

## 第15章 証券金融

1. 概要 証券金融とは、有価証券を担保とした信用供与の意味で使われることが多く、わが国では信用取引が一般に知られている。アメリカでは、同様の取引が主に証券業者による証拠金取引の形で行われているが、わが国における証券金融会社や貸借取引制度のような仕組みが存在しないため、証券業者の証拠金取引のバックファイナンスは主として銀行からの借入に依存している。

アメリカの株式市場においては、1920年代後半にかけて証拠金取引が増加したことなどを背景に過当投機の状態となり、1929年に株価大暴落を招く一因となったといわれる。こうした経験から、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を中心に、投機資金の規制の必要性が叫ばれるようになった。

これをうけて、証拠金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（Securities Exchange Act of 1934）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、証拠金取引規制の権限を連邦準備制度理事会（FRB）に与え、FRB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規則は証拠金取引対象証券の購入に際して、証券業者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、証券業者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 - 信用供与を受ける者に関する規制）が制定された。このようにFRBが証券金融について規制の強化を図ったのは、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により複雑化したため、1983年に全面改正され簡素化された。また、1996年の証券市場改革法により1934年証券取引所法が改正されたことに伴い、1998年にG規則はU規則に吸収・統合された。

証拠金取引に関する法令および規則

- (1) 1934年証券取引所法
  - 第7条……証拠金要件
  - 第8条……会員，ブローカーおよびディーラーの借入に関する制限
- (2) 連邦準備制度理事会規則
  - T規則……証券業者による信用供与に関する規制
  - U規則……銀行およびその他の者（証券業者を除く）による有価証券の購入および保有資金の貸付に関する規制
  - X規則……信用供与を受ける者に関する規制
- (3) 各証券取引所独自の規則
- (4) 証券業者の内部規則

T、U、X規則の比較

事 項	T規則	U規則	X規則
制 定	1934年10月 (1937年から空売りにも適用)	1936年5月	1971年11月
全面改正年	1983年	1983年 (1998年に従来のG規則を吸収して統合)	1983年
規 制 対 象	証券業者  ・一定の基準を満たす証券業者が信用供与を受ける場合は適用除外 <sup>(注)</sup>	銀行およびその他の者 (証券業者を除く)  ・同 左  ・証券業者がT規則適用の顧客融資のために顧客の証拠金買付担保株券を再担保として信用供与を受ける場合も適用除外	信用供与を受ける者 (主にアメリカ国外でアメリカの株式について信用供与を受けるアメリカ人およびその関係者)

(注) 次のいずれかの基準を満たす証券業者に対する信用供与は適用除外

- (1) 証券業者または証券業者の関係者以外の者との間で取引が行われている勘定数が1,000以上あること。
- (2) 証券業者または証券業者の関係者以外の者との間での取引による年間総収入が1,000万ドル以上あること。
- (3) 証券業者の年間総収入の10%以上が証券業者または証券業者の関係者以外の者との間で取引により生じていること。

**2. 証拠金取引** 一般投資家は有価証券の買付、保有のための資金を銀行、証券業者、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ニューヨーク証券取引所（NYSE）の会員などの証券業者による信用供与によって行われている。

この一般投資家（顧客）が証券業者から信用供与を受けて行う売買取引が証拠金取引（margin transaction）であり、顧客が証券業者に証拠金を差し入れたうえで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。

証拠金取引も取引所における決済は実物取引と同じであり、証券業者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、証券業者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。

このようにアメリカの証拠金取引では、取引所での決済が行われた後、証券業者と顧客との間に各々貸借関係が生じることになるが、買付の場合においては、買付代金と証拠金の差額を信用供与する点でわが国の信用取引（委託保証金の差し入れを受けたうえで買付代金全額を信用供与する）とは異なる。

