

埼玉学園大学・川口短期大学 機関リポジトリ

Study on the Economic significance of Securities Finance in the Japan's Capital Markets : with the introduction of Margin Transaction, Market Liquidity has improved, Price Formation is Fair and Smooth

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2016-05-23 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 金子, 晶宗 メールアドレス: 所属:
URL	https://saigaku.repo.nii.ac.jp/records/223

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



博 士 論 文

わが国における証券金融の発展と信用取引に関する研究

—信用取引導入による市場流動性の向上と円滑，公正な価格形成の確保を中心に—

2016年1月30日

埼玉学園大学大学院 経営学研究科 経営学専攻

学生番号 13DB0001

氏 名 金子 晶 宗

目 次

目 次	i
図表リスト	v

序 章 研究の目的と意義

第1節 問題の所在と限定	1
第2節 信用取引の定義と法的構成	2
(1) 信用取引の定義	2
(2) 信用取引の法的構成	2
第3節 信用取引に関する先行研究と意義	3
(1) 信用取引に関する先行研究	3
(2) 信用取引の経済的意義	5
(3) 信用取引と投機	6
(4) 証券金融の意義	7

第1章 わが国株式市場の沿革とその特色

第1節 戦前・戦中の株式市場（明治期～大正期）	10
(1) 形成期（明治時代～第一次世界大戦以前）	10
(2) 確立期（第一次世界大戦～金融恐慌）	10
(3) 戦前・戦中の統制期（金融恐慌～第二次世界大戦）	13
第2節 戦後の株式市場	15
(1) 戦後経済復興期（昭和20年代）	15
(2) 高度経済成長期（昭和30年代）	20
(3) 金融・証券制度の改革期（昭和40年代）	26
(4) 金融自由化による調整期（昭和50年代）	29
(5) 国際化に伴う市場転換期（昭和60年代以降）	32

第2章 戦前の投機取引から戦後の信用取引への変遷

第1節 戦前の株式取引	38
(1) 長期清算取引	38
(2) 短期清算取引	39
第2節 戦後の証券投機金融から信用取引への移行	40
(1) 戦後の証券投機金融	40
(2) 恐慌相場における証券市場対策	41

第3章 信用取引の概要と形態

第1節 信用取引の概要	44
第2節 信用取引の導入経緯と変遷	44
(1) 信用取引の創設	44
(2) 動乱勃発と株式市場の好転	54
(3) ローン取引導入の必要性	55
(4) ローン取引と仮需給取引の相違	57
(5) ローン取引から信用取引への移行	59
(6) 開始当初の貸借取引	60
(7) 貸付条件等の改訂	60
(8) 短資取引担保株式預り証制度の創設	62
第3節 信用取引の仕組みと現状	63
(1) 信用取引の種類	63
(2) 売買手続と条件	64
(3) 委託保証金	64
(4) 売買執行と貸付	64
(5) 信用取引の弁済	65
(6) 金利, 管理費, 品貸料および貸株料	66
(7) 権利処理	67
(8) 貸借取引の利用	68

第4章 わが国の証券金融

第1節 証券金融の変遷	69
(1) 証券金融の機能と形態	69
(2) 証券投機金融	70
(3) 証券会社における証券金融	71
(4) 証券金融会社の法制化	72
第2節 わが国の証券金融会社	74
(1) 証券金融会社の設立とその役割	74
(2) 証券金融会社の定義	75
(3) 証券金融会社の特質	75
(4) 証券金融会社の存在意義	77
(5) 証券金融会社の現状と課題	80
第3節 貸借取引の仕組み	81
(1) 貸借取引の概要	81
(2) 貸借取引の仕組み	81

第5章 アメリカのマージン取引（証拠金取引）

第1節	マージン取引概要	85
(1)	アメリカの証券金融の定義と発展経緯	85
(2)	マージン取引の現状	85
第2節	マージン取引の仕組み	87
(1)	証券投機と信用供与	87
(2)	マージン取引の性格	88
(3)	口座開設	89
(4)	証拠金所要額	90
(5)	証券会社の資金調達と株券調達	91
(6)	金利および品貸料	92
(7)	貸株代り金金利	93
(8)	逆日歩と貸株料	94
(9)	貸借取引会員限度額	95
(10)	貸株（ストックレンディング）	97
(11)	信用供与額の更新	98
(12)	取引期限	99
(13)	証券金融の規制	100
(14)	空売り規制	101

第6章 信用取引導入に伴う証券市場への影響（実証分析）

第1節	流動性向上（売買高増加）の検証	102
(1)	検証方法	103
(2)	検証結果	105
第2節	円滑・公正な価格形成（ボラティリティ低減）の検証	105
(1)	検証方法	105
(2)	検証結果	106

第7章 信用取引を巡る諸問題

第1節	空売り規制	108
(1)	空売りの定義	108
(2)	空売り規制の概要	108
(3)	先行研究	110
第2節	貸株市場（ストックレンディング・マーケット）の拡大	111
(1)	貸株市場の成立	111
(2)	貸株市場の規模と現状	111

第8章 まとめと今後の課題

第1節 本研究で明らかになったこと 113

第2節 今後の課題 114

(参考) 信用取引口座設定約諾書 115

参考文献一覧 122

図表リスト

表 1	制度信用取引と一般信用取引の比較	63
表 2	2005 年から 2010 年までの貸借銘柄数および検証対象銘柄数	104
表 3	貸借銘柄選定前後の相対売買高および増加銘柄数の推移	105
表 4	貸借銘柄選定前後の個別銘柄と TOPIX の HV 比較	106

序 章 研究の目的と意義

第1節 問題の所在と限定

わが国の信用取引制度（以下、信用取引という。）は、1951年に証券市場の「流動性の向上」と「円滑、公正な価格形成の確保」に貢献する目的で、アメリカにおける証拠金取引（以下、マージン取引という。）を範にして導入された制度である。

信用取引は資金や株券を直接調達する手段を持たない投資家、特に個人投資家にとっていたタイミングを逃さない投資やレバレッジを効かせる投資が可能となる。さらに、信用売りを利用することによりショート・ポジションを持つこと可能となるため、非常に効率的な投資ツールとされており、リスクヘッジ手段としても認識されている。

また、インターネット専業証券会社は低い委託売買手数料で顧客、とりわけ個人投資家を獲得する一方で、信用取引の利用を促進し、金融収益で利益を上げるビジネスモデルを確立している。

このように、信用取引は市場において様々なプラスの効用が認められているが、時にその存在が市場の錯乱要因として受け止められることがある。特に信用売りすなわち空売りについては、依然として意図的な株価下落を引き起こす売買行為とみられる傾向が強く、株価下落時の主犯とされやすい。

本論文では、こうした視点に基づき、わが国の信用取引について先行研究に学びながら、その発展経緯を整理するとともに、信用取引がわが国証券市場において果たす役割および経済的意義について考察する。

さらに、直近において貸借銘柄に選定された銘柄の選定前後の市場データを比較することにより、貸借銘柄への選定、いわゆる信用売りが可能になったことが市場に対してどのような影響を及ぼしたかについて分析する。

このうえで、信用取引導入がわが国証券市場の活性化に役立ったか否か、すなわち信用取引に期待されている役割である流動性の向上および円滑、公正な価格形成の確保にどの程度、どのように貢献したか明らかにする。

最後に、信用取引および貸借取引制度（以下、貸借取引という。）がわが国証券市場において不可欠な制度であることについて理解を深める一方で、信用取引の現状を再認識し、抱える問題点を洗い出すことにより、信用取引の今後の在り方やさらなる利用増に向けた抜本的な改革への方向性を探りたい。

第2節 信用取引の定義と法的構成

(1) 信用取引の定義

「金融商品取引法」(以下、金商法という。)において、信用取引とは「証券会社¹(現金融商品取引業者)が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引」と定義されている。

信用供与とは通常、証券会社が顧客に対して買付代金や売付有価証券の貸付を行うことを指すが、供与の主体は証券会社であれば良く、金融商品取引所(以下、取引所²という)の取引参加資格は不要であり、取引対象も有価証券であれば株式、債券などその種類、銘柄に制限はない。また、取引執行方法も「その他の取引」となっており、顧客の注文を取引所に発注する場合でも、証券会社が顧客と直接売買する場合でも、顧客に対する信用供与があれば全て法的には信用取引となる。

法律上の定義のほか、一般的に信用取引という場合、顧客が取引所に上場している株式などの売買を行う際に、証券会社が顧客に買付資金または売付有価証券を貸し付けて、すなわち信用を供与して、売買を行う取引とすることができる。

なお、取引所において信用取引という売買の種類や商品は存在せず、顧客から信用取引の売買の注文を受けた証券会社が、信用取引による注文を取引所へ発注し、取引所において現物による売買と信用取引による売買が一緒に行われる。

(2) 信用取引の法的構成

信用取引は、「売買委託契約」とこれに連携した「消費貸借契約」から成立している。「消費貸借契約」では、決済日に売買に必要な金銭または株券を証券会社が顧客に貸し付けるとともに、その買付株券または売付代金を本担保として決済機構を通じて受け取ると解釈される。

信用取引の法的構成としては、「金商法」第156条の24第1項において、取引所の会員に対し、証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引のことを「信用取引」と定義されているが、信用取引の保証金率などの定め他の実務取引上の取扱いの法的規制については、同法第161条の2第1項において、証券会社は顧客から当該取引に係る有価証券の時価に内閣総理大臣が定める率を乗じた

¹ 従来の「証券会社」は、金融商品取引法第28条における第一種金融商品取引業者となったが、本論文では、アメリカにおけるそれを含め「証券会社」と表記する。

² 本論文では、「金融商品取引法」第5章における金融商品取引所は「取引所」と表記する。

額を下回らない額の金銭の預託を受けなければならないと規定されている。さらに取引の実務詳細については、東京証券取引所ほか各取引所が定める規則³により定められている。

また、証券会社によっては法令などの範囲内で独自に規定する取引ルールを定めているところもあるが、信用取引を行おうとする者、つまり「顧客」はこれらの各規程、取引ルールなどを順守する旨の条項が定められた「信用取引口座設定約諾書⁴」を証券会社に差し入れることで、初めて信用取引を開始できることになっている。

第3節 信用取引に関する先行研究と意義

(1) 信用取引に関する先行研究

ここで信用取引に関するいくつかの先行研究についてみることにする。なお、行論のなかでも必要に応じて先行研究を取り上げる。

① 信用取引の意義

岡本勝美 [1976] は、信用取引を通じて供給される資金は、市場における株式購買力を追加することになるため、企業の新株発行を推進することになるという。つまり、信用取引は株式市場の拡大を通じて、わが国の経済成長のための資金供給という機能を果たしているのである。

さらに、岡本は、信用取引は市場に投機をより多く導入し、これを実需に組み合わせることによって、価格形成を滑らかにする効果を持っているとする。特に戦前のわが国では、投機取引制度が実需取引から分離されていたのとは異なり、実需取引と混在しているところに戦後の制度の特色があるという。

実需取引を補完してその価格形成を滑らかにするために、実需と投機取引が別々の市場で行われるのではなく、同じ市場で行われるのがベストであるのはいうまでもない。つまり、市場の価格安定効果という点からみれば、信用取引はこの点で大きな貢献をしている、と結論付けている。

³ 東京証券取引所が開設する取引所金融商品市場における有価証券の売買など（有価証券など清算取次ぎを除く。）の受託に関する契約および信用取引、貸借取引貸出規程などを指す。

⁴ 信用取引の特徴や仕組みを十分に理解したうえで取引を行うこと、認可金融商品取引業協会、金融商品取引所の諸規則のうち信用取引に関する規定に従わなければならない旨が記載されている。

② 信用買い、信用売りの意義

廣瀬 [2007] は、「信用買い」は個別銘柄について過去の市場リターンが高い時に活発になるというポジティブ・フィードバック・トレーディング・バイアス⁵や信用買いの傾向が数週間にわたって継続するという自己相関のバイアスが存在していると述べている。これらの結果は、Odean[1998]や Gervais and Odean[2001]が主張する「自己帰属バイアスによって高い市場リターンが自信過剰を導く」というモデルと整合するものである。信用取引の投資主体、特に信用買いの利用者は個人投資家であるが、信用売りの利用者は必ずしも個人ではない。これは多額の資金を有する機関投資家は、一般的には、信用取引による借入れは行わないことは自明であり、信用買いの取引主体が個人投資家であるという結果は、一般的な知見に一致するものであろう。一方で信用売りは、金商業者や機関投資家も空売りやヘッジやアービトラージで利用することからもこの結果も一致する。つまり、機関投資等が参加する信用売りへの流入資金量は、個人投資家中心の信用買いに比べて、相当な差があることは明らかであって、この点で信用売りは、市場ボラティリティの安定、すなわち株価の安定に寄与しているといえる。

また、信用売りは、過去や将来のトレーダーや市場リターンとは明確な関係は観測されない一方で、信用売りの増加は、流動性の増加のほかにボラティリティの低下を導いており、過剰な価格反応の緩衝材の役割を果たしている。これは、信用売りの主体がファンダメンタルバリューをより正確に知り得ているトレーダーあるいは裁定取引者であることを示唆している。このように機関投資家との関連性が高いことから、ノイズトレーダーが取引主体となる信用買いとは異なり、信用売りは株価安定や裁定という役割を市場で果たしている。

Moore [1966] は、マージン取引がアメリカ株式市場における株価に与える影響の検証では、信用買いは、株価下落時にも上昇時にも、ともに買いを容易にするという理由から市場安定化要因になりうると主張している。

⁵ 金融資産市場におけるポジティブ・フィードバックとは、資産価格の変化に対応してとった市場参加者のリアクションが、よけいに資産価格の変動を加速させてしまう効果をもたらす現象を指す。価格が上昇している場合を買う、下落している場合売るという順張り戦略は、価格変動にポジティブ・フィードバック効果をもたらす。一方、価格が上昇している場合に売り、下落している場合を買うという逆張り戦略は、価格変動を抑制するネガティブ・フィードバック効果を持っている（副島豊、『金融、通貨危機が残した課題—市場参加者の行動様式と取引情報の透明性』（日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ、2000年1月、pp. 15-16）。

(2) 信用取引の経済的意義

ここで信用取引が経済や金融システムにおいて果たす意義について明らかにする。信用取引は市場に仮需給を導入して実需給との間の円滑な出合いを目的とする「有価証券市場の機能を十分に発揮させるための制度」である。通常、実需給だけでは出合いが円滑になりにくく有価証券市場としての機能発揮が十分でないため、仮需給の参加を求めることで一層の公正な価格と迅速な出合いが期待するものである。

信用取引を通じて仮需給という投機をより多く導入し、これを実需に組み合わせることにより、個別銘柄の価格形成がより滑らかになるといわれる。戦前は投機取引が実需取引から分離されており、実需取引と混在していなかった点が特色であるが、基本的には投機取引が実需取引を補完するという建前のもと、その価格形成を滑らかにするには実需と投機が別々の市場で行なわれるのではなく、同じ市場で行なわれるのが望ましいことはいうまでもない。したがって、価格安定効果という点からみれば信用取引は戦前型の投機取引制度より優れているといえよう。ただし、投機の効果が実際に良好なパフォーマンスを示しているかどうかは別の問題となろう。

また、一般的に投機は時間的にもそう長い期間に亘って続けられるものではない。これは、そもそも長い将来に亘って価格変動を予測できるものではないからである。このため、投機者はできるだけ短期間に予想を実現し投機効率を上げようとする。同じ価格上昇なら、それを実現するまでの時間が短いほど投機コストは安くなる。このため、投機とはもともと短期的な行動を取ろうとするものである。この点、現代の短期主義つまり市場におけるショートターミズムにも繋がっているであろう。

さらに投機の短期化を促進したのは、信用取引による投機コストが割高になるからである。それは外部から信用を受けるために投機コストが高くつくほか、戦後のわが国の金融事情が悪く、投機信用についてはかなりの高金利を支払わなければならないからである。このため、投機はより一層短期間に成果を納めねばならない。このような事情からも信用取引は短期投機を促進している制度であるといえる。

信用取引が果たしているもう 1 つの市場機能は、いうまでもなく株式市場へ資金を導入すること、言い換えれば市場に対する流動性供給機能である。先に述べたように市場の外から資金を導入するため、信用取引を利用する投資家は、金利コストを支払わなければならない。その一方で、市場にはほぼ同額の大量な資金が供給されることになり、この結果、株式の流動性が一層、増加することになる。

信用取引では、常に買残高が売残高を大きく上回るのが常態であるから、その差引残高が市場へ追加供給された資金量ということになる。ここで直近例を見ることにする。2015年3月期末水準の場合、買残高3兆2,000億円に対して、売残高6,000億円、差引2兆6,000億円が信用取引に伴い外から導入された資金残高となる。このうち証券金融会社から供給されたものが約4,000億円（推定）、残額は金商業者から供給された勘定になる。いずれにしても差引約2兆6,000億円の資金が現金取引の売手に株式の売却代金として手渡されたことになる。その資金が売手の手に渡ったあと、どのような使われ方をしたのかは定かではないが、いずれにしても売手はそのおかげで株式を処分できたことになる。少なくとも信用取引の買い手が現われなければ、現金取引の売手はもっと値を下げなければ売れなかったか、あるいは売るのを諦めることになったであろう。

実はこれこそ信用取引が果たす最大の機能であろう。信用取引を通じて市場に資金が導かれ、それによって株式が流動化される。つまり、信用取引を通ずる資金供給によって、株式の購買力がそれだけ市場に付け加えられたことを意味するのである。この時、もしこのような資金供給と並行して市場で新規の株式発行が行なわれたとすれば、この信用取引を通ずる資金供給は、増資の払い込み資金に転化したと考えることもできよう。ひいてはこの投機信用の供給が増資を通じて産業活動に結びつくことにもなるのである。

このように、信用取引は多種多様な投資判断を持つ個人投資家の市場参加を促すだけでなく、証券市場全体を活性化させることを狙いとしているのである。

(3) 信用取引と投機

信用取引とは切り離せない「投機」の概念ほど定義が難しいものはない。N. Kaldor [1958] は、「投機とは異時点の価格変化から利益を得る目的で価格が変化しないと予想されるときとは異なった量の財を保有すること」と定義している。この投機に対し、実需とは「財を使用し、加工し、あるいは異なった市場館を移転させることによって利益を得ようとする行為」とされている。

もちろん、信用取引の利用者が全て投機者でないことは明確である。例えば保険つなぎは実需である。また、何らかの理由で株式を手放すことができない時、その株価の下落のリスクをヘッジするため信用取引で売っておくことも実需である。さ

らにディーラーが市場の需給調整のため、超短期で株式を保有するため信用取引を利用した場合、これも実需であり、これは単純なディーラー金融であって、ディーラーの投機資金を供給したことにはならないのである。

クロス取引の場合はやや特殊である。これは株式保有が目的ではなく金融そのものが目的だからである。現物売りと信用買いを同時に行なえば、信用取引を決済するまで売却代金を使えるから、これは売買形式をとった金融取引となる。ただし、株価変動から差益を得ようとする投機でないことは明らかである。

以上のような取引を除けば、その他の取引はだいたい投機取引とみなしてよい。信用取引で売買し、これを反対売買で差金決済する取引が投機であることはわかりやすい。それでは信用取引で買建て、その後代金を支払って引取った場合、つまり現引き（売りの場合は現渡し）した場合はどうだろうか。これも投機と考えるべきであろう。つまり、この投資家は結果的に株式を取得したのであるが、それでは当初、なぜ現金ではなく信用で買ったのだろうか。買う時に十分な代金が用意できなかったので信用供与を受けたのだろうか。では、なぜ代金を容易できるまで購入を待たなかったのだろうか。それは信用取引を利用して買う方が有利だと判断したからである。この「有利だ」という判断は、その方が「より安く買える」ということであり、それは将来の価格上昇による利益を期待していることにほかならない。

N. Kaldor [1958] は「投機は価格変化がないと考える時とは異なった資産の保有をすることである」としている。この定義は重要で、価格差を求めて買った人が、それを売ってキャピタル・ゲインを入手してもあるいはそのまま資産を保有し続けたとしても、どちらも投機であることに変わりない。信用取引にこれを当てはめると、転売買戻しをしようが、現引き現渡しをしようが、取引動機が価格差の追求にあるならばいずれも投機となる。そして、このような取引が信用取引の大部分を占めると推定される。保険つなぎ、金融クロスなどの特殊な取引が信用取引に占めるウエイトは極めて小さいとみて良いだろう。

(4) 証券金融の意義

さて、証券会社は顧客の信用取引による有価証券の売買注文を受け、それを有価証券市場で執行した場合には、自己の責任で売買の相手方に金銭又は有価証券の支払または引渡をしなければならない。

証券会社が手許資金に余裕があり、有価証券を保持している時は、売買の決済に事欠くことはないのであるが、常に金銭又は有価証券を準備しておかなくてはならないということは、その営業方針としては賢明なことではなく、また、それだけの準備をしておくだけの資力も少なく、こと有価証券に関しては現実的には不可能なことである。一方で、証券会社はその有価証券を担保として自由に金融を受けることができれば、顧客に不利、不便を与えることなく信用取引を執行することが可能であり、それでまた十分なことである。しかし、証券会社は当時のわが国の金融事情下にあつて、自由に金融を受けられる立場ではなかった。とすれば、信用取引の執行に事欠く恐れがある。この要請に応じて設立されたのが証券金融会社であつて、もちろん無制限にということではないが、ある程度自由に信用取引の執行に必要な資金または有価証券を証券会社に貸し付けることが目的である。証券取引所の会員であれば、証券金融会社は会員の資力または信用取引状態を問うことなく、所定の条件に従つて所定の手続きをとつて要求してきた会員に対し、必ず融資または貸株を行うことになっている。

この個々の証券会社の個々の信用状態を問題にせず、普遍的に融資または貸株を行うことは、他の金融機関に決して見られない点である。それだけにまた、証券会社は証券金融会社の貸出規程に従わざるを得ず、したがつて、また証券会社に信用取引の注文を発した顧客もその規程に準じなければならない結果となり、貸出規程の変更はただちに有価証券市場に影響を及ぼすことになる。

証券金融会社は証券取引所の決済機構を通じて貸し付ける点は、有価証券市場で行われた売買は、本来その売買当事者間で決済されるべきもので、証券取引所は履行状況を監視すれば足りるものと解されるが、有価証券市場で同一の証券会社が同一の日に同一の銘柄について買い手であり、また売り手であることが普通である。

ここで、証券会社に個々の取引を履行させることとなると、極めて煩雑な受渡事務を行わねばならないことになるので、このような場合には反対債権と相殺して(喰い合い)、いずれか一方またはその差額を履行すれば足りる決済方法によって事務を簡素化し、不必要な多額の金銭又は有価証券の移動を節約するため、証券取引所内に受渡関係の人員を配置し、施設を設け、会員個々について支払うべき金銭もしくは引き渡すべき有価証券または受け取るべき金銭もしくは有価証券の数を計算して、会員の受渡事務について便宜を図っていた。

この人的および物的施設を決済機構と総称し、証券金融会社はこの機構を通じて貸し付けることになるが、信用取引は先述のとおり売買取引であり、この取引も決済機構を通じて受渡されるものであるから、信用取引に対する融資も貸株もこの決済機構を利用することによって円滑に執行されることになる。証券会社は必要とする資金または有価証券の数を決済機構に申し込めば、信用取引を決済することができるとともに、証券金融会社との貸借関係がおのずから発生する仕組みとなっている。こうした決済機構を利用するということは、証券金融会社と証券取引所および会員との間に特殊な契約関係がなければ行い得ないところであって、これが特に一般の金融機関または貸金業者と区別される点である。

このように、証券投機取引に関する最も適当と思われる取引仕法である信用取引は、第三者の資金と証券の信用供与を条件として行われるものであるが、ここでいう第三者とは証券会社である。したがって、信用取引に対する投機管理は証券会社の投機取引行為者に対する信用供与を通じて行われることになるから、清算取引や先物取引に見られるような差金決済取引におけるように、投機取引そのものに直接的に管理が行われるのと異なって、投機取引金融が管理手段として用いられるのである。信用取引における売投機のための証券の貸与については、買投機のための担保として差し入れられた買入証券などが用いられるのであるが、買投機のための受渡決済代金の供与資金は、イ．売投機のための担保としての受渡代金、ロ．証券会社の自己資金、ハ．銀行その他金融機関からの借入金、ニ．コール市場からの取入れ資金などによって賄われるのが原則である。しかし、証券投機取引の一般的なビヘイビアから見て、買投機の方が売投機よりも多いことから、信用取引における信用供与の問題は買投機のための受渡決済代金の供与、すなわち投機金融の問題として捉えることができる。つまり、信用取引を取引仕法とする証券投機取引は、証券市場と金融市場とを密接に関連させることになるのである。

資本市場としての証券市場の役割は、基本的には発行市場において果たされるのであるが、その発行市場の前提として流通市場が存在する限り、流通市場が金融市場と密接な関係にあることは望ましいことであり、その流通市場の機能を円滑にするための投機取引市場が金融市場に密接に結びつくことは、さらに長期金融と短期金融との関連を密接にするものであり、金融経済の機能を全体的に十分に発揮せしめることができるのである。

第1章 わが国株式市場の沿革とその特色

第1節 戦前・戦中の株式市場（明治期～大正期）

(1) 形成期（明治時代～第一次世界大戦以前）

本格的な株式会社制度の発達には、信用制度とともに証券市場の確立が不可欠である。日本で証券市場の制度的基礎ができ上がったのは、1878（明治11年）5月の東京株式取引所と同年6月の大阪株式取引所の設立によってである。だが、設立当初の株式取引所では株式はほとんど取引されず、取引は専ら公債に集中していた。

当時は生活苦にあえぐ下級武士や資金繰りに苦しむ商人等が手持ちの新、旧公債、秩禄交際を手放したため、公債売買が両替商の店頭などで自然発生的、しかも分散的に行われていた。このため、多くの公債が買い叩かれたり、価格の不均衡が生じたりしていた。取引所の設立は公債取引を一カ所に集中し、価格を平準化するために行われたのであった。

株式売買が取引所で盛んに行われるようになったのは、1887（明治20年）前後の企業勃興期以後である。例えば1880年頃、東京、大阪合わせて年間わずか2万株前後しか売買されなかった株式は、1887年には200万株近くに達し、1889年には370万株を超えるまでになった。

これには、大規模企業が登場し、新規に取引所に上場されるものが増えてきたという背景があった。1882年末の東京株式取引所の上場会社数（長期取引）は銀行を中心にわずか9社に過ぎなかったが、1887年には銀行、鉄道を中心に34社、1987年にはさらに紡績や食品も加わって117社に増加したのである。

しかし、取引の内容を見ると、これらの数字を額面通りに受け取って、株式市場が資本調達市場として急速に発展してきたと理解するのは早計であることがわかる。売買の9割近くが実物取引ではなく、投機的な長期清算取引であったからである。さらに売買銘柄も日本郵船、鐘紡、東京株式取引所というような一部の投機取引株に集中していたのであった。証券市場での盛んな株式取引が、社会的な資本集中を目的とする株式会社制度の発達と必ずしも結びついていなかったといえる。

(2) 確立期（第一次世界大戦～金融恐慌）

近代国家はその成立と同時に多かれ少なかれ公債を発行して財政収入の不足をカ

バーするのが世界的にも一般的であったが、公債が広く大勢の投資家の手に渡るためには、いつもで一定の価格で売買されるという市場がなければならない。自然発生的に特定の場所で売買が行われていたものを会員組織の取引所を設けて正規の公債売買の場としたのが取引所の始まりであった。この起源は国によって異なるが、資本主義の成立期である 18～19 世紀とされている。株式が本格的に取引されるようになるのは、これからさらに遅れて 19 世紀後半で、重工業の発展とともに株式会社組織の企業が登場してくるようになってからであった。

わが国はすでに 18 世紀初頭（享保元年頃）に大阪の堂島に帳合米市場があり、コメの相場が成り立っていた。セリ売買で値段と数量を決め、一定の手付金で売買契約を結び、将来の一定時期に受け渡しを行うという形の差金決済を目的とする取引であった。この取引制度が株式取引にも引き継がれることになったのだが、コメならともかく、株式とか公債に対する理解は少なく、ただ、相場が動くということだけで商いの対象になっていた。

このように、取引所設立当初は、明治時代初頭に封建家臣団の手に渡った国債が次第に新興階級の手に移されていった時期だと考えられる。値段はあって無きが如くで、同じ債券が異なる値段で売買され、多くは投げ売り同然の形で武士の手を離れていったのであった。

一方で、公債の集団売買が活発になるに伴い、公正な価格形成と取引の円滑化を図る公的機関としての株式取引所設立の機運が高まった。政府も取引所開設の必要性を認め、1878 年 5 月 4 日、太政官布告による「株式取引所条例」を発出した。この特色は、取引所を純然たる株式会社とし、伝統的なコメ取引仕法である帳合米取引制度を大幅に取り入れることで、営利主義でかつ極めて投機的な取引制度がスタートすることになった訳で、これがのちに投機的株式取引につながる所以であった。

株式取引所の設立は明治政府にとって近代国家の財政的基盤を固める意味からも極めて重要な意義を持つものであった。近代的信用制度の確立と相俟って、公正な価格で自由な取引が行われ、一定の利回りが形成されるため、集中的売買による取引所市場が確立される必要があった。初期の公債取引が多分に投機的性の強いものであったのは信用制度が未発達で前近代的な高利貸資本が支配的だったからであろう。

一方で、銀行制度が発達し、貸付資本の蓄積が進めば、金利水準も低位に安定し、それに応じて国債の価格も市中金利に対応した利回りのもとに一定水準を維持する

ようになる。取引所の設立はこのような近代的金融制度の確立のための公的な枠組みの一つと位置づけられたものであった。

わが国の株式会社制度は明治維新後、海外から持ち込まれた。江戸時代後期には共同出資の企業はある程度見られるようになるが、これらの多くは経営機能を有する出資者の無限責任的な結合であって、現在の株式会社とはかけ離れていた。ただ、相当数の人々が資本を出し合って一企業を営み、損益を分担するという仕組みは少なくとも江戸時代後期にはある程度存在したのであって、この点で日本でも明治に先立って会社制度受け入れの条件が形成されつつあった。成立早々、財政的基盤が弱かった明治政府は、各種の公債を交付、発行して急場を凌いだ。特に旧武士に与えられた金禄公債は、その後、整理公債に統一され、公債の近代化が完成した。

こうしたなか、1882年の日銀創立は、中央銀行を頂点とする商業銀行の体系が形成され、株式や取引所等証券制度の導入、整備と相俟って、近代的金融制度が一応整備されたことを意味するが、産業革命の進行に伴う必要資金を証券の直接投資により賄うことはできず、商業銀行の株式担保貸出に依存するところが多かった。

松方正義のデフレ政策で通貨が安定すると鉄道、紡績など近代産業部門に企業勃興の波が押し寄せ、株式取引所も公債中心から株式中心の取引となった。こうしたなか起業熱の行き過ぎが明治22年の金融逼迫をもたらした初の恐慌を引き起こした。

1894年に勃発した日清戦争における戦費調達には増税等の非常措置によらず、もっぱら国民の愛国精神に訴えた軍事公債の募集によって賄われ、また巨額の賠償金は金本位制を実現させるとともに戦後経済の資金源としての起業熱を一層盛り上げた。この起業熱の急激な過熱のなか、貿易の入超と会社新設ラッシュによる払い込み急増に伴う金融逼迫に加え、米穀の凶作が続き、日銀が1896年4月以降の3年間で5回の金利引き上げを実施した結果、各地で株式の暴落や取り付け騒ぎが起こるなど戦後第一次の恐慌となった。この恐慌はどちらかといえば投機取引にどっぷり漬かっていた証券会社と一部銀行に限られた局地的恐慌であったが、1900年に第二次恐慌が発生、ついに全国的な金融恐慌に発展していった。

そして1904年2月、日露戦争が勃発した。日清戦争後のわが国経済は企業の勃興とその反動恐慌を経て、急速な近代化の道を歩んだ。財閥は次第にその基盤を強化し、銀行、鉄道、紡績を主導産業として多くの新産業が株式会社制のもとに相次いで導入された。こうして日露戦争時におけるわが国の経済力は、日清戦争時の3~4

倍近くに膨れ上がっていた。証券市場も外資導入の基盤を固めたのをはじめ、その後の発展への多くの足掛かりをつかんだ時代であった。なかでも戦後の鉄道国有化は証券会社市場に大きな影響を与えた⁶。

日露戦争終結から第一次世界大戦までの間は、累積した戦時公債や戦後の鉄道国有化に伴う交付公債を償還し、低利に借り換え、新規発行を抑える方針が図られたこともあり、株式市場が果たす役割は小さかった。こうした条件の下では、資本調達も株式移動も伴わない投機取引が支配せざるを得なかった。

しかし、第一次世界大戦以降、重化学工業を軸にわが国経済は急拡大し、戦争景気と呼ばれた。株式市場では1914（大正3）年から1918年には上場銘柄数がほぼ倍増（199→402銘柄）し、売買高急増のため株式定期取引立ち合いを2部から3部に拡大、東京株式取引所も増資を繰り返すなど証券流通市場は大いに盛り上がった。

その後の長期不況の過程では、財閥系の大企業や大銀行の支配体制が確立するとともに株式市場もその規模を拡大、社会的な資本集中機能を発揮するようになった。

1920年3月の株価暴落を第一波として始まった恐慌は、これまで未曾有の繁栄を享受した反動も手伝って、史上空前とも呼べるものであり、これに対して大規模な救済措置が取られたが、その後における財界の整理は困難を極めるなか、その後の関東大震災によるモラトリアム実施を端緒とした金融恐慌等も相俟って、昭和にまで及ぶ慢性不況の序幕となったのである。

(3) 戦前・戦中の統制期（金融恐慌～第二次世界大戦）

1927（昭和2）年春、わが国金融史上、稀に見る金融恐慌が発生した。第一次世界大戦中の行き過ぎた膨張、これに続く大戦後の反動恐慌、銀行不安、関東大震災による打撃と度重なる救済政策とにより累積した矛盾が一気に噴出した結果であろう。

こうしたなか、株式市場は恐慌相場が長く続き、さらに戦時統制の強化とともに証券市場は次第に本来的な機能を奪われ、名目的な存在へと変質していった。1937年9月に臨時資金調整法が交付され、国策に沿った資金の統制、割り当てが行われ

⁶ 証券市場の発展が公債市場から鉄道株市場へ、そして重工業株市場へと進むのは各国の共通した特徴であったが、このようなもとわが国で行われた鉄道国有化は鉄道株市場から重工業株市場への段階的な発展をいわば中断することになった。鉄道国有化下の日本では重工業の発達が先進国に比べ、当然のごとく立ち遅れていただけでなく、八幡製鉄所など鉄鋼業にみられる国営企業の支配、三井、三菱など石炭業にみられる封鎖的な財閥支配によって、重工業は質的にも量的にも鉄道株にとって代わる地位にはなかった。

るようになると、自由な市場機能はもはや不必要とされた。

公社債市場は低利国債、特殊銀行債（金融債）等の強制割り当てのための市場となり、事業債発行も軍需産業として緊急性が高いものが優先された。株式市場には投機資金が流入して産業資金調達を阻害するということで投機取引に関する規制が強化された。株式公開の規制、1939年の配当統制令の発動と続き、1941年には株式価格統制令が交付されるに至った。このような一連の金融、証券市場に対する統制が強化されるにつれて、証券市場はますます有名無実な存在に変質した。

