま よしのり・客員研究員)

図表7 株価の推移表(単位:ドル、日中終値ベース、
配当・株式分割などの影響は調整済み)

	08年初	NSS禁止発表 (7月15日)	NSS禁止解除 (翌日、8月13日)	金融機関株の空売り 禁止発表(9月19日)	空売り禁止解除 (翌日、10月9日)
BOA	39.12	18.52	27.66	36.65	19.19
パークレイズ	38.01	20.76	25.86	32.50	15.19
シテイ	27.75	14.31	17.59	20.39	12.77
GS	206.45	157.49	164.40	129.41	101.04
JPモルガン	41.37	31.02	36.63	46.69	36.68
LEH	77.40	13.22	NA	—	—
メリルリンチ	52.05	24.69	16.58	15.19	9.98
モルガン・ スタンレー	49.99	31.00	39.60	26.88	12.30
フレディマック	31.96	5.26	5.55	0.55	1.03
ファニーメイ	36.64	7.07	7.64	0.69	1.01