FINRA（米国金融業規制機構）の会員証券業者による証拠金買付けに伴う信用供与額は、2000年代初頭のネットバブル崩壊や、2008年の世界的な金融危機の際には一時減少したものの、堅調な株式相場を背景に右肩上がり続けており、2021年末には過去最高となる9,100億ドルを記録した。しかしながら、2022年末には、米国の金利上昇により、一転大幅に減少している。アメリカにおける上場株式時価総額（NYSE および NASDAQ の合計）に対する信用供与額の比率は2%前後であり、東京証券取引所における同比率（0.5%前後）を上回る水準となっている。空売り残高（NYSE および NASDAQ の合計）は、株式市場の拡大を背景に増加しており、2022年末には両取引所合計で過去最高となる282億株となっている。

なお、2022年7月における日本証券業協会の外国上場株式の信用取引にかかるルール整備以降、日本国内の証券会社は、上記証拠金取引の枠組みとは別に、日本の一般投資家（顧客）を相手に信用供与を行う米国株信用取引のサービス提供を次々開始している。

## 証拠金取引と信用取引残高

## (1) 買い残高

各年末	アメリカ				日本		
	会員の 与信残高 (A)	上場株式時価総額		(A)	信用買い 残高(D) (東証)	上場株式 時価総額(E) (東証)	(D)
		NYSE (B)	NASDAQ (C)	／ (B)+(C)			／ (E)
	億ドル	億ドル	億ドル	%	億円	十億円	%
2013	4,785	179,498	60,849	1.99	30,642	477,509	0.64
2014	4,957	193,514	69,791	1.88	29,620	524,899	0.56
2015	5,034	177,867	72,807	2.00	30,586	589,788	0.51
2016	5,293	195,730	77,791	1.93	20,913	579,596	0.36
2017	6,427	220,813	100,393	2.00	30,185	700,982	0.43
2018	5,542	206,790	97,568	1.82	24,748	582,670	0.42
2019	5,792	210,840	130,020	1.69	22,189	672,505	0.32
2020	7,780	225,090	190,604	1.87	24,024	693,689	0.34
2021	9,100	239,910	245,571	1.87	33,553	753,020	0.44
2022	6,066	240,600	162,376	1.50	33,403	705,434	0.47
2023	7,007	255,650	234,147	1.43	36,160	867,406	0.41

(注) 表中の会員とはFINRA (Financial Industry Regulatory Authority) の会員証券業者  
〔出所〕 FINRA, World Federation of Exchange, 東京証券取引所

## (2) 売り残高

各年末	アメリカ			日本
	空売り残高			信用売り残高 (東証)
	NYSE (F)	NASDAQ (G)	(F)+(G)	
	百万株	百万株	百万株	百万株
2013	13,418	7,579	20,997	717
2014	14,930	8,124	23,054	700
2015	17,392	8,676	26,068	704
2016	14,947	7,800	22,747	837
2017	15,168	7,839	23,007	587
2018	16,200	8,515	24,715	464
2019	16,543	9,238	25,781	533
2020	13,574	9,974	23,548	414
2021	13,989	11,230	25,219	353
2022	15,648	12,650	28,298	383
2023	15,278	12,375	27,653	321

〔出所〕 NYSE Web site, NASDAQ Web site, 東京証券取引所

**3. 証拠金取引の条件** 証拠金取引を行おうとする顧客は証拠金勘定 (margin account) を開設しなければならないが、その際、証券業者は顧客の投資能力を調査し、契約書の提出を求めることとなっている。証拠金取引に関する証券業者と顧客間の処理は、1983年までは、証拠金取引の対象証券 (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) において行われていた。しかし、同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で処理されることになった。

証拠金取引の対象証券は、証券取引所上場証券、NASDAQ 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・エンド投資会社およびユニット投資信託により発行された証券、一定の基準を満たす外国株式ならびにこれらいずれかの対象証券に転換可能な債務証券である。

顧客が有価証券を売買するに際して、証券業者から信用供与を受ける場合、当該顧客が証券業者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。

さらに、顧客は証拠金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ない (maintenance margin requirements)。

証券業者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。

証券業者が顧客から徴収する金利は、証券業者の調達コストによって個々に決まる。証拠金貸付の金利は通常、銀行等から証券業者への融資金利をベースに決められているが、同一証券業者内での顧客について、取引量などに応じて異なる金利を適用することが多い。また、売付株券の品借料は通常、無料であり、顧客は品借料を支払わない一方、差し入れている売却代金の金利は受け取ることができない。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。なお、証拠金取引とわが国の制度信用取引との比較は右表のとおりである。