当時の株式相場を動かしていた好悪両材料は、一方が不況救済政策としての金融緩和と金利低下であり、他方が金解禁であったが、実体のない噂に振り回されるなど一進一退を繰り返した。この市場の中心は満鉄等の特殊会社と電力会社であった。

昭和恐慌時には、準戦時体制への移行と政府のインフレ政策に支えられ、1933年頃から世界に先駆けて景気回復基調となった。特に軍需清算取引を中心に企業設立ブームが再燃、経済の重化学工業化が一段と進んだ。満州事変後の軍需産業ブームでは、日本産業、日本窒素、日本電気工業、日本曹達、理科学興業など新興財閥が証券市場を積極的に利用し急速な拡大を遂げた。こうした新興財閥は、三井、三菱、住友、安田といった自己金融型の既成総合財閥とは異なり、完全な外部金融型であったことから、株式や社債への依存度が圧倒的に高く、その資本調達の多くを証券市場に依存していたのであった。こうしたなか、満州事変、日華事変と戦時経済統制が急速に展開され、さらに国家総動員法の下で戦時統制は経済の全面に及んだ。

さらに戦時経済が進展するなか、証券市場も自由市場機能を喪失した。投資魅力を失って低下する株価の維持機関が設立され、ついには政府が最低価格を決定できる株価統制令が出された。資本市場では軍需産業重点の資金配分が行われ、増資、起債、会社設立の調整から始まり、起債の計画化へと統制はエスカレートした。

太平洋戦争の勃発を契機に戦時経済は最後の段階に入り、経済統制が一段と強化されたが、株式市場に対する統制も取引所機構の改革に及んだ。1943年3月に日本証券取引所法が制定公布され、これに基づき6月末、全国11カ所の株式取引所が統合され、日本証券取引所が設立された。この改革は取引所の組織機構、業務、売買取引方法、上場制度、取引員制度に亘る広範で画期的な取引所制度の改革だった。

第二次世界大戦末期における証券市場はほとんど機能麻痺状態であった。1944年には相当に悪化していたものの、証券市場の機能は曲りなりにも作用し、市場原理

も働いていたが、1945年には戦局そのものが絶望的となり、市場は取引停止となるなど末期症状を呈していた。戦時金融金庫（後の日本証券取引所）が、空襲前日3月9日の最終価格いわゆる3/9価格（サンキュー価格）によって全銘柄にわたり無制限の買い入れを行い、ようやく株価水準を支えたことで市場の完全崩壊は免れた。

第2節 戦後の株式市場

(1) 戦後経済復興期（昭和20年代）

① インフレの高進と経済安定政策

1945年8月15日、第二次世界大戦は終結したものの、敗戦直後のわが国においては生産設備の破壊と老朽化、原材料の入手難、流通組織の崩壊などにより20年末における鉱工業の生産水準は戦前のわずか6分の1にまで低下していた。

こうした状況のなか、終戦の戦後処理のために臨時軍事費という名目で膨大な財政支出が行われた。これが戦時中から潜在的に進行していたインフレを一挙に爆発させる端緒となったのである。

1945年11月、連合軍最高司令部（以下GHQという。）からその支出禁止令が出されたものの、インフレは依然としてとどまるところを知らず、1946年9月の卸売物価は1937年の約20倍にも達した。その後、1946年12月、鉄鋼、石炭など基礎産業への資材その他を重点的に投入しようとするいわゆる「傾斜生産方式」が閣議決定となり、戦後経済復興の第一弾となったが、その資金は復興金融公庫によって賄われた。そして、この復金融資が急伸途上のインフレに一層拍車をかけることになったのである。日銀券発行高は1945年8月302億円、1946年8月575億円、1947年末2,191億円となったが、この数字がインフレ進行の激しさを雄弁に物語っている。

一方、1947年春頃から、米ソの対立という国際情勢の変化を反映して、アメリカの対日政策はわが国の非軍事化、民主化の強行から転換して、経済復興と自立化の方針をはっきり打ち出していた。そしてアメリカの対日援助が次第に積極化していくに伴って、インフレの収束が当面の緊急課題として取り上げられ、1949年に入ってGHQ財政顧問として来日したドッジ公使の構想により、わが国経済、通貨の安定計画、いわゆるドッジ・ラインの強行実施をみるに至ったのである。

これは、アメリカの援助と国内補給金といういわゆる「二本の竹馬の足」を切り取り、わが国経済の自立達成を図ろうとするもので、超均衡予算と単一為替レート

の設定を二つの柱としていた。

このような過程を経て、戦後高進の一途を辿ったインフレも、この1949年を境として急速に収束へと向かった。同時に単一為替レートの設定によってわが国は国際経済へ復帰し、経済正常化の第一歩を踏み出すこととなった。

② 証券取引所の再開

戦後における証券の売買は、当初4年近くもの間、自然発生的に行われた証券会社の店頭取引と、その延長である集団取引市場によらざるを得なかった。

戦時中、株式市場に対する統制強化のため、全国の株式取引所を一本化して設立された日本証券取引所は、敗戦が決定的となった1945年8月10日、一斉に立会いを停止し、そのまま終戦を迎えた。そして9月26日、GHQはわが国政府に対して、取引所再開禁止の覚書を手交し、その後、大蔵省および証券会社の強い要望にもかかわらず、取引所の再開を容易に認めなかったのである。当時、GHQが意図していた占領政策の一環として、わが国経済の民主化という課題があったが、これは具体的には証券保有の民主化をも意味していた。そのためにGHQはわが国に対してもアメリカの1933年有価証券法および1934年証券取引法に準じた法制を敷き、その後に証券取引所の再開を認めようと考えていた。

したがって、わが国において証券取引所が再開されるためには、アメリカの法制に準拠した新しい証券取引法（以下「証取法」という。）の成立が不可欠の前提とされ、大蔵省および証券界はその作成に専念した。その結果、1947年3月、上記の趣旨に則した新しい証取法がひとまず成立をみたが、これはわが国旧来の制度を活かしつつ、同時にアメリカの制度をも採用するという折衷的な内容であったことから、施行について、GHQの全面的な了承が得られなかった。このため、大蔵省は再度全面的にアメリカの制度を取り入れた商取法改正案を作成し、1948年4月、公布のうえ翌5月から施行した。

こうして、ようやく証券取引所再開の基盤が築かれたが、その後、再開準備に約1年間の歳月を要し、1949年5月16日から、東京証券取引所（以下「東証」という。）は正規の市場立会いを開始した。日本証券取引所の閉鎖以来、実に3年9ヵ月ぶりであった。ここに戦後のわが国証券市場は新たな出発点に立つこととなった。

東証の開設と時を同じくして、大阪、名古屋に、また7月2日に新潟、神戸、同4

日に京都，広島，福岡に，そして翌 1950 年 4 月には札幌にそれぞれ証券取引所が開設されるに至って，戦後の混乱のなかから自然発生的に誕生した集団取引市場に終止符が打たれた。

③ 証券対策の実施

取引所再開後の証券市場は，当初，順調な滑り出しを示したが，それも束の間に過ぎず，1949 年 5 月末を頂点として，以後市場は月を追って不振度を増し，再開後半年にして，全くの恐慌状態に陥ってしまった理由としては，（イ）取引所再開に当たって，GHQ から提示された「売買仕法三原則」が，店頭仕切り売買の禁止，先物取引の排除などそれまでのわが国証券売買の慣行を破る革新的なものであったため，新しい売買仕法に不慣れなことが多く取引が円滑性を欠いたこと，（ロ）証券処理調整協議会（SCLC）の放出株が大量となったこと，（ハ）企業の再建整備関係の増資が殺到したこと，（ニ）デフレ政策の浸透に伴い，株式市場に流入する資金が枯渇するようになったこと，が挙げられる。

このため，政府，日本銀行を中心として，株式供給の制限，金融機関の株式買い出動，証券金融の強化といった一連の証券対策が実施されたが，株価の下落を阻止することはできず，市況は底なしの低落を続けた。

④ 起債市場の復活

一方，公社債市場も終戦とともにほぼ壊滅状態に等しい状態であったが，22 年になると政府，民間の代表者による起債調整協議会が設立され，適正な起債条件設定への第一歩が踏み出されることとなった。しかし，終戦直後の混乱期に引き続くインフレの進行により，公社債市場はなおしばらくの間，梗塞状態を脱することができなかった。ただ，これらの情勢とは無関係に，巨額の復興金融公庫債（以下「復金債」という。）が経済復興資金供給のために発行されていた。

ところが，1949 年に入ってドッジ・ラインが施行され，インフレの根源視されていた復金債の発行が停止された結果，企業はこれに変わる設備資金の調達を見返り資金，増資，金融機関からの借入と並んで起債に依存しなければならなくなった。そこで同年 6 月，日本銀行は，イ．市中金融機関所有の復金債（9 月以降は国債）を対象として買いオペレーションを実施し，これにより市中金融機関に対して事業債，

金融債（同年 6 月以降発行分）の買付資金を供給する、ロ．市中金融機関に対する社債担保金融の条件を国債担保並に優遇する、といった一連の社債優遇措置を講じた。なお、優遇対象銘柄は起債に先立って日本銀行が事前審査を行い決定したので、この措置は別名「日銀適格担保社債事前審査制度」とも呼ばれた。

これらの起債育成措置により、起債市場は復活し、起債規模は 1949 年後半から飛躍的に拡大した。しかし、この起債規模の拡大は需給関係を反映したものではなく、日銀信用を基礎とする金融機関の消化力の増大という人為的なものであった。このため、1949 年における全国銀行の事業債消化額は全体の 91.7%にも達した。

⑤ 朝鮮動乱の勃発

1959 年 6 月に勃発した朝鮮動乱は、いわゆるドッジ不況にあえいでいた経済界に予期しない繁栄をもたらした。繊維、機械、金属を中心とした特需の急増は約 1,000 億円と推定された滞貨を一掃し、生産を飛躍的に上昇させた。

しかし、この急激な経済発展は一方でインフレ傾向も併発させた。当時、輸出インフレと言われたものがそれで、各国の買い急ぎ傾向によって輸出契約価格が急騰し、これに伴って卸売物価、消費者物価が高騰を来した。これに対処して、外貨予算の大幅拡大、長期外貨予算制度、自動承認制の拡大などが行われ、輸出の促進、輸入原材料のコスト引き下げが図られたが、逆にこれら輸入金融優遇策は時機を逸して効果を表さず、かえってインフレ懸念を強める結果となった。そこで金融面からは、1950 年 12 月と 1951 年 3 月に日本銀行の高率適用請度が強化され、また財政面からは見返り資金の支出抑制が行われた。

⑥ 動乱ブームの反動

1951 年 3 月、アメリカが戦略物資の買い付けを停止したのを契機として、朝鮮動乱による俄か景気も後退し始めた。しかし、産業界では景気後退を一時的なもののみなして、設備の更新と拡充を推し進めた。設備投資が相次ぐなかで海外諸国の輸入制限によってわが国の輸出は停滞していった。

その結果、需給の均衡は次第に崩れ始め、滞貨を増大させる結果となり、1951 年末から 1952 年春にかけての経済基調はデフレの様相を呈するに至った。

⑦ 積極政策と消費景気

1952年4月に講和条約が発効し、わが国は独立を回復した。これに伴い、経済的な自立を達成する必要にも迫られた政府は、保有外貨を活用して経済基盤を強化し、国内需要を拡大したうえで生産過剰と滞貨を一掃するという積極政策を打ち出した。

この施策は、国内の経済活動を大幅に振興させ、物価急騰に後れを取っていた賃金水準も立ち遅れを取り戻し、1952年末の国民の消費水準はほぼ戦前の水準にまで回復した。積極政策はデフレーションの進行を食い止めたばかりでなく、消費景気をもたらしたのである。

⑧ 証券市場の拡大（信用取引の開始）

1949年12月以来、著しい不振状態にあった証券市場は朝鮮動乱による経済界の好転もただちには反映せず、依然として不振にあえいでいた。1950年5月から実施されたローン取引が軌道に乗り、世界的軍拡傾向への期待などから基調としては騰勢にあったものの市況は一進一退の横ばい状態を続けた。

1951年には経済界の基調転換が証券市場にも浸透するようになり、繊維関係はじめ高集積優良株を中心として軍需関連株なども物色され、市況は堅調裏に推移した。

その後、アメリカの戦略物資買付停止、マッカーサー元帥の解任、さらに朝鮮戦争に対するマリク・ソ連国連代表の和平提案などを嫌気して一時整理商状を強めた。しかし同年7月以降、株価は再び上昇に転じ、その後基調を持続した。その主因となったのは、6月の信用取引開始および投資信託の発足、7月からの「資産再評価法」の改正および「株式会社の再評価積立金の資本組み入れに関する法律」の制定に基づく株式無償交付の実施などであった。

すなわち、信用取引の実施は市場取引を一段と円滑化し、投資信託の株式組み入れにより市場の浮動株が吸収されたことから、需給関係の改善が進み、さらに再評価積立金の資本組み入れによる株式の無償交付によって買い気が著しく刺激されることになった。

1951年10月1日、東証は指定銘柄普通取引制度を実施し、指定銘柄の売買単位の引き上げ並びに委託手数料の引き下げを行った。この制度は証券会社の実収入を減少させずに一般投資家の負担を軽減し、これらの銘柄を中心に市場取引の振興を図ろうとするものであった。

1952 年に入り、国民所得水準の上昇と配当性向の向上による大衆投資の拡大、国内景気の停滞に伴う企業の余裕資金の市場流入などを背景として、証券市場は著しい活況を呈し、その規模を拡大していった。好況は 1953 年 2 月まで続いたが、この間の各指標を前年（1952 年）と比較してみると、株価はダウ平均で 3.2 倍、株式売買高は 4.0 倍、上場株式数は 1.6 倍といずれも著しい伸張を示した。

⑨ 証券行政機構の改革

この間、証券行政機構の改革が行われた。証取委は大蔵大臣の管轄のもとに、戦後の証券民主化の中心的機関として、証券市場の整備発展に重要な役割を果たしてきたが、当時の吉田内閣の重要政策の一つであった行政機構改革の一環として 1952 年 8 月 1 日をもって廃止された。

そして証取委の所管事務であった証券取引所、証券会社、証券業協会の登録と監督、有価証券の発行に関する届け出書の管理、審査などは以後、大蔵省理財局に移管された。同時に、大蔵大臣の諮問機関として新たに証券取引審議会（以下、証取審という）が設けられ、有価証券の発行および売買その他の取引事項を調査、審議し、証券行政の適正かつ効果的な運営を図ることになった。

⑩ 神武景気（デフレ政策への転換）

1952 年から 53 年にかけて、わが国経済は政府の積極政策を反映して、広範囲にわたる消費、投資景気が展開された。しかし、世界経済の軟調と国内物価の割高から輸出は停滞したまま輸入が一方向的に増大し、国際収支の行き詰まりを招いた。その結果、それまでの積極政策も 1953 年 9 月以降、緊縮政策へと転換を余儀なくされ、輸入金融の引き締め、高率適用制度の強化などの金融施策と並行して財政面においても財政投融资の大幅削減の方針がとられた。

(2) 高度経済成長期（昭和 30 年代）

① なべ底不況から岩戸景気へ

1957 年 5 月の引き締め政策実施以来、翌年秋にかけてのなべ底不況を脱した日本経済は、その後、1961 年後半にかけて未曾有の高度成長を続けることになった。岩戸景気と言われた時期である。

このような日本経済の発展を反映して証券市場の規模も著しく拡大した⁷。東証のダウ平均（1日平均）は1958年の571.97から61年には1,548.94に上昇し、1日平均売買高（東証1部）も1958年の3,894万株から61年には1億328万株と東証開所以来初の1億株の大台を実現した。さらに上場株式時価総額（東証1部）は1958年末の2兆3,226億円から61年末には5兆4,622億円とほぼ2倍に達した。

また、全国上場会社の有償増資額は1958年には1,746億円であったが、61年には7,390億円となり、この4年間の増資累計額は1兆4,704億円に達した。さらに株式投資信託の残存元本は1958年末の2,096億円から61年末には1兆2,681億円と5倍近い膨張を示した。しかも、その株式売買回転率は1958年の102.7%から61年には91.6%となっている。

この結果、東証上場株式の売買回転率は1952年の52.37%を最高として1949～57年の平均では33.64%の実績値であったものの、1958～61年では60年の92.41%を最高とし、58年の58.52%を最低として平均では79.55%に高まった。

この間、証券会社数は1958年末の561社から61年末には588社へ、本店を含めた営業所数は1,984カ所から2,802カ所へそれぞれ増加した。また、その総資本金は195億円強から733億円へと増加し、期中利益と委託手数料収入もそれぞれ12倍、4.5倍という著しい伸びを示している。

証券取引所再開後、曲折はあったものの、おおむね苦難の道を歩んできた証券界のこの期間における業容の拡大、発展には目覚ましいものがあった。しかし、この輝かしい舞台はやがて来る証券不況の前触れでもあった。

こうしたなか、東洋製糖株式の信用取引を利用したの買い占めは1957年後半に始まり、事件の決着を見たのは1958年7月であった。この東洋製糖事件から以下のような教訓を学び取ることになった。

第一に東洋製糖株式会社が過小資本であったこと、第二に同株式の信用取引、貸借取引の規制措置が機動性の点において不十分であったこと、第三にいわゆるいわゆる店内食い合い制度により信用取引の実態把握が遅れがちでそのために売買管理

⁷ 以下数値については、東証その他統計資料（売買高・売買代金（月間・年間））、東証要覧（東京証券取引所企画調査部 <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/index.html>）、および大蔵省証券局年報（1960年～75年版、大蔵省証券局内大蔵省証券局年報編集委員会）より筆者作成。

が必ずしも適宜、適切であったとは言い切れなかったことなどである。

もっとも信用取引が導入された趣旨、目的からみて買い占めに同制度を利用すること自体、当否が問われるだろうが、いずれにしてもこの事件の契機として信用取引、貸借取引を見直す機運が生まれたのである。

こうしたことから、信用取引および貸借取引のより健全な運営の必要を痛感し、東洋製糖事件を参考にして、「貸借取引貸出規程」の改正などを取りまとめ、1959年4月22日付で大蔵大臣に認可を申請した。一方、同様の趣旨で東証も定款、業務規程などの改正作業を進めていたので、これに歩調を合わせる必要から、その認可はしばらく保留され、改正貸出規程は1962年4月2日から実施された。

この改正の中での一つの特色は、信用取引、貸借取引の運営に当たり、不測の事態に際しての処理方法を明文化したことである。信用取引、貸借取引は仮需給の投合には優れた制度であり、実物取引と混在しつつ市場の厚みを増し、流通の円滑化に資する効果は大なるものがある。しかし、それだけに場合によっては市場の激化要因となりうる。このような見地から、東洋製糖事件に際しての信用取引、貸借取引の見直しは大きな意味を持つ。

② 株式市場の不振と不況対策融資

1955年以降の日本経済の高度成長期において、実体経済の拡大、成長と歩みを一にして株価の上昇、売買高の増加など証券市場も拡大し続けた。

そして、この傾向は1961年7月を頂点として反転し、63年に一時上昇、拡大の姿勢を示すが、64、65年と不振の度を深めながら証券恐慌に落ち込んでいった。

1955年から61年にかけて順調な上昇基調を辿ってきた株式相場は、61年7月18日にダウ平均で1,829.74と過去最高を現出したが、その後の相次ぐ金融引き締め政策の下で反落に転じ、62年10月29日にはダウ平均で1,216.04とボトムを付けた。

しかし、国際収支の早期改善により、1962年10月から63年4月にかけて引き締め政策が解除されて株価は再び反騰に転じ、63年4月5日のダウ平均は1,634.37にまで回復したが、株式市場はさしたる活況感を示さなかった。

1963年7月18日、ケネディ米大統領の特別教書が発表されるに及んで、株価は7月19日、20日の両日にダウ平均で123ポイントもの急落を示し、田中大蔵大臣は一般投資家に慎重な態度を要望する異例の談話を発表し、また、大蔵省を中心として

生保業界に対する買い出動の要請，証券金融会社の協調融資枠拡大，市中銀行による投信組み入れ公社債の担保金融など株式市場安定化策が講じられた。さらに，同年 11 月 23 日，ケネディ米大統領暗殺によりニューヨーク取引所が立会い停止となると，休日明けの 25 日に株価は急落し，ダウ平均株価は 1,245.23 を示した。

このような事態を前にして蔵相と東証理事長は再び一般投資家の慎重な態度を要望し，一方，東証は 25 日，資本市場対策特別委員会の設置を決定した。その後，株式市場は一時，小康状態を保つが，12 月，国際収支の悪化によって引き締め政策への転換が明らかになるにつれて，18 日のダウ平均は 1,200.64 と 1,200 大台割れ寸前まで落ち込んだ。これは 1961 年 7 月 18 日の高値 1,829.74 から 34% の下落であった。

また，売買高も 1963 年 8 月以降，一日平均 1 億株を割る状態で推移した。1964 年に入っても市場は沈滞の色を濃くし，株価は若干の当落を繰り返しながら，65 年 7 月 12 日の 1,020.49 へのボトムへと下落を続けていった。

③ 日本共同証券の発足

1963 年夏以降，株式市場は極度の不振に陥ったが，その背景には株式の需給関係の悪化という構造的な要因があった。この株式の需給関係の悪化には，イ．1961 年から 62 年にかけての増資の盛行が株式の供給過剰をもたらしたこと，ロ．需要側の最大手の株式投信が株式市況の低迷を反映して設定額の減少や中途解約の増加により不振を続けたことなどが大きく影響していた。

したがって，株式市場の不振を打開するためには，このような事態を改善することが緊急の課題とされ，その対策として浮かんできたのが株式買入機関設立の構想であった。銀行業界では 1963 年以来，日本興業銀行，富士銀行，三菱銀行の各頭取を中心に同機関設立の構想について検討が進められていたが，証券業界も全面的にこれに協力することとなった。

こうして 1964 年 1 月 20 日，都市銀行 12 行のほか日本興業銀行，長期信用銀行および大手証券 4 社など銀行，証券両業界の協力のもと，資本金 25 億円をもって日本共同証券（以下，共同証券という。）が設立された。

共同証券は当初，買入れ資金について相次ぐ増資や市中銀行からの協調融資借入により調達していたが，やがて協調融資団の間では銀行本来の目的に照らして，同社へのこれ以上の資金協力には問題があるとする意見が強まってきた。しかし，

株式市場の状況から見て、同社の買い出動がどうしても必要であったため、日銀資金の投入が検討されるに至った。

その結果、証券金融会社を経由して共同証券へ日銀資金が融資されることとなり、1964年12月4日から実施に移された。これによる貸付残高は、新規貸付を停止した1965年1月18日現在で678億円に達した。なお、共同証券は1965年1月までの1年間に総額1,905億円にのぼる株式の買い入れを行った。

④ 日本共同証券に対する貸付

共同証券に対する株式買い入れは、1964年1月から4月まで153億円に達したのち、月を追って累増し、その総額は1,905億円にのぼった。この間、同社は資金需要の増大に対処するため、相次いで増資、協調買い入れを行ってきたが、それが株主や協調融資団にとって大きな負担となっていた。

そこで、協調団は1964年10月14日、幹事銀行を通じて政府日銀に対し、イ．共同証券への協調融資は日銀の窓口規制枠の別枠扱いとすること、ロ．共同証券に対する出資並びに融資資金については日銀借入れの別枠扱いとして借入れを認めること、ハ．共同証券振出手形を日銀担保適格手形とすること、ニ．協調融資銀行の協力は今回の措置（当初1,000億円を想定）が限度であること、などを盛り込んだ要望書を大蔵大臣、日本銀行に提出した。日本銀行はこれらの要望事項を認めることにし、幹事銀行を通じてその旨を各行に通知した。

一方、協調融資団の間ではこれ以上証券市場対策に深入りすることは銀行本来の目的に照らして問題があるし、さらに共同証券1社に対する融資額が過大になれば債権保全上の問題もあるとする意見が高まっていた。

しかし、当時の株式市場の状況を勘案し、共同証券による、ある意味で緊急避難的な買い出動がどうしても必要であったこともあり、同社に対する日銀資金の投入が検討された。そして1964年11月、大蔵省、日本銀行、市中銀行の会談の結果、今後は日銀が同社の資金調達について考慮するとの方針が確認されるに至った。ただし、この場合、資金調達の方法として日銀からの直接融資、つまり、中央銀行が証券市場に対して資金を直接供給することは極めて異例であり、社会的な批判を受ける恐れが大いにあったこともあり、日証金を経由して12月4日から実施したものであった。

⑤ 昭和 40 年不況前後における市場対策としての緊急融資

1958 年から 61 年にかけて、日本経済の高度成長を廃鶏に上昇を続けてきた株式市況は、61 年 7 月 18 日のダウ平均 1,829 円 74 銭をピークに反落に転じ、4 年間にわたる長期低迷期に入った。この低迷期において、1963 年 7 月 18 日、ケネディ米大統領の特別教書が発表されて株価は急落し、ダウ平均は 1,400 円台を割り込んだ。

こうした事態に対処し、大蔵省を中心として生保業界への買い出動の要請、証券金融会社の協調融資枠の拡大、市中銀行による投信組入れ公社債の担保金融などの市場対策が講じられた。しかし、株式市況は依然として低迷を続け、さらに 1963 年 11 月 23 日、ケネディ米大統領の暗殺が伝えられると株価は再び暴落を演じた。その後、株式市場は一時、小康状態を保っていたが、国際収支の悪化から金融引き締め政策への転換が明らかになると 12 月 18 日のダウ平均は 1,200 円 64 銭と 1,200 円の大台割れ寸前まで落ち込んだ。これは 1961 年 7 月 18 日の高値に比べて 34% という大幅な下落であった。1964 年に入っても株式市場は不振を続け、ダウ平均は徐々に水準を下げ、1965 年 7 月 12 日の 1,020 円 49 銭のボトムまで下落傾向を辿った。

⑥ 日本証券保有組合への棚上げ資金貸付

株式市場では共同証券の買い出動によってダウ平均 1,200 億円の台は維持されていたが、反面、株式市場の価格形成機能は著しく阻害され、一種の管理相場的な状況を生じ、世論の批判を招くこととなった。また、共同証券による大量の株式買い入れにもかかわらず、株式投信や証券会社が抱える過剰株式は依然として解消されず、株式市場を大きく圧迫していた。

このような状況のなかで、日証金は日本銀行と証券業界に対して、証券会社自身による過剰株式の棚上げ機関の設立について提案し、その必要性を強調した。日本銀行ではこれに全面的に協力する意向を示し、また、証券業界でも東京証券取引所を中心に業界が一致して、棚上げ機関の設立を推進していくことになった。棚上げ機関の法律上の性格については、「業界の責任に基づく機関」という性格をはっきりさせる必要があることなどから、証券会社を組合員とする民法上の組合とし、「日本証券保有組合による株式買い上げ案」がまとめられた。

その後、この案について、イ．組合の運営に当たっては大蔵省の指導を受ける、ロ．清算時に利益金の半分程度を公共的用途に留保し、組合の公共性を明確にする、

ハ．組合員の代表を認めない、の 3 点を組合格約で明確にすることを条件に大蔵省の了解が得られ、1965 年 1 月 12 日、日本証券保有組合（以下、保有組合という。）が正式に設立された。保有組合の株式棚上げ資金は、所要資金の 80%を買い上げ代金相当額の手形による日銀融資をもって充当し、残りの 20%は組合員の出資金と日本銀行からの債券担保借入れにより賄う方法が考えられた。組合員の出資金については規約上、組合員の保有組合への株券売却代金の 10%相当額とされていたが、証券金融会社がこの出資金の貸付を行い、最高残高は 84 億 8 千万円に達した。

(3) 金融・証券制度の改革期（昭和 40 年代）

① 証券会社の免許制以降と証券諸制度の改善

1965 年の深刻な証券不況に直面して、投資家保護の徹底と証券市場の信用回復を図る観点から、証券諸制度の改善が強く要望されるようになった。その改善の大きな柱の一つが証券会社の登録制から免許制への移行であった。

証券会社の設立については、戦前は免許制であったが、戦後 GHQ の意向によりアメリカ式の登録制度が導入され、一定の条件を備えた者であれば自由に証券会社となることができるようになった。このため証券会社のなかには、経営基盤も弱く、社会的信用の面でも十分と言えないものが多かった。

こうした状況のもと、1964 年 12 月、証券取引審議会は投資家保護などの面から予防的監督行政を強化する必要があるとして、証券会社の免許制採用についての具体案をまとめ、「証券会社の免許制の問題について」と題する答申を大蔵大臣に提出した。これを受けて証券取引法の改正が行われ、1965 年 10 月から施行されたが、同法に基づく免許日は 68 年 4 月 1 日とされ、それまでに証券会社は財務体質、経営基盤の強化を図ることが求められた。

一方、大蔵省は証券市場の不振が続くなかで、証券会社の経営基盤の強化などについて監督、規制を強めていたが、1964 年 6 月、証券行政の整備、強化を目的として証券局を新設した。

このほか、増資の自主調整ルールが確立され、株式発行市場の正常化が図られるとともに、ディスクロージャー制度の整備、信用取引の改正、バイカイ⁸の廃止、運

⁸ 同一証券会社による同一株数の大量売買取引手法で 1967 年 10 月にクロスが採用されるまで行われていた。

用預かり業務の禁止など証券市場の近代化を目指して発行、流通量市場に関する諸制度の整備、改革が行われた。

② 証券不況からの脱出

1965 年以降、次々と金融緩和政策が実施されたにもかかわらず、国内需要の不振から景気はなかなか回復せず、むしろ不況が一層深刻化する事態となった。そこで政府は、同年 7 月 27 日の経済政策会議において景気の早期浮揚を図るため、大幅減税と国債発行による財政支出の拡大を柱とする景気振興策を決定した。こうした積極的な在英政策の実施と金融緩和の進展によって、需給のバランスは次第に改善され、景気は急速に回復の一途を辿り、同年末から 57 ヶ月に及ぶ長期間の好況いざなぎ景気を現出することとなった。

このような経済情勢を反映して、株式市場もようやく長い低迷から脱出し、ダウ平均は 1965 年夏をボトムに反騰に転じ、66 年 2 月には 1,500 円の大台を回復した。しかし、その後は棚上げ株の放出や株式投信の大幅売り越し等による需給悪化懸念、国際収支の悪化に対処しての金融引き締め策の実施などから株式市況は 1967 年いっぱい一進一退の低迷状況が続けた。

1968 年 3 月になると、欧州での通貨不安に伴う金価格の高騰から市況は活況に転じ、金融緩和の進展、企業業績の好調に加え、外国人投資家の活発化もあって急速な上昇局面を展開していった。ダウ平均は 10 月 2 日には 1,851 円 49 銭と史上最高値を記録した後、一時的に反落する場面も見られたものの、ほぼ一貫して上昇傾向を続け、1970 年 4 月 6 日には 2,534 円 45 銭のピークをつけた。売買高も 1969 年には 1 日平均 1 億 6,244 万株とそれまでの最高を記録した。

1970 年 4 月以降、世界的株安への不安感から低迷が続けていた株式市況は 71 年に入ると金融緩和の進展などを背景に一転して上昇傾向を辿った。こうした折から 8 月 15 日、ニクソン米大統領によって金ドル交換の停止、輸入課徴金の実施などを内容とする緊急経済対策が発表された。これによって円や主要国通貨は大幅な切り上げを余儀なくされ、やがて変動相場制へ移行することとなった。

株式市場は、このニクソンショックのわが国経済への影響を懸念して、先行き不安感が一気に高まり、株価は輸出関連株を中心に大暴落となった。その後市況は国際通貨情勢の不安や企業業績の悪化などから波乱含みで推移していたが、公共事業

の促進や公定歩合の引き下げなどの景気対策が打ち出される一方、1971年12月に通貨の多国間調整が成立したこともあって、年末から再び上昇基調に転じた。そして、翌年になると金融の超緩和を背景として、法人の株主安定化などを目的とする株式取得が活発化し、鉄鋼や重電と言った大型株を中心に空前の株式ブームとなった。

ダウ平均は1972年初めの2,712円31銭から73年1月24日に5,359円74銭の過去最高をつけるまでほぼ一本調子の大幅上昇となった。売買高は1972年には1日平均3億2,776万株と前年に比べ66%の増加となり、上場株式時価総額も1970年末の15兆913億円から72年末には45兆9,502億円と2年間で3倍強の規模に拡大した。

③ 第1次石油ショックに伴う融資残高の減少

わが国経済は1972年後半から拡大に転じたが、73年に入ると物価の統制が一段と強まり、過熱化の様相を呈するようになった。これに対処して金融政策は引き締めへと転換され、次第に強化されていった。

このような折から、1973年10月の第4次中東戦争を契機にいわゆる第1次石油ショックが発生し、石油価格が急騰して物価上昇に拍車をかけ「狂乱物価」を現出した。このため、異常なインフレの克服が当面の最大の課題となり、総需要抑制政策が強力に推進された。景気は1974年の年初から急激に悪化し、わが国経済は同年に戦後初めてマイナス成長を記録したのであった。

こうしたなか、1972年に空前の活況を呈した株式市場は、73～74年を通じ、一転して低調に推移した。株価は1973年1月24日にダウ平均5,359円74銭の過去最高を記録した後、騰落を繰り返しながら大勢として下落基調をたどった。売買高も市況の低迷から減少を続け、1974年の1日平均売買高は1億7,470万株と72年に比べ2分の1近くまで減少した。その後、1973年末にかけて石油ショックに絡んで帝国石油や日本石油などの資源関連株を中心に大商いとなり、信用取引残高も急増した。

④ 貸株市場の育成、整備

貸株市場の育成、整備については既に1966年9月、証券取引審議会の「証券取引所取引のあり方について」の中間報告にて提言されていたが、その後1972年4月には東京証券取引所の信用取引特別委員会が貸株市場の育成について提言し、貸株不足の場合、即時に調達できる株券供給ルートの拡大に努力すべきであると指摘した。

(4) 金融自由化による調整期（昭和 50 年代）

① 第 2 次石油ショック

1975 年になると、景気の浮揚を図るためには積極的な財政、金融政策が推進された。財政面では、公共事業、住宅投資、設備投資の促進を柱とする景気対策が打ち出され、国債が大量に発行されることとなった。金融面では、公定歩合が相次いで引き下げられ、1978 年 3 月には戦後の混乱期を除くと戦後最低の 3.5%となった。

その後、1978 年末のイラン政変を契機として第 2 次石油ショックが発生し、再び物価上昇の危機に直面することとなった。しかし、前回の石油ショックを教訓にした政府の迅速な対応などによって混乱なくこれを乗り切ることができた。そして 1978 年後半から景気は急速に好転し、73 年の第 1 次石油ショック後からの 5 年に及ぶ調整過程を終えることとなった。

