

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

著者	金子 晶宗
学位名	博士（経営学）
学位授与機関	埼玉学園大学
学位授与年度	2015年度
学位授与番号	32421埼学大院経博第1号
URL	http://id.nii.ac.jp/1354/00000213/

氏名	金子 晶宗
学位の種類	博士(経営学)
学位記号番号	埼玉大院経博第1号
学位授与年月日	平成28年3月22日
学位授与の要件	学位規程第3条第3項該当
学位論文題目	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—
論文審査委員	主査 教授 相沢 幸悦 委員 教授 箕輪 徳二 委員 教授 黒沢 義孝 委員 教授 奥山 忠信

論文の内容の要旨

本論文は、わが国の信用取引について先行研究を検討しながら、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はたす役割および経済的意義について考察している。

日米を中心とした証券金融の発展経緯を整理したうえで、アメリカの証券金融の一取引形態である証拠金取引を範として導入されたわが国の信用取引が、市場においてはたしてきた役割、経済的意義などについてあきらかにしている。

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すことになったかについて検討している。

そのうえで、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をあきらかにしている。

最後に、信用取引が、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、かかえる問題点を洗い出すことにより、信用取引の今後のあ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っている。

本論文の構成は、次のとおりである。

序 章 研究の目的と意義

第1章 わが国株式市場の沿革とその特色

第2章 戦前の投機取引から戦後の信用取引への変遷

第3章 信用取引の概要と形態

第4章 わが国の証券金融

第5章 アメリカのマージン取引（証拠金取引）

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7章 信用取引を巡る諸問題

第8章 まとめと今後の課題

序章において、先に述べた研究の目的と意義をあきらかにしているが、各章の概要を示せば、次のとおりである。

第1章では、わが国の株式市場の歴史とその特色をあきらかにしている。長期清算取引が中心であった戦前・戦中の株式市場を概観したうえで、戦後の株式市場の特徴をあきらかにしている。

第2章で、戦前の投機取引から、戦後には、信用取引に転換したことを取り上げている。わが国での戦前の株式取引制度は、投機取引制度が主体をなしていた。

戦後は、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貸出条件の緩和をへて、投機金融の円滑化がはかれるとともに、取引自体も改善され、わが国証券市場に定着していった。

第3章では、信用取引の概要と変遷、信用取引導入の経緯と変遷、信用取引の仕組みについて詳細に考察している。

第4章では、証券金融の変遷、証券金融会社の設立、現状と課題、貸借取引の仕組みについてあきらかにしている。

第5章では、アメリカのマージン取引・証拠金取引を取り上げている。

第6章では、信用取引導入にともなう証券市場への影響についての実証分析をおこなっている。

第7章では、信用取引をめぐる諸問題として、空売り規制、貸株取引の拡大について考察している。

第8章では、まとめと今後の課題が提示されている。ここで、次のような結論を導き出している。

本論文では、わが国における証券市場の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付けにあり、どのようにその役割をはたしてきたかについて、歴史的経緯をみながらあきらかにしている。

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って、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、とく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あきらかになった。

さらに、貸借銘柄に新規選定された銘柄について、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」および「円滑・公正な価格形成」にどの程度貢献しているのかの検証をおこなった。

分析結果から、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あきらかになった。

さらに、貸借銘柄の（標準偏差）HVについてもおおむ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が確認されている。

このように、信用取引の利用を通じて、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って、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はかれることになり、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されている。

とくに、信用取引以外に空売りをおこな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て、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されとしている。

その反面で、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いる。

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つねに注視し、とき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べく、一体となって市場管理・運営をおこなうことで安定的な市場形成をめざす必要があると結論付けている。

論文審査の結果の要旨

本論文では、信用取引というのは、有価証券市場の機能を十分に發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、実需給の円滑な出会いをはかるものとしている。

信用取引の経済的意義について、次のように述べている。

第一に、信用取引がはたしている市場機能は、株式市場へ資金を導入すること、いいかえれば市場に対する流動性の供給機能にあるとする。

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うまく流動化された。このことは結局、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。

この時に、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おこなわれたとすれば、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ができる。

ここにおいて、投機信用の供給が増資を通じて産業活動に結び付くことになる。

このように信用取引自体、多種多様な投資判断を持つ個人投資家の市場参加をうながすだけでなく、証券市場全体を活性化させることを狙いとしている。

こうした信用取引の導入・拡大による市場への信用供与が、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、ひいては証券市場の本来の目的である公正なる価格の発見性向上により一層、寄与できることが

望まれる。

第二に、証券金融会社の意義である。

信用取引は売買取引であり、この取引も決済機構を通じて受渡されるものであるので、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。

証券業者は、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。

このような決済機構を利用するという事は、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おこなえないところであって、これがとく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とをあきらかにしている。

本論文の長所は、次のとおりである。

第一に、世界に類を見ない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は、その独自性、複雑な取引スキーム、そしてセミプロが投資主体という理由から、これまで学術論文のような形式による十分な調査や分析がおこなわれておらず、先行研究もきわめて限定的であった。

こうしたなか、本研究において、信用取引がどういった取引スキームで、どのような位置付けにあり、そして信用取引に期待される役割をどのようにはたしてきたかなどについて歴史的経緯とともに整理することで信用取引を俯瞰できたことは、大きな意義があると考えられる。

第二に、一般的に投機性が強いといわれる「信用取引」について売買高変化とボラティリティにかかる実証分析により、

- ① 信用取引は市場に対して流動性を供給している、
- ② 信用取引は円滑、公正な価格形成に寄与している、

という仮説通りの結果となったことから、今後は個人投資家に対して、信用取引は、投機手段ではなくヘッジ手段の一つとして推奨することができると考えられる。

以上のような長所は評価できるものの、次のような弱点も散見される。

第一に、アメリカにおける証券金融が果たした役割、また、アメリカの経済発展において証券金融がどう貢献したかなどの研究が不足している。

実証分析における条件が、相対売買高と株価変動率変化という2種類であり、やや少ないこと、ほかに売買回転率や値付率についても検証をおこなうことにより、分析結果に対するさらなる補強材料になる可能性があったのではなかろうか。

第二に、対象銘柄を機関投資家の参加（投資）が少ない新興市場に広げることで、より個人投資家の信用取引に対する選好度合があきらかになった可能性がある。

日米を除く世界各国、すなわちヨーロッパやアジアなどの証券金融（信用取引）についての調査が不足しているように見受けられる。

第三に、信用取引のような短期かつ投機的な取引手法は、そもそも会計上のファンダメンタルズの観点から乖離しているという側面が考察されていない。

取引に焦点をあてて分析するのは重要なことであるが、その取引の背後にファンダメンタルズがあることも念頭におきながら研究する必要がある。

このような点が、より深く分析されていれば、本論文の価値がもっと高まったであろうと思料される。

さらに、最終試験において、

第一に、流動性の向上ということがたんに取引が増えるという意味でしか使われておらず、経済学的に厳密な定義に基づいていない、

第二に、「第6章 信用取引導入に伴う証券市場への影響」における実証分析において、個別銘柄の変化を確率変数のプールデータとして統計分析をおこなったうえで、仮説の検定をおこなうなどすれば、実証分析がより厳密になったのではないか、などの指摘あったが、本論文の意義をいちじるしく低めるものとは認められない。

以上により、審査委員会は、本論文が、博士（経営学）の学位を授与するに相応しいと判定した。