## 証拠金取引と制度信用取引の比較

事 項	証拠金取引（アメリカ）	制度信用取引（日本） <sup>(注1)</sup>
取引規制の根拠法令	1934年証券取引所法第7条、 第8条 連邦準備制度理事会制定 T. U. X規則	金融商品取引法第161条の2 金融商品取引法第161条の2 に規定する取引及びその保証 金に関する内閣府令
証 拠 金・ 保 証 金 担保掛目の変更権者	連邦準備制度理事会	内閣総理大臣
対 象 証 券	証券取引所上場証券、NASDAQ 上場証券、非持分証券、1940年 投資会社法第8条により登録さ れたオープン・エンド投資会社 およびユニット投資信託により 発行された証券、外国株式の一 部、ならびに上記いずれかの対 象証券に転換可能な債務証券。	内国法人の発行する株券、協 同組織金融機関の発行する優 先出資証券、投資信託受益証 券、投資証券のうち取引所 が選定したもの。証券金融会 社が融資・貸株を行うのは貸 借銘柄に限られる（その他の 銘柄は融資のみを行う）。
当 初 証 拠 金 （ ア メ リ カ ） 委 託 保 証 金 （ 日 本 ）	買付総費用（買付代金＋委託手 数料）または売付純手取金（売 付代金－委託手数料）の50%に 相当する金額 ただし、最低2,000ドル。	約定金額の30%に相当する金 額。ただし、最低30万円。
維 持 率	25%（空売り30%）	20%
信 用 供 与 の 額	①証拠金が現金の場合は、買付 総費用から証拠金の額を差し 引いた残高 ②証拠金が有価証券の場合は、 買付総費用の額	買付代金の総額
弁 済 期 限	期限はあらかじめ設定しない で、いつでも貸借を中止できる オープン方式が一般的。	貸付の日の翌日。ただし、 6ヵ月目まで繰延べ可。
決 済 方 法	取引所取引としては普通取引で あり、2営業日目（T＋1）に 現金、現株の授受により決済。 証券業者と顧客間の貸借は、顧 客が現金または現株を提供して 弁済するか、あるいは反対売買 により決済。	取引所取引としては普通取引 であり、3営業日目（T＋ 2）に現金、現株の授受によ り決済。 金融商品取引業者と顧客間の 貸借は、顧客が現金または現 株を提供して弁済するか、あ るいは反対売買により決済。

（注1） 日本の場合、制度信用取引のほか一般信用取引がある。

4. 証拠金取引の当初証拠金所要額および証拠金維持率 証拠金取引の対象証券を買付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、①当該証券の時価の55%、または、②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）となっている。

一方、空売りの際の証拠金所要額は、株式の場合、時価の150%（T規則第12条）となっている。ただし、これには空売り代金の預託が含まれており、予め時価の50%の証拠金が必要な点は買付の場合と同様である。また、90日以内に当該空売り証券と交換またはそれに転換できる証券が保有されている場合には、当該空売り証券の時価の100%となっている。

しかしながら、これらの証拠金所要額も法律上の最低レベルを示したものである。各証券取引所においては、T規則第1条(b)(2)に基づいて最低預託額を定めており、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の場合は理事会規則第431条で2,000ドル（5営業日以内に4回以上デイトレーディングを行う投資家は25,000ドル）としている。

証拠金維持率については、NYSEにおいては、買付の場合、証券の時価の25%以上を、空売りの場合、①1株5ドル未満の株式については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、②1株5ドル以上の株式については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、それぞれ維持することとしている。証拠金取引により買付した証券が値下がりまたは空売りの証券が値上がりし、維持率を下回った場合には、顧客は追加の資金または証券を預け入れる必要があり、維持率を回復できないときは、証券業者は顧客の勘定内の証券を売却または証拠金により空売りの証券を買戻し、取引を清算することができる。

なお、各証券業者において、T規則や証券取引所の定めを上回る所要額や維持率を独自に設定することも可能である。

当初証拠金所要率の推移  
(T, U, X規則)