こうした経済情勢を背景に、株式市場は緩やかな上昇基調をたどった。ダウ平均は 1975 年 1 月 10 日の 3,627 円 04 銭をボトムに上昇に転じ、78 年 1 月には 3 年 5 か月ぶりに 5,000 円台を回復した。その後、一時調整場面が見られたものの、78 年に入ると、景気の本格的な回復や金融緩和の進展を背景に金融機関や事業法人の買い姿勢が強まって、上昇局面を展開し、同年 12 月には史上初めて 6,000 円台に乗せ、さらに 1980 年 2 月 14 日には 6,839 円 86 銭の新高値を更新した。

売買高は 1975 年から 77 年までは、1 日平均 2 億株前後の水準で推移していたが、78～79 年には約 3 億 3,000 万株と 72 年のピーク時の水準に戻った。信用取引買い残高も上昇を続け、1977 年末には 8,059 億円、1978 年末には 9,087 億円と急増し、1979 年 5 月にはついに 1 兆円の大台に乗せた。

② オイルマネーと小型株投機

1978 年末からの第 2 次石油ショックの影響による物価の高騰、円安の進行に対処して、79 年 4 月から金融引き締め政策が実施に移され、公定歩合は 5 次にわたる引き上げによって、80 年 3 月には第 1 次石油ショック時と並ぶ 9%となった。その効果が浸透して物価は落ち着きをみせたが、反面、堅調な設備投資と好調な輸出に支えられてきた景気は、同年対策が打ち出され、金銭面でも、公定歩合が 1980 年 8 月から 1981 年 3 月にかけて 3 次にわたり引き下げられ、6.25%まで低下した。

この間、株式市場においては、主としてオいるマネーによる外国人投資が株価の

動向を大きく左右した。外国人の株式投資は1976年から毎年、大幅な売り越しであったが、79年12月から81年半ばまでは総じて買い越し基調が続き、特に55年夏以降は、大型株、優良銘柄を中心に株価の底上げを促す要因となった。

このような旺盛な外国人投資は、膨大な資金を保有する中東産油国や欧米の年金基金などが、主要各国に先駆けて石油ショックを乗り越えた日本経済のファンダメンタルズの強さに注目したことによるものであった。

1980年の株式市場では特徴的な現象がみられた。1979年末頃から特定の投資グループが資本金の少ない一部の銘柄に大量の資金を投入し、仕手株相場をつくり上げたことである。株式の需要のバランスが崩れ、株価が急騰するなかで、売買や信用取引の決済に支障を来しかねない異常な状態に陥った。このような市場の投機化現象に対し、東京証券取引所と日証金は信用取引、貸借銘柄から削除された。

1980年に入ってから株式指標をみると、日経平均株価は2月に6,839円86銭の新高値をつけた後、3月に一旦6,475円93銭と同年の最安値にまで下落したが、これを底値として一進一退を続けながら水準を上げ、1981年1月には7,300円台に達した。また、東証第一部の1日平均売買高は、1980年1、2月を除いて4億株未満の月が1981年3月まで続いた。

③ 景気低迷期の市況

1980年8月から金融政策は緩和に転じ、公定歩合は81年3月にかけての3次にわたる引き下げにより、9.0%から6.25%にまで低下し、また、財政面からも公共投資の抑制緩和などの措置がとられた。しかし、第2次石油ショックの影響が尾を引き、個人消費や住宅投資などの国内需要は依然として不振を続けた。一方、1981年5月には自動車輸出が自主規制に追い込まれるなど、貿易摩擦問題が浮上し、それまでに好調に推移していた輸出の増勢が鈍化した。

このような長びく不況に対処して、1981年12月、公定歩合は第4次の引き下げにより5.5%とされた。その効果が期待されたものの、82年に入ると輸出の急速な落ち込みが目立つようになり、景気はさらに低迷の度を深めた。

この間、株式市場は積極的な外国人買いに加えて、金融緩和を背景とした一般投資家の買いも活発であった。日経平均株価は1980年3月28日の6,475円93銭を底値として次々と高値を更新し、81年8月17日には8,019円14銭をつけ、ついに8,000

円の大台に乗った。約 17 ヶ月間の上げ幅は 1,543 円 21 銭で、上昇率は 23.8%を示した。売買高も大きく膨らみ、4 月における東証第一部の 1 日平均売買高は 6 億 4,500 万株、特に 4 月 8 日は 13 億 8,500 万株と、いずれも過去最高を記録するなど、株式ブームの様相を呈した。

しかし、その後は長期に亘って上昇相場の主役を演じた外国人投資家が、世界的な高金利や株安傾向などを嫌気して売り越しに転じ、また、高水準に達した信用取引の買い残高や大量の公募増資などの圧迫材料も重なり、一転して急落した。日経平均株価は 9 月 28 日に過去最大の下げを演じ、8 月 17 日の高値から 982 円 2 銭、12.2% 落ち込んで 7,037 円 12 銭となった。株価がこの水準まで下落すると底値感が台無し、外国人買いの復活もあって市況は持ち直し、1982 年 1 月 30 日の日経平均株価は 7,938 円 83 銭まで回復したが、やがてニューヨーク株式市場の急落、円安の進行、企業業績の悪化懸念などの悪材料が出て、同年 9 月ごろまで騰落を繰り返しながらの低調な相場展開となった。

④ 持続的な値上がり過程での抑制措置

第 2 次石油ショック後の長期化した世界同時不況は、1982 年末頃から回復の兆しをみせ、わが国も 83 年 2 月を底に景気回復の道を辿った。金融面では、資金需要が低迷するなかで金利は下げ止まり傾向を示していたが、83 年 10 月、公定歩合が 1 年 10 ヶ月ぶりに引き下げられ 5%となった。この低金利政策が総合経済対策と相まって景気回復の足取りを確かなものにし、1984 年度の実施経済成長率は、3 年間続いた 3%台から 5%台に上昇した。

こうした景気回復の原動力となったものは、従来と同時に輸出であり、経常収支の黒字幅は 1983～1985 年に過去最高を更新し続け、このため、特にアメリカから市場開放を強く迫られるなど、経済摩擦が深刻化していった。

1982 年 2 月から低調な推移を辿っていた株式市況は、このような経済、金融情勢のもとで活発化し、日経平均株価は 10 月 1 日に 6,849 円 78 銭の安値をつけた後、一転して上昇傾向に転じ、12 月には 8,000 円、翌年 7 月には 9,000 円、1984 年 1 月にはついに 1 万円の大台乗せを果たした。このような市況は世界的な株高と外国人投資家のほぼ一貫した買い越しを素直に反映したものであり、信用、貸借取引に関する抑制措置も寄与したのか、特に過熱感もなく堅実に推移した。

その後、市況は、ニューヨーク株式市場の動向、株式投信の大量設定などに揺り動かされる波乱含みの展開となり、久しぶりに振幅の大きい局面を迎えた。1984年8月に至ってなだらかな上昇基調に移行し、国内外の金利低下傾向、金融の量的緩和などを背景として、国内機関投資家に加えて一般事業法人、個人など幅広い層が市場に参入し、高値警戒感が出るなかで、三光汽船の倒産、日米貿易摩擦などの悪材料をこなして株価を押し上げていった。その結果、1985年12月17日の日経平均株価は13,128円94銭を記録するに至った。

(5) 国際化に伴う市場転換期（昭和60年代以降）

① 財テクブームで過熱化する証券市況への対応

1985年9月、ドル高是正を目指した「プラザ合意」が成立し、これに基づいて為替市場への主要各国の協調介入が行われ、急速かつ大幅な円高をもたらした。このため、わが国の輸出産業は大きな打撃を受け、景気は大きく落ち込んだ。この円高不況に対処して、金融政策においては、1985年1月から87年2月までの間、公定歩合が5次にわたり引き下げられて市場最低の2.5%となり、財政面では87年5月に総額6兆円に達する緊急経済対策が打ち出された。ところが86年末には景気はすでに底を打っており、これらの施策の実施により内需が強く刺激されるとともに著しい金融緩和状態を現出し、土地や株式に対する投資に向かう狂乱の時期に突入した。

このような経済、金融情勢のなか、株式市場はこれまでにない様相を呈した。日経平均株価は、1983年から85年までの3年間で約5,000円の上昇であったが、1986～89（平成元）年までの4年間で約2万5,000円も騰貴した。また、東証第一部の1日平均売買高は、1983年から85年までの3年間には3億株台から4億株台で推移したのに対して、86年に6億9,000万株、87年に9億4,000株、88年に10億2,000万株、89年に8億7,000万株と急膨張した。

まず、1986年の株式市場についてみると、1月下旬以降の円高、原油安、金利安のトリプルメリットと世界的な株高を背景に活況を呈し、株価は次々と市場最高値を更新した。当時の相場の特徴は、エクイティ・ファイナンスにより大量の資金を得た事業法人が中心的な役割を果たしたことであり、財テク相場とも喧伝された。

また、個人投資家が高利回りをうたった投資信託を積極的に購入したため、実需による相場がさらに勢いづき、8月には東証第一部売買高が20億株を越える日が3

日もあり、取引所の立ち会い時間の短縮が行われるほどであった。

その後、調整局面を迎えたが、間もなく反騰に転じ、1987年1月に日経平均株価は発の2万円台に乗せ、さらに2月に上場されたNTT株人気が加わって上げのピッチは速まり、6月には早くも2万5,000円を達成した。この間、東証第一部の月平均売買高は3月に14億2,000万株となり、取引所属以来の記録を塗り替えた。

このような急激な相場展開がやがて警戒感を呼び覚まし、1987年6月中旬以降、市場は波乱場面となり、10月19日にブラック・マンデーに遭遇すると、翌20日の日経平均株価は、前日比3,836円48銭安(14.9%安)というスターリン暴落(10.0%安)を越える大暴落となった。これを契機に全般的に調整色が濃くなり、巨大化した市場の先行きに不安感が漂い始めた。

しかし、1988年初めから、国内景気の拡大や企業業績の回復などを背景に株価は反響に転じ、3月の日経平均株価はブラック・マンデー直前の水準に戻った。その後は活況基調を辿り、12月に入ると早くも日経平均株価初の3万円台を突破した。

この勢いは1989年になっても止まらず、公定歩合の引き上げや政局の混迷といった悪材料をこなして続伸し、日経平均株価は大納会当日における史上最高値3万8,915円87銭まで一気に上り詰めたのである。

② 長期化する証券不況下の対応

1983年11月の日米蔵相共同声明を受けて日米円ドル委員会が設置され、これを契機として84年以降、金融の自由化、国際化が一挙に加速していった。このような流れのなかで、短期金融市場においては、コール、手形市場の建値制の廃止などにより市場金利の弾力化が進み、日証金の貸付業務もその影響を少なからず受けた。

特に市場金利が金融緩和を先取りする形で頻繁に変動していたにもかかわらず、貸借取引貸付の金利は、公定歩合スライドとなっていたため、市場金利に比べて割高で硬直的であった。こうしたところから貸借取引貸付の魅力が次第に薄れ、証券会社の利用も減少傾向を辿った。

③ 仕手戦の始まり

1990年から91年にかけて福助株式を巡る買い集め事件が発生し、1980年の宮地鐵工所事件に匹敵するほどの社会的な影響を与えた。福助は資本金33億8,050万円、

上場株式数 6,761 万株の企業で、同社株式は 1968 年 3 月、貸借銘柄に採用された後、やや仕手的な動きを示した時期もあったが、信用、貸借取引の存立を脅かす事件を引き起こすとは想像もできなかった。

株価の動きをみると、1988 年の高値は 786 円で、89 年の年初には、その年の高値 1,860 円にまで高騰している。買い集め事件の主役、真理谷が当時すでに登場していたともいわれるが、1990 年 9 月までは 89 年の高値を抜くことはなかった。

④ バブル崩壊に伴う株価の大暴落

時代が「昭和」から「平成」へと変わっても、民間設備投資と個人消費が堅調に推移したことから、日本経済は引き続き拡大基調をたどっていた。しかし、一方で、不動産を中心としたマネーゲームの行き過ぎによる弊害が目立つようになってきた。

こうしたなかで、日本銀行は物価の安定を確保しつつ、内需中心の持続的な成長を図っていく趣旨から、1989 年 5 月、金融政策を緩和から引き締めへと転じ、公定歩合を同年 12 月まで 3 回にわたって計 1.75% 引き上げて 4.25% とした。一方、政府は 1990 年 3 月、検討中であった不動産関連融資の総量規制に踏み切った。

株式市場は、1990 年に入り一転して調整局面となり、円安や金利先高感のなかで日経平均株価は前年末の史上最高値 3 万 8,915 円 87 銭から 4 月 2 日には 2 万 8,002 円 7 銭まで急降下した。その後、株価の底入れ感が台頭し、5 月から 7 月にかけて日経平均株価は 3 万円台で推移したが、8 月以降、イラク軍のクウェイト侵攻による中東情勢の緊迫化や金利先高感などから再び軟化、下落傾向を強めた。

この間、日本銀行が公定歩合を 1990 年 3 月に 1.00%、8 月には 0.75% と相次いで引き上げるなど、インフレ抑止に対する姿勢をさらに明確化したこともあり、投資ブームは一挙に冷却した。日経平均株価は 10 月 1 日に 2 万 221 円 86 銭と平成元年末の半値近くにまで落ち込み、東証第一部売買高もこの商状を映して 1990 年 11 月には 1 日平均 3 億 1,300 万株と 1986 年 1 月以来 4 年 10 ヶ月ぶりに 4 億株を割る有り様となった。株価の急激な下落は株式の流通市場のみならず、発行市場や実体経済にまで大きな影響を及ぼした。株高期に過剰とも思えるファイナンスが行われたのに続いて、この株安局面では駆け込みファイナンスが殺到し、公募増資が中止に追い込まれるケースも出てきた。そのため証券界は混乱を避けて、1990 年 3 月 20 日、発行市場を一時的に閉鎖する取り決めを行った。

一方、企業間の株式持ち合いや国際的にみても高い株価収益率、さらに金融、証券スキャンダルなど、日本の証券市場を巡る数々の歪みがクローズアップされ、株価水準の低下に拍車をかけた。このような株価の急落が資産価値の減少をもたらし、個人消費の減退や設備投資の冷え込みは表面化し、景気は減速の度合いを強めた。

こうしたなか、日経平均株価の実施、円高の進行、公定歩合の引き下げなどに支えられて2万円から2万7,000円台までの動きに終始した。しかし、この間の売買高をみると、おおむね減少傾向をたどっており、1992年2月には東証第一部の1日平均が2億株を割り込むなど、次の変化を暗示しているかのようであった。

そして3月中旬、ついに日経平均株価は1982年2月以来5年1ヵ月ぶりに2万円を下回り、その後、次々と経済、金融対策が打ち出されたにもかかわらず、1993年4月まで2万円台を回復することはなかった。改めて経済政策の難しさが浮き彫りになった形で、土地投機などの破綻が企業や金融機関の不良債権を増大させ、保有株式の益出しも広く行われ、次第に深刻となる不況感を映した相場展開となった。

特に1992年8月、日経平均株価1万4,309円41銭のバブル崩壊後における最安値を記録した前後は、展望のない暗澹たる空気が証券界を支配していた。

⑤ バブル崩壊と長期化する証券不況

1993年に入っても、企業業績の悪化、景気先行きへの懸念、金融システムに対する不安感などから、株式市況は底値を探る動きを示していたが、2月の公定歩合引き下げ(0.75%の大幅引き下げにより2.5%まで低下)や新たな総合経済対策の発表などに刺激されて反発に転じ、4月に日経平均株価は2万円台回復を果たした。

その後も追加的な経済、金融対策(公定歩合は9月の引き下げにより1.75%と過去の最低水準を更新)が行われたこともあり、10月まで2万円をはさむ展開が続けた。やがて、中間決算の発表によって企業業績の悪化が表面化し、また大型倒産も発生する状況のなかで、日経平均株価は11月に1万6,000円割れ目前まで下落した。

1994年になると、個人消費に回復の兆しがみられるなど、景気にやや明るさが出てきたうえ、所得税等の減税を含む総合経済対策が発表されたことや、外国人投資家の積極買いなどにより、株式市況は同年の中ごろまで、堅調に推移した。しかし、6月に日経平均株価で2万1,552円81銭を付けた後、再び弱含みとなり年末を迎えた。なお、1994年中で東証第一部の1日平均売買高が5億株を上回る月はなかった。

このように盛り上がりを欠き、不振から脱出できない株式市場に打撃を与えたのが、1995年1月の阪神淡路大地震、同年中頃にかけての急激な円高の進行や金融機関の不良債権問題などであった。公的資金を使って維持していたともいわれる株価は、これらを要因として脆くも崩れ、6月には日経平均株価が約3年ぶりに1万4,000円台に落ち込んだ。

この水準の株価では保有株の評価損が多額にのぼり、金融機関は規則基準をクリアできない状況に陥り、格付機関による評価の悪化を招き、実体経済に多大の影響を与えることが懸念された。

こうしたなかで、公定歩合は1995年9月には0.5%と過去に例がない低い水準まで引き下げられ、また、円高、経済対策の具体化と補強を図る諸施策が発表された。加えて同年8月には、日米両国の通貨当局が円高是正のための協調介入を行った。

これらを受け、株価は反発し、12月27日に日経平均株価で2万円台を回復し、翌8月には、おおむね年間を通してこれを維持しながら推移した。特に同年中ごろに向けては、公的資金の流用などによる需給改善への期待や、信用取引の利用増加が市場に明るさをもたらしたものの、不況脱出にはほど遠い商状であった。

1996年後半から景気回復力の底堅さが増す展開のなかで、1997年に入り、消費税率の引き上げ(4月)を前にした駆け込み需要が加わって、景気は順調な滑り出しをみせたが、後半にかけて、その反動から個人消費や住宅投資が特に冷え込み、厳しい景気となった。そして11月にはバブル崩壊の象徴的なでき事として北海道拓殖銀行や山一、三洋両証券などが経営破綻を来す事態を迎え、金融システムに対する不安が再び高まった。

こうした状況のもと、株式市況は相変わらず振幅の小さい値動きながら、5月から7月にかけて日経平均株価は2万円前後で推移したが、その後年末に向かって徐々に値を切り下げ、1997年末の日経平均株価は、95年7月における1万4,000円台に顔合わせする展開となった。この株価水準になると、金融システム安定化策の具体化や景気対策の追加を材料として底値を確認した向きもあって、日経平均株価は、内需関連株をリード役にして約2ヵ月の間に17%あまり値上がりし、1998年3月2日には1万7,264円34銭をつけた。しかし、依然として金融システム不安が底流にあり、加えてロシア、中南米、アジアの経済、金融情勢の混乱が追い打ちをかけたため、その後の日経平均株価は一進一退しながら、10月9日の1万2,879円97銭まで

下落した。結局、この株価がバブル崩壊後の最安値となるのであるが、市況立ち直りの兆しを確認するにはさらに半年近い時間を必要とした。その後の株式市場においては、ネットバブル、リーマンショック、欧州金融危機などにより総じて乱高下のなか、現在に至っている。

第2章 戦前の投機取引から戦後の信用取引への変遷

第1節 戦前の株式取引

わが国における戦前の株式取引制度をみると、投機取引制度が主体をなしていた。これは発行株式の大部分が財閥などの安定株式に定着し、流通する株式が乏しかったからである。このため、株式取引は受け渡しを伴わずに同一銘柄を頻繁に売買する差金決済が行われ、投機取引制度としての清算取引が異常な発達を遂げていた。当時の清算取引においては長期清算取引と短期清算取引が主流であった。

(1) 長期清算取引

長期清算取引は、将来の一定日を受渡履行期日と定めて売買を行う取引であるが、その期間内において、転売買戻しを行えば、期日に至って現金または現株の提供による受渡決済は必要ではなく、差金の授受のみで決済を行うことができる売買取引である。一定期間を限月と称して、1929年5月以降、3ヵ月3限月制が採用された。

この長期清算取引では一定の受渡日における残存建玉、つまり限月の期間中に反対売買が行われなかった部分について、受渡決済を行う場合には、買い方は現金、売り方は現株を調達する必要があるが、限月中は買入資金および売却株式が必要ではなく、売り方買い方が相互に信用を供与し合うため、ともすれば過当投機に走り、売り買いともに異常に膨張して決済日に至り決済ができず、結局、売り方買い方協議のうえ、一定価格でいわゆる「解け合い⁹⁾」を行うことが度々あった。

こうしたなか、いわゆる早受渡制度によって、受渡期日前に売り方が売却代金を入手することができた。この早受渡制度がなければ長期清算取引制度の実施に大きな支障を来すというものではなかったが、これを活用することにより、取引の決済を流動化し、投機取引を助長する効用があった。

長期清算取引において、限月の途中つまり受渡期日前に、買い方が現金を取引所に提供して現株の提供を求め、あるいは、売り方が現株を取引所に提供して現金の

⁹⁾ 市場が天変地異や仕手戦の激化など様々な要因により急激に混乱し、決済不能に陥るなど市場收拾がつかなくなった場合、取引所や当局が行う緊急的な超法規的措置のこと。ポジションの一部または全部について投資家双方に一定の価格を提示し、強制的に決済させる。一方で、取引ルールを定め、投資家を平等に競争させることで価格を決定しているのが取引所取引であり、当措置は市場そのものの否定になることから発令されることはまずない。最近では2005年12月、東証マザーズに新規上場したジェイコム株式に対する誤発注の決済において発動された。

提供を求めることがあったが、現金現株を入手できるのは受渡日であったから、期の途中での入手はそれぞれ不可能である。このため、買い方が取引所に現金を提供した時は、売り方は既に現株を提供してある分に限り買い方に現株を交付し、また、売り方が取引所に現株を提供した時は、取引所は売付当日の約定値段を手形金額とする取引所振出の約束手形を売り方に交付した。これがいわゆる早受渡手形であるが、売り方はこの早受渡手形を銀行から割り引いてもらうことにより資金調達することができたのである。

この手形割引は、銀行にとっても格好の放資対象であったが、反面、売り方がこれによって資金調達した後、さらにその資金を利用して投機取引を行い、あるいは次の限月への乗り換えや短期清算取引との間のつなぎ取引を行うことができるので、これが投機を助長する面も否めなかった。

(2) 短期清算取引

一方、短期清算取引は、原則として売買日当日が受渡決済日となっているが、受渡を希望しない場合は、一定の繰延料を支払って1ヵ月間受渡しの繰延べを行うことが認められる売買取引である。繰延期間中に転売買戻しを行えば長期清算取引同様差金の授受によって受渡決済を完了することができる。

なお、繰延べにより、日々値段が更新され、更新差金の授受が発生するうえ、1ヵ月目にはいわゆる「バイカイ¹⁰」を行って乗り換えれば新規建玉となり、実質上、1年繰延取引が可能であった。

短期清算取引は実質的には繰延取引であるが、長期清算取引と形式的には異なり、毎日当事者が任意に繰延べを行うので、現物決済の売買双方の受渡数量に恒常的に過不足が生じたため、受渡決済を円滑にするために過剰株式を引き取って代金を立て替え払いし、または代金を受け取って不足株式の品貸しを行い、繰延取引を補完する代行機関¹¹の存在が必要となった。代行機関は必要資金を市中銀行からの借入金などで賄っていた。

¹⁰ 証券会社の段階で同一銘柄に同一値段で同株数の売り(バイ)と買い(カイ)が出会ったときに売り買いの注文をそれぞれ出さずに売買が成立したのものとして取引所に届け出る方法のこと。取引所の時間優先の原則に反し、呑行為にも該当する恐れがあることから現在は禁止。顧客同士の売買を組み合わせる「付け合せバイカイ」と証券が自己勘定で行う「仕切バイカイ」の2種類あった。

¹¹ 東京では東株代行株式会社。現在の日本証券金融株式会社の前身。

第2節 戦後の証券投機金融から信用取引への移行

以上のように、戦前の投機取引は実物取引とは別個に制度として存在し、投機取引の売買当事者が相互に信用を供与し合うことを前提にして、資金と株式の受渡を極力回避する制度を取り入れ、相互信用が実質的に対当しない場合についてのみ、第三者から信用供与を受けることになっていた。

しかしながら、戦後においては財閥解体などに伴う株式の大衆化により株主層が拡大し、現物決済が取引仕法の主となり、投機取引の方法はアメリカにおけるマージン取引(Margin Transaction)に範をとった信用取引が開始された。

こうしたなか、アメリカ金融市場ほど資金が潤沢ではなかったわが国証券市場においては、投機金融はともすれば量的に不足がちとなり、特に市況不振時には市場対策としての投機取引を拡大することの必要性が証券市場内外の声として強く起こった。その対策として信用取引資金量拡大が要望される一方で、もともと投機取引はあらゆる拘束規範から脱しようとする根強い要求を持っており、したがって第三者による拘束から解放されることは投機が当然に要求するところであるから、証拠金が低く、また第三者による金融的な拘束が少なかった往時の清算取引の復活運動が台頭したのであった。

こうした事情を背景に、信用取引は資金量と担保銘柄の拡大、融資金利の趨勢的引下げなど数次に亘る貸出条件の緩和を経て、投機金融の円滑化が図られ、一方、取引自体も逐次改善され、次第にわが国証券市場に定着した独自の制度となっていくた。

(1) 戦後の証券投機金融

1945年8月15日の終戦直前の10日には、わが国取引所は既に立会いを停止していた。戦後間もなく市場関係者の間に市場再開の要望が高まり、10月1日から広島を除く全国各市場を再開する準備が進められていたが、9月26日、GHQ(連合国最高司令官総司令部)の「証券取引に関する覚書」によって拒否され、取引所再開は当面の間、見送られることになった。

それから約3年8ヵ月後の1949年5月、GHQ提示の「売買仕法三原則」に基づき、再開となったわが国証券市場は、イ. 取引所における売買取引は、全て行われる順序に従って時間的に記録すること、ロ. 会員は上場証券の取引については一部例外を除いて取引所で行うこと、ハ. 先物取引は行わないこと、という制約が設けられた。売買取引が実物取引一本に限られ、会員証券会社は上場証券について店頭売買

が不可能となり、取引についても正確な時間記録が義務付けられた。

先述の通り、戦前においては、長期および短期清算取引が市場の中心となり、その決済は差金決済か繰延べが主体であって、実物決済は二次的な受渡手段にすぎず、実物売買はその決済は差金決済か繰延べが主体であって、実物決済は二次的な受渡手段にすぎず、実物売買はその大部分が証券会社の店頭において仕切売買¹²として行われていたので、売買原則に基づく新売買仕法はわが国証券売買慣行の抜本的な改革であったといえる。ただし、取引所取引の種類は現物決済を建前とするもので、差金決済は困難であり、投機取引には極めて不向きなものであった。

(2) 恐慌相場における証券市場対策

1949年5月の取引所再開後、暫く順調な推移を示していた市況は、戦後不況の深化に伴い急落の一途を辿り、同年12月から1950年1月にかけて恐慌相場となった。

こうした情勢に対処するため、政府、日銀を中心として、株式供給の制限、金融機関による株式買い出動、証券会社に対する融資順位の引上げなどの対証券市場対策が相次ぎ実施されたが、株価の崩落を阻止するには至らず、証券市場は極度に不振となり、その機能は低下の一途を辿ったことから、根本的かつ恒久的対策の必要性が求められた。

また、証券市場不振の一端は証券金融の不円滑さが株式売却を招いた結果であるともいわれた。一方で投機取引仕法が存在しないため、売買取引自体による市況の自律的調整機能が欠如していることが市場不振の別の原因であるとも指摘され、何らかの形で市場へ投機取引仕法を導入することが証券界の一部では要望されていた。

ところで1947年に制定され、翌年に改正されたわが国の証券取引法は、アメリカの1933年証券法および1934年取引所法を範としたものであり、投機取引の仕法としては同国で行われているマージン取引（Margin Transaction）に倣った制度を規定していた。同取引は顧客が証券会社に対し一定の証拠金を差し入れ、金銭又は株式を借り入れて証券の売買を行い、後日、転売買戻しによって差金決済を行う取引であるが、このマージン取引は豊富なコール市場資金を基礎として発展してきた。ここにアメリカ式のマージン取引をわが国に導入する場合の最大の難点があった。

¹² 顧客の売買注文に対して、これを受けた証券会社が直接その相手方となって、自己（＝証券会社）の計算で売買に応じること。

他方、わが国の証券会社の多くは長引く証券不況によって経営不振に陥り、信用取引がたとえ GHQ に認められたとしても、顧客のための資金調達手段は持ち合わせておらず、さりとて証券会社自身が信用を供与する余裕もなかった。こうした事情から GHQ は証券会社の信用供与を認める信用取引の導入は時期尚早として事実上禁じていたが、市場関係者から多大な関心と大きな期待があったことは事実であった。

こうしたなか、信用取引実施の要望に対して、GHQ 証券担当官から実施に当たり以下の 6 つの条件が提示された。

- イ. 証券会社の負債総額の営業用準資本額に対する比率（負債倍率）を従来の 20 倍から 15 倍以内に改正すること
- ロ. 証券会社の負債倍率の計算方法は証券取引委員会規則の改正により、アメリカにおいて行われている方法に一致させること
- ハ. 証券会社の自己資金額を超えて有価証券を手持ちすることを禁じること
- ニ. マージン取引を扱う証券会社の役員に対して自己思惑の取引を禁止すること
- ホ. 連邦準備制度理事会が定める T 規則¹³に準ずる取引手法の規則を制定すること
- ヘ. 以上の 5 項目について取引所業務規程を改正すること

このようなわが国証券市場の特殊性から見て、証券市場への資金の流れを円滑にし、いわば金融市場と証券市場を結ぶ橋渡しの役割を担う証券金融専門機関を創設することが求められ、その機関として 1949 年 12 月、東京において日本証券金融株式会社（以下、日証金という。）が設立された。同社は日本銀行のバックアップのもと、以下の使命を持ってスタートしたのである。

- イ. 価格維持の中心的な推進機関となること
 - ロ. 金融市場と証券市場を結ぶ機関として証券会社および一般投資家を対象とする証券担保金融を拡大すること
 - ハ. 市況安定後、マージン取引に伴う証券売買金融（投機金融）を創設すること
- 次いで各取引所所在地における信用取引の実施に備え、必要な金融体制を整備すべく大阪、名古屋のほか 6 地区にもそれぞれ証券金融会社が設立された。なお、信用取引開始の体制を整えるため、証券金融専門機関の設立のほか、GHQ が信用取引開始の条件として指摘していた証券会社の財務内容改善の方策として、1950 年 8 月、

¹³ T 規則とは、連邦準備制度理事会が 1934 年証券取引所法第 7 条の規定により、過当投機を防止するために証券取引所の取次ディーラーおよび会員による信用供与および維持について定めた規則のこと。

証券取引委員会（以下、証取委という。）は証券会社に対し、日本勧業銀行（現 みずほ銀行）から低利不動産担保金融（総額 7 億円相当）を受けて、高利借入金を全額返済することを義務付けた。

信用取引は早急な実施が困難であったが、1951 年 6 月、実物取引の補完目的すなわち市場に適度の仮需給を導入する目的でアメリカのマージン取引を範とした信用取引が制定されるまでの 1 年以上の間、日証金を経由した融資など過渡的な証券投機金融の措置が講じられることになった。

第3章 信用取引の概要と形態

第1節 信用取引の概要

信用取引の定義および法的構成については序章で述べたとおりであるが、信用取引とは、顧客が委託保証金を証券会社に担保として預託し、資金又は証券を借りて売買を行う取引である。所定の期限内に主に反対売買によって弁済するものであり、委託保証金の約3倍までの売買ができること、信用売りが利用できることが主なメリットである。

信用取引には制度信用取引と一般信用取引があり、顧客は信用取引による売買を委託する際に、制度信用取引と一般信用取引のいずれかを選択する必要がある。このうち制度信用取引は、上場銘柄のうち一定の基準を満たした制度信用銘柄および貸借銘柄に認められている。これら銘柄は取引所と証券金融会社が規則に基づいて選定する。

証券金融会社は、制度信用取引の売買を受けて、証券会社に対してその決済に必要な資金、株券を貸し付ける取引（これを「貸借取引」という。）を行い、制度信用取引が円滑に行われるための資金、株券の供給源としての役割を担っている。東京証券取引所は日本証券金融を、名古屋証券取引所は中部証券金融を、それぞれ指定証券金融会社として指定している¹⁴。

また、顧客については、買付顧客は貸付けを受けた資金に対する金利を証券会社に支払い、売付顧客は売却証券に対する貸株料を証券会社に支払うこととなっている。また、売付顧客は株式の需給状況によって品貸料が発生する場合がある。

第2節 信用取引の導入経緯と変遷

(1) 信用取引の創設

戦時中、株式市場に対する統制強化のため、全国の株式取引所を一本化して設立された日本証券取引所の全国市場は、大蔵省当局の指令に基づいて1945（昭和20）年8月10日立会いを停止したまま終戦を迎えた。

当時、8月9日時点での東京市場における清算取引の取組高は688千株余、現物取引の受渡未済高は1,132千株余に達していた。取引所は東京取引員統制組合とも協議のうえ、同18日建玉整理の方針を決定し、28日までに清算取引の転売買戻しと現物取引の受渡を完了し、市場再開の準備を整えた。また、これと相前後して、市場

¹⁴ 2013年7月、東証と大証の統合に伴い、大阪証券金融は日本証券金融に統合。

関係者の間に再開の要望が高まり、大蔵省と証券会社との協議が行われ、10月1日より広島を除く全国各市場を再開するという大蔵大臣の談話が発表された。

しかしながら、この日本側の市場再開の決定も9月26日、GHQの「証券取引に関する覚書」によって拒否されることとなり、市場の再開は事実上不可能となった。取引所再開は結局それから3年8ヵ月後の1949年5月まで認められなかったのである。

この結果、取引所を通ずる組織的な株式の流通は断たれたが、証券流通そのものは、終戦直後より実物取引の受渡未済株の整理と関連して、各証券会社の店頭で自然発生的に行われ、紡績や食品等の民需産業株を中心として売買されていた。

1945年10月1日に予定されていた取引所の再開が延期されることになってからは、この種の店頭取引は次第に活発になった。しかしこうした取引では、地域によりまた証券会社によって株価の開きが大きく、需給の出会いも不円滑であったので、才取人を中心として一定の時間、一定の場所で取引が行われるようになった。

こうして店頭取引については、1946年3月の財産税徴収に際し株式評価の基準を提供するなど流通市場の必要性から、これが組織され、東京、大阪、名古屋以下全国各都市にいわゆる集団取引市場が順次、開設をみるようになった。

集団取引は東京では1945年12月17日より日証館内で、翌46年1月には取引所内の事務室で、次いで5月27日からは再び日証館に移って、売買が行われた。この集団取引市場は、自然発生的に発展した非公式の黙認市場であって、いわばヤミ市場であった。しかし、監督当局がこの取引につき黙認の態度を取ったこともあり、東京では1946年5月13日、大阪では翌年2月4日より、取引員協会（現在の証券業協会）がこの取引管理に当たり、取引銘柄の選定、約定および受渡方法の組織化等が行われた。

集団取引の参加業者は旧日本証券取引所の取引員であったが、1947年5月19日以降取引員でない証券会社の一部も東京証券（日本証券金融株式会社の前身）を親店として、その市場代理人の資格で取引に参加することが可能となり、集団市場開始時には64社に過ぎなかったものが、その解散時には135社に達していた。また、その売買方法は相対取引で受渡関係の事務については協会の委嘱を受け、1946年5月13日より東京証券が一切これを担当していた。なお、集団取引の一日平均売買高は1945年12月の20,900株から翌46年2月には48,011株となり以後急上昇を示した。

1945年9月25日付のGHQの取引所再開禁止の覚書発表以来、大蔵省当局および証

券業界は、GHQ に対して正規の取引所の開設について幾度か要望を繰り返すとともに他方、証券民主化を基調とする新しい取引所の運営方針につき検討を重ねた。

まず、1946 年 8 月 20 日、東京取引協会内に会員組織の取引所設立準備研究委員会が設置され、アメリカの証券取引を中心として基礎的な研究が行われた。次いで 1948 年 8 月、東京証券業協会（協会）は取引所設立準備委員会を設けて会員組織の取引所の機構等について検討を続ける一方、証券会社研究委員会を設け、サンフランシスコ取引所の諸規定を参考として、定款や業務規程の作成に着手した。

一方、この間、いわゆるドッジ・ラインに基づく超均衡財政の実施、単一為替レートの設定、補給金制度の撤廃および復金融資の停止等の諸施策の強行によって、戦後昂進の一途を辿ったインフレーションもようやく収束期に入り、国内経済は急速に安定に向かった。

一般経済情勢がこのように安定化に向かったため、かねて単一為替レートを維持できる程度に経済水準が確立されるに至った場合、取引所の再開を認める旨を明らかにしていた GHQ は、1949 年 1 月 31 日「現在進行中の経済再建促進計画を助長する新措置として一定の制限の下に証券取引所の再開を許可するであろう」と発表した。

翌年 2 月 1 日、GHQ のマーケット経済科学局長から大蔵大臣に対し、「日本政府が取引所の再開に関する法規その他の準備を完了し、実施に関する方策を文書により経済科学局に提出するならば、1945 年 9 月 25 日付の GHQ の覚書の撤回を考慮する」という覚書が送られ、取引所の再開はようやく実現の見通しを持つに至った。

また、証券市場を規制する法的措置についても、既に 1948 年 5 月改正証取法の公布施行に次いで、6 月 30 日には取引所に関する証取委の規則も公布され、さらに取引所の定款、業務規程その他の諸規則の草案も成り、再開準備は着々と進められた。同じ頃、商法の株式に関する諸条項についても根本的な改正が着手され、1948 年 8 月には商法改正要綱が法制審議会の諮問を受けた。なお、1948 年 1 月 29 日には米軍に接收されていた日本証券取引所の市場館が返還され、売買取引に必要な物的諸施設の整備も急速に進められており、取引所再開の準備はほぼ全て完了した。

こうして 1949 年 2 月 12 日、東京証券取引所に関する初の会員総会が開催、3 月 18 日には東京、大阪、名古屋の 3 取引所は証取委に登録を完了、5 月 14 日に GHQ の有価証券市場開設許可を待って、5 月 16 日からこれら 3 取引所とも立会いを開設する運びとなった。これと相前後して各地においても証券業協会を中心として取引所

開設の準備が進められ、7月2日新潟、神戸、同4日京都、広島および福岡の各取引所、1950年5月30日には札幌取引所がそれぞれ立会いを開始した。この結果、集団取引は廃止され、取引所閉鎖以来3年8ヵ月ぶりに正規の市場立会いが再開された。

① 売買仕法三原則

取引所の再開に際し1949年4月20日、GHQ証券担当官から再開の条件として、いわゆる「売買仕法三原則」が提示された。取引所の再開を急いでいた東証首脳部はただちに三原則厳守の誓約書を証取委に提出し、同原則を基礎とする取引所の再開を確約したのである。この売買仕法三原則とは以下の通りである。

- イ. 証券取引所における売買取引は全てその行われる順序に従って時間的に記録すること
- ロ. 証券取引所の会員は、上場証券の取引については一定の例外の場合を除き、全て当該取引所において行うこと
- ハ. 先物取引を行わないこと

この売買仕法三原則に基づき、再開された新取引所における売買取引は実物取引一本に限られ、会員は上場証券について店頭取引はできなくなり、また取引について正確な時間の記録が要求されることになった。戦前においては長期および短期清算取引が市場取引の中心をなし、実物取引は副次的に過ぎず、しかもその大部分が証券会社の店頭において仕切り売買として行われていたので、新売買仕法はわが国証券売買慣行の抜本的な改革でもあった。また、戦前有価証券市場における売買取引仕法については日証法に詳細に規定されていたが、戦後は取引所がその業務規程において自主的に規定すべきことに改められた。

新売買仕法の中心をなすものは、アメリカのレギュラー・ウェイ（普通取引）に準じた翌々日決済取引であるが、取引の種類を東証の業務規程によってみると、イ. 当日受渡取引、ロ. 翌々日受渡取引、ハ. 受渡日特約取引、ニ. 発効日決済取引の4通りであった。

② ローン取引

株式流通市場の存在意義は、いうまでもなく全ての株式の需給を集中することにより株式の流通を円滑にし、かつその公正な価格を決定することにある。もとより

無節制な投機は排除すべきであるが、株式取引から投機性が全く払拭されるときは、大量の現物売買の発生に伴い価格が不当に動揺し、その結果円滑な流通が阻害され、ひいては株式による資本調達機能にまで影響することになる。

戦後のわが国経済において、企業資本調達の相当部分が株式発行によって行われることとなったため、株式発行市場の繁栄のためにも株式流通市場の健全な発展は社会的要請でもあり、したがって流通円滑化の推進剤ともみられる投機取引もこうした見地から存在意義が与えられるのである。

ところが戦後の証券市場においては、先述の三原則に基づいて実物取引のみに限定されることとなったので、投機取引導入の余地はなかった。この三原則については証券界では当初から異論があり、改善の要望があった。特に折からの市況崩落に際して、市場対策の見地からも仮需給の導入が要請された。

そこで先物取引禁止の原則に抵触せず、しかも繰延べ可能な取引として、アメリカ式のマージン取引、いわゆるレギュラー・ウェイないし信用取引の導入が市場関係者の間で真剣に検討されたのである¹⁵。

このマージン取引とは、一定の証拠金によって金銭又は株式を借り入れて証券の売買を行い、後日転売、買戻しによって差金決済が行われる一種の清算取引である。これは取引所取引としては実物取引であって、決済日には現物によって受渡しが行われる。あとは取引所外において金銭と株式の貸借関係が未決済のまま残るだけで、空売買を自由にするのと同じ効果をもたらす。そしてアメリカのマージン取引は、豊富なコール市場と貸株市場を基礎として発展してきたのであって、逆に言えば同取引が行われるためには、この両市場が十分に整備され、常に円滑に運営されていなければならないといえる。

しかしながら、わが国の場合はアメリカと事情を異にし、貸株市場は全く存在しないばかりか、コール市場もまた証券取引に資金を供与するには狭隘であった。しかも証券市場との結びつきをみても戦前戦後を通じて、証券市場は金融市場より一方的に資金の流入を図るのみであった。この点に、アメリカ式の証券貸借取引をわが国に導入する場合の最大の困難があったのであり、また証券金融会社設立の目的の一つもここにあった。

¹⁵ マージン取引 (Margin Transaction) は普通取引 (Regular Way) に直結したものであるため、この時点ではレギュラー・ウェイと呼ばれていた。

金融市場との連携については、証券金融会社設立により一応の解決をみたものの、信用取引の実施には 2 つの困難があった。すなわち打ち続く不況によって証券会社業者の多くは経営不振に陥り、信用取引がたとえ認められたとしても、証券会社自身で信用供与する余裕はなく、さりとて顧客のためにコール資金を借入れることも容易ではなかった。こうした事情から、市場関係者の多大な関心と期待にもかかわらず GHQ 等関係当局は、業者の信用供与を認める信用取引の導入は時期尚早として、1948 年 4 月制定の証取法第 49 条および同条に基づいて定められた大蔵省令によって信用供与率¹⁶はゼロとされていた¹⁷。

なお、信用取引実施の要望に対し、GHQ 証券担当官から先の 6 条件が提示されたものの、いずれをとってみても、証券会社の実情から見て早急には解決困難な問題であった。そこで正式に信用取引が認められるまでの暫定措置として、証券金融会社が顧客に直接融資または貸株を行うローン取引制度が実施されることとなった。

③ 有価証券貸借取引規程の要綱と貸株制度

このローン取引の発端となったものが、1949 年 12 月 5 日より大阪証券取引所（大証）で開始された貸株制度であった。そしてこの貸株制度は同年 10 月 4 日、証取委が発表した「有価証券貸借取引規程の要綱」（証取委通牒，証取第 1756 号）に基づき、大証が業務規程等の改正を行い実施したものであった。

この要綱は、売買仕法の改善による市場振興策の一つとして取り上げられたものであって、取引所会員間の借株による普通取引の決済について大綱を定めたもので、その要旨は以下のとおりである。

イ. 取引所清算部加入会員が、同会員間で証券の貸借取引を締結するには、取引所が定めた一定の売買立会場内で行うものとする。

¹⁶ 証券取引法第 49 条「信用供与の率」

1. 証券会社が有価証券の売買その他の取引についてその顧客に供与することができる信用取引の額は当該取引にかかる有価証券の時価に証券取引委員会の申し出により大蔵大臣の定める額を乗じた額を超えてはならない。
2. 前項の規定により大蔵大臣の定める率は 100 分の 55 を超えてはならない。
3. 前 2 項に規定するもののほか信用供与に関して必要な事項は証券取引委員会規則でこれを定める。

¹⁷ 1. 証券取引法第 49 条第 1 項の規定により有価証券の時価に乗すべき率を定める大蔵省令（1948 年 7 月 2 日公布施行 省令第 53 条）

2. 証券取引法（1948 年法律第 25 号）第 49 条第 1 項の規定により、証券会社が有価証券の売買その他の取引についてその顧客に供与することができる信用の額の計算に当たり、当該取引にかかる有価証券の時価に乗すべき率はこれをゼロとする。

- ロ. 証券の借入を希望する会員および証券の貸付を希望する会員は、当該証券の数量および契約の条件を清算部に申告するものとする。
- ハ. これによって証券を借り入れた会員は、証券を貸し付けた会員に対して、当該銘柄につき、清算部が当日の最終値段を基準として定めた価額に相当する金額を証券と引き換えに交付するものとする。
- ニ. その証券の貸借値段に 10%以上の変動があった場合には、貸借当事者間において、その変動に相当する金額の授受を行う。
- ホ. 証券の貸借料は、日歩、品貸料もしくは無日歩として、日歩は証券の貸方がその借方に支払い、品貸料は証券の借方がその貸方に支払い、無日歩の時は日歩または品貸料は支払わない日歩または品貸料は毎日清算部の発表する率によりこれを更新する。
- ヘ. 証券の貸借当事者間において返還の日を定めなかったときは、当事者の一方から特に要求がない限り、毎日繰り延べられるものとみなす。ただし、貸借契約の繰延べは当該証券会社の引き渡しの日から起算して 30 日を超えることはできない。
- ト. 会員は翌々日受渡取引（普通取引）における売付証券会社の引き渡しを回避し、その他受渡清算委員会がこの貸借取引の乱用とみなすような目的をもって証券を借り入れるために仮装の契約をしてはならない。

要するにこれは、ニューヨーク株式取引所等アメリカにおける取引所内に第 2 次世界大戦終結前まで設けられていたローン・クラウド（貸株市場）を創設しようという構想であった。証券金融制度が実現する以前のことでもあったので、証券売買に伴う金銭の貸借については、同要綱では取り上げられなかったが、この貸株制度によっても証券の貸方は貸付証券の時価相当額の現金で入手できるので、株式担保金融の道を開く意味もあった。この証取委の規定要綱に基づき、貸株制度の実施について各取引所とも検討中であったが、大証では業務規程に第 9 章として「証券貸借」の 1 章を加え、受託契約準則についても所要の改正を行い、1949 年 12 月 5 日からこれを次の通り実施することとなった。

- イ. 証券の貸借契約は売買立会会場内の貸借取引ポストで行う。
- ロ. 会員が証券の借入申込を行うことができる数量は、当日空売りした証券会社の数量および返還の請求を受けた借入証券の合計額を超えてはならない。

- ハ. 証券の引き渡し（貸方）と返還（借方）は、それぞれ貸借契約または貸借契約の締結をした日から 4 日目に当たる普通取引の決済時限までに貸付証券の引渡し、貸付証券に相当する金額の交付を行わなくてはならない。
- ニ. 証券の引渡しと金額交付は普通取引の決済と総合して清算部を通じて行う。
- ホ. 繰延べ期間中に配当落ち、権利落ちがあった場合、証券の借方は受け渡し清算取引委員会が決める権利または配当金相当額を権利落ち、配当落ち当日より 4 日目の日までに証券の貸方に支払う。同委員会の決定には異議の申し立てを認めない。
- ヘ. 受渡清算委員会は、貸借当事者の一方または双方から貸借担保金を取引所に提供させることができる。

このうち注目される点は、繰延べ期間については最長 30 日という証取委原案にあった点が特に定められていないことである。そして貸借の繰延べの場合には、清算部が決めた貸借価額を毎日の貸借価額に引き直して、その差額を貸借当事者間において、清算部を通じて当日より 4 日目に授受する点に相違がみられた。

この貸株制度こそ売方投機取引、すなわち現在の空売り制度の創設となるものであるが前記のように株式所有者にとって株式担保金融としての効果もあった。しかし、実質的には資金が新たに市場に流入するわけではなく、株式の借方の資金量に制約されるので、その効果も限定されたものであった。

この制度については、大証に続いて、神戸、広島福岡の各証券取引所において実施された。一方、東証においても証取委の要綱に基づき、1949 年 10 月に貸借取引の実施要綱案を策定した。東証では、証取委原案を一步進めて、売買立会場内に「受渡証券貸借取引立会場」および「受渡代金貸借取引立会場」を設け、証券だけでなく金銭の貸借取引も行おうとするものであった。しかし東証では、この貸借取引については、その実施によって証券市場が再び投機取引に戻ってしまうことを警戒して、早期実施は見合わせることにしていた。

ところが、たまたま 1949 年 12 月 14 日の株式市場暴落に際して、証取委は全国各取引所および証券業協会に対し、空売り防止を通告したので、同日大阪の貸株制度は実施後わずか 9 日間で廃止され、東京市場ではこの制度は結局実施されなかった。しかし、大証の貸株制度廃止後においても東京に比べて比較的中小業者の多い大阪市場では、仮需給の導入に対する要望は根強いものがあり、信用取引ばかりでなく

戦前の清算取引の復活を求める声も高まって、不況による証券会社の経営難打開の一方策として投機取引実施の要請となったのである。

そこで大証では証券金融会社を介在させた融資、貸株制度いわゆるローン取引を実施することとし、大証金は証取委の了解を得て、1950年2月22日から同業務を開始した。各地の証券金融会社は証券金融の強化が目的で設立されたが、その直接の動機となったのは、日証金では証券対策、特に大衆投資に資することであったのに対し、大証金の場合はローン取引の実施であり、ここに若干の相違が見られた。

④ 大阪証券金融(株)における融資貸株制度

この大証金の融資、貸株制度と日証金の同制度を比較してもかなりの相違があり、すなわち、第一に日証金の場合、当初貸株は認められず、融資のみであったのに対して、大証金では融資と貸株を同時に実施したこと、第二に日証金の場合、貸株について融資株数の3分の1の限度が設けられたのに対して、大証金では特に固定的な限度を設けていなかったこと、第3に日証金の融資、貸株において保証金は現金に限られていたが、大証金の場合は有価証券による代用差入が認められていたことなどである。そして、対象銘柄についても東京では当初30銘柄に限定して逐次増加する方針を取ったのに対して、大阪は当初から原則として全上場銘柄を対象として、そのうちから選定するということであった。

いずれにしても、大証金の融資、貸株制度は、こと投機性の視点のみからすれば、日証金の同制度と比較して一歩進んでいたといえる。これは、日証金と大証金の設立事情の相違、ひいては東京市場と大阪市場との証券市場としても性格の相違等の反映ともみられる。

⑤ ローン取引の仕組みと機能

この取引では、東証における普通取引の受渡決済に必要な金銭又は有価証券を日証金が東証会員または会員が日証金に紹介した顧客に貸し付ける。売買決済日当日、日証金は会員に代位して貸付金銭ならびに貸付株式を一括して取引所清算部に引き渡すと同時に、その見返りとなる有価証券または売付代金を当該清算部より受領して、これを担保に充当するほか、委託者から貸付金(融資)および貸付有価証券(貸株)の30%に相当する保証金を徴収する。

貸借取引の繰延べ期間は 1 ヶ月とされているが、継続手数料を支払ってさらに延長することもできる。この間に反対売買を行って、その期間内に手仕舞うことも可能である。しかし反対売買といっても、戦前の清算取引における転売買戻しとはいささか意味を異にする。すなわち、清算取引の転売買戻しは先に買付けもしくは売付け、建玉として残っている未決済玉の相殺であるが、ローン取引における反対売買は取引所取引としては既に決済済みとなっているため、新規の売りまたは買いというべきものであって、先に買い付けて日証金に担保として差し入れてある株式の売付であり、担保である売付代金による買い付けである。

ローン取引は、現在信用取引と比較すると以上のように証券会社が直接委託者に対して信用を供与するか、証券金融がこれに代わって信用を供与するかの違いであって、投機取引としての機能に実質的な相違はない。

いずれにしても、この種の取引においては、第三者の信用供与機関を必要とし、金融市場と貸株市場の存在を前提とする点に特徴が見られる。貨幣資本の蓄積が豊富であり、他方株式所有の分散も進み、貸株市場も発達したアメリカにおいて投機取引は初めから以上のような外部信用を利用する方向に発展したのは当然であった。これに対して、わが国においては従来、投機取引は主として取引者相互間の内部信用取引を利用する方向で発展してきた。

しかし、戦後導入されたローン取引は全般的に外部信用に依存し、取引者間の内部信用取引の利用を排除した。このため、取引者間における投機資本の節約は不可能になったが、これに代わって証券金融会社が資金、貸株の双方を貸し付けることになって、買方から受領した担保株式を他方では貸株に利用し、また売方から受領した担保である売付代金を融資に利用することにより、社会的には投機信用取引の節約が図られた。ともかくローン取引においては、外部信用、金融市場の動向によって規制が加えられることになる。しかもローン取引による空売り、空買いは現物売買と直結するものであるから実需筋からの制約も加わることになる。

したがって、戦前の証券市場が金融市場の動向と関係なく、もっぱら証券界の内部事情のみによって規制され、実物市場と遊離した投機市場のみを非常に発展せしめたのに対して、長期産業資金の発展の場として健全な投資市場としての発展を要請された戦後の証券市場にとって、株式流通の円滑化を図るためにも、いわば自動制御装置を備えたローン取引は投機的取引として最も適したものであった。

⑥ 貸付条件とその変遷

ローン取引は、以上のように投機取引として数々の優れた点を持っていたが、反面、この制度を成立せしめる客観的条件が未だ十分に整備されていないところへ実施されたことと、信用取引実施までの過渡的制度であったことから、その貸付条件には種々の制約と制限が課せられた。最大の制約は、貸付資金量および貸株量にやや狭隘な限界が設けられたことであった。

すなわち融資、貸株総額ならびに銘柄別、会員別にそれぞれ限度が定められ、限度を超過するおそれのある場合は貸付を停止することとされた。事実、当初の融資限度総額は4億5千万円であったが、1950年7月18日、差っ引き融資総額が4億円を上回るに至ったため、日証金は同日より7月30日まで貸付を一時停止した。ローン取引の利用については、これに加え、前記のとおり1950年3月13日付の証取委通牒によって業者の信用供与が禁止されたが、さらに本制度実施後の同年9月28日付通牒において次のように再度警告がなされた。

つまり、会員は証券金融に差し入れもしくは支払うべき有価証券または現金を顧客から預託されたときは、そのまま証金に差し入れもしくは支払わなければならないから、懐玉の食い合わせを行ったり手許に残して他に流用したり、もしくは顧客の預託した現金または有価証券を有価証券または現金に換えて証金に差し入れたりといった信用供与を行ってはならない。また、顧客から融資もしくは貸株申込みの取次ぎを依頼された場合、会員はこれに向かうなどの呑み行為を行ってはならない。

こうした制約によって、この制度が過当投機のために利用されることはなかったが、ローン取引実施の目的は、市場の売買取引の振興と信用取引の本格的実施への準備体制を整えることにあった。そこで日証金はローン取引の利用を高めるため、可能な限り貸付条件の緩和に努めたのである。

(2) 動乱勃発と株式市場の好転

1949年12月以来、著しい不振状態にあった株式市場は、翌年6月の動乱勃発による経済界の好転もただちには反映せず、依然低迷を続け、証券業界は不振にあえぎ、9月期決算ではほとんどの業者が赤字を計上するという実情であった。しかし動乱後の市場は7、8月を境としてようやく上昇傾向に転じた。

1951年に入ると、経済界の基調転換が証券市場にも浸透するようになり、講和問

題の進展，世界的軍拡傾向への期待などから 1 月中旬以降は緩慢ながら堅調に上昇を続けることとなった。しかし，その後，アメリカが戦略物質の買付を停止したことを契機として動乱ブームは行き詰まりの傾向を見せ，これに伴い国内景気も変容し始めたので株式市況は市場の中心的存在であった繊維株の急落をきっかけとして，反落過程を辿ることとなった。

1951 年 7 月以降，株価は上昇に転じたが，その主因となったのは 6 月の信用取引の開始および投資信託の発足，7 月からの「資産再評価法の改正」に伴う株式の無償交付の実施等によるものであった。すなわちローン取引の発展的解消の結果創設された信用取引によって，市場取引は一段と円滑化され，投資信託の株式組み入れによって，市場の浮動株の吸収と需給関係の調整が行われ，さらに無償交付によって買い人気は著しく刺激されることとなった。このため，株式市場は好調に推移し，10 月の旧ダウ平均株価は年初来高値を付け，でき高も 10 月から売買振興を目的として指定銘柄普通取引が開始されたこと等により大商いに発展したのであった。

(3) ローン取引導入の必要性

一般的に証券市場の存在意義は，イ．証券会社の需要または供給を 1 ヶ所に集中すること，ロ．証券の流通を円滑にすること，ハ．証券の公正な価格を形成すること，に求められるが，円滑な流通，公正な価格形成という目的を達成するためには，現物取引における需給の時間的なズレや数量上のアンバランスを補完するため，適度の仮需給を市場に導入することが不可欠とされる。そして投機取引についてもこの意味からその存在意義が認められるのである。

戦後，わが国では企業が資本の調達を図る場合，新株発行に依存する割合が急激に増加したため，証券市場に仮需給を導入して市場取引を実物取引のみに限定した場合に生ずる不当な価格変動を回避し，株式流通の円滑化を推進する必要があったが，取引所再開後の市況崩落に際して，市場対策の見地からも投機取引の導入が切望されるようになった。

しかし，戦後の証券市場は，売買仕法三原則によって実物取引のみに限定され，戦前のような仕組みの投機取引導入の余地はなかった。そこで先物取引禁止の原則に抵触せず，しかも繰延べ可能な取引として，アメリカのマージン取引の導入が真剣に検討されることになった。

アメリカのマージン取引に範をとる仮需給導入のための売買仕法として、1948年の改正証取法において既に信用取引が規定されていたが、その実施に当たっては次のような障害があった。イ. 低廉豊富な資金を供給するためにはあまりにもコール市場が狭隘であったこと、ロ. 不況により証券会社の資産状態が悪化していたこと、ハ. わが国にはその基礎となるべき貸株市場が存在しなかった、ことなどである。

このような事情から、GHQをはじめ関係当局は、証券会社が顧客に信用を供与して行う信用取引の実施を時期尚早として認めなかったのである。しかし、これら一連の問題を早急に解決することは困難であった。そこで、これらの障害が取り除かれ、信用取引が正式に認められるまでの過渡的な取引形態として、証券金融会社が直接顧客に融資または貸株を行う、ローン取引制度が実施されることとなった。

ローン取引の発端となったものは売方投機を目的とした貸株制度で、1949年10月4日に証取委が発表した「有価証券貸借取引規定の要綱」に基づき、まず12月5日から大阪証券取引所（以下「大証」という）において開始された。この貸株制度によれば、証券の貸方は、貸付証券の時価相当の現金を入手できるので、証券担保金融を受けたのと同様な効果を得られることとなった。しかし、この貸し方が入手した資金は必ずしも市場へ投入されるとは限らず、借方の保有資金量にも限界があることから、あまり大きな効果は期待できなかった。

その後、この制度は大証に続いて神戸、広島、福岡各証券取引所でも実施されたが、1949年12月14日の株価暴落に際して証取委が全国各取引所および証券業協会に対して行った「空売り防止」の通告により、実施後僅か9日間で廃止となった。

貸株制度廃止後も大阪市場では仮需給の導入に対する要望が強く、大証でも貸株制度に代わる方策を立てて、不況にあえぐ証券会社の経営難を打開しなければならなかった。そのため1950年2月22日、大証は証取委の了解のもとに大阪証券金融株式会社（以下「大証金」という）を介在させた融資貸株制度、いわゆるローン取引制度を実施することとした。この制度は3月6日、証取委から正式に承認され、その後3月15日京都、翌日神戸においてそれぞれ実施された。

これを契機として、東京でも要望が高まった。東証では3月14日、貸借取引対策研究委員会を設置して具体案の作成に着手し、日証金もこれと並行して検討を重ねた。そして4月11日、日証金案と東証案を一体とした「普通取引の決済に関する貸借取引規程の要綱」が制定され、一部修正のうえ、5月8日から実施となった。

ローン取引は、証券会社またはその顧客が委託した普通取引の決済を、証券金融会社が証券会社に代わって行い、その受渡制度に必要な金銭または有価証券を証券金融会社に貸し付ける。この貸付を利用することにより、証券会社およびその顧客は買付株式または売付株式に対し、一定率の担保金（現行の委託保証金、貸借担保金）を証券金融会社へ差し出すだけでその買付けまたは売付けが可能であった。

そして、貸借取引の期間は一応1ヵ月間と定められていたが、1ヵ月ごとの更新が認められており、証券会社およびその顧客はその継続期間中に反対売買を行って、売買代金の差額のみについて決済を行うことが可能であった。

しかし、開始当初のローン取引は、東証正会員証券会社の顧客を対象に融資のみについて行われ、貸株についてはGHQの意向により行われなかった。また、現行の委託保証金率に相当する担保金率は30%で、有価証券による代用差入を認めず、対象銘柄は日本郵船株式をはじめとする5銘柄に限られていた。

ローン取引の開始は不況下の証券市場にとってまさに一つの福音であったが、このように多くの制約を伴っていたため、大きな成果は得られなかった。そこで証取委は5月23日、貸株についても過当に利用されないよう最高限度（融資株数の3分の1）を設けて、これを実施することを認め、日証金は6月1日から貸株を開始した。また同時に貸付先も単に一般顧客のみでなく、東証正会員証券会社にまで拡大した。これにより、売り、買い双方について利用できる仮需給導入方式骨格がほぼ整い、信用取引実施へ前進をみたのである。

(4) ローン取引と仮需給取引の相違

① ローン取引と長期・短期清算取引

このように、ローン取引は戦前の株式取引所において活発に行われた長期および短期の清算取引と同じように、差金決済が可能であったが、両者を比較した場合における最も基本的な相違は次の点に求められる。

ローン取引は、現物取引を原則とする実物市場において売買を行った当事者が第三者の信用許与を受けることにより、決済を先に繰り延べたと同じ効果を持つことを可能にした取引であり、ローン取引においては現物による決済が不可欠の前提であり、この前提があるため、融資、貸株の導入を必要としたのである。

これに対して、長期および短期の清算取引は、実物市場とは別に設けられた清

算取引市場において売買が行われる。そして長期清算取引は受渡期日を売買約定日から一定期間（例えば 3 ヶ月）後とすることにより，受渡期日には売買当事者相互間で形式的に信用供与（預け合い）を行うことで，実質的に受渡を無期限に繰り延べることを可能にしたため，これもまた任意の時点で反対売買を行って差金決済することが制度的に可能であった。

したがって，清算取引においては差金決済のための転売，買戻しは先の買付もしくは売付約定を行い，未決済のままで残っている建玉を相殺するためのモノであるのに対し，ローン取引においては先に行った売買は証券金融会社から信用供与を受け，取引所を通じて決済が完了しているため，反対売買は取引所における受渡としては，新規の売り，または買いと何ら異なることがない形で行われ，その買付株式，売却代金が証券金融会社に対する債務の弁済に充当されたのである。

このように，戦後の取引所における売買取引が現物決済を義務付けられたことから，同じ仮需給取引でありながら両者の仕組みは全く異なったものとなった。

② ローン取引と信用取引，貸借取引

ローン取引は証券会社に対しても，またその顧客に対しても，証券金融会社が直接信用供与を行うところに特色があり，証券会社が直接その顧客に信用を供与する建前となっている信用取引とは信用供与の主体の点で異なっている。これは，当時，信用取引が証取法上認められていたにもかかわらず，証券会社の顧客に対する信用供与率が 0%に定められていたため，証券会社が顧客に対して直接信用供与を行えない結果であった。

したがって，ローン取引はあくまでも正式の信用取引が実施されるまでの便法であり，その実績も次に見るように必ずしも大きくなかったが，ローン取引は実質的にはその後の貸借取引（証券金融会社と証券会社間），信用取引（証券会社と顧客間）とほとんど同じ機能を果たした。この結果，1951 年 6 月におけるトーン取引から信用取引ないし貸借取引への移行も極めて円滑に行われた。

ローン取引開始直後の貸付状況は，決して好調といえるものではなかった。しかし，1950 年 6 月 1 日の貸株開始，7 月の融資限度額拡大など制度面，貸付条件面における改善に加え，朝鮮動乱勃発による証券市場の好転もあって，その利用度は次第に高まった。

(5) ローン取引から信用取引への移行

ローン取引は仮需給導入の方式としてかなりの効果を発揮したが、厳しい貸付条件、煩瑣な手続きなど多くの制約を伴っていたため、円滑な利用が妨げられ、仮需給導入問題を根本的に解決するまでには至らなかった。したがって、信用取引の早期実施について活発な議論が行われ、信用取引実施にあたっての最大の難点とされた証券会社の資産内容の改善について努力が払われるなど、実現への準備が進められた。しかし他方では、清算取引の復活についてもまた盛んに議論された。

総じて、証券界は証券市場における長年の慣習などから戦前の清算取引の復活を望んでいたのに対し、大蔵省方面ではレギュラー・ウェイ採用論が有力であった。これは、長期産業資金調達の場合として重大な役割を担うこととなった証券市場においては、実物取引を主体とし、併せて仮需給の導入を図るべきであるという論拠に基づくものであった。

しかし、これらの論議も 1951 年 1 月 11 日に池田大蔵大臣がレギュラー・ウェイ実施の必要性を言明し¹⁸、その後、GHQ が清算取引反対の意向を表明するに至って大勢はレギュラー・ウェイ実施に傾いて行った。そして、4 月 20 日の全国証券取引所理事長懇談会で最終的な意見調整が行われ、5 月 11 日、大証が「マージン取引実施要綱」を、次いで 16 日、東証が「信用取引に伴う 4 日目決済取引実施要綱」を決定し、レギュラー・ウェイ実施に必要な事務手続きが確定した。これと前後して、5 月 15 日、証取委から信用取引の実施が発表された。レギュラー・ウェイ実施のため、日本銀行は、以下で述べる短資取引担保株式預り証制度など金融上必要な措置を講じるとともに、全国で 17 億円の資金を割り当てていることを決定したが、一方、各取引所では信用取引に関する諸規則の制定、改正を行った。

そして、大蔵省は 5 月 17 日、省令第 44 号により証券会社が顧客に対して行う信用供与率の最高限度額を従来の 0 から、100 分の 55 に改め、即日実行した。この省令により証券会社の行う信用供与が法律上認められることとなり、証券会社が顧客から一定の保証金（信用取引証拠金）を受入れて顧客が行った売買の決済に必要な金銭又は有価証券を立て替えて行う取引、いわゆる信用取引が 1951 年 6 月 1 日から全国で一斉に開始され、ローン取引はこれに引き継がれることとなった。

¹⁸ 第 10 回国会集議員大蔵委員会議録第十号，pp. 1-2（1951（昭和 26）年 2 月 7 日）

(6) 開始当初の貸借取引

信用取引の開始と同時に従前の「ローン取引貸出規程」を骨子として「信用取引関係貸出規程」を制定し、信用取引の決済に必要な資金および株式を証券会社に貸し付けることを目的とした貸借取引業務を開始した。

当初の貸付条件は金利および担保金を差引残高総額の増加に従い、加重するよう定めたが、その徴収方法などは次のとおりであった。

イ. 金利

融資を受けている証券会社から徴収する融資金利のみで、貸株を受けている証券会社に対して支払う貸株代り金金利はなかった。

ロ. 担保金¹⁹

貸付額の 45%で証券による代用差し入れは貸株についてのみ認め、融資については現金に限られた。

ハ. 対象銘柄

日本郵船など 50 銘柄とし、東証はこれを第一類銘柄とした。

なお、信用取引と貸借取引は根本的には同一の基盤に立つものであり、金融的にも手続き的にも密接不可分な関係にあることから、条件、手続きなどはおおむね同様に決定されるのが通例である。

(7) 貸付条件等の改訂

貸借取引開始後も逐次、制度の改善、条件の緩和に努めたが、その内容は次の通りであった。

イ. 金利の徴収方法の変更

1951 年 10 月 1 日、金利の徴収方法を以下の通り、改めた。

¹⁹ 担保金（信用取引では証拠金）は現行の貸借担保金（信用取引では委託保証金）に相当するものであるが、当時の証取法においては、アメリカのマージン取引に倣い、信用取引は信用供与の面から規制する方式がとられていた。したがって担保金は単に融資または貸株対象銘柄の時価（名目貸出額）と信用供与額（実質貸出額）との差額にすぎず、担保金率=100%-信用供与率、の関係にあった。しかし、この証取法の規定はわが国の実情に即していなかったことから 1953 年 8 月に改められ現在の方式になった。

- a. 融資超過銘柄については、融資を受けている証券会社から徴収して、貸株を受けている証券会社に支払う（順日歩）
- b. 貸株超過銘柄については、貸株を受けている証券会社から品貸料を徴収して、融資を受けている証券会社に支払う（後述、「逆日歩」。）
- c. 融資、貸株が対当している銘柄については、金利、品貸料の授受は行わない（無日歩）

この措置は、順日歩、逆日歩の授受によって受渡株数の調節を図った短期清算取引の機能を証券界の要望に応じて信用取引に加味したものであった。

ロ. 予納担保金制度の実施

1951年10月1日、前述のとおり、指定銘柄普通取引制度が実施されたのに伴い、10月8日から予納担保金制度を実施した。これは、日証金が東証と東証協から金銭の預託を受け、証券会社からの申し出に応じて、指定銘柄の貸借取引に伴う担保金にこれを充当する取り扱いを行うものであった。この制度は、10月22日から対象を全貸借銘柄にまで拡大し、東証と東証協が定めた証券会社別充当許容限度の範囲内という制約はあったが、貸借申込のつど担保金を授受する手数を省いて、事務処理の迅速化を図るとともに東証および東証協に滞留している証券会社の資金を活用して、貸借取引の利用を高めることを企図したものであったが、この制度は1960年12月に廃止された。