(単位：%)

変 更 日	株 式	転換社債	空売り T規則のみ
1934 10. 1	25~45	n/a	*
1936 2. 1	25~55	n/a	*
4. 1	55	n/a	*
1937 11. 1	40	n/a	50
1945 2. 5	50	n/a	50
7. 5	75	n/a	75
1946 1.21	100	n/a	100
1947 2. 1	75	n/a	75
1949 3. 3	50	n/a	50
1951 1.17	75	n/a	75
1953 2.20	50	n/a	50
1955 1. 4	60	n/a	60
4.23	70	n/a	70
1958 1.16	50	n/a	50
8. 5	70	n/a	70
10.16	90	n/a	90
1960 7.28	70	n/a	70
1962 7.10	50	n/a	50
1963 11. 6	70	n/a	70
1968 3.11	70	50	70
6. 8	80	60	80
1970 5. 6	65	50	65
1971 12. 6	55	50	55
1972 11.24	65	50	65
1974 1. 3	50	50	50

(注) \*印(1934年10月1日から1937年10月31日まで)は証券業者が慣習上要求した証拠金額によっていた時期。

[出所] FRB Annual Report



5. 証券業者の資金・株券の調達 証拠金取引の取引所決済に伴い、顧客と証券業者の間に資金または株券の貸借関係が成立することになる。まず、証券業者が顧客の証拠金買付に伴って信用供与を行う場合、その貸付資金は主として証券業者の自己保有資金、顧客の空売りによる売付証券の売却代金および銀行からの借入金であるブローカーズ・ローンなどによって賄われている。

証券業者は、信用供与額が多額にのぼるため、これらの資金源の中でも主としてブローカーズ・ローンに依存している。このブローカーズ・ローンは証券業者と銀行などとの間の直接交渉により、顧客からの受入担保証券を再担保として、コール・ローンの形で借入が行われるものである。

証券業者の銀行借入金残高をみると、1990年台後半のネット取引の活発化により残高は右肩上がりとなり、2007年末には1,144億ドルと過去最高を記録した。その後は証券業者の資本拡充や資金調達力の向上から銀行依存が低下したことから、残高は徐々に減少し、2023年末に313億ドルまで落ち込んだものの、2023年末は478億ドルと増加に転じている。

一方、空売りに伴う株券の調達については、わが国にあるような信用取引に伴う融資、貸株を業とする証券金融会社が存在しないため、証券業者自身が行わなければならない。証拠金買付の担保株券を貸付に充当することができるほか、預かり証券の貸付について同意を得ている顧客、他の証券業者、機関投資家等から借入を行っている。また、カスタディアンなどのレンディング・エージェントを経由する投資信託等からの調達も増えている。なお、T規則により、他の業者から借り入れる場合、株券を調達しようとする証券業者は借入先に対して調達株券の時価相当額以上の担保を預託することが義務付けられていたが、1998年の改正により廃止された。

アメリカの貸株市場は、1970年代からコーポレートアクションやそのヘッジニーズから本格的な取引が開始されたものであり、年金基金などの機関投資家が当初から貸株取引に積極的であったことなどから、歴史、規模ともに世界最大の市場となっている。現在、貸株取引は銘柄毎の需給に応じてリターンを目指すオンデマンド方式と複数銘柄で構成したポートフォリオを一定期間運用することによりリターンを取るエクスクルーシブ方式の2種類に大別される。

## 証券業者の銀行借入金

(単位：百万ドル)

各 年 末	借 入 残 高
2013	63,255
2014	74,387
2015	41,925
2016	50,774
2017	65,603
2018	55,804
2019	46,131
2020	47,309
2021	64,587
2022	31,300
2023	47,867

〔出所〕 FRB *quarterly Report*

## 空売り株券の調達

	ア メ リ カ	日 本
○証券業者の主要な借入先	証券業者 機関投資家（年金基金等） レンディング・エージェント（カストディアン等）	証券金融会社 機関投資家 レンディング・エージェント
○貸株の源泉	① 証拠金勘定の担保株券 ② 貸付について同意を得ている顧客からの預かり株券 ③ 第三者からの借入株券（主として他の証券業者、機関投資家） ④ 自己の所有する株券	① 融資担保株券 ② 証券金融会社が別途調達する株券（主として金融商品取引業者、生命・損害保険会社からの借入れ） ③ 第三者からの借入株券（金融機関、一般事業会社、個人投資家等） ④ 自己の所有する株券

**6. 空売り規制** アメリカの空売り規制は1938年に証券取引委員会(SEC)が導入し、主な内容は、①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(アップティックルール)、②売り注文に際して現物売り(long)または空売り(short)の表示を行う明示義務、③空売りを行おうとする顧客が空売り注文を証券業者に出した際、証券業者は顧客が期日に受渡が可能であるという確証を持つ必要があるとされる確認義務などが付されたものであった。

その後、①の価格規制は市場の透明性や市場監視のメカニズムが向上してきたなか、不公正取引の防止策としては意義が小さく、かえって市場の機能向上を妨げているとの見方が広がり、SECは約70年後の2004年8月の規制改正(Regulation SHO)で、特定銘柄にかかる空売りの価格規制を試験的に一時停止するパイロット・プログラム(市場実験)を実施した(2005/5/2~2007/8/6)。一方で、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ルの急増に伴い、市場でのフェイル急増が懸念されたことから、空売りにかかる明示義務や確認義務については規制の強化が図られ、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た。

上記市場実験の結果、SECはアップティックルールを撤廃しても市場への悪影響は見られないとの結論に至り、2007年7月に価格規制を撤廃した。

しかしながら、2008年のサブプライム問題を契機として規制緩和の流れは一変し、SECは世界金融不安を沈静化させるため、時限的措置として同年7月、金融機関19社の株式のネイキッドショートセルの禁止、同年9月、全銘柄のネイキッドショートセル禁止などの措置を講じた。

その後、SECは2009年4月に価格規制の復活を提案するリリースを公表し、2010年2月に採択(2011年2月実施)されたものが現行規制となっている。

現行規制においては、価格規制が従来のように恒常的に適用されるものではなく個別銘柄の価格が前日終値から10%以上下落した場合に発動されるサーキットブレーカー方式が採用された。価格規制が発動された銘柄は、その当日及び翌日、直近の最良(最も高い)買い気配以下での空売りが禁止される。

SECは空売り取引データに関する情報の報告・開示を機関投資家に義務付ける新たな規制を2023年10月に導入している。

## 日米における空売り規制比較

		アメリカ	日本
価格規制	適用対象銘柄	前日の通常取引時間の終値から10%以上の株価下落があった銘柄（サーキットブレーカー方式）	基準値段（前日終値等）から10%以上株価が下落した銘柄（トリガー方式）
	価格制限	当日の残りの取引時間および翌日、直近の最良（最も高い）買い気配値以下での空売りを禁止（代替アップティックルール）	当日の残りの取引時間および翌日、株価上昇局面では直近公表価格未満、株価下落局面では直近公表価格以下での空売りを禁止（アップティックルール）
明示義務		証券業者は、すべての売注文に、「long」 <sup>(注1)</sup> 「short」 <sup>(注2)</sup> 「short exempt」 <sup>(注2)</sup> のいずれかの表示をしなければならない。	金融商品取引業者は、自己または委託の売り注文を行うにあたって、その売り注文が「空売り」か否かを明示しなければならない。
確認義務		証券業者は、①当該証券を借りているか、善意の借株契約を締結しているか、②当該証券が受渡日に受け渡しができると信じるに合理的な根拠を有していないかぎり、空売り注文を受託または自己の勘定で空売りを行ってはならない。	金融商品取引業者は、有価証券の売り注文を受けた場合、その顧客に対して、その売り注文が「空売り」か否かを確認しなければならない。

(注1) 所有している証券の売付け

(注2) 空売り規制の適用除外取引（証券業者が注文時点で直近の最良気配値を上回っていたことを確認した場合など）

(注3) 上記以外に一定水準以上の空売りポジションの報告を義務づける規制が存在する。