ハ. 貸借銘柄の追加

貸借銘柄は当初50銘柄であったが、1951年7月、および11月に各20銘柄追加し、90銘柄とした。

ニ. 信用取引証拠金特別貸付の実施

1952年5月14日、「証券会社の信用の供与に関する規則」が改正され、信用取引の株式買い付けの場合にも証拠金を有価証券で代用差し入れすることが認められるようになった。これを契機として日証金は6月2日から信用取引を行う顧客または証券会社に対し、「信用取引証拠金特別貸付」を実施することにした。これは証券会社が貸借取引の申し込みに際して売買代金の30%相当の現金または45%以上に相当する代用有価証券を日証金に差し入れ、これを見返りとして売買代金の45%に相当する現金を証券会社（またはその顧客）に貸し付けるものであった。そして、この貸付金は、証券会社（またはその顧客）が行った売

買に伴う貸借取引のための所定の担保金（売買代金の 45%）として、そのまま日証金に預託させることとした。

この結果、証券会社またはその顧客は 30%相当の現金、または 45%相当の代用有価証券を見返りとするにより、貸借取引の利用が可能になったのである。ちなみにこの特別貸付を利用することにより証券会社は貸借取引において、顧客は信用取引において、担保金率、証拠金率がそれぞれ 45%から 30%になり、また、代用掛目では 55%が 66%に軽減された。

このように貸付条件の緩和を図る様々な措置を実施したこともあって、貸付残高は漸次堅調な伸びを示した。

(8) 短資取引担保株式預り証制度の創設

日証金はローン取引実施に際して、1950 年 4 月、コール市場へ参加を認められ、国債を担保として資金を調達していたが、その国債は生命保険会社や市中銀行などから株式を担保として借り入れていた。しかし、貸借取引の実施に伴い、所要資金量が著しく増大したため、コール市場から資金を調達する際に必要な担保国債の入手が極めて困難となってきた。

そこで別途、国債を入手するための方策が種々検討されたが、結局、貸借取引貸付の担保として受け入れた株式をそのままコール担保に充当する以外に難局打開の方策は見当たらなかった。

しかし、株式をコール担保として授受することは、実務上極めて困難であったばかりでなく、当時、株式はコール担保としての適格性を認められていなかった。このため、日証金は株式を担保化する方法について、日本銀行との間で検討を行った結果、株式を証券取引所に預託し、これに対して取引所が発行する短資取引担保株式預り証（以下、預り証という）を短資取引の適格担保と認める「短資取引担保株式預り証」制度ができ上がったのである。

そして、この制度の具体的な実施方法について、日証金、日本銀行、東証は種々の論議を行ったうえ、1951 年 5 月 29 日、同制度の規程を制定、同年 6 月、貸借取引開始と同時に実施することとなった。

こうして間接的に株式の担保化が認められて、コール担保の不足について解決を見た。しかし、コールレートは当時からかなり高率で、変動も激しいことから、資

金コストの面で難点があり、また、資金量についてもコール市場から所要資金を100%調達できるということについての保証はなかった。そこで、この資金的制約を打開するため、日証金は日本銀行に対し、コール市場で取り入れることが不可能な所要資金について、短資会社を通じ日本銀行から資金を調達しようよう懇請し、その結果、貸借取引を円滑に運営するうえで必要な一定の枠内（7億5千万円）の資金について短資会社から借り入れる道が開かれたのであった。

第3節 信用取引の仕組みと現状

信用取引については、金商法に基本的な定めがあり、さらに府令などにより保証金などの基準が定められているが、実際の取引の手続、条件などは取引所の業務規程や受託契約準則などに詳細に規定されている。その後、複数の弁済期限導入など順次、各種規則の改正を行い実施に移しており、以下これらを踏まえて信用取引の基本的な仕組みについて概説する。

(1) 信用取引の種類

わが国の信用取引は、「制度信用取引」と「一般信用取引」の2種類に区分される（表1参照）。ここで制度信用取引とは、証券金融会社による「貸借取引²⁰」を利用することができる取引のこと指し、一般信用取引とは、品貸料および弁済の繰延期限について、証券会社が顧客との合意した内容に従って行う取引のことを指す。

表1 制度信用取引と一般信用取引の比較

	制度信用取引	一般信用取引
委託保証金	約定価額の30%以上	約定価額の30%以上
品貸料(逆日歩)	取引所が発表する料率	顧客と証券会社間で決定
弁済期限	最長6ヵ月	顧客と証券会社間で決定
対象銘柄	取引所が選定した銘柄	原則として全上場銘柄
権利処理	取引所が定める方法	顧客と証券会社間で決定
貸借取引	利用可能	利用不可

(出所) ㈱東京証券取引所 株式部信用取引グループ「東証公式株式サポーター信用取引編 2011 改訂版」より筆者作成。

²⁰ 信用取引に必要な証券および株券を取引所の決済機構を通じて貸し付ける制度のこと。

(2) 売買手続と条件

顧客が信用取引を行おうとするときは、証券会社に口座設定の申し込みを行い、その承諾を得たうえ、信用取引口座設定約諾書を差し入れる。そして、売買を委託する際には、その都度、制度信用取引か一般信用取引かの別を必ず明示しなければならず、中途での変更は一切できないことになっている。

信用取引の利用対象となっている銘柄は、取引所が禁じている発行済み株式数や株主数が一定の基準未満の内国株式、新株引受権証書、外国株式などを除くすべての銘柄であるが、実際には内国株式のうち、証券金融会社が融資、貸株を行う貸借銘柄が主たるものである。また、売買単位は通常の売買取引同様、単元株制度における1単元の株式数である。

(3) 委託保証金

委託した売買取引が成立すると、顧客は取引日から起算して3営業日後の正午までに、証券会社に対して委託保証金を差し入れる必要がある（金商法161条の2第1項、準則39条）。この委託保証金の額は、その売付代金または買付代金の30%以上の金銭（ただし最低30万円）であるが、有価証券で代用することも可能である（金商法161条の2第2項、準則40条1項）。この有価証券による代用については、その種類と評価割合（代用掛目）が準則に定められている。

また、保証金率は金商法により30%以上とされているが、証券会社の自主的な判断により、既定の限度以上であれば個々により高率の保証金率が適用できる²¹。

なお、証券会社は、顧客の信用取引にかかる有価証券の相場の変動により計算上の損失（約定値段と時価との差額）が生じ、あるいは代用有価証券の相場下落により受入保証金の額が減少し、保証金額から計算上の損失を指し引いた保証金残額が約定金額の20%未満となったときは、20%を維持するために必要な金銭又は有価証券を顧客から追加預託させなければならない。

(4) 売買執行と貸付

証券会社は顧客から信用取引による売買を受託すると、取引所においては普通取引として売買を執行し、その決済は売買日から起算して4日目に行われる。信用取

²¹ 委託保証金差入の主たる目的には、第一に過当投機の抑制、第二に薄資投資者の参加の抑制がある。

引を受託した証券会社は、買付または売付を行った顧客の買付代金または売付株券を立替えて決済する。そして、受渡決済により売付の場合は売却代金を、買付の場合は買付株券を受け取ることになるが、これを顧客に交付せず証券会社が貸付株券または買付代金の担保として保有する。

この際、買付代金を立替えたことに対して買付株券をその金銭貸付の担保として保有し、一方、売付株券を立替えたことに対して売付代金をその株券貸付の担保として保有する。決済日時点において証券会社は、前述の委託保証金と併せて、買付代金または売却株券に対して最低 130%相当額の担保を保有していることになる。

この信用取引委託売買により、証券会社が担保として保有する買付株券および売付代金のことを「本担保」、顧客が差し入れた委託保証金のうち代用有価証券によるものを「代用担保」と呼ぶ。

(5) 信用取引の弁済

① 弁済方法

信用取引（買付の場合を「買建て」、売付の場合を「売建て」と称する。）の弁済方法はそれぞれ 2 通りある。

買建ての場合、イ．反対売買つまり本担保である買付株券について証券会社に対して売却の委託注文を行い、その売却代金で金銭債務を弁済する方法、ロ．他から金銭を調達（自らの手持ち資金の場合を含む）し、証券会社に当該金銭債務を返済することにより、担保として預けている買付株券（本担保）を受け取る²²。

一方、売建ての場合、イ．反対売買、つまり本担保である売却代金をもって証券会社に買付の委託注文を行い、その買付株券で株券の借入債務を弁済する方法、ロ．他から株券を調達（自らの保有株券の場合を含む）し、証券会社に当該株券借入債務を返済することにより、担保として預けている売却代金（本担保）を受け取る²³

② 弁済期限

信用取引における弁済期日は、貸付日の翌日とされており、その 3 日前までに弁済の申し出がない場合には、弁済期限が繰り延べられる。その繰延期限が制度信用

²² この方法による弁済を「現引き」という。

²³ この方法による弁済を「現渡し」という。

取引の場合は売買成立日の6ヵ月目の応答日から起算して4日目の日とされており、顧客は6ヵ月間、いつでも返済することが可能である。一般信用取引の場合は売買委託する際に顧客と証券会社の間でこの弁済期限を取り決めることになっている。

(6) 金利、管理費、品貸料および貸株料

証券会社は、買付代金を借り入れている顧客（買い方）からはいわゆる買い方金利を徴収し、売付株券を借り入れている顧客（売り方）には売り方金利を支払う。いずれの金利も取引所が弁済期限ごとに発表した料率を適用する。売り方に金利が支払われるのは、売り方は証券会社に対し売却代金を担保として預託しており、証券会社はこれを運用して金利を得ることができるからである。

管理費は、顧客が信用取引による売付または買付が成立した日の1ヵ月目ごとの応当日までに弁済申し出をしなかった場合に当該応当日における信用取引について支払う。管理費の額は売建株または買建株1株につき10銭を乗じて算出する。

品貸料は個々の銘柄について発生するものであり、金利とは別に授受される。証券金融会社の貸借取引の段階で、ある銘柄の貸株残高（売り）が融資残高（買い）を超過して株不足が生じた場合、証券金融会社は品貸料を支払って第三者から株券を調達することになる。このような場合、品貸料率は株不足の状況あるいは調達の難易などからその都度決定され、逆日歩として取引所から発表される。

証券金融会社は定められた料率の品貸料を支払って不足株の調達を行い、同時に証券会社は定められた料率により当該銘柄の全ての売り方から品貸料を徴収し、当該銘柄の全ての買い方にこれを支払う。こうして品貸料の授受は売り方を抑え、買い方を誘うことにより売残高の減少と買残高の増加を促し、調達に限度がある株券の不足株数の増加を防ぎ、貸株超過状態を早期に解消させる役割を果たすのである。

貸借取引貸株料とは、信用取引で株式を売り建てている間、売建てのために借りる株に対してかかる金利のことであり、2002年に制度化された。信用売りは証券金融会社から株を借りて行う取引であり、その株に借り賃、いわばレンタル料として貸株料が発生し、証券金融会社が証券会社を通じて信用取引の売り方から徴収する。売り方は逆日歩とは別に貸借取引貸株料を徴収される場合がある。

なお、貸借取引貸株料は証券会社ごとに設定され、逆日歩とは異なり必ず支払うことになる。また、金額は新規売建玉に対し、その約定金額から一定率を乗じた金

額となる。貸株料を支払わなくてはならない日数は新規売り注文の受渡日から反対売買(返済日)の受渡日までで、土日祝日、関係なく毎日支払うことになる。

(7) 権利処理

信用取引の買い方は、買付株券を借入金の担保として証券会社に預託するが、証券会社は債権保全と事務処理の便宜のため、この株式を自社名義に書き換える。一方、売り方は証券会社から借入れた株券を売却しており、当該株式の名義は譲受人の名義に書き換えられている。したがって、証券会社は、顧客の売建てまたは買建てが未決済の状態では、配当落ちや権利落ちがあった場合には、適正な処理を行って売り方と買い方との間の損益を調整しなければならない。これが権利処理である。

なお、この権利処理は証券会社と顧客との間におけると同様の処理が証券金融会社と証券会社との間（貸借取引）でも行われる。そして、新株引受権価額の決定などの処理は貸借取引の段階で行われ、信用取引はこれに準じて行われる。

① 配当落ち

証券会社は発行会社が配当金を確定した場合、配当金相当額を売り方より徴収し、これに証券会社名義分に対して発行会社から受領する配当金および貸借取引融資残高に対して証券金融会社から受領する配当金を合わせて買い方に支払う。

② 権利落ち

証券会社は取引所が発表する新株引受権価額を売付、買付それぞれの約定価額から減額するとともに、割り当て期日以後の株券の授受は権利落ちの株券をもって行うことにし、貸借関係の権利落ちの株式を対象とするものに切り替える。したがって、売り方については、証券会社が貸株の担保として受け入れている売付代金から新株のプレミアム相当額を控除することにより、顧客は借株に割り当てられた引受権を代金によって弁済したことになる。また、買い方については、権利引受か代金決済のいずれかの方法で貸借取引の修正が行われる。

権利引受とは、証券会社に預託している買付株券に対して割り当てられる新株引受権を顧客が取得することであり、顧客は新株引受権価額を証券会社に支払わなければならない。代金決済とは、顧客が買付株券に対して割り当てられる新株引受権の売却処分を証券会社に委任し、その売却代金（新株引受権価額相当額）を借入金の返済に充当する方法である。

(8) 貸借取引の利用

制度信用取引の場合、証券会社はその決済に必要な金銭または有価証券について証券金融会社の貸借取引を利用することが可能である。貸借取引は取引所の決済機構を通じて貸し付けることになっており、証券会社にとっては実務上、極めて利便性の高い取引である²⁴。わが国の制度信用取引は貸借取引と一体となることで、諸外国には見られない極めて効率的な制度となっている²⁵。

このほか、わが国の制度信用取引は貸借取引とともに喰い合いと呼ばれる仕組みに特徴がある。これは信用取引における本担保を買い方および売り方に対して相互に貸し付けるものであり、同一証券会社内で同一銘柄についての売り買い同数の建て玉部分について、買建て顧客の買付担保株券を売建て顧客の売付株券に貸し付けるとともに、売建て顧客の売付担保代金を買建て顧客の貸付代金に貸し付けることである。また、この喰い合いができない部分について貸借取引を利用できる。貸借取引においても証券金融会社は同様の喰い合いを行っている。この結果、当該証券会社は金銭と株券の双方とも信用取引の枠外から調達する必要がなく、信用取引は貸借取引と相俟って非常に効率性の高い仕組みとなっている。

²⁴ 上野 [2010. 3] の先行研究では、「信用取引は売りと買いの二方向からの市場への参入が可能のために予想外の変動を誘発する可能性があるものの、リスクがとれる大口投資家は現物取引より信用取引を望む傾向が強い」としており、証券会社の自己売買において信用取引は切り離せない投資手法の一つとなっている。

²⁵ 一般信用取引は貸借取引の利用を前提としない信用取引であるため、制度信用取引においてみられるように、株券調達が困難になったという理由で売りについて制約を受けることは原則としてない。

第4章 わが国の証券金融

第1節 証券金融の変遷

(1) 証券金融の機能と形態

証券金融とは証券の取引に対して資金を供給する金融取引分野であり、具体的には主として次のような金融形態に使われている概念である。

イ. 資金使途からみて証券を保有するための金融

ロ. 担保の形態からみて証券を担保とする金融

証券金融を狭義に解するなら、証券を担保とするか否かに関わらず、証券を保有するために行われる金融であるが、現実にはこの2つの形態が結合している。これはわが国における典型的な証券金融は信用取引や現先取引に見られる。

信用取引では投資家の証券買付代金を証券会社が仲介して供給し、その担保として証券を用いている。また、現先取引は公社債の売買形態をとっているが、この取引の実質上の機能は証券を担保とする金融取引で、証券会社がこれを自己現先という形で利用する場合は公社債の在庫金融である。

投資家が証券金融を利用する目的は、証券投資において負債のレバレッジを利用して期待収益率を高めることにある。すなわち、自己資金で証券を保有するだけでなく、借入金によってさらに多くの証券を保有すれば、借入金利率と証券投資収益率の開きを利用して利払い後の純収益を増加させることが可能である。

レバレッジ効果によって投資収益率を高めるには、借入資金のコストを小さくすれば良い。それは先物取引を利用することによって可能となる。先物取引は売買契約が実際に履行されるまでは売買の当事者間で相互に信用を供与し合っているから、外部から資金を借り入れる必要がない。先物取引から発展したオプション取引は資金コストを節約し、負債のレバレッジ効果を高める制度である。

証券金融によって、より多くの投資機会が投資家に与えられれば証券市場の効率性が高まるとともに証券発行の促進により政府や企業の支出活動が刺激されるという効果が期待される。証券金融が異常に膨張するときは証券価格が高騰し、市場にブームを招きやすい。ところが一度、市場が収縮し始めると、この膨張した借入金の返済や証券価格の下落によって生じた担保不足を補うために、市場では証券会社が集中的に売却されて「恐慌」に陥ることさえある。このような事態を予防するた

め経済情勢が一般的な金融調整を必要としていない時でも証券金融について選択的調整が行われる。その調整手段としては担保掛目の操作による量的規制が最も効果的である。

(2) 証券投機金融

証券金融のなかでも投機目的の売買については特殊な性格、内容であり、また特殊な制度化がなされている。証券市場では単に実需給だけでは売買の出会いがつきにくく、需給が一方的に偏ると価格の激変を招きやすい。これをカバーし、証券流通を円滑化し、適正な価格形成を図るため、仮需給²⁶の導入が不可欠とされる。

投機信用はこの仮需給の導入を促進し、市場における証券の流動性を強化し、それを通じて資本蓄積を促進する。投機信用には大きく分けて2つの方法がある。1つは投機のために必要な資金あるいは株式を売買当事者（買い方、売り方）が先物取引の形で相互に相手に信用を与え合うといういわば内部信用取引を利用する方法であり、もう1つは売買当事者とは別の第三者から信用供与を受ける方法である。

前者の典型は、戦前のわが国の長期、短期清算取引やイギリスの2週間決済取引（fort-nightly settlement）などである。この方法は、売り方は買い方に代金の支払いを猶予するという相互信用の形を採るが、期日までに反対売買（転売、買戻）により、これを相殺し、差金の授受のみが行われる。このため、完全に資金、株式の節約が行われ、取引高は株式の存在量の枠（発行済株式数）に制約されることなく拡大することになる。

もう1つの外部信用を利用する方法の典型は、貨幣資本蓄積が豊富でコール市場が発達し、貸株市場も良く形成されていたアメリカで発展したマージン取引（margin transaction）である。アメリカにおける取引は現金、現物決済の普通取引であり、買い方、売り方は空買い、空売りのそれぞれの決済に必要な資金、株式を金融機関から借入れるものである。

²⁶ 価格変動差益を目的とする投機取引のことで、ここでは信用取引によって創造される株式の買い需要のことをいう。一般的には物価が上昇しそうな時や物資が不足しそうな時に、実際には需要がないにも関わらず生じてくる需要を指す。ただし、株式取引における仮需要とは信用取引によって生じる買い需要を意味する。信用取引において投資家は証券会社から信用を供与されることにより、実際の手持ち資金以上の買い余力が与えられる。したがって、信用取引によって買われている株式は、仮の需要に支えられていると考えられる。株式取引に占める仮需要の比率が高くなるほど証券市場は投機性が高まり、株価は乱高下しやすくなるが、全く仮需要がない市場では、逆に流動性が不足し、売買が成立しなくなる恐れが生じる。

第2次世界大戦後のわが国では、投機抑制のため清算取引が禁止されたが、1951年以降改めて仮需給の導入を図るため、アメリカのマージン取引に倣って信用取引が導入された。マージン取引では証券会社が顧客に必要な融資、貸株を行うことが一般的だが、前述のとおり、わが国証券会社はこれを自力では賄いきれず、主として証券金融会社の貸借取引に依存する。証券金融会社は、この融資、貸株を一手に行うため、売買対当分については担保株券を貸株に、貸株代り金は融資にそれぞれ充当することで資金、株式を節約することができる²⁷。

ただ、これ以外は当然外部から調達しなければならず、資金についてはコール市場に依存する。証券金融会社がコール資金を調達するに当たって「短資取引担保株式預り証制度」が創設された。証券金融会社が貸借取引貸付の担保株式を取引所に寄託して、見合いに「預り証」の発行を受け、これを担保として短資会社からコール・マネーを取り入れるものである。そして短資会社は、必要に応じ、この「預り証」を付随担保として日本銀行から資金を借り入れることができるというわが国独自のシステムになっている。

(3) 証券会社における証券金融

証券金融をその主体の面から捉えると、証券会社を中心となり、証券会社はその業務（ブローカー、ディーラーなど）のために必要とする資金の調達が主内容となる。証券会社の資金調達については、信用取引貸付資金のための制度金融としての貸借取引借入が戦後一貫してその一つの柱となっているが、これに加えて、その時々業務内容の変化に応じた様々な調達手法がとられてきた。

1960年代には株式の大量推奨販売方式と結びついた大量の商品有価証券保有のための資金調達として「運用預かり金融」が基本であった。証券会社が一定の品借料を支払って不特定多数の顧客から債券を預かり、これを担保としてコール資金（主として投資信託の放出コール）を取り入れるものである。しかし、この金融ルートは昭和恐慌に至る過程で投資信託および運用預かりの解約殺到という形で崩壊した。

²⁷ 株式用語として一般的に「喰い合い」と呼ばれる。信用取引において証券会社は、顧客が信用取引で買い付けた株券、売付けた代金を担保としてとどめることになる。このとき信用取引で買い付けた株券を信用取引の売付けに必要な株券に充当し、信用取引で売付けた代金を信用取引の買いに必要な代金に充当することができる。喰い合いにより証券会社は貸し付けに必要な有価証券や金銭の必要調達量を少なくすることができるなど効率的な仕組みとなっている。

一方、1970年代に入ると、公社債市場の拡大に対応して債券保有のための資金需要が著しく増大した。運用預かり金融が禁止され、コール市場での利用も制限され、証券金融会社を通ずる制度金融も十分ではないという状況の下で、証券会社は新たな資金調達手段として条件付債券売買市場（現先市場）を利用することになった。

さらにインパクトローンの取り入れが可能になるなど金融の自由化、国際化が大きく進展した80年代後半においても、自己現先を中心とした債券保有金融の基本的枠組みに変化はなかった。

(4) 証券金融会社の法制化

1951年6月1日、株式流通の円滑化と公正な価格形成に資するため、信用取引が創設されて以来、同制度の整備、改善について常に努力が払われてきたが、一方、証券金融会社は発足以来、4年を経過して依然、法的には資金業者として地方都道府県知事の監督下にあった。

証券金融会社はその体質および業務の運営如何によって証券市場と投資家に及ぼす影響が極めて大きいだけに資力、信用力が高く、資金および株式の調達能力が充実し、しかも公正な運営が行われなければならないことはいうまでもない。この面から証券金融会社はその使命に十分適応できる機関として整備、強化される必要があると考えられ、大蔵省ではその法制化について準備を進めた。

1954年12月13日の第10回証取審において、大蔵省は証券金融会社に関する規定の追加を主な内容とする「証取法」改正の意向を表明した。そして、翌年5月16日開催の第11回証取審で全委員の賛同を得、同年5月末、証取法の一部改正につき所要の手続きを済ませ、内閣提出法案として国会に提出した²⁸。こうして、1955年8月1日「証券取引法の一部を改正する法律」が公布、施行されることとなった。証取法に新たに設けられた証券金融会社に関する条項の内容は以下のとおりであった。

²⁸ 6月7日の参議院大蔵委員会において、藤枝大蔵大臣はその提出理由を次のように述べている。証券市場の機能をさらに強化するため、証券金融会社について適正な規制を行って信用取引の円滑な運営を図り、もって有価証券市場における売買取引を公正にし、その市場における有価証券の流通を円滑にする必要があるとともに若干の規定の整備を図る必要がある。この改正案の内容は、第一に証券金融会社とは証券取引所の会員に対し、信用取引の決済に必要な資金または有価証券を当該証券取引所の決済機構を利用して貸し付ける業務を営もうとするときは大蔵大臣の免許を必要とすることとし、その資本の額は5,000万円以上でなければならないものとする。また、商号の変更、貸出方法または条件の変更などには大蔵大臣の免許を必要とするとともに取引の公正または流通の円滑に必要があると認めるときは、大蔵大臣は貸出方法または条件について変更命令を出し得ることとし、その他監督規定を設けている。

- イ. 証券取引所の決済機構を通じて、信用取引の決済に必要な資金または有価証券を証券取引所の正会員証券会社に貸し付ける証券金融会社は大蔵大臣の免許を受けなければならない。
- ロ. 資本金は 5,000 万円以上でなければならない
- ハ. 商号の変更、貸付の方法または条件の変更は大蔵大臣の認可を必要とする。
- ニ. 大蔵大臣は証券取引の公正、または流通の円滑に必要な場合、貸付の方法または条件に対し、変更を命令しうる。
- ホ. 証券金融会社は信用取引の貸付業務に支障がない場合は、他の業務を営むことができる。
- ヘ. 証券金融会社の代表者は証券会社役員、従業員以外の者でなければならない。
- ト. 定款に役員制限（証券会社の役員または使用人である取締役の割合）を設けなければならない。
- チ. 「出資の受入、預り金および金利等の取締等に関する法律」の適用は除外する。
- リ. 経過措置は 6 ヶ月とする。

この「証取法」の改正は、証券金融会社を証取法の金融会社として、その強化を図ることを目的としていたが、これと関連して証券金融会社統合の問題が表面化してきた。それは次のような理由によるものであった。

- イ. 証券金融会社が各地に並立することは、各地の金融事情によって貸付条件が相違する原因を伴っており、したがって証券金融を円滑に行うためには、ある程度統合してその強化を図ることが必要と考えられたこと
- ロ. 証券売買取引が中央に集中する傾向を緩和するため、地方証券金融会社の貸付所要資金調達の円滑化を図り、信用取引の拡大を通じて地方市場の振興を図る必要が認められたこと

改正「証取法」の施行を間近に控えた 1955 年 6 月 3 日、日証金において全国証券金融懇談会が開催され、改正趣旨の徹底化を図るとともに、改正後の証券金融会社運営に関する諸問題について大蔵省から本改正における証券金融会社の免許基準、資本金の制限に関連して、各地証券金融会社統合の方針に対する意見の交換が行われた。各証券金融間で統合強化策が検討される一方、大蔵省においても証券金融会社の統合強化を促進することとなり、1955 年 8 月 10 日の省議でこの方針を決定し、8 月 17 日、以下の通りの方針が示された。

信用取引の中心機関として証券金融会社の機能の拡充，強化を図ることは信用取引育成のためにはぜひとも必要であり，については証券金融会社を単なる貸金業者にとどめたのでは，行政指導の面において法的性格が不十分である。したがって，この点からしても，証券金融会社をして証券取引の専門金融機関として強化し，資金調達の円滑と資金コストの引き下げを図り，金融，証券界において相当の発言力を有する存在としたい。証券金融会社の性格から見れば，必ずしも証券取引所に一証券金融会社ということは不可欠の条件ではなく，要は多量かつ低利に資金の供給を行うことであるから，資本金の法的規制という面のみからではなく，この際，各証券金融の併合を行うことが最も望ましい。これを受け，1956年1月，新証取法に基づいて証券金融会社免許申請書および兼業承認申請書を大蔵大臣に提出した²⁹。

第2節 わが国の証券金融会社

(1) 証券金融会社の設立とその役割

証券取引法は，1948（昭和23）年4月法律第25号をもって公布施行され，戦後の混乱した証券界を規律統制して，国民経済の発展のため，投資者のため証券界の立て直しに努めてきた。そしてここまで数回の改正を見たが，これら改正は主として証券会社または証券取引所に関する規定の整備という点から行われた。しかし，今回の改正は証券金融会社という従来規制の対象とならなかった機関を直接大蔵大臣の監督下において，証券市場の機能を発揮させるに役立たせようとするところにある。

証券取引法の改正の主な内容は，先にも述べたように証券金融会社に対する監督規定を設けたこと，証券会社が自己の名義を他人に貸して証券業を営ませる，いわゆる名貸の禁止の規定を設けたことおよび有価証券の割賦販売等の制限規定の整備を図ったことなどである。

²⁹ 【免許申請業務】

- ①証券取引所の会員に対し，信用取引の決済に必要な金銭又は有価証券を貸し付ける業務（貸借取引）
- ②証券取引所の対し，有価証券または金銭を担保としてそれぞれ金銭又は有価証券を貸し付ける業務（一般貸付）
- ③有価証券の受け渡しに関する代理業務
- ④前各号に付帯する業務

【兼業承認申請業務】

- ①証券取引所の非会員証券会社および証券会社の顧客に対する金銭の貸付（一般貸付）
- ②隔地間証券売買の受渡代行業務

これに対し，大蔵大臣の免許（1956年4月1日）ならびに承認（同年3月29日）を受け，ここに日証金は証取法に規定する証券金融会社として発足することとなったのである。

(2) 証券金融会社の定義

証券金融会社とは、「証券取引所の会員に対し、有価証券市場に置いて顧客の信用取引の決済に必要な金銭又は有価証券を、その証券取引所の決済機構を利用して貸し付けることを営業とする会社」としている。諸所に存在する証券金融という称号の貸金業者はここでいう証券金融会社とは次の2点で相違している。

イ. 証券取引所の会員に対し、有価証券市場で顧客の信用取引の決済に必要な金銭又は有価証券を貸し付ける義務を営むものであること

ロ. その貸付は、その証券取引所の決済機構を通じてなされるものであること

しかし、イ. の点はここでいう証券金融会社だけに限らず、一般の金融機関も貸金業者もそのような状態になることがあるし、後述するが、信用取引という取引の建前から見ても当然ありうべきことである。したがって、貸金業者等と区別する最大の特徴は、ロ. の点である。以下、その特異点について説明する。

(3) 証券金融会社の特質

まず、証券金融会社は、信用取引の決済に必要な金銭又は有価証券を貸し付ける、という点については、「証券取引法」第四十九条第一項で信用取引を定義している。

信用取引とは有価証券の売買その他の取引であって、証券会社が当該有価証券の売買その他の取引の執行に当たって、その売買その他の取引を注文した顧客に信用取引を供与する点に特質がある。

この信用取引と対照的な取引は現金取引であって、この取引では信用取引の供与が行われていない。信用取引は顧客に信用を供与するか否かの点から区別される有価証券の売買その他の取引であって、売買の履行期間の長短によって区別されている取引、すなわち、当日取引、四日目取引（一般には普通取引といわれ、証券取引所で行われている最も一般的な取引である）、十五日目取引（特約日取引と言われている）および発行日取引（増資新株の取引である）とは、おのずから別個のものである。従って、信用取引は今述べた4つの取引について行われる訳である。もっとも実際には普通取引だけ行われている。

さて、信用を供与ということ、すなわち信用取引では、一方の給付が現在なされているのに対して、他方の給付がなされる約束の下に成立する信認関係をいうものとされる。たとえば、掛売は給付の対象が財貨で反対給付の対象が貨幣である

信用取引であり、金融は給付と反対給付とがともに貨幣を対象とする信用取引である。これを有価証券の売買取引についてみると、顧客の金銭の支払いの債務または有価証券の引渡の債務の決済日における履行を猶予してやることである。

すなわち、顧客が証券会社に有価証券の売買を注文する際に、金銭又は有価証券の支払または引渡の債務の履行を繰り延べることを双方とも合意しているところの有価証券の売買その他の取引が信用取引と言われるものである。

顧客は、証券会社から信用取引の供与を受けることによって、有価証券を売買するのに必要な金銭または有価証券を持たなくても有価証券を売買することができる。たとえば、ある銘柄の株券の価格が近い将来、騰貴すると予想したとき、その顧客は証券会社に所定の保証金を差し入れて信用取引を行い、その顧客の予想通り騰貴したときには、先に買い付けた株券を売却して、その代金で支払債務を弁済し、かつ、何ほどのかの利潤を得ることができる。

また、ある銘柄の株券の価格が下落する見通しがある場合、その株券を所有していなくても、証券会社から信用の供与を受けることによって、その株券を売却し、将来その価格がある価格までに下がった時に買いを入れて、その差額を利することができる。これが、信用取引が投機取引であるといわれる所以である。

では、なぜ顧客がこのような取引をすることができるように仕組みられているかという、有価証券市場における売買を公正な価格で、迅速に、かつ大量に成立させるためである。ある銘柄の株券に対する需給が多量であればあるほど、その時においてその場所における価格が最も公正なものであることは、価格が需給の均衡点で定まるものである以上、明らかなことである。

他方、以下に価格が公正に成立したとしても、その成立に長時間を要することでは、すなわち、売買の成立が迅速でないということでは、刻々の需給の変化に応じて価格が変化し、その価格で刻々に売買を成立させるという有価証券市場の機能をその市場は喪失しているものといえる。しかも、逆にそのような機能を喪失した市場で成立した価格が公正なものであるか否か、甚だ疑問であると言わざるを得ない。

また、いかに迅速であっても、価格が需給を無視した不公正な価格で定まるものとすれば、これも有価証券市場としての機能を喪失している場合といえよう。先に述べたように、信用取引は有価証券市場の機能を十分に発揮させるための制度であり、有価証券市場に仮需給を導入して、実需給の円滑な出合いを図っている。

ただし、いずれか一方が過多になることは望ましくなく、全国各地の不特定多数の投資家が参加する取引について、恣意性を持って残高を左右することは事実上不可能である。こうしたなか、もし、仮需給が多量になり過ぎた時、すなわち過当投機の状態となってきた時には、もはや価格の公正は期待し難く、かえって有価証券市場としての機能を喪失することになるという負の側面もある。したがって、信用取引においては市場運営者による適正な運営が必要であることはいうまでもない。

(4) 証券金融会社の存在意義

第2次世界大戦後、証券取引所がGHQ（連合軍総司令部）の覚書によって閉鎖されたため、証券の売買取引は自然発生的に生まれた集団市場で行われていた。その後、集団市場が次第に活況を呈し、また、財閥解体などに伴う大量に株式の処分が必要となってきたことから、新しい証券市場の基本となる法律の制定が緊急課題となり、22年3月に証券取引法が成立した。しかし、この証券取引法は1947年に一部施行されただけで、翌年には大改正され、アメリカの制度を全面的に取り入れた改正証券取引法が4月に公布、5月から施行された。

こうして取引所再開についての法律面の整備が完了し、約1年の準備期間を経て、1949年5月16日、東京証券取引所が立ち合いを開始した。取引所の再開に伴い、集団市場が廃止となったことを受けて、1949年2月、取引所の会員を対象として、取引所の売買に伴う受け渡し資金を貸し付ける短期の証券担保金融ニーズが高まり、この貸付がわが国証券金融の最初の形態であった。

一方、取引所再開後の株式市場は、当初こそ順調な滑り出しを見せたものの、やがて次第に不振の度を深めていった。これは、イ．ドッジ・ラインに基づく経済安定化策の実施によって不況の様相が強まるなかで、証券処理調整協議会により大量の株式が放出されたこと、ロ．企業再建整備計画に伴う増資が相次いだこと、などが主な要因であった。これに加えて証券界の一部には、GHQが提示した「売買仕法三原則」によって清算取引が全面的に排除されたため、需給の出合いが不円滑になり市場の流動性が欠如したことも原因の一つであるとする見方も強く、市場の流動性を高めるための方策を考えるべきだとする意見が多かった。

このような情勢を踏まえ、金融当局（大蔵省）は、売買取引に係る資金と株式を貸し付ける証券貸借取引について検討を進め、1949年7月、大蔵省や日本銀行など

が貸借取引実施機関の設立に向け、議論を重ねた。この間、株式市場の沈滞は一段と深刻さを増し、12月14日には大暴落となり、恐慌に近い状態となった。このため、各方面から総合的な証券対策の実施が強く要請され、政府日銀による増資調整、銀行による株式買い入れ、そして翌年2月8日、証券界独自の証券金融会社の設立に至ったのであった。

1951年6月、信用取引が発足し、証券金融会社は同制度の運用に当たっての中心かつ独占的な金融機関となったものの、法的には貸金業者として都道府県知事の監督を受けていた。しかし、信用取引の健全な発展のためには証券金融会社を単なる貸金業者として取り扱うのではなく、その機能を一段と拡充することが求められた。そこで大蔵省は、証券金融会社が証券金融の専門機関としての使命を十分に遂行できるように、法制面での整備、強化を図る必要があるとして準備を進め、証券金融会社に対する免許制の導入などの規定の新設を主な内容とする証券取引法の改正が行われ、1955年8月から施行された。翌年1月28日、この改正証券取引法に基づいて証券金融会社の免許申請書を大蔵大臣に提出、4月1日付で免許を受け、同法に基づく証券金融会社として現在に至っている。

戦後に再開された株式市場は、GHQが提示した売買仕法三原則によって先物取引は許されず、実物取引のみの市場となっていた。しかし、実物取引だけでは株式の需給がアンバランスになりがちで、市場流動性を確保することが難しいため、需給を調整して市場の機能を高めるために、先物取引禁止の原則に抵触せず、しかも繰延べ可能なアメリカ式の証拠金取引を導入し市場の活性化を図ろうとしたのである。

これを受け、1948年の改正証券取引法では、アメリカの証拠金取引を範として信用取引が制定されたが、実施に当たっては、イ．コール市場に相当する豊富で低廉な資金を供給すること、ロ．証券会社の脆弱な資産状態をサポートすること、ハ．決済不履行つまりフェイルを起こさないこと（貸株市場を整備すること）などの条件を満たすことが証券金融会社の存在意義であったが、現在もこの思想、哲学は引き継がれているのである。

また、証券金融会社の存在意義は株式市場だけでなく、公社債流通市場でも発揮された。戦後のわが国公社債市場においては、政策的要請から発行者のコストが重視されたため、応募者利回りが流通利回りを下回ることが多く、これが公社債の個人消化を妨げ、機能的な流通市場の形成を阻害する大きな要因となっていた。

1955 年以降、金融緩和が進展するなか金融機関の公社債投資が活発化し、起債市場は著しい活況を呈した。こうした環境の好転を背景に起債条件の引き下げや個人消化の促進などが強力に推進され、さらに 1956 年 1 月には戦後公社債の流動化に重要な役割を果たしてきた日銀適格担保社債事前審査制度が廃止されるなど流通市場開設の機運が盛り上がってきた。こうして 56 年 4 月、東京と大阪で公社債の取引所取引が再開されたものの、再開後の流通市場は金利体系の正常化が不十分であったため本来の機能を発揮することができず、形だけの存在となり、ついに 1962 年 4 月から 66 年 2 月まで事実上、取引所取引が停止された。このように流通市場の不振のため、証券会社は個人投資家に公社債を販売、換金の場合、買い戻しを保証する仕組みとなっていたが、買い戻しでもこれを再消化することは極めて困難であった。

その後、1961 年 1 月に公社債投信が発足し、起債市場の拡大に寄与することになったが、解約が発生すると組み入れ公社債の売却処分が難しく、その大部分は証券会社の手持ち在庫とならざるを得なかった。特に 1961 年後半からは、金融引き締め政策の影響を受けて解約が激増し、証券会社の資金繰りを著しく圧迫したのである。

これを解消するため、特に社債の流通を容易にするため、証券金融会社が証券会社や個人投資家などから社債を買い取るための金融を行うことになった。これは、イ．証券金融会社を通じる公社債引受金融の実施、ロ．公社債の一時的流動化のための証券金融会社による金融措置の整備等を目的としたものである。

この結果、資金についてはコール市場から調達することとなるが、不足する場合はその公社債を担保として日本銀行から直接調達する「公社債引受金融」制度が始まったのである。この公社債引受金融の実施は、公社債市場の育成と正常化のための資金を日本銀行から証券金融会社を経由して証券界へ流れるようになったという点において極めて画期的なことであり、証券金融会社の存在意義は株式市場だけでなく、公社債市場でも発揮されたのである。

このように証券金融会社は、単に貸借取引における資金調達の役割を果たすのみならず、逆に信用取引における証券投機取引の過熱を抑制し、それを管理するうえで信用取引全般にわたる内容を知悉して、実態を把握して、証券投機金融に対する手綱を握ることによって、証券取引所と協議して過当投機の適正化を図ることが可能になるから、証券金融会社は自らが真に専門的な証券投機金融の機関になることが求められているのである。

(5) 証券金融会社の現状と課題

証券金融会社は当初 9 社あり、東京、大阪、名古屋、京都、神戸、広島、札幌、新潟、福岡（いずれも証券取引所の所在地）にそれぞれ一社ずつ存在している。

貸付金の調達は一般には銀行借りに依っており、日本証券金融株式会社（以下、日証金という。）および大阪証券金融株式会社（以下、大証金という。）だけが、銀行借りのほかにコール資金に依っている。

ここでわが国最大の証券金融会社である日証金について説明する。日証金は 1926 年 7 月、東株代行株式会社という称号で設立され、1949 年 12 月、現商号に改め、1951 年 6 月から現在の業務を行っている。資本金が 5 億円となったのは 1953 年 3 月である。日証金が融資または貸株を認めている信用取引の銘柄は 130 銘柄で、東京証券取引所に上場されている総銘柄 619 銘柄の約 2 割に相当する。貸出条件は日歩 3 銭、担保は 3 割、有価証券の担保の掛け目は 7 掛けである。なお、融資額が増加して、ある一定額を超えるごとに日歩が 5 厘幅で高くなる。また、貸株を受けた者に対しては、日歩 2 銭の割合で融資を受けた者から徴収した日歩の割り戻しを行っている。

しかし、ある銘柄について融資を受けているものの額より貸株を受けているものの額の方が多くなれば、貸株を受けているものから品貸料を取ることとなっている。大証金は日証金に次ぐ証券金融会社であるが、貸出日歩は日証金より 5 厘も高く、日歩を上げる幅も日証金よりも小さく、それだけ顧客は不利な立場にある。これは、資本コストに開きがあることによるものであるとともに、資金調達能力に限界がある結果である。これ以外の証券金融会社は大証金以上に顧客には不利な条件となっているが、大証金と日証金との開きがある理由とほぼ同様の理由によるものである。こうしたなか、2013 年、両社合併に伴い、現在のわが国の証券金融会社は名古屋の中部証券金融(株)と 2 社体制となっている。

証券金融会社は、先にも述べたように貸出規程によって証券会社だけでなく、その顧客をも拘束しているものである。その運営如何ではただちに有価証券市場に影響を与え、一般投資者にも種々の影響を持つものである。ここに最小限の監督規定を設け、自主的な運営を妨げない範囲で、その中正を確保しようとするのがこの規定を設けた趣旨であって、従来しばしば不適正な運営によって市場に影響を与えたというような事態が絶無になることが期待されている。

第3節 貸借取引の仕組み

(1) 貸借取引の概要

貸借取引とは、証券金融会社が貸借取引対象銘柄について証券取引所の取引参加者である証券会社から一定の保証金（貸借担保金）を受け入れたうえで、制度信用取引に必要な資金や株券を貸し付ける取引で、証券取引所の決済機構を通じて行われる取引である。

つまり、証券会社と投資家との間の制度信用取引の決済に必要な資金や株券を証券取引所の決済機構を利用して証券取引所の取引参加者である証券会社等に貸し付けるもので、制度信用取引を補完するための制度金融という位置づけである³⁰。

この業務は、その重要性、公共性の観点から「金融商品取引法」に基づく免許会社に認められる業務となっており、内閣総理大臣の免許を受けた証券金融会社にのみ認められた業務であり、現在、日本証券金融株式会社と中部証券金融株式会社の2社が全国各証券取引所市場の貸借取引貸付を行っている。

証券金融会社では証券会社から制度信用取引の売買約定日に、イ．銘柄別に借入の申込みを受け付け、ロ．貸付の実行は証券金融会社が証券会社に代わって貸付資金または貸付株券を証券取引所の決済機構に引き渡し、ハ．見返りに買付株券（融資担保株券）または売付代金（貸株代り金）を受け取り、ニ．それぞれの貸付の担保に充当すること、により完了するスキームである。

(2) 貸借取引の仕組み

証券金融会社は、証券会社から制度信用取引の売買約定日に、銘柄別に借入の申込みを受ける。貸付の実行は証券金融会社が証券会社に代わって、貸付資金または貸付株券を証券取引所の決済機構に引き渡し、見返りに買付株券（融資担保株券）または売付代金（貸株代り金）を受け取り、それぞれの貸付の担保に充当することにより完了する。貸付条件は以下のとおりである。

イ．銘柄

証券取引所の上場銘柄の中から一定の基準に基づいて対象銘柄を選定する。

貸借取引対象銘柄には貸借銘柄³¹と貸借融資銘柄³²がある。

³⁰ 一般信用取引の決済のために証券会社が貸借取引を利用することはできない。

³¹ 貸借銘柄とは、証券会社が、当該銘柄の制度信用取引の決済に必要な買付資金または売付株券を、貸

ロ. 期間

返済期日は、原則として貸付日の翌日。6 ヶ月まで延長することが可能。

ハ. 金利

融資金利は、資金を借り入れている証券会社が証券金融会社に支払う。貸株代り金金利は、株券を借り入れている証券会社が証券金融会社から受け取る。なお、貸借取引金利は、短期金融市場金利を基準にして決定する。

ニ. 貸株料

貸付株券等の価額に対して一定率（年率）を乗じた額を、株券を借りている証券会社が証券金融会社に支払う。

ホ. 担保

証券金融会社は、証券会社から融資または貸株の担保として信用取引で買い付けた株券（融資担保株券）または株券を売り付けた代金（貸株代り金）のほかに貸借担保金を受け入れる。貸借担保金は、融資および貸株に対する一定率（貸借担保金率）の金銭で受け入れるのが原則であるが、株式、公社債などの有価証券で代用することも可能となっている。

ヘ. 貸株超過と品貸料

貸借取引において、貸株残高株数が融資残高株数を超過した銘柄を貸株超過銘柄と呼び、その状態を貸株超過という。貸株超過となった銘柄は、証券金融会社は、機関投資家や証券会社等から株券を調達する。証券金融会社は「貸借取引貸株超過銘柄等に対する取扱い」に基づいて、当該銘柄の品貸料（逆日歩）を決定する。この品貸料は、貸借取引において当該株券の貸付けを受けている証券会社から徴収し、融資を受けている証券会社に支払う。制度信用取引においても当該株券の全ての売り方から徴収し、全ての買い方に支払われる。

ト. 貸借取引の規制措置

証券取引所は、株価が急騰したり、売買高、信用取引残高が急増したりした場合など信用取引に過度な利用があると判断した場合は、委託保証金率の引

借取引により証券金融会社から借り入れることができる銘柄のこと。

³² 貸借融資銘柄とは、証券会社が当該銘柄の制度信用取引の決済に必要な買付資金のみ証券金融会社から借り入れることができる銘柄のこと（なお、売付株券については貸借取引により証券金融会社から借り入れることはできない）。

上げ、委託保証金代用有価証券の代用掛目の引下げ等の措置を行うことがある。証券金融会社でも、貸借取引の公正、円滑な運営を図る目的から、信用取引について規制が実施された場合には、同一内容の規制を実施する。

また、株券の調達が困難となる恐れがある銘柄については、取引所と協議のうえ、貸株利用等に関する注意喚起通知や申込制限措置、申込停止措置を実施することがある。

チ. 権利処理の仕組み

貸借取引対象銘柄について、配当金や株式分割等による株式を受ける権利等が付与された場合には、証券金融会社は、株券を担保に融資を受けている証券会社にその権利を移転し、貸株を受けている証券会社からその権利を提供してもらうこととなっている。証券金融会社は、権利付売買最終日において貸株に充当していない融資担保株券について、証券金融会社を株主として報告することにより権利を確保するが、貸株に充当している融資担保株券の部分の権利は確保できないため、貸借取引における権利の調整を行うため、次の処理を行う。

④現金配当金の権利処理

証券金融会社は、貸株証券会社から発行会社が支払う配当金額より源泉徴収税相当額を控除した金額を受取り、融資証券会社に対しこれを支払うことにより処理する。

⑤株式分割等による株式を受ける権利等の権利処理

株式分割等による株式を受ける権利が付与され、売買単位の整数倍の数の新株式が割当てられる場合：権利付売買最終日の当該銘柄にかかる貸借取引残高株数を、権利落日をもって、当該株数を新株式割当率に 1 を加えた数を乗じた株数に調整することで処理する。

これ以外の場合（株式分割等により売買単位の整数倍以外の新株式が割当てられる場合、または新株予約権が割当てられる場合）：新株式等について、融資証券会社から新株引受け申込みを受けたのち、これにより全株消化されなかった場合は、証券金融会社に割当てられる新株式等（入札株数）について、価格競争入札方式（権利入札）により売却する。（貸株超過銘柄の場合は、証券金融会社が当該株式を購入する買入札を行う。）。なお、この

権利入札による落札平均価格に新株割当率を乗じて権利処理価額を算出し、証券金融会社は、貸株証券会社から貸株株数に権利処理価額を乗じた金額を受取り、融資証券会社にこれを支払うことで処理する。

また、新株引受申込みにより全株消化した場合は権利付売買最終日の最終値段に基づいて算出した価格を権利処理価額とし、前記と同様に処理する。

リ．信用取引に関する規制

証券取引所では、信用取引の利用が過度となった場合、新規の信用取引の利用を抑制するため、委託保証金率の引上げ等を行う（これを「信用取引に関する規制」と呼ぶ。）。また、個別銘柄に係る信用取引の規制措置の実施および解除は、「信用取引に係る委託保証金の率の引上げ措置等に関するガイドライン」に基づいて行う。

ヌ．貸借取引に関する規制

証券金融会社は、制度信用取引の売買を受けて、証券会社に対して資金、株券を貸し付ける（貸借取引）。特定の銘柄について、制度信用取引による売付けの増加等に伴い貸借取引の貸株申込みが増加し、貸株申込みが融資申込みを超過した場合、証券金融会社は、その超過分の株券を証券会社や外部の株主から借り入れて調達する。証券金融会社は、貸株申込みの増加等により株券の調達が困難となるおそれがある銘柄については、証券会社に対して貸株注意喚起通知を行い、株券の調達が困難となった銘柄については、証券会社に対して貸株申込み制限又は停止を行う。これらの措置は証券会社に対する措置で投資者の信用取引の利用を直接制限する措置ではないが、証券会社の多くは株券の調達は証券金融会社を通じて行っているため、貸借取引に伴う貸株申込停止措置がとられた場合、事実上、制度信用取引の新規売付けが困難となることが多いと考えられる。これらの措置が取られた銘柄については、証券会社により制度信用取引の利用（新規売付け、現引き、転売）が制限又は停止される場合がある。

第5章 アメリカのマージン取引（証拠金取引）

第1節 マージン取引概要

(1) アメリカの証券金融の定義と発展経緯

証券金融の範囲をどこまでとするか、いろいろな捉え方があるが、一般的には有価証券を担保とするすべての貸付を示すことが多い。

アメリカにおいては、わが国の証券金融会社のような特別な証券金融機関が存在しないため、証券会社や投資家の証券取引に係る所要資金は、主として商業銀行を中心とした金融機関からの借入に依存している。

ここで商業銀行と投資銀行について簡単に触れることとする。世界恐慌の反省を踏まえ、1933年に制定されたグラス・スティーガル法では、商業銀行による証券引受業務や株式売買を禁止するなど商業銀行と証券会社の役割を明確に分離した。その後、銀行、証券分離制度の下、投資銀行は証券業務を主要業務として独自の発達を遂げる一方で、商業銀行は証券業務を禁じられたことに加え、州際業務規制により他州での業務展開を制限され、州によっては支店の設置すら禁じられるなど厳しい規制下に置かれていた。

こうしたなか、1975年の株式委託手数料の自由化を転機として、80年から90年代には金融高度化を背景に銀行と証券の業務が重なる分野が増えたことから制度の見直し論が台頭した。99年には金融持株会社の下で銀行、証券、保険の垣根を事実上撤廃する金融制度改革が実施され、銀行子会社による証券業務が容認されるなど規制が緩和されるとともに金融機関の再編が加速し、現在に至っている。

一般投資家は有価証券の購入、保有のための資金を銀行、証券会社、さらにはそれ以外の金融機関からも借り入れることができるが、その中心的なものは証券会社による信用供与であり、その圧倒的部分はニューヨーク証券取引所の会員によって行われている。この一般投資家（顧客）が証券会社から信用供与を受けて行う売買取引がマージン取引（margin transaction）であり、顧客が買付代金の一部を借り入れて買付を行うものを証拠金買付（margin buying）、売付証券を借り入れて売付を行う取引を空売り（short selling）という。

マージン取引も取引所における決済は実物取引と同じであり、証券会社は決済日に買付代金を支払い、または売付証券の引渡を行わねばならない。この際、証券会

社は買付を行った顧客には買付証券を担保に徴して、買付代金と証拠金との差額を貸し付け、また、売付を行った顧客には売却代金と証拠金を担保に売付証券の貸付を行うことになる。

このようにマージン取引は、取引所での決済が行われた後、証券会社と顧客との間に各々貸借関係が生じることになるが、アメリカのマージン取引では、わが国の信用取引が買付代金全額を信用供与するのとは異なり、買付代金と証拠金の差額を信用供与することになっている。

(2) マージン取引の現状

ニューヨーク証券取引所会員による信用供与額は、1990年代はネット取引の活発化などから右肩上がり推移し、1999年末には2,285億ドルまで増加したが、ネットバブル崩壊を受けて2002年末の残高は1,343億ドルと1999年末のほぼ半減となった。その後は総じて増加基調となり、2007年末は3,227億ドルと過去最高を記録したが、2008年末は世界金融不安から2,800億ドルまで減少している。

上場株式時価総額に対する信用供与額の比率は、1999年末の1.86%から2001年末には1.28%まで低下したが、その後は1.50%を挟んだ底堅い推移となった。2008年末は借方残高の減少を上回る上場株式時価総額の大幅減により、比率は2.30%と過去最高を記録した。なお、この比率は2008年末の東京証券取引所の時価総額に対する信用取引買残高の比率(0.38%)の5倍以上の水準となった。

次に、銀行統計により公表されている投資家に対する有価証券の購入、保有を目的とする資金の貸付(目的貸付—purpose loan)について述べる。

主要商業銀行による目的貸付残高の最近10年間の推移をみると、ネットバブル全盛期の1999年末は215億ドルと前年の169億ドルから46億ドルの増加となった。その後、バブル崩壊とともに残高は減少し、2002年末には1988年以降では最低となる114億ドルまで落ち込んだ。しかし、2003年末には株価の反騰などから残高は198億ドルと急回復し、2008年末現在では246億ドルとなった。

この目的貸付残高の総貸付残高に対する割合をみると、1999年末に0.94%と直近ピークをつけたものの、2002年末には0.46%まで減少した。その後は0.70%を挟み一進一退での推移となり、直近の2008年末は0.6~0.7%台での推移となっている。

一方、ニューヨーク証券取引所の空売り残高は順調に拡大し、2007年末は126億

株過去最高となった。また、同残高の上場株式数に対する比率も1999年末の1.42%から2007年末の3.01%へと上昇したが、2008年末は2.45%まで低下した。

第2節 マージン取引の仕組み

(1) 証券投機と信用供与

信用取引による証券の「買い動機」を分析すると大別して次の2通りとなる。

- イ. 本来、売ることによって差金決済をし、利益を得ることを目的とするもの。
- ロ. 将来、現引きすることを目的とするもの。すなわち現在の手持ち現金の不足を信用取与によって繋ぎ、将来現金と引換に買付株券を引き取ることを目的とするもの。

信用取引による証券の「売り動機」を分析すると大別して次の2通りとなる。

- イ. 将来買い戻すことによって差金決済をし、利益を得ることを目的とするもの。
- ロ. 将来現渡しを予定するもの。いわゆる売りヘッジと称されるもの。

ともにイ. に類別されるものは「投機」動機に基づくものであり、ロ. に類別されるものは「投資」動機に基づくものである。通常、投資動機による信用供与を仮需給と呼んでいるが、信用取引に伴う信用供与は投機動機と投資動機が存在し、混在している以上、全て仮需給と称するのは適当ではないと考えられる。

信用供与の本質が仮か否かの判断を行ううえで必要なことは、実際に資金の手当てが行われたかどうか、株式の貸与が行われたかどうかである。すなわち現在のわが国の信用取引における信用供与の形態は仮需給の導入ではなく、有効な需要の創造ともいえる。

証券の買い手と売り手とがお互いに信用を供与する、すなわち内部信用を基盤とする清算取引は現物取引とは遊離した次元で行われたという意味では仮需給と仮供給の結合であった。買手はその支払代金を売手から借り受けることになり、売手はその株券を買手から借りることになるのである。

したがって、この制度の下では売手と買手とが同条件で常に結合されている必要があり、一方が欠落している場合、取引は成立しないのである。この仮需給は現物の需要に取って代わられることは考えにくいし、また仮供給も現物の供給に形を変えることもない。現物売買による現物の価格形成と全く遊離したところで行われた取引であるからである。

後述するように、もともとわが国の信用取引が範をとったアメリカのマージン取引は現物取引である。それは現物取引に伴う受渡しに必要な資金または証券を、売買取引の当事者相互間においてではなく、第三者である証券金融会社が不足分だけ補うということを本質として出発した制度である。このマージン取引をわが国の取引風土にアレンジした信用取引が機能的には清算取引の役割を一部担っていることは否定できない。

ところで、マージン取引と信用取引との間に本質の相違があるのかどうか。「もともと範とした制度とこれを引き継いだ制度」という関係から相違は起こりえないとしても、実際のところ、これまであまり論及されていない。しかしながら、メカニズムをそのまま取り入れてもその運用の仕方によっては本質的に異なるものができ上がる、または本質的に相違が出てくるということはある得ることである。マージン取引においては、一般勘定のなかの顧客の差し入れた現金はその顧客の証券会社からの借入額から差し引かれ、借方残高と称するものはその差額である。

したがって、マージン取引における金利はこの借方残高について徴収される。わが国の信用取引においては差し入れ証拠金やその他預託金は信用取引口座の顧客の借残高とは関係なく、したがって金利についても信用取引借入金全体について徴収されることになっている。マージン取引が現物決済に当たって、不足分だけを補てんするという観念に立脚しているのとの相違である。信用取引は不足分の補てんではなく、固定額の貸借であるといえる。

(2) マージン取引の性格

B. E. Schultz [1970] は先行研究において、「ある買手が証券を買い付けて全額即金の支払いを欲していない場合には、彼は所定の規則に基づき、そうすることができる。彼の支払う金額と売り手に支払われる全代金との差額は借り入れる必要がある。この買手の仲買人は、連邦準備制度理事会の T 規則に定める制限規定に基づいて信用を供与し、または銀行と借入金の取り決めをすることになる。このような取引は証拠金買いと呼ばれる。」とマージン取引における買付取引を定義し、さらに「ある人が特定の証券の値下がり信じている場合、彼は空売りすることができる。」

所定の規則に基づいてこの種の取引に必要な証拠金の額が決まる。」と述べている³³。証券取引において、証券の買付代金の一部または全部を借り入れによって賄うということは、証券取引の相手方である売手とは何ら関係のない第三者、すなわち外部の信用供与を受けることを意味する。この第三者が証券会社であろうと銀行であろうと、その他金融機関であろうと問題ではない。とにかく売買の相手方とは全く無関係であることが制度上、とりわけ重要なことである。

わが国の旧制度、清算取引の下では買手と売手とがお互いに信用を供与する、内部信用取引の基礎の上に立つものであった。買手はその支払代金を売手から借り受けることになり、売手はその株券を買手から借りることになるのである。

したがって、この制度の下では売手と買手が同じ条件で常に結合されていなければならない、一方が欠如している場合、取引は成立しなかった。このように、日本固有の制度であった清算取引とアメリカのマージン取引については、以上のような根本的な相違がみられるのである。

(3) 口座開設

マージン取引を行おうとする顧客は勘定口座を開設しなければならないが、その際、証券会社は顧客の投資能力を調査し、契約書の提出を求めている。マージン取引に関する証券会社と顧客間の処理は、従来、マージン取引の対象証券 (margin securities) ごとに特別債券勘定 (special bond account) や特別転換社債勘定 (special convertible bond account) をはじめとした特別勘定 (special account) と、それ以外のものを1つにまとめた一般勘定 (general account) で行われていた。しかし、1983年に全面改正されたT規則では特別勘定や一般勘定は一本化され、原則的には証拠金勘定 (margin account) で処理されることになった。

また、この改正では証拠金所要額を算出する際の基本概念として、従来の複雑な「調整借方残高 (adjust debt balance)」を廃止して、新たに「証拠金勘定上の顧客の持分 (equity=勘定上で保有される証券建玉の時価+勘定上の貸方残高-勘定上の借方残高)」を採用している。貸方残高とは特別覚書勘定 (証拠金勘定と関連させて設けられた勘定で、記帳される項目としては支払配当金やT規則上必要とされない現金などがある) への振替金額を借記した後の証拠金勘定において顧客に帰す

³³ B. E. シュルツ [1970] 『アメリカ証券市場の実際』 (千倉書房) 第15~16章。

べき現金額のことで、借方残高とは同じく与信者に対し顧客の負債となる現金額のことを指す。

マージン取引の対象証券は、証券取引所上場証券、ナスダック上場証券、非持分証券、1940年投資会社法第8条に基づいて登録されたオープン・エンド投資会社もしくはユニット投資信託により発行される証券、一定の基準を満たす外国株式およびいずれかの対象証券に転換可能な債務証券などである。

証券会社の顧客に対する信用供与期間は特に定められていないので、事実上、無期限に繰延べが可能である。証券会社が顧客から徴収する金利は、証券会社の調達コストによって個々に決まる。通常、金利はブローカーズ・ローン金利に若干プラスされたものを適用している。また、売付株券の品借料は通常、無料である。これは品借料を支払わない代わりに、差し入れている売却代金の金利を受け取らないことを意味する。しかし、株券の需給状況あるいは金融情勢によっては、顧客は品借料を支払うこともあり、逆に品借料は無料で担保金の金利を受け取る場合もある。

(4) 証拠金所要額

一般投資家が有価証券を売買するに際して、証券会社から信用供与を受ける場合、当該投資家が証券会社にあらかじめ預託しなければならない一定金額を当初証拠金所要額 (initial margin requirements) という。

マージン取引の対象証券を購入する際の当初証拠金所要額については、1934年証券取引所法第7条(a)において、当初信用供与額 (買付代金と証拠金の差額) が、当該証券の時価の55%、または過去36ヵ月間における当該証券の最低市場価格の100% (ただし、時価の75%を超えない額) のうち、いずれか高い方の額を超過しないことと定められており、同法第7条(b)に基づき連邦準備制度理事会が別に定める当初証拠金所要額は、1974年以降時価の50% (T規則第12条、U規則第7条) とされている。

一方、空売りの際の証拠金所要額は証券によって異なるが、株式の場合、時価の150% (T規則第12条) である (空売りの証拠金所要率が高率であるが、これには空売り代金の預託が含まれており、別途50%の証拠金を必要とするだけで、実質的には購入の場合と差はない)。また、90日以内に当該空売り証券と交換もしくはそれに転換できる証券を保有している場合は、当該空売り証券の時価の100%となる。

しかしながら、これらの証拠金所要率も法律上の最低レベルを示したものであり、最低預託額については各取引所が T 規則第 1 条 (b) (2) に基づいて定めている。例えば、ニューヨーク証券取引所の場合は理事会規則第 431 条で 2, 000 ドル (5 日間のうちに 4 回以上デイトレーディングを行う投資家は 25, 000 ドル) と定めている。

ところで、一般投資家はマージン取引開始後も証拠金勘定において一定の証拠金率を維持しなければならず、この維持率を下回った場合には、証券会社は顧客に証拠金の追加預託を請求することができる。この維持率についてニューヨーク証券取引所においては、「購入」の場合は証券の時価の 25% 以上を、また、「空売り」の場合、イ. 1 株 5 ドル未満の株式については、現金で 1 株につき 2.5 ドルまたは時価の 100% のうちいずれか大きい額、ロ. 1 株 5 ドル以上の株式については、現金で 1 株につき 5 ドルまたは時価の 30% のうち、いずれか大きい額を維持することとなる。

(5) 証券会社の資金調達と株券調達

アメリカの証券取引法である The Securities Act of 1934 はその第 8 条 (a) 項ないし (d) 項において証券会社の資金調達について以下のような制限を設けた。

① 調達先

- ① 連邦準備制度の加盟銀行
- ② 連邦準備制度の非加盟銀行ではあるが、要求されている諸規定に従う旨の誓約書を同制度理事会に提出しているもの
- ③ 連邦準備制度理事会の定めた規則に従って行われることを条件とした証券会社相互間の資金調達、あるいは緊急必要時の資金調達

② 負債倍率

負債総額の純資産額 Net Capital に対する比率が 200% 以下

③ 顧客の証券の保管

- ① 混合保管の制限
- ② 質入れの制限

④ 顧客から預託を受けている証券の貸付書面による承諾が必要

なお、連邦準備制度理事会は規則 U において銀行が証券会社に対して株式担保で融資するときは同理事会が定める率によることを定めている。

以上、一連の資金調達面での制約には調達額自体を直接規制するものは含まれな

い。証券会社が顧客に対して供与する信用の源泉はこのほかに顧客からの預かり金、貸株に対する担保金、および自己資金がある。

わが国において証券会社が融資を受ける場合に借入先の制約はないが、証券金融会社からの借入れは限度額によって制限されている。この限度額はいわゆる極度額ではなく、限度額を超過しても増担保を差し入れることにより、さらに借増しが可能である。

アメリカの証券会社が空売りをする場合に顧客に貸し付ける証券は、イ．自己の所有する証券、ロ．顧客からの預かり証券で貸付の同意書を得ているもの、ハ．マージン勘定の担保証券、ニ．他の証券会社から借入れている証券会社、のいずれかである。

これに対して、わが国の証券会社が貸株をするのは、イ．自己の所有する証券、ロ．信用取引の自店内での食い合い、すなわち自店内で売りと買いとが対当する場合の買い方の担保株券、ハ．証券金融会社からの借株、ニ．ネット証券など他の証券会社から借入れる証券、となっている。

(6) 金利および品貸料

マージン取引の金利は一般金利水準とは遊離せず、その騰落とともに上下する。証券会社はその顧客から徴収する金利は証券会社の資金調達コストによってまちまちであり、通常コストに利鞘を加えた率を適用している。また、同一証券会社内での顧客についても、取引量、信用度などによって差をつけているのが普通である。先にも述べたように、金利は顧客が実際に証券会社から借入れることになるマージン勘定の借方残高に応じて徴収される。

わが国の信用取引金利は全国統一金利であり、取引所が定めることになっている。事実上、信用取引金利は証券会社が証券金融会社から融資を受ける場合の貸借取引融資金利の一定幅上に定められており、貸借取引金利は日本銀行の短期金融市場金利（旧公定歩合）にスライドして定められていたから、信用取引金利は短期金融市場金利の騰落に従って上下することになる。信用取引の場合はマージン取引の場合とは異なり、当初建玉した時の借入金額（買約定価格による借入総額）について決済日まで同じ基準で金利を徴収されている。

マージン取引の貸株品貸料（顧客の側からは品借料）はゼロであることが一般的

のである。この品貸料は担保として差し入れる売却代金の金利と相殺されて無料となることを意味する。つまり顧客は売付株券の借入料を支払わない代わりに差し入れている売却代金の金利を受け取らないことになり、これが flat と呼ばれる。しかし、株券の需給状況または金融情勢によって顧客は品借料を支払う場合 (at a premium)、逆に品借料は無料で担保金の金利を受け取る (at a rate) 場合もある。

信用取引における品貸料はマージン取引の at a rate の時に相当し、通常は担保金 (貸株代り金) に対して金利を支払っている。これが貸株代り金金利と呼ばれる。しかし、これは信用取引を行う証券会社の主たる資金源、株券調達源である証券金融会社の融資残高³⁴が貸株残高³⁵より多い場合に限られる。

ある銘柄について貸株残高が融資残高より多い状態になると、その時から売り方は逆日歩と称する品借料を徴収され、買い方は品貸料としてこれを受け取ることになる。この場合、上述の代り金日歩は従来通り、残高の状態に関係なく受払されることになっている。なお、逆日歩は貸株代り金金利より高率であることが一般的である。

(7) 貸株代り金金利

信用取引においては、売り方はその売付株券を借入れる担保として売却代金全額を差し入れることになっているが、この担保金 (代り金) に対して日歩が支払われている。この金利の本質は何か。マージン取引と比較しながら検討する。

利率は一般的に流動性の選好、あるいは貨幣に対する需要によって定まるとするのが通説であるが、積極的需要が伴わない現金の動きにも利子がついて回るのが資本主義社会の原則である³⁶。

貸株代り金金利の水準はさておき、売り方 (株券の借り手) に対して株券の貸し手が現金の反対給付を期待していないとしても、受け入れた現金に対して金利を支払うという制度上の根拠は上記のとおり、一般的な理論によるものであろう。

³⁴ ある銘柄の買い方の建玉残高のこと。

³⁵ ある銘柄の売り方の建玉残高のこと。

³⁶ 貨幣を安全資産として手元に保有しようとする欲望のこと。貨幣選好ともいわれる。所得を貨幣で保有しようとする欲求のことである。これを説く流動性選好説とは「利率が低いほど、流動性選好の傾向は強くなり、投機的需要は増加する」という学説のことで貨幣選好説ともいう。

J. M. ケインズによって提唱された貨幣需要に関する理論で、金融資産の一部を貨幣で保有しようとする人々の欲求 (流動性選好) と貨幣供給量によって利率が決まると唱えられている。

マージン取引において、この貸株代り金金利が多くの場合、ゼロであるというの
も、売り方から徴収すべき品貸料と相殺しているというだけのことで、この担保金
の動きには株券の品貸料相当の金利がついていると理解するのが妥当であろう。

次に、代り金金利の水準の問題である。資金の流れに金利がつくのは原則である
が、また資金の流動性に従ってその水準が上下するのも原則である。貸株代り金は
差し入れた人の自由意思によって、いつでも返却されねばならない性質のものであ
り、この点では当座性預金と同じような流動性を持つものと考えられる。

市場ではこの貸株代り金金利については融資金利と同水準であるべきだという考
え方がある³⁷。信用取引においては、売りは常に買いの残高の範囲内でなされるのが
通例であり、売りと買いとが対当している部分については清算取引での相互信用供
与の状態と変わりがない。したがって、売手と買手の相互の信用はお互いに交換さ
れたものであり、そうであるならば売手の借株料と買手の借入金金利（融資金利）
とは交換されてよいものであるという考え方に基づくものであると考えられる。

しかし、この主張には信用取引の本質の把握に混乱があると思われる。信用取引
における融資と貸株は互いに独立したものであり、そうであるからこそ融資金利は
外部の金利水準に左右されるものなのである。信用取引の融資金利が外部の金利水
準と同水準であることは資金吸収論議からも正しいものと判断せざるを得ない。

(8) 逆日歩と貸株料

貸借取引における貸株超過銘柄のその超過量に対する売り方の逆日歩料（品貸料）
をどう決めるかについても、不足株券の調達コストの総額を売り方全体で按分して
負担するのが妥当とする考え方と 1 株当たりの調達コストを借株料として売り方全
体はその売株数に応じてすべて負担すべきだとする考え方とがある。後者は信用取
引における逆日歩の現行制度を支えるものである³⁸。

不足株の調達コストを売手全体で負担するのが妥当とする前者の思想は、売手と

³⁷ 証券会社が証券金融会社から資金を借りる場合（信用買い）には証券会社が証券金融会社に金利を支払う。これを融資金利という。一方、証券会社が証券金融会社から株式を借りる場合（信用売り）には証券金融会社が証券会社に金利を支払う。これを貸株代り金金利という。証券金融会社においては担保として預かった株式の売却代金（貸株代り金）はそのまま買い方に融資するという仕組みになっていることから、実務者レベルではこうした意見が頻繁に聞かれる。

³⁸ ある銘柄が貸株超過となり逆日歩が発生した場合、売残高が買残高を上回ったため生じたものであるから、逆日歩は不足分についてのみではなく、全売り方から徴収し、全買い方に対して支払われる。また、全売り方とすることで、売り方の手仕舞いを促進し、貸株超過の速やかな解消を狙いとする。

買手とが対当する部分と売手の超過分すなわち株券の不足分とを完全に分離して把握し、不足分の調達いコール外部信用とし、これを内部信用の枠内で吸収していこうというものである。本来、内部信用に頼る対当分については株不足という状態は起こりえないから、この部分の品貸料は負担する必要がないという考え方である。

一方、1株当たりの調達コストを品貸料率として固定し、売り方全体が負担するのが妥当とする考え方は、売り方全体が外部信用によるものと考え、株不足の状態が生じたときは市場全般に株が不足している以上、売り方全体が信用を供与してくれている相手方に、全て品借料を支払うのが妥当であるとする。この相手方がたまたま買手に当たることもあるが、それはここでは問題としない。

しかし、この制度をマージン取引のメカニズムと対比して考えてみると、時間のズレ（Time lag）の概念の欠如に行き着く。すなわち株不足が起こった時点は、それまでの売り方が売建てした時点とはズレが生じているということである。マージン取引では、売り方の条件は売建てを行うときに定まるのであって、その後、変更されることは原則としてはありえない。株が著しく不足し、品借料を支払わねばならない状態で売建てを取って行おうとする売手だけが品借料を負担する必要があるのである。このような観点からすれば、新しい条件として出てきた不足株の調達コストを既存の売建玉の全てに付加する現行制度にも問題があるといえる。

(9) 貸借取引会員限度額

信用供与を利用して証券を購入しようとする場合の信用供与ルート进行分析してみると次のように区分できる。

信用供与を受けることによって、証券を買うことを欲する人はその購入代金を直接銀行などから借入れることができる。しかし、一般的には証券会社を通じての信用取引が利用される。証券会社で信用を供与することによって成立する信用取引では、それを利用する買手は買付株券を担保として提供することになっており、売手は株券の売却代金をそのまま担保として提供することになっている。

したがって、この売手の提供する代金は買手の買付代金に流用することが可能となる。換言すれば、証券会社は売手に貸すための売付株券を手持ちしていれば、その売却代金を自由に使用することができる訳である。つまり、買手に対する買付金の資金調達は不要となるのである。この売付株券を手持ちせず、証券金融会社から

貸借取引で借入れなければならない場合は、売手の売却代金はそのまま証券金融会社へ担保として提供する必要があるため、ここでは資金の流用は起こらない。

このように、証券会社の手元での同一銘柄の信用売りと信用買いは喰い合いと称され、資金の自己調達を示すものとなる。証券会社による信用取引のための資金調達は銀行借り入れ、コール・マネー取り入れによるが、貸借取引借入が主である。

ただし、貸借取引の借入れには、証券会社別に限度額が設けられている。貸借取引において証券金融会社は、いかなる証券会社から、いかなる銘柄について、融資もしくは貸株の借入申込を受けても応じる必要があり、原則として貸付を拒むことはできない仕組みになっている。この点は銀行が証券会社に対して融資する場合と根本的に相違する。したがって、原則的には証券会社は証券金融会社からは無制限に融資、貸株を受けることが可能であり、この歯止めの一つが会員枠である。

しかし、ここで改めて信用取引および貸借取引の制度の意味を振り返ってみる必要がある。円滑、公正な価格形成の確保を目的とした信用供与は、市場における売りと買いの量を絶対的に増加させることによって、価格の質を高めようとしたものであったはずである。量の増大によって質を高める、これが目的である以上、売買の量は多ければ多いほど良い訳である。したがって、この限りではその量を制限するという考え方の合理的な根拠は見当たらない。

次に、貸借取引資金の調達は、そのほとんどがコール市場を通じて日本銀行の信用創造に依存していることに問題がある。中央銀行によって創り出された信用が証券市場に流入するとき、それが証券市場の内部で吸収されてしまうか否かによって、その意味の重大性に大きな相違が出てくる。大部分が吸収されてしまえば効果の波及は阻止されようが、吸収されずに流出してしまうとなると、金融政策との関連が問題となるからである。後者の考え方からは貸借取引に限度を設ける理論的根拠が出てくるのである。

一方、貸借取引の枠を設けることによって、市場の価格形成をコントロールしようという考え方がある。しかし、これは第一に指摘した点と相容れないばかりでなく、信用供与の一部分のみを担う貸借取引に、その役割を果たさせることに大きな意味を見出すことはできないのである。マージン取引には貸付額そのものを制限するという思想はない。全て証拠金率の操作により市場のコントロールを行っており、この点、日本とアメリカにおける相違は大きいのである。

(10) 貸株（ストックレンディング）

信用取引による売手は証券会社から株券を借りることになるのであるが、証券会社は自己の所有する株券または自己融資（自己資金または銀行借入金による貸付）の担保株券を貸し付けるほかは外部から調達しなければならない。証券会社のこの株券の調達はおもっぱら証券金融会社から行われる。

マージン取引において売建てを行おうとする人が証券会社から株券を借りることになるのは信用取引と変わらないが、証券会社は自己の所有する株券またはマージン勘定の担保株券を使用し、その他は同業他社から借入れている。

以上、両取引所における貸株のための株券の調達ルートを比較すると、わが国においては証券金融会社が信用取引にかかる調達全般を受け持っているため、大量の株券が集中しており、証券会社の株券の調達源は専らここに存しているのに対し、アメリカでは個々の証券会社が相互に融通し合っていることから、両者間にはかなりの相違がある。

それではアメリカで貸株市場が発達し、わが国においてはそれが未成熟だと言われる理由はどこにあるのであろうか。

先述のとおり、アメリカにおける証券会社の貸株調達の態様は、相互融通が建前であって、貸株の調達のために機能する具体的なマーケットが存在するわけではない。すなわち株券の調達について、銘柄毎の貸借取引の付け合せを行っているような具体的な機構は全く存在しないのである。とすれば、わが国のように証券金融会社という貸株を専門に行う機関が存在する方がよほどマーケットとしての機能に近いものを果たしているのではないだろうか。したがって、貸株機構の比較のみを行えば、わが国の貸株市場がアメリカのそれよりも狭いということは誤っている。しかし、わが国の貸株市場がアメリカのそれに比べて未発達だという議論は、わが国においては、アメリカよりも売りにくい（＝売り方が不利である）ということの変形と受け取れば、それはまた別の面から検討する必要がある。従来の議論では、この両者が混同されていたきらいがある。

これまで述べたところから、信用取引の売り方は、実務上は証券会社を通じてではあるが、そのほとんどは証券金融会社から株券を借りることになるため、信用取引の売り方の条件は証券会社と証券金融会社との間の株券の貸借条件、すなわち貸借取引の貸株の条件に制約されることになる。

証券金融会社が融資の担保として受け入れた株券は全て貸し出すことができるが、一面、その量は融資の額と同量であるということが一つの限界を意味する。銘柄別にはその量は千差万別であり、特定銘柄を含むいわゆる仕手株はその量が多い。融資の担保株券に限定されるという意味での貸株量の制約をどう処理するかという問題が一つの大きな課題となり、逆日歩という現行制度が採用されているのである。すなわち証券金融会社がその融資担保株券の残高を超えて貸株を行うことになる場合には、その超過株数について、逆日歩と称する品貸料を定め、売り方から徴収しているのである。これは信用取引にもそのまま適用され、証券会社が証券金融会社へ支払うのと同じ料率で、信用取引の売り方は証券会社へこれを支払うことになっている、マージン取引では品貸料は融資の担保株券の量とは全く関係がない。この意味で融資と貸株、買いと売りは全く関連を持たず、お互いに独立しているということができる。貸株の条件はしたがって全く独立して定められ、その需給の状況によって上下するのである。これに反し、信用取引における逆日歩制度は「融資担保株券の量」にその基準を置いている限りで融資の量と不可分の関係にあり、換言すれば売り方は常に買い方にチェックされていることになる。貸株市場の問題を考えるとときにこの相関関係は無視できないものとなっている。

(11) 信用供与額の更新

貸借取引では融資残および貸株残が日々の市場終値によって更新、値洗いされており、前日との差額が日々受払されている。これを更新差金と呼ぶ。証券会社が融資の担保として差し入れている株券の市場価格が上昇すれば、証券金融会社は証券会社に更新差金を払い、貸付額の増加として処理している。

一方、担保時価低下による証券会社からの更新差金の受け入れは融資の一部返済として処理している。また、貸株に対しての代り金の増減では融資の場合とは逆になり、貸株されている株券の値上がりは貸株価値の上昇となり、証券会社はそれに見合った額だけ担保金を追加差し入れしなければならず、値下がりした場合はその返済を受けることになる。貸付債権を確保するため、貸付額を増減させるという金融形態は全くユニークな方法であり、他に例を見ない。しかしこの形態は、相手が数の上からも立地的な面からも、限定されている貸借取引においてこそ取り得る制度であって、不特定多数の一般顧客を対象とする信用取引の成し得る制度ではない。

信用取引とは直接結びつきのないこの更新差金制度が、実は証券市場の価格形成にかなり大きな影響力を持っているのである。それは担保価値の増減によって、流通過程そのものが必ずしも必要としない資金の流入、流出が起こるからである。

市況が上昇傾向にあるときに過去の建玉からその建玉の値上がりに伴って更新差金として資金が市場に流入し、逆に市場が下降過程にあるときに、過去の建玉の値下がりに伴い資金が市場から吸い上げられることになるからである。かくして更新差金は市況の激化要因として働く可能性を持つのである。

もっとも、更新差金が常にストレートに市場に影響するとするのは早計であり、飛躍もある。更新差金はまず証券会社の手元に入り、またそこから出るのであるから、市場の価格形成から遊離したところで、その資金が動けば影響はないはずであるからである。しかしその資金が直接価格形成の場になだれ込む危険性の方がはるかに大きく、この点にこの制度の問題点が潜んでいるのである。

債権確保の面から非常に合理的な制度であれば、その維持のためには問題点を解決する必要がある。その一つの方法が市況過熱時における更新差金の一部留保制度であり、停滞時における自動的融資制度である。

市況が過熱しており、必要以上の資金の市場への流入を防ぐことが必要な時には、更新差金は証券金融会社に留保され、逆に資金の吸い上げがより一層の市況圧迫につながるときはこの資金を弾力的かつ自動的に融資されることが望ましい。

(12) 取引期限

取引期限は、従来3ヵ月と6ヵ月であったが、現在は6ヵ月のみとなっている。信用取引の弁済期限は、反対売買によって決済を強制されるという意味での期限であり、したがって、事実上は決済のための手数料と新たに取引を始めるための手数料を支払い、それまでの勘定を清算しさえすれば、さらに継続することが可能な仕組みになっている。

なお、マージン取引に期限がない理由としては、総じて低金利国であるアメリカでは配当による利回りの方が借入金金利より高い場合が多く、長期間にわたり継続されることが多かったためである。

(13) 証券金融の規制

アメリカの株式市場は、1929年に過当投機を背景に株価大暴落の事態を招いた経験から、これを抑制する必要性が叫ばれるとともに投機資金の規制の必要性も強調されるようになった。投機資金規制の必要性が叫ばれた理由として、①過当投機による異常な株価の変動を回避すること、②投機資金を株式市場に不当に吸引しないことが挙げられるが、これは株式市場に投機資金が多量に流入したために生産企業に資金不足が生じ、国内生産の低下が懸念されたためである。この問題は後に、投機資金は株式市場に資金を拘束するか否かという「ブローカーズ・ローン論争」にまで発展していった。

このように、マージン取引を通じた過当投機の抑制を中心に整合的に証券金融を規制したものが1934年証券取引所法である。同法では第7条において「証券の購入、保有のための過度の信用利用を防止する」ため、マージン取引規制の権限を連邦準備制度理事会に与え、同理事会はこの権限に基づき、1934年にT規則（Regulation T）、1936年にU規則（Regulation U）をそれぞれ制定した。

T規則はマージン取引対象証券の購入に際して、証券会社が証拠金勘定を通じて顧客に信用供与する量を証拠金所要率の操作により規制しているが、U規則はT規則を補完するものとして制定され、銀行が行う有価証券の購入、保有を目的とする資金の貸付についての信用供与量をT規則と同様に規制している。

さらに、1968年にG規則（Regulation G－銀行、証券会社以外の者により供与される信用についての規制）、1971年にX規則（Regulation X－証券信用の借手に関する規制）が制定された。このように同理事会が証券担保金融について規制の強化を図ったことは、証拠金規制の重要性が増したためである。

その後、これらの諸規則は累次の改正、拡充の結果、あまりにも複雑、難解であったことから、これを単純化して明解で理解しやすいものとするため、1983年に全面改正された。また、1996年の証券市場改革法において1934年証券取引所法が改正されたことに伴い、1998年にT規則およびU規則がそれぞれ改正（G規則はU規則に統合）となった。この際、一定の基準を満たす証券会社の資金借入先は同法第8条(a)により連邦準備制度加盟銀行あるいはこれに準じる銀行等に限定されていたが、当該条項が1996年証券市場改革法(National Securities Markets Improvement Act of 1996)により廃止されたため、以後、証券会社の資金調達は容易になった。

(14) 空売り規制

アメリカの空売り規制については、1938年に証券取引委員会（SEC）が導入し、その内容は、イ．下落相場で直近価格よりも低い価格での空売りを禁じる価格規制、ロ．売り注文に際して「現物売り」（long）または「空売り」（short）の明示を行う表示義務、ハ．空売りを行おうとする顧客が空売り注文を証券会社に出した際に証券会社は顧客が期日に受渡が可能であるという確証を持っていなければならないとされる確認義務、などが付されたものであった。当時、規制実施については賛否意見が散見されたが、1963年にSECが議会に提出した『1962年5月の株価暴落に関する実態調査』において、空売りが相場の下落傾向に拍車をかけたことから同規制は支持され、その後、約70年間、改正はほとんど行われなかった。

こうしたなか、2004年の規制改正（Regulation SHO）では、特定銘柄にかかる空売りの価格規制が試験的に一年間停止されたほか、価格規制の適用除外となる取引にかかる売り注文については新たに「空売り規制適用除外」（short exempt）の表示区分が設けられるなどの見直しが行われ、上記の価格規制以外は規制の「強化」というより「整備」の方向で改正された。この背景として、借入証券の手当てがないまま空売りを行うネイキッド・ショートセールの急増に伴い、市場でのフェイル（決済不履行）が急増したことに対応すべきという判断があったものと推測される。

その後、2005年からアップティックルール撤廃への試行を開始し、市場への悪影響は見られないとの結論から2007年6月に撤廃を決定する一方で、同年10月には約定後に受渡できなかった銘柄や取引高などの情報開示の徹底を証券会社に義務づけるという措置を行った。しかしながら、2008年7月、SECはサブプライム問題を端とする世界金融不安を沈静化させるために、一部銘柄について現物株式を手当てせず売り切る手法を禁じる措置を取った。その後、一部銘柄に対する空売りの禁止措置は解除になったものの、2008年10月からはネイキッド・ショートセリングに対する緊急措置を実質延長することを決定した。

今回の暫定的な特定金融株への空売り規制措置期間の終了後、SECはForm SHを2009年8月1日まで延長させ、さらに機関投資家に対する空売りの報告要求やフェイルを起こした場合の新たな空売りおよびその受託の原則禁止などいわゆる空売りのフェイル防止を念頭に置いたアンチ・フラウド・ルール（10b-21）の新規設定を行った。

第6章 信用取引導入に伴う証券市場への影響（実証分析）

ここまで論じてきたように、信用取引は資金や株券を直接調達する手段を持たない投資家、特に個人投資家にとってはタイミングを逃さない投資やレバレッジを効かせる投資が可能となり、さらに信用売りを利用することによりショート・ポジションを持つことが可能となるため、投資家にとっては非常に有効で効率的な投資ツールとされており、リスクヘッジ手段としても認識されている。

一般的な個人投資家の伝統的な投資手法として、「将来の株価上昇予想に基づく割安な株式の買付け」、「将来の株価下落予想に基づく割高な株式の売付け」、「保有株式の株価下落による損失回避を目的としたヘッジ売り」が挙げられる。このほかにもセミプロ投資家による「サヤ取り³⁹」「期日向かいの信用買い⁴⁰」「つなぎ売り⁴¹」などがあるが、最近では、インターネット投資家を中心に、信用取引と現物株の売買を組み合わせた「売買手数料節約取引⁴²」「統合比率裁定取引⁴³」「株主優待取り⁴⁴」といった投資手法⁴⁵も数多く生み出されている。

2015年9月第4週の日本株式の売買代金に占める個人投資家の比率は約21%と低水準⁴⁶となるなか、信用取引はこのうちの約65%を占めている。言い換えれば、日本株全体の売買代金に占める個人投資家の信用取引比率は約14%と高水準を保っており、相場動向に左右されることなく、一定の残高は確保している。こうしたことから、取引手法として一定の市民権を得ているといえるのではないだろうか。

また、多くのインターネット専門証券会社は低い委託売買手数料で顧客を獲得する一方で、信用取引の利用を促進し、金融収益で利益を上げるビジネスモデルを確立している。このように、信用取引は市場において様々なプラスの効用が認められている。

この一方で、時にその存在が市場の攪乱要因として受け止められることがある。特に信用売り（空売り）については、意図的な株価下落を引き起こす売買行為であると見る傾向が残っている。

³⁹ 株価が連動する2銘柄の価格差を利用し、割高銘柄は信用買い、割安は信用売りを同時に行うこと。

⁴⁰ 6ヵ月期日が明ける直前で信用買い、期日が明けて相場が好転するタイミングで信用売りすること。

⁴¹ 転換社債の転換請求中など実際に株が売れるまでの間の価格変動リスクを回避するために売ること。

⁴² いわゆる「現引き（信用買いの購入資金を借り、購入資金を返済、現物引き取り）」を行い、信用買いと現物株買いの時の売買手数料の差を取得すること。

⁴³ 企業がM&A（合併、買収）発表後、株価が株式交換比率に近づくのを利用して信用売りすること。

⁴⁴ 優待の権利が確定する日に同じ価格で現物買いと信用売りを同時に行って、翌営業日に手持ちの株を信用売りで借りていた株の返済に充当すること。優待の権利は取得、価格変動リスクは回避可能。

⁴⁵ 日経ヴェリタス2012.11.4

⁴⁶ 2003年3月第4週の16.9%が最近10年間の最低比率。

そこで本章では、貸借銘柄に選定された銘柄の選定前後の各種データを分析することにより、信用取引が売買高および株価変動にどのような効果を及ぼすのかを考察し、貸借銘柄への選定すなわち信用売りが可能となったことが、信用取引に期待されている役割である流動性の向上および円滑、公正な価格形成にどの程度貢献、寄与しているかについて検証する。

検証では、2005年から2010年の間に選定された貸借銘柄を対象に、選定前後における当該銘柄の相対売買高および株価変動率の変化（ヒストリカル・ボラティリティ：HV）について比較し、貸借銘柄への選定が当該銘柄の流動性およびボラティリティに与える影響について分析を行う。この分析により、信用取引導入が証券市場の活性化に何らかの効果や影響があったか否かを検証することを通じ、市場における制度導入の効果を明らかにするものである。

ここで貸借銘柄に限定したのは、信用取引は金商法において「証券会社が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引」（第49条1項）と規定されている。この規定によると、信用取引を利用できる銘柄は全ての有価証券となりうると解釈できるが、実際には取引所により信用取引銘柄に選定された銘柄および日本証券業協会により、信用取引銘柄に選定された銘柄に限定されている。

しかし、信用取引銘柄全てに対して信用取引が可能であるとはいっても、現実には利用のほとんどが貸借銘柄となっており、しかも信用取引を使った売り（空売り）注文に限るとそれらは貸借銘柄に限定されている。これは、わが国に貸株市場が整備されていないことや、非貸借信用取引銘柄では証券金融会社から株券を借りることが非常に困難だからである。

なお、外島 [1999] は、東証市場における貸借銘柄および信用銘柄に選定後、多くの銘柄で売買高や売買回転率などの流動性は向上し、株価変動は小さくなることが明らかになり、信用取引は市場の活性化に大きく貢献している、との見解を示している。

第1節 流動性向上（売買高増加）の検証

(1) 検証方法

検証対象銘柄は、2005年から2010年の間に東証市場において選定された貸借銘柄とする（表2）。

表2 2005年から2010年までの新規貸借銘柄数および検証対象銘柄数

選定年	新規貸借銘柄数	検証対象銘柄数	比率
	銘柄	銘柄	%
2005(H17)	74	51	68.9
2006(H18)	67	46	68.7
2007(H19)	47	13	27.7
2008(H20)	28	8	28.6
2009(H21)	16	12	75.0
2010(H22)	28	14	50.0

(出所) 東京証券取引所「統計資料」より筆者作成。

信用取引は取引所取引としてみれば普通取引であるため、信用取引が可能になるとまず、売買高の増加が期待される。そこで、最初に売買高の分析を行うことにより、期待通りの効果が発揮されているかどうかを検討する。

上記銘柄を対象に、選定月(M±0)の前月から3ヵ月分(M-1月~M-3月)の相対売買高と選定月翌月から3ヵ月分(M+1月~M+3月)の相対売買高を比較する。選定月を0月として対象期間から除外したのは、この間の貸借銘柄選定日は必ずしもその月の最初の営業日ではないため、選定月に選定日前と選定日後のデータが混ざってしまうことを避けるためである。

また、各銘柄の相対売買高は、以下式により算出するものである。

(相対売買高=選定対象銘柄の対象期間の売買高/同期間の東証市場売買高×100)

これは、貸借銘柄の選定前後の売買高を用い、市場全体の売買高に占める選定銘柄の相対売買高を比較し、その増減を検討する。具体的には対象期間中の選定銘柄売買高合計を同期間中の市場売買高で割ることによって求める(売買高は片道ベース)。市場売買高は、貸借銘柄に関しては、1992年以降は市場第2部銘柄も選定されるようになったため、東証1,2部合計の売買高を利用し、ETF, REIT, 外国株式, 管理銘柄などの売買高は除外した。

このほか、他市場における既貸借銘柄を対象外とした。これは、他の取引所で貸借銘柄に選定されている場合、既に信用取引は可能であり、その銘柄の選定効果は新規選定銘柄より小さいと考えられるためである。

(2) 検証結果

これらの結果は表 3 のとおりである。各年の貸借銘柄全体の選定前後の相対売買高差をみると、変化がなかった 2009 年を除き、全ての年で選定後の相対売買高は増加となった。また、個別銘柄毎に見ても、9 割弱の銘柄で相対売買高が増加していることから、貸借銘柄に選定され信用取引が可能になることにより流動性が増すという効果は十分にあったといえる。

なお、2009 年は、株価がバブル崩壊後の最安値を更新するなど株式相場が極めて不安定な状況であったことから貸借銘柄選定による流動性向上効果が表れにくかったものと考えられる。

外島 [1999] の先行研究では、1990 年から 1995 年までの 6 年間に於いて選定銘柄の売買回転率（＝期間売買高／期間平均上場株式数）を算出したところ、4 割近い銘柄の回転率が増加していたことから、貸借銘柄選定が売買高増加に対して一定の効果があったものとしている。

表 3 貸借銘柄選定前後の相対売買高および増加銘柄数の推移

選定年	銘柄数	相対売買高			増加銘柄数	
		選定前(A)	選定後(B)	差(B-A)		構成比
2005(H17)	51	0.485	0.550	0.065	33	64.7
2006(H18)	46	0.159	0.164	0.005	26	56.5
2007(H19)	13	0.041	0.053	0.012	7	53.8
2008(H20)	8	0.076	0.120	0.044	4	50.0
2009(H21)	12	0.017	0.017	0.000	7	58.3
2010(H22)	14	0.110	0.136	0.025	12	85.7

(出所) 日本証券金融「貸借取引関係主要指標」より筆者作成。

第 2 節 円滑、公正な価格形成（ボラティリティ低減）の検証

(1) 検証方法

対象は表 1 の対象銘柄とし、当該銘柄選定日の前後 60 営業日間（選定日は除く）の株価の日次変化率（ $= \ln< \text{当日終値} / \text{前日終値} >$ ）を算出し、その標準偏差（HV）を求め、同様に同期間の TOPIX についても日次変化率の標準偏差を求める。

各銘柄の標準偏差の平均および同期間の TOPIX の標準偏差の平均を求め、各銘柄

の平均標準偏差が選定前後でどのように変化したか、また TOPIX の平均標準偏差の変化と比較してどうであったかを検証する。

なお、変化率の計算に当たって採用した株価は、原則として当該日の最終売買価格を用い、取引が行われなかった場合の株価は「変化なし」とした。

表 4 貸借銘柄選定前後の個別銘柄および TOPIX の HV 比較

選定年	銘柄数	個別銘柄のHV平均			減少銘柄数		同期間のTOPIXのHV平均		
		選定前①	選定後②	差(②-①)		構成比	選定前③	選定後④	差(④-③)
2005(H17)	51	2.57	2.70	0.13	18	35.20	0.81	1.10	0.29
2006(H18)	46	2.67	2.84	0.17	20	43.40	1.13	0.95	▲ 0.18
2007(H19)	13	2.20	2.47	0.27	5	38.40	1.38	1.71	0.33
2008(H20)	8	4.61	5.00	0.39	4	50.00	1.88	2.28	0.40
2009(H21)	12	2.29	2.07	▲ 0.22	7	58.30	1.43	1.26	▲ 0.17
2010(H22)	14	2.31	2.28	▲ 0.03	6	42.80	1.09	1.13	0.04

(出所) 日本証券金融「貸借取引関係主要指標」より筆者作成。

(2) 検証結果

表 4 より、貸借銘柄の HV は 2005 年、2007 年および 2008 年においていずれも選定後に上昇していたものの、TOPIX の HV に比べ、上昇率は低かった。2009 年および 2010 年においては、個別銘柄の HV 平均は選定後に低下する一方、TOPIX の HV 平均については 2009 年が選定後に低下、2010 年も選定前後で大きな変動は見られなかったことから、貸借銘柄に選定されることにより株価変動率の低減効果があったといえる。

以上より、2005 年および 2007 年から 2010 年については、貸借銘柄に選定されることにより、株価変動が低減される効果があったといえる。

一方、2006 年については、貸借銘柄の HV が選定後に上昇したのに対して、TOPIX の HV は低下する結果となった。2006 年に選定となった貸借銘柄のほとんどは中小型株であったが、同年 1 月のライブドアショックを契機にそれまでの上げ過ぎた相場の反動から中小型株が大きく下落する一方で、主力大型株については景気回復期待から比較的堅調に推移したことなどが影響しているものと考えられる。

外島 [1999] の先行研究では、1990 年から 1995 年までの 6 年間において、貸借銘柄選定前後の任意の期間の日々の株価変化率を求め、標準偏差を算出したところ、

約 6 割の銘柄で標準偏差が低下しており，一定の割合で株価変動を抑制する効果があったとしている。

第7章 信用取引を巡る諸問題

第1節 空売り規制

空売りによる売り崩しが、株式市場における金融機関などの株価の急激な下落要因であるとして、1998年6月に成立した金融システム改革法により強化された空売り規制が、その後、数回の延長を経て現時点でも継続されている⁴⁷。

(1) 空売りの定義

近年、金融危機の拡大を招いた原因や企業の株式発行を伴う資金調達を妨げる原因として空売りが注目され、これに伴い、空売り規制も国際的に大きな話題となっている。

本来、信用取引の売りは投資者が証券会社から株券を借りたうえでその証券会社を通じて市場で売却するという行為を指す。一方、空売りは投資者が株券を借りたうえで売却する行為「全般」を指し、この場合、信用取引を利用して売却する方法だけではなく、信用取引を利用せず、例えば投資者が株券を株主から借りてきて売却するといった方法も含まれ、空売りは信用取引の売りを包含する、より大きな概念とされている。

この信用取引による新規の売付けを含む空売りを取引所で行う場合においては、その売り付けることができる価格についての規制があり、この規制は法令（金商法施行令第26条の4）によって定められている。証券会社は空売りの執行について厳格な自己管理が求められているうえ、金融庁の監視も非常に厳しくなっている。

(2) 空売り規制の概要

空売りとは、株式を証券会社や貸株市場より借り入れて株を売却し、定まった期間内に借り入れた株式を市場などから買い入れて返却する投資手法のことである。株式を借り入れて市場で売却した時の株価より、買い入れるときの株価が低ければ、その差額が儲けとなる。いわば株価が下落すればするほど、空売りを行う投資家が儲かる仕組みとなっている。

⁴⁷ 2012年10月24日、金融庁は「空売り規制、自己株式取得にかかる時限措置の延長について」を発表し、当該措置について2013年4月30日まで延長する方針を明らかにした。

上記のとおり、1951年に信用取引が導入されて以降、多くの投資家が空売りを行うようになった。空売りは制度信用取引と一般信用取引に分けることができる。信用取引は空売りの逆の空買いも行うことができる。

これらの空売りには、将来下落すると考える投資家の意見が市場に反映され、市場株価を調整する機能を有していると言われるが、時として市場株価を不安定にしている指摘されることもある。

このため、アメリカや欧州等先進国において空売りを制限する規制が存在する。わが国では1998年に空売り規制が導入され、2001年以降、株価下落が続いたため、2002年7月に空売り規制が強化された。空売り規制には明示義務、価格制限（アップティックルール）、貸株料の義務化などがある。

ここで明示義務とは、投資家、特に機関投資家が空売りを行う際にその空売りが現物売りであるか、それとも空売りであるかを明示することを要求することで、自らの投資行動が表面化することになる。

また、アップティックルールとは、直近の株価と同額では空売りを行うことができず、直近の株価以下で空売りしなければならない規制である。これは空売りを行う投資家に対して、現在の株価とその後の株価を考慮したうえで指値注文をする必要があり、成行注文による取引を実質不可能にしている。このため激しく値動きする銘柄ではその都度指値を変える必要があり、空売りが極めて難しくなるとされる。

アメリカでは日本より60年ほど早い1938年に、アメリカ証券取引委員会（以下、SECという。）によって空売り規制が導入され、その内容は前述したアップティックルールや明示確認義務であった。

その後、相次ぐ規制強化を受けて空売り規制が株式取引の流動性を損なっているとの批判が高まり、2004年に規制改正が行われた。この規制改正では、当時急増していた借入証券の手当てがないまま行われるネイキッド・ショートセリングの債務不履行を抑止することを目的とした規制が新たに加えられた。

一方、アップティックルールのような価格制限においては規制緩和の流れが強まり、最終的に2007年6月には撤廃された。

しかしながら、2008年7月にはサブプライム問題の顕在化により、規制緩和の流れは一変した。SECは株価急落に歯止めをかけるために、金融株など特定銘柄に対し

てネイキッド・ショートセリングを禁止した⁴⁸。さらに、機関投資家に対する空売り報告要求や債務不履行を起こした場合に、新たな空売りや空売りの受託を禁止するアンチフラウドルールが導入された。

なお、空売り規制を巡っては、2011年12月から規則レギュレーションMをモデルにした規制がわが国においても導入されている⁴⁹。また、国際的にも、EUにおいてネイキッド・ショートセリングの実質禁止や空売りポジションの透明性強化などを盛り込んだ新しいレギュレーションが2012年11月から施行された。

(3) 先行研究

一般的に空売りは、情報優位な投資家が自らの情報を元取引を行えば、市場はより効率的になる一方、思惑的に株価下落を助長するように用いられれば、市場はより非効率となるといわれる。

志馬 [2005] は、2002年に導入された株式の空売り規制が取引の流動性に与えた結果について実証分析を行った結果、日経平均株価の構成銘柄の流動性と規制に関する当局の発表情報に相関は見られなかった、すなわち空売り規制は市場流動性にほとんど影響を及ぼさなかったとしている。

さらにLouis Gagnon and Jonathan Witmer [2009]によれば、アメリカとカナダの証券市場における上場銘柄について株価騰落分析を行った結果、株価に大きな影響を及ぼすようなニュースがない日でさえ、空売りが株価下落へ過剰な圧力を加えていることが判明したと指摘する。

一方で、Anchada Charoenrook and Hazem Daouk [2005] は、空売り規制が個別銘柄の日中ボラティリティおよび流動性に及ぼす影響について検証した結果、個別銘柄の価格変動は小さくなり、市場流動性も半数以上の銘柄で低下したと述べている。

また、Beber and Pagano [2011] は、国際的な観点から検証を行った結果、特に小型株や高ボラティリティ株にこの傾向が強く、空売り規制はマーケットの質を低下させていると結論付けている。

さらに、Kolasinkksi, Reed and Thornock [2010] は、2008年7月のアメリカにおける空売りに関する緊急命令による市場への市況を分析したところ、この規制強

⁴⁸ その後の金融安定化法成立に伴い、この規制は解除となった。

⁴⁹ 株式等の募集、売出しの公表後、価格決定までの間に空売りを行った場合には、原則、その募集等に応じて取得した株式等によって空売りの決済を行ってはならないというもの。

化が市場の品質および流動性を著しく低下させたと指摘しており、同様の分析結果が他の研究においても散見される。また、空売り禁止は市場の価格発見機能を遅延、低下させており、株価支援（株価下落の防止）という意味では失敗に終わっているとも述べている。

第2節 貸株取引（ストックレンディング・マーケット）の拡大

(1) 貸株市場の成立

1997年6月、証券取引審議会⁵⁰はわが国の信用取引の枠組みに納まらない貸株ニーズに対応するため、『証券市場の総合的政策－豊かで多様な21世紀の実現のために－』を公表し、ここで証券市場の整備の一環として「貸株市場の整備⁵¹」を提言した。

この提言を受けて日本証券業協会は、貸株取引の実務的な取扱いとして「株券などの貸借取引の取扱いに関する規則⁵²」を定めたことから、従来の個人取引を中心とする信用取引に加え、証券会社間において貸株取引が本格的に実施された。

(2) 貸株市場の規模と現状

わが国における貸株市場の市場規模について、2002年より日本証券業協会がその取引残高を週末ベースで公表している。2012年9月末の同協会の公表資料⁵³によれば、上場銘柄に関しては貸付残高3兆6,610億円、借入残高3兆5,428億円となっている⁵⁴。海外の貸株市場に目を向けると、2011年12月末の全米証券業協会統計資料によれば、貸出実行額ベースで約1兆9,000億ドル（約140兆円）となっている。

⁵⁰ 大蔵大臣の諮問機関。

⁵¹ 1997年6月に公表された証券取引審議会総合部会報告書において、貸株市場の整備の必要性が提言されたことを受け、1998年2月、東京証券取引および本協会に設置された合同研究会（貸株市場整備に向けた研究会）が取りまとめた報告書（貸株市場の整備について）に基づき、証券市場の多様なニーズに対応して市場機能を効率的に発揮していくため、本規則を制定した。この目的および趣旨は、会員が行う株券等の貸借取引に関し、株券等貸借取引契約の締結、取引の方法等について必要な事項を定め、株券等貸借取引を公正かつ円滑にし、資本市場の健全な発展に資することであった。

⁵² 1998年制定。

⁵³ 日本証券業協会が公表する「株式貸借取引残高（週末）2012年9月30日報告分（金額）」より。なお、当該データは信用取引を伴わない株券貸借取引（相対取引）で、証券会社による日本法を準拠した貸借契約により行われた取引の週次データである。

⁵⁴ この日本証券業協会の株式貸借取引残高（週末）については、証券会社間における貸借取引の繰り返しによるダブルカウントにより、実態のポジション異常に数値上の残高が膨らんでいる可能性があるとの指摘（宇野淳ほか『日本株レンディング市場の実証分析』（日本証券アナリスト協会、2009年10月号、pp. 24））がある。

一方、当該データは海外ブック（海外エンティティの貸し手、借り手との国内株券を対象とした貸借取引分）での貸借取引が含まれておらず、また、集計対象が証券会社のみであり、信託銀行などのストリートサイド以外の数字が含まれておらず、貸株市場の市場規模の全容捕獲は困難である。

また、貸株の調査会社データエクスプローラー社⁵⁵によれば、アメリカにおける2011年3月末の貸株可能額は約7兆ドル（約600兆円）、貸付実行額は約1兆4,000億ドル（約110兆円）、Stock Lending Programs と呼ばれる契約は2万件以上、日中取引は約9百万件に達している。

欧州においては、貸株可能額は約3兆8,000億ドル、貸付実行額は約1兆1,000億ドルに達しており、1986年のビッグ・バン以降、貸株取引は特にロンドンで急拡大し、自国株式以外の貸株取引（クロスボーダー取引）も1990年代に始まっている。日本株は日系企業による転換社債やワラント債の起債増に伴い、同時期以降、ニーズは増大した。このアメリカ、欧州の貸株市場の規模は、その絶対額のみならず、日本とアメリカ、欧州の証券市場時価総額に占める割合の比較からしても非常に大きな差があるといえよう。

これを反対から見ると、日本の貸株市場規模がアメリカや欧州など先進国の証券市場の規模からみれば絶対額でも相対的にも小さい。この規模格差の要因としては、表面的には日本におけるStock Lending Programs すなわちシステムの統一的なプラットフォームが未整備であることが考えられるが、その根底には日本の貸株市場においては実務的な統一性を持つ契約フォームの確立を含めた法制面での整備が十分ではないことが挙げられる。

特に貸株取引における実務では、配当の二重課税の整備方法に端的に表れる課税の取扱いの不明瞭さもわが国において貸株市場が拡大しない要因、すなわち市場参加者の少なさ、貸付規模の絶対額そして証券市場全体の規模からみた相対的な少なさに表れているのではないだろうか。

⁵⁵ 同社はストックレンディング仲介業者およびマーケット専門調査を主要業務とする。

第8章 まとめと今後の課題

第1節 本研究で明らかになったこと

本論文では、わが国証券市場独自の取引形態である信用取引および貸借取引が、これまでどのような位置づけにあり、どのようにその役割を果たしてきたかについて、歴史的経緯とともに整理した。

もともと信用取引というのは、いったいどんな経済的機能を持っているのであろうか。通常、信用取引を問題にするとき、第1にそれをわが国に投機取引制度として取扱うことが多い。この場合、投機の価格形成機能や効果はどうか、という議論が中心になる。これに対して、もう1つの角度は信用取引が持つ金融機能に注目して証券金融制度として取扱うことがある。この場合は、信用取引を通じて金融市場から株式市場へたいして行なわれる資金供給が市場にどんなに効果を与えているか、ということが問題になる。

このなかで、信用取引は資金や株券を直接調達する手段を持たない投資家にとってレバレッジを効かせることができ、信用売りを利用することにより誰でもショート・ポジションを持つことが可能となるため、投資家、特に個人投資家にとって有力なヘッジ手段として機能していることが明らかになった⁵⁶。

さらに、貸借銘柄に新規選定された銘柄について、選定前後のマーケットデータを分析し、信用売りが可能となったことが信用取引に期待されている「流動性の向上（売買高の増加）」および「円滑、公正な価格形成（ボラティリティの低減）」にどの程度、貢献しているのかについて検証を行った。

分析結果からは、貸借銘柄への選定すなわち信用売りが可能となったことにより、9割弱の銘柄の相対売買高は増加し、流動性の向上に一定の効果を発揮していることが明らかになった。また、貸借銘柄のHVについても概ね低下を示しており、貸借銘柄に選定されることにより、一定の割合で株価変動を抑制する効果があったことも確認できた。

このように、信用取引の利用を通じ、潜在的需給すなわち仮需給を証券市場に取り込むことにより、市場に参加する需給の量の拡大と価格形成に反映する投資判断の多様化が図られることになり、結果として、証券市場の流動性の向上と円滑、公正な価格形成に大きく寄与しているということが明確になった。

⁵⁶ 上野 [2009. 11] の先行研究では「現物取引は多くの収益を期待できるが、信用取引を現物取引に併用すれば収益は減少するものの、リスク削減は可能である」としている。

特に信用取引以外に空売りをを行う手段がとれない個人投資家が中心となっている市場に対し、貸借取引を導入したことの意義は小さくなく、分析結果からも流動性の向上といった効果が発揮されていることから、制度導入に際しての当初の目的はほぼ達せられていると評価できるであろう。さらに金商法においても、同法上の有価証券であれば全て信用供与、すなわち信用取引ができる仕組みとなっており、信用取引は証券市場において極めて重要な役割が期待されている。

この反面、手持ち資金以上に大きな取引が可能であることから過当投機に利用される可能性も多分にはらんでおり、したがって、取引所と証券金融会社は信用取引の期待される役割を發揮させるという観点から信用取引の利用状況を常に注視し、時には規制措置を実施するなど過当投機という弊害を最大限排除するべく、一体となって市場管理、運営を行うことで安定的な市場形成を目指している。

第2節 今後の課題

金融取引が高度化、普遍化するなか、投資家が増えれば増えるほど多種多様で複雑な金融商品が開発されることは時代の流れ、社会の要請でもあるが、こうしたなか公共財としての証券、金融市場を誰にとっても使い易い、分かり易いものに整備しておく必要がある。

金融市場は常に透明性が高く、公正で信頼のおけるものに維持する義務がある。具体的には市場参加者が判断材料とする情報の質のレベルを高く維持しなければならない。また市場参加者にとって公正なルールを作り、社会の要請の変化があればそれに合せて適切に修正しなくてはならない。金融機関自らがこうしたルールを尊重することはもちろんのこと、市場参加者に対してもルールの徹底と遵守を啓蒙することが必要である。ここまで見てきたように信用取引は証券市場全体を活性化させるだけでなく、多種多様な投資判断を持つ個人投資家の市場参加を促すことを狙いとしている。

こうした信用取引の導入に伴うマーケットに対する信用供与の拡大が、近年の地位低下が著しいわが国の証券市場における流動性の向上すなわち市場における円滑な売買取引の活性化⁵⁷、ひいては証券市場の本来の目的である公正なる価格につながることで証券市場の質の向上に寄与することが望まれるのである。

⁵⁷ 2013年1月4日より、信用取引の保証金制度が大幅に緩和され、同じ保証金（担保）を使って同一日に何度でも取引ができるようになる。

(参 考)



信用取引口座設定約諾書

私は、信用取引の特徴および仕組み等に関し、貴社から受けた説明の内容を十分把握し、私の判断と責任において信用取引を行います。つきましては、貴社に信用取引口座を設定するに際し、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。以下「法」という。）その他の法令、信用取引に係る売買を執行する取引所金融商品市場を開設する金融商品取引所（以下「当該取引所」という。）の受託契約準則、定款、業務規程、その他諸規則および決定事項並びに慣行中、信用取引の条件に関連する条項に従うとともに、次の各条に掲げる事項を承諾し、これを証するため、この約諾書を差し入れます。なお、本約諾書における用語の意義は、当該取引所の諸規則において定めるところに従います。

（信用取引口座による処理）

第1条 私が今後貴社との間に行う信用取引において、借り入れる金銭、買付有価証券、借り入れる有価証券、売付代金、委託保証金、売買の決済による損益金、金利、その他授受する金銭はすべてこの信用取引口座で処理すること。

（委託保証金の代用有価証券の範囲）

第2条 委託保証金の差入れを有価証券をもって代用する場合には、貴社は貴社が応じられる範囲において有価証券を受け入れることに異議のないこと。

（委託保証金の取扱い）

第3条 私がこの信用取引口座を通じて貴社に差し入れた委託保証金は、法令に従い貴社の財産とは分別して保管されること。

2 前項の規定にかかわらず、私が委託保証金として貴社に預託した代用有価証券は、私が別に書面により同意をした場合には、貴社が他に担保に供し又は貸し付けることができること。

3 前項の場合において、貴社は、他に担保に供し又は貸し付けた有価証券に相当する額の金銭又は有価証券を、法令に従い貴社の財産とは分別して保管すること。

（買付有価証券および売付代金の取扱い）

第4条 私がこの信用取引口座を通じて買い付けた有価証券および有価証券を売り付けた

場合の代金は、貴社が任意にこれを他に貸し付け、担保に供し、他の顧客の信用取引のため使用し又はその有価証券に基づく権利を貴社が行使することに異議のないこと。

(弁済条件の変更)

第5条 当該取引所が、天災地変、経済事情の激変、上場廃止その他やむを得ない理由に基づいて、信用取引に係る弁済条件の変更を行った場合には、その措置に従うこと。

(貸出規程による制約)

第6条 私が制度信用取引を行っている場合において、当該取引所が指定する証券金融株式会社（以下「証金」という。）が貸借取引貸出規程（以下「貸出規程」という。）に基づいて次の措置、制約を行ったときは、私の制度信用取引につきそれと同様の措置、制約を行うこと。

(1) 証金の行う貸借取引に係る特定の銘柄の貸株残高株数等が、融資残高株数等を超過し、その不足株数等の調達が不可能又は著しく困難となった場合において、証金が貸出規程に基づいて融資の返済を申し込むことを延期させる措置

(2) 天災地変、戦争動乱、経済事情の激変、当該取引所における売買の停止又は制限、品不足、その他やむを得ない事由により一部又は全部の銘柄について貸借取引の決済が不可能又は著しく困難となるおそれがあると認められる場合において、証金が貸出規程に基づいて別にその方法・条件を定めて決済を行わせる措置

(3) その他証金の貸出規程のうち、制度信用取引の条件に関連する制約

(買付有価証券等につき剰余金の配当又は株式分割による株式を受ける権利の付与等が行われた場合の処理)

第7条 私が制度信用取引に関し、貴社に預入した買付有価証券又は貴社から借り入れた有価証券につき、剰余金の配当又は株式分割による株式を受ける権利の付与等が行われた場合における当該権利の処理については、当該取引所の定める方法により処理されること。

(期限の利益の喪失)

第8条 私について次の各号の事由のいずれかが生じた場合には、貴社から通知、催告等がなくても貴社に対する信用取引に係る債務について当然期限の利益を失い、ただちに債務を弁済すること。

(1) 支払いの停止又は破産手続開始、再生手続開始、会社更生手続開始若しくは特別清算開始の申立てがあったとき。

(2) 手形交換所又は電子記録債権法（平成19年法律第102号）第2条第2項に規定す

る電子債権記録機関の取引停止処分を受けたとき。

(3) 私の貴社に対する信用取引に係る債権又はその他一切の債権のいずれかについて仮差押、保全差押又は差押の命令、通知が發送されたとき。

(4) 私の貴社に対する信用取引に係る債務について差し入れている担保の目的物について差押又は競売手続の開始があったとき。

(5) 外国の法令に基づく前各号のいずれかに相当又は類する事由に該当したとき。

(6) 住所変更の届出を怠るなど私の責めに帰すべき事由によって、貴社に私の住所が不明となったとき。

2 次の各号の事由のいずれかが生じた場合には、貴社の請求によって貴社に対する信用取引に係る債務の期限の利益を失い、ただちに債務を弁済すること。

(1) 私の貴社に対する信用取引に係る債務又はその他一切の債務のいずれかについて一部でも履行を遅滞したとき。

(2) 私の貴社に対する債務（信用取引に係る債務を除く。）について差し入れている担保の目的物について差押又は競売手続の開始（外国の法令に基づくこれらのいずれかに相当又は類する事由に該当した場合を含む。）があったとき。

(3) 私が貴社との本約諾又はその他一切の取引約定のいずれかに違反したとき。

(4) 前3号のほか債権保全を必要とする相当の事由が生じたとき。

（期限の利益を喪失した場合における信用取引の処理）

第9条 私が前条第1項各号のいずれかに該当したときは、私が貴社に設定した信用取引口座を通じて処理されるすべての信用取引につき、これを決済するために必要な売付契約又は買付契約を、私の計算において貴社が任意に締結することに異議のないこと。

2 私が前条第2項第1号に掲げる債務のうち、信用取引に係る債務について一部でも履行を遅滞したときは、当該取引所の規則により、当該遅滞に係る信用取引を決済するために必要な売付契約又は買付契約を、私の計算において貴社が任意に締結することに異議のないこと。

3 私が前条第2項各号のいずれかに該当したときは、貴社の請求により、貴社の指定する日時までに、私が貴社に設定した信用取引口座を通じて処理されるすべての信用取引を決済するために必要な売付け又は買付けを、貴社に委託して行うこと（前項の規定により貴社が売付契約又は買付契約を締結する場合を除く。）。

4 前項の日時までに、私が売付け又は買付けの委託を行わないときは、貴社が任意に、

私の計算においてそれを決済するために必要な売付契約又は買付契約を締結することに異議のないこと。

5 前各項の売付け又は買付けを行った結果、損失が生じた場合には、貴社に対して、その額に相当する金銭をただちに支払うこと。

(委託保証金等の処分)

第10条 私が信用取引に関し、貴社に対し負担する債務を所定の時限までに履行しないときは、通知、催告を行わず、かつ法律上の手続きによらないで、次の各号に掲げるものを、私の計算において、その方法、時期、場所、価格等は貴社の任意で処分し、その取得金から諸費用を差し引いた残額を法定の順序にかかわらず債務の弁済に充当されても異議なく、また当該弁済充当を行った結果、残債務がある場合はただちに弁済を行うこと。

(1) 私が委託保証金として差し入れた代用有価証券

(2) その他証券取引に関し、貴社が占有し、又は社債、株式等の振替に関する法律（平成13年法律第75号）に基づく口座に記録している私の有価証券およびその他の動産

(差引計算)

第11条 期限の到来、期限の利益の喪失その他の事由によって、貴社に対する債務を履行しなければならない場合には、その債務と私の貴社に対する信用取引に係る債権その他一切の債権とを、その債権の期限のいかんにかかわらず、いつでも貴社は相殺することができること。

2 前項の相殺ができる場合には、貴社は事前の通知および所定の手続きを省略し、私に代わり諸預け金の払戻しを受け、債務の弁済に充当することもできること。

3 前2項によって差引計算する場合、債権債務の利息、損害金等の計算については、その期間を計算実行の日までとし、債権債務の利率については貴社の定める利率によるものとし、信用取引に係る貴社に対する債務の遅延損害金の率については当該取引所の定めるものとし、貴社に対するその他の債務の遅延損害金の率については、貴社の定める率によるものとする。

(弁済等充当の順序)

第12条 債務の弁済又は前条の差引計算を行う場合、私の債務の全額を消滅させるのに足りないときは、貴社が適当と認める順序方法により充当することができること。

(遅延損害金の支払い)

第13条 私が信用取引に関し、貴社に対する債務の履行を怠ったときは、貴社の請求に

より、貴社に対し履行期日の翌日より履行の日まで、当該取引所の定める率による遅延損害金を支払うことに異議のないこと。

(通知金融商品取引業者等に該当した場合の措置)

第14条 次の各号の事由のいずれかが生じた場合には、貴社又は貴社が加入する投資者保護基金（以下「基金」という。）から特段の通知がない限り、私が貴社に設定した信用取引口座を通じて処理されるすべての信用取引（以下「当該信用取引」という。）に係る私の債務につき、当然期限の利益が失われ、かつ、決済のための売付けおよび買付けを行うことができなくなること。

(1) 貴社が法に定める通知金融商品取引業者に該当し、基金が貴社の顧客分別金信託の受益権を行使したとき。

(2) 貴社が法に定める認定金融商品取引業者に該当し、基金がその公告を行ったとき。

2 前項の場合においては、私と貴社との間における私の当該信用取引に係るすべての債権（委託保証金返還請求権を除く。）および債務については、第1号に定める額と第2号に定める額との差額に相当する金銭の授受により処理されること。この場合において、私が当該差額に相当する金銭を支払うべきときは、当該差額は、私が貴社に差し入れた委託保証金により担保されること。

(1) 当該信用取引による売付代金に係る債権の額および当該信用取引による買付有価証券に相当する価額として当該取引所が定めた価額並びにその他の当該信用取引に関する一切の債権（当該信用取引に係る買付有価証券の引渡請求権および委託保証金返還請求権を除く。）の額の合計額

(2) 当該信用取引による買付代金に係る債務の額および当該信用取引による売付有価証券に相当する価額として当該取引所が定めた価額並びにその他の当該信用取引に関する一切の債務（当該信用取引に係る売付有価証券の引渡債務を除く。）の額の合計額

(認定等に伴う措置に係る請求)

第15条 貴社が通知金融商品取引業者又は認定金融商品取引業者に該当した場合において、前条に定める取扱いその他当該取引所の定める規則に基づき行われる取扱いにより、私が損害を被ったときであっても、当該取引所に対してその損害の賠償を請求しないこと。

(債権譲渡等の禁止)

第16条 私が貴社に対して有する債権は、これを他に譲渡又は質入れしないこと。

(委託保証金の利息その他の対価)

第17条 私が信用取引に関し、貴社に委託保証金として差し入れる金銭又は代用有価証券には、利息その他の対価をつけないこと。

(報告)

第18条 第8条第1項各号および同条第2項各号のいずれかの事由が生じた場合には、貴社に対しただちに書面をもってその旨を報告すること。

(届出事項の変更届出)

第19条 貴社に届け出た氏名若しくは名称、印章若しくは署名鑑又は住所若しくは事務所の所在地その他の事項に変更があったときは、貴社に対しただちに書面をもってその旨の届出をすること。

(報告書等の作成および提出)

第20条 私は、貴社が日本国の法令等に基づき要求される場合には、私に係る信用取引の内容その他を、日本国の政府機関等宛に報告することに異議のないこと。この場合、私は、貴社の指示に応じて、かかる報告書その他の書類の作成に協力すること。

2 前項の規定に基づき行われたかかる報告書その他の書類の作成および提出に関して発生した一切の損害については、貴社は免責されること。

(免責事項)

第21条 天災地変等の不可抗力その他正当な事由により、私の請求に係る委託保証金等の返還が遅延した場合に生じた損害については、貴社がその責めを負わないこと。

2 前項の事由による委託保証金等の紛失、滅失、き損等の損害についても貴社はその責めを負わないこと。

3 貴社が、諸届その他の書類に使用された印影又は署名を届出の印鑑又は署名鑑と相当の注意をもって照合し、相違ないものと認めて取り扱ったうへは、それらの書類につき偽造、変造その他の事故があっても、そのために生じた損害については貴社がその責めを負わないこと。

(通知の効力)

第22条 私が貴社に届け出た住所又は事務所にあて、貴社によりなされた信用取引に関する諸通知が、転居、不在その他私の責めに帰すべき事由により延着し、又は到着しなかった場合においては、通常到達すべき時に到達したものとすること。

(適用法)

第23条 本約諾は、日本国の法律により支配され、解釈されるものとする。

(合意管轄)

第24条 私と貴社との間の信用取引に関する訴訟については、貴社本店又は支店の所在地を管轄する裁判所のうちから貴社が管轄裁判所を指定することができること。

(電磁的方法による書面の授受)

第25条 貴社は、その用いる電磁的方法（電子情報処理組織を使用する方法その他の情報通信の技術を利用する方法であって金融商品取引業等に関する内閣府令第57条の3に定める方法と同様の方法をいう。以下同じ。）の種類および内容を提示し、私の書面又は電磁的方法による承諾を得た場合には、第3条第2項、第18条および第19条に規定する書面（印章又は署名鑑の変さらに係るものを除く。）の受入れに代えて、電磁的方法により、当該書面によるべき同意を得ること又は報告若しくは届出を受けることができること。この場合において、貴社は私から当該書面によるべき同意を得たもの又は報告若しくは届出を受けたものとみなされること。

2 私が、前項の規定による承諾をした後に、書面又は電磁的方法により、電磁的方法による同意、報告又は届出を行わない旨の申出をした場合（私が再び前項の規定による承諾をした場合を除く。）は、貴社は、前項の規定に基づき電磁的方法により受けることができることとした書面によるべき同意を得ない又は報告若しくは届出を受けないこと。

(有価証券)

第26条 この約諾書において、有価証券とは、法第2条第1項に規定する有価証券および同条第2項の規定により当該有価証券とみなされる権利をいうこと。

平成 年 月 日

住 所

委託者

氏名又は名称

印

参 考 文 献

- 相沢光悦『日本銀行論』NHK 出版, 2013 年 5 月
- 井坂直人「空売り制約と株価の情報効率性 (業績予想修正発表のイベント・スタディ)」
『現代ファイナンス』第 15 号, 2004 年 5 月, pp. 3-22
- 植月 貢『貸株市場入門 (改訂版)』, 東洋経済新報社, 2005 年, pp. 66-84
- 上野皓司「株式信用取引の有効利用」『経済理論』第 352 号, 2009 年 11 月, pp. 127-146
- 上野皓司「信用取引の株式市場への影響」『経済理論』第 354 号, 2010 年 3 月, pp. 105-124
- 宇野 淳『価格はなぜ動くのか〜金融マーケットの謎を解き明かす〜』日経 BP 社, 早稲田
大学ファイナンス研究科宇野研究室編, 2008 年, pp. 81-95
- 宇野 淳「株式取引の市場間競争—上場株取引の市場分散と価格形成—」『証券アナリスト
ジャーナル』2012 年 9 月号, pp. 6
- 宇野 淳・梅野淳也・室井理沙「日本株レンディング市場の実証分析—株券貸借モデルに
よる空売り規制効果の測定—」『証券アナリストジャーナル』2009 年 6 月号, pp. 7
- 岡本勝美「信用取引の機能について」『証券経済』第 123 号、1976 年 3 月, pp. 67-87)
- 奥村綱雄「株式の清算取引は是か非か」『ダイヤモンド』ダイヤモンド社, 1954 年
第 42 巻, pp. 452-453
- 大墳剛士「東証市場における空売りの実態および空売り規制の影響」『東証ワーキング・
ペーパー』(Vol. 1), 2012 年 9 月, pp. 1-43
- 上條俊昭「Outlook for the Japanese Economy and Equity Market」『証券アナリスト
ジャーナル』1994 年 11 月号, pp. 79
- 北 茂「マージン取引の実際について」『インベストメント』大阪証券取引所, 1951 年
6 月, pp. 15-32
- 木村増三「株数から見た株式の信用取引残高について」『一橋論叢』第 50 巻 5 号, 1963 年
11 月, pp. 493-507
- 金融財政事情研究会『証券実務辞典 (株式編)』1991 年, pp. 599-682
- 工藤秀明・佐野公紀「日本の株式市場における取引コストの実証分析」『証券アナリスト
ジャーナル』2015 年 8 月号, pp. 77
- 黒川幸七「証券の長期清算取引開設について」『インベストメント』大阪証券取引所,
1954 年 4 月号, pp. 15-17

- 神戸大学経営学部有価証券研究センター編『信用取引論（有価証券論集 第4巻）』千倉書房, 1968年, pp. 1 - 16
- 小島寛之『統計学入門』ダイヤモンド社, 2006年, 第2部第11-21講
- 小林孝雄・南聖治「日本株式市場におけるエンハンストアクティブ戦略—アクティブ運用の分離定理と合成エンハンストアクティブ戦略—」『証券アナリストジャーナル』2008年7月号, pp. 19
- 小林襄治「信用取引と貸株市場」『青山経済論集』Vol. 45. No. 3, 1993年12月, pp. 62-100
- 佐賀卓雄「個人ネット株式取引への証券会社の取り組み」『証券アナリストジャーナル』2006年6月号, pp. 47
- 三田 哉「株券貸借取引の利用と市場への影響」『経理情報』第1085号, 2005年6月, pp. 41-47
- 志馬祥紀「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51号, 2005年9月, pp. 77-89
- 島津大輔・周徳標「流動性と裁定取引：市場インフラと競合市場の効果—株価指数先物市場のケース—」『証券アナリストジャーナル』2009年6月号, pp. 24
- 島本得一「清算取引か信用取引か」『東洋経済新報』東洋経済新報社, 1953年（通号2561号）, pp. 645
- 鈴木健嗣・砂川伸幸「株主優待導入の短期的影響—株式流動性とアナウンスメント効果の検証—」『証券アナリストジャーナル』2008年7月号, pp. 107
- 関戸秀樹・枇々木規雄「株式制度信用取引における逆日歩予測に関する研究」『証券アナリストジャーナル』2011年7月号, pp. 71-83
- 副島 豊「金融・通貨危機が残した課題—市場参加者の行動様式と取引情報の透明性」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』日本銀行金融市場局 2000年1月, pp. 15-16
- 外島健嗣「信用取引の効果」『証券経済学会年報』第34号, 1999年5月, pp. 79-91
- 外島健嗣・高屋定美「マーケットメイク制度導入が株式流動性に与える影響：制度導入初期の実証分析」『関西大学商学論集』第50巻1号, 2005年4月, pp. 99-111
- 田村美一「スペシャル・マージン取引制度に関連して」インベストメント, 大阪証券取引所, 1951年10月, pp. 13-14
- 高橋 要「株式長期清算取引仕法の実現を要望する」『インベストメント』大阪証券取引所, 1950年11月, pp. 4-8

- 高山 広「証券業者の活路は職能の分化にある—清算取引否か・レギュラー・ウェイ是か」
『産業と産業人』産業社, 1951年9月, pp. 18-22
- 竹原 均「日本株の流動性測定と株式リターンとの関係— 日次データを用いた分析—」
『証券アナリストジャーナル』2009年6月号, pp. 55
- 東京証券取引所総務部「証拠金取引について」『東京証券取引所所報』1950年3月, pp. 37-43
- 東京証券取引所総務部「証拠金取引の株価に与える影響」『東京証券取引所所報』1971年
11月, pp. 43-52
- 俊野雅司「インターネット取引と株式市場—投資家行動と株式市場に与える影響の考察—」
『証券アナリストジャーナル』2006年6月号, pp. 69
- 東京証券取引所『東証公式株主サポーター信用取引編』東京証券取引所株式部信用取引
グループ, 2011年
- 二上季代司「最近の証券業界の動向」『証研レポート』日本証券経済研究所大阪研究所,
2010年2月号, pp. 23-36
- 二上季代司「金融危機と今後の証券業」『証券レビュー』日本証券経済研究所, 2009年
5月, pp. 46-88
- 二上季代司「証券会社決算に見る証券業務の変化」『証研レポート』日本証券経済研究所
大阪研究所, 2006年8月号, pp. 18-29
- 二上季代司「証券市場の機能と証券業務」『彦根論叢（金融経済をめぐる諸問題：小栗誠治
教授の退職を記念して）』滋賀大学経済学会, 2012年冬号, pp. 72-87
- 二上季代司「証券業の経済的機能とその変化（特集ファイナンス、経済経営リスクの
諸問題：有馬敏則教授の退職を記念して）」『彦根論叢』滋賀大学経済学会,
2011年冬, pp. 134-147
- 野村証券金融経済研究所・野村資本市場研究所「証拠金取引の比重」『財界観測』
野村証券, 1953年, pp. 624-627
- 日本経済新聞社『個別株オプション入門』日本経済新聞社個別株オプション研究会編,
1997年
- 日本証券新聞社『日本証券新聞の必勝BOOK・インターネットで信用取引自由自在』
主婦の友社, 2004年, pp. 52-65
- 日本証券経済研究所『図説 日本の証券市場 2010年版』pp. 64-67
- 日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場 2009年版』pp. 288-301

- 日本証券経済研究所『図説 アメリカの証券市場 2013年版』pp. 298-311
- 畠山優実「夜間取引のニーズは私設取引システム(PTS)で対応可能：PTSに信用取引を解禁し投資家の利便性を向上すべし」『金融財政事情』金融財政事情研究会, 2014年9月15日号, pp. 26-29
- 林 高樹「高頻度注文板データによる2014年東証ティックサイズ変更の国内株式市場への影響分析」『証券アナリストジャーナル』2015年4月号, pp. 29
- 早瀬 巧・後藤潤一郎「国内新興市場のIPOの現状と制度について」『証券アナリストジャーナル』2015年5月号, pp. 6
- 廣瀬勇秀「信用取引にみる投資家心理と株価変動」『神戸大学博士論文(商学)』神戸大学, 2007年
- 藤戸則弘「信用取引の需給改善と高まるM&Aプレミアム」週刊ダイヤモンド2006年9月9日号, ダイヤモンド社, pp. 25
- 藤原俊雄「金融商事判例研究：証券会社の従業員が信用取引(売り)を推奨した銘柄の株式につき、顧客が推奨に応じて株式の信用取引をした場合において、その後非常に高額の逆日歩(品貸料)が発生したときには、証券会社の従業員はその旨を顧客に説明する義務を負うとされた事例—東京地判平成17.7.25本誌〔金融・商事判例〕1227号56頁」『金融・商事判例』経済法令研究会, 2006年4月15日号, pp. 68-72
- 船岡健太「新規公開株式のプライシングにおける機関投資家の役割—日本とアメリカの比較(「The role of institutional investors in the pricing of initial public offerings: a Japan-U.S. comparison」)『証券経済研究』日本証券経済研究所, 1996年1月, pp. 1-27
- 芳賀 昭「信用取引の変遷(考察わが国の信用取引)」『証券研究』第47号, 1976年4月, pp. 105-162
- 廣瀬 勇秀「信用取引にみる投資家心理と株価変動」『神戸大学経済学研究年報』, 2007年3月, pp. 6-218
- 福光 寛「空売り規制の強化について」『証券経済学会年報』第39号, 2004年5月, pp. 88-92
- 松尾直彦「デリバティブの制度：規制面からの展望」『証券アナリストジャーナル』2010年2月号, pp. 15
- 前田昌孝『日本株転機のシグナル』日本経済新聞出版社, 2012年7月

- 三木純吉「アメリカの証拠金取引序説」『インベストメント』大阪証券取引所, 1950年
8月, pp. 48-56
- 箕輪徳二『株式会社の財務・会計制度の新動向』泉文堂, 2011年5月
- 三輪芳朗「証券価格形成についての通俗的な考え方に関する疑問—特に信用取引の規制の
論拠に関連して—」『証券アナリストジャーナル』1977年11月号, pp. 14
- 前田和宏「株式信用取引の担保にかかる法的性質について」『証券経済研究』第54号,
2006年6月, pp. 125-44
- 三浦寛也「アメリカのマージン取引制度—ニューヨーク証券取引所の制度を中心として
(諸外国の投機取引制度)」『証券研究』第47号, 1976年4月, pp. 199-233
- ロジャー G. イボットソン「日本株リターンにおける取引流動性の影響」『証券アナリスト
ジャーナル』2012年9月号, pp. 25
- 脇屋 勝「制度信用銘柄の選定基準と市場流動性およびボラティリティ新興市場のデータ
を用いた実証分析—」『神戸大学経営学研究』, 2010年3月, pp. 1-58
- Adam, C. Kolasinski, Adam Reed and Jacob, R. Thornock, (2010) “*Can Short Restrictions
Actually Increase Informed Short Selling?*”, Financial Management, Volume 42, pages
155-181, Spring 2010
- Amihud, Yakov, (2002) , “*Liquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series
Effects*” Journal of Financial Markets 5, pp. 31-56
- Anchada, Charoenrook and Hazem, Daouk, (2005) , “*Market-Wide Short-Selling
Restrictions*” Vanderbilt University Working Paper
- Anchada, Charoenrook and Hazem, Daouk, (2009) , “*A Study of Market-Wide
Short-Selling Restrictions*” Cornell University Working Paper
- Beber, Alessandro and Macro, Pagano, (2011), “*Short-Selling Bans around the
World: Evidence from the 2007-2009 Crisis*,” journal of Finance. Forthcoming.
- Chen, Miaoxin and Zheng, Zhenlong, (2006) , “*The Impact of Short Selling on the
Volatility and Liquidity of Stock Markets : Evidence from Hong Kong Market*”
Journal of Business , Vol. 79, No. 2, 671-690
- Kolasinski , Adam C., Adam V. Reed, and Jacob R. Thornock (2010) ,
“*Prohibitions versus Constraints: The 2008 Short Sales Regulations*,” working paper,
University of Washington and University of North Carolina.

- Louis, Gagnon and Jonathan, Witmer, (2009) , "*Short Changed? The Market's Reaction to the Short Sale Ban of 2008*" Bank of Canada Working Paper
- Nicholas, Kaldor, (1958), "*A Note on Kaldor's 'Speculation and Economic Stability'*" ,The Review of Economic Studies, 26(1), p.69
- Schultz, B.E., (北茂訳)『アメリカ証券市場の実際』有価証券選書シリーズ第1巻, 神戸大学経営学部有価証券研究センター編,千倉書房,1970年,第15~16章
- Simon, Gervais and Terrance, Odean (2001) , "*Learning to Be Overconfident*" ,The Review of Financial Studies Spring 2001.
- Terrance, Odean, (1998), "*Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?*" , The Journal of Finance, pp.751-784
- Thomas, Moore, (1966) , "*Margin requirements and stock market volatility : 100% margins*" ,Journal of Finance, XXVIII (1966.9), pp. 973-986
- Thomas, Moore, (1966), "*Stock Market Margin Requirements*" ,Journal of Political Economy, (1966.10), pp77

以 上