

証券金融システムの意義

大 矢 繁 夫

はじめに

証券金融ないし証券信用は、広範囲な内容をもつものであるが、ここで対象とするのは、証券投機金融としてのそれである。そのようなものとしての証券金融は、投機を支え、あるいはその動きをコントロールし、そのことを通じて証券価格の動向に影響を及ぼす、という機能をもつと考えられる。もう一步押し進めてより積極的に言うと、ここには、いわば無秩序な証券市場の動きがある程度管理されうる可能性が指唆されている、ということなのである。小稿は、このような観点から、証券金融・信用の制度を追い、このことを確かめようとする。

証券金融・信用の態様は国および時代によって異なるが、Iでは、まず、証券市場がその姿を整えてゆく19世紀終り頃から1920年代までの時期におけるいくつかの国の証券金融システムの仕組みを概観する。それは、証券金融システムのプロトタイプをなすものであり、上記のような機能を、形態としてはすでに備えたものであった。次いで、IIでは、現代日本の証券金融システムを構成する株式の信用取引と先物取引を取りあげる。そこでは、上述のような証券金融システムの機能が、プロトタイプのそれからどのように高度化しているのか、という点が明らかとなる。

I 証券金融システムのプロトタイプ

1. 制度の概要

ドイツ

ドイツの証券信用 (Effektenkredite) は、ルポール・ロンバート貸付と呼ばれるものであった。これを供与するのは銀行であり、そのバランスシートの中では、借方に「上場証券に対するルポール・ロンバート」として表示されるものであった。ルポール貸付とロンバート貸付は、本来、形式的には区別されるものであるが、その主要な経済的意義は次に見るように同一であり、したがって、銀行のバランスシートでも同一項目に括られていたのである。

まず、ロンバート貸付であるが、これは、上場証券を担保にした貸付であり、主に取引所取引に利用されるものであった。このロンバート貸付は、貸付期間によって、日貸、月貸、定期貸というように3つに分けられるが、その中でも重要なのは月貸である。月貸は、証券の定期取引の清算繰り延べに用いられるものであり、典型的な証券投機への信用なのである。

証券の定期取引とそれへの月貸の関わりは、次のようなものであった。

ベルリン取引所での定期取引は月末取引と呼ばれ、証券の買い手と売り手は、その取引の履行を月末の清算日に行う。すなわち、買い手は月末になってはじめて支払い、売り手もこの時点ではじめて証券を引き渡せばよいのである。そして、例えば、この定期取引における買い手（強気投機）は、思惑どおりの相場上昇が生じたならば、月末の清算期日以前に反対取引である月末売りを行い、清算期日には買いと売りを相殺し、相場上昇による超過分を取得するのである¹⁾。

このような定期取引に対して、ロンバート貸付（月貸）は次のように関わるのである。

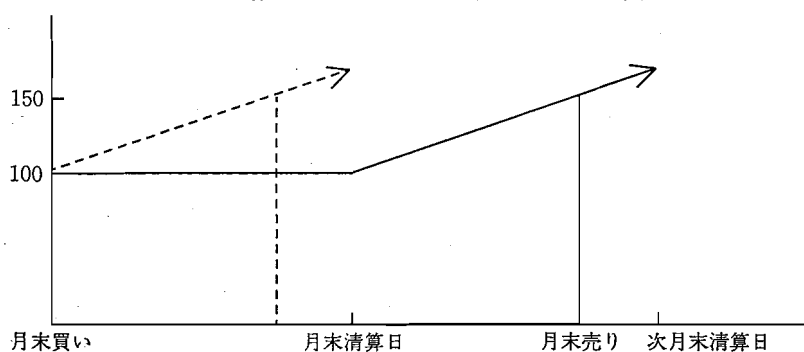
強気投機は、証券価格の上昇を見込んで定期取引で買いを行う。しかし、思惑どおりの相場上昇が生じない場合、反対取引、すなわち売りを延期する。だが、月末の支払いは履行されねばならないので、支払うべき現金をどこからか

調達してこなければならない。この場合、投機家は、当該証券を担保にして銀行から月貸を受け、清算日の支払い責任を果たすのである。そして、次の月末までに相場上昇が生じたならば改めて売りを実行し、その清算期日には銀行への借入金返済と売った株の引き渡しを履行し、売りの額と返済額との差額を取得するのである。以上のように、月貸は定期取引の清算繰り延べに用いられたのである。

さて、このようなプロセスは、ルポール貸付の場合にもほぼ同様であった。

すなわち、強気投機は、定期取引で株を買う。しかし、思惑どおりに相場が動かなかったので反対取引（売り）を見合わせる。だが、そのために、清算期の支払いのための資金を第3者から調達せねばならない。そこで、銀行からルポール貸付を受けるわけである。ただし、この資金調達は、銀行からの借入ではなく、銀行への当該証券の売りという形式をとる。かくして、この投機家は、清算期日における支払いを無事履行することができるのであるが、その際、同時に、ルポール資金の出し手から、同一証券の同一価格での次月末清算の買い戻しを行っておくのである。そして、時機をみて改めて転売し、次月末には、銀行からの証券買い戻しとこの転売とを清算して差額を取得するのである（図1参照）。

図1 定期取引における清算繰り延べとルポール貸付



- 月末清算日：ルポール貸付を受け(100入手), 月末買いの支払いを履行(100支払い)。
- 次月末清算日：月末売り(150入手)とルポール貸付の返済(100支払い)を清算(50取得)。

以上のようにして、ルポール貸付とロンバート貸付（月貸）による繰り延べ資金の提供は、強気投機への刺激を常に与えるのである。なぜならば、繰り延べ資金は、売りが時機を得ていない場合に、清算を次の月末まで延期することを可能にするからである。ルポール貸付とロンバート貸付（月貸）は、かくして、強気投機を支える役割を果たすのである。なお、これらの貸付の削減は、当然ながら、強気投機を鎮静化させる影響をもつ。ドイツの銀行の証券信用、ルポール・ロンバート貸付は、総じて、強気投機をコントロールする機能をもつ、といえるのである²⁾。

日 本

日本における証券金融の制度は、ドイツで見られたような、取引所取引に対して第3者が信用を与えるという形ではなく、取引当事者が相互に信用を与えあう清算取引として展開した³⁾。このような清算取引は、短期清算取引と長期清算取引とに分かれていた。短期清算取引は、1922年から制度的に認められ、昭和期に入って盛んとなってゆく。昭和2年から16年までの15年間（1927～1941年）では、全国の株式取引所の売買合計額の76.5%をこの短期清算取引が占めていたという。この時期、短期清算取引が株式取引の大宗であった。

短期清算取引とは、7日以内の期限をもって履行期とする取引であるが、実際には翌日決済が行われていた。しかし、決済は、1カ月を限度として繰り延べることができ、そしてそれは転売・買い戻しによる差金決済が可能であった。

ところで、このような決済の繰り延べは、通常、買い方と売り方の間でその株数は一致しない。そこで、第3者が介在して決済分と繰り延べ分における過不足を調整したのであった。具体的には、次のような仕組みであった。

例えば、1万株の買い方が、受渡しを1,000株、繰り延べを9,000株というように希望しているとする。他方、売り方は、受渡しを3,000株、繰り延べを7,000株というように希望する。通常、このように不均衡が生じるが、それを埋め合わせるために、代行機関（東株代行株式会社、大株代行株式会社）は、買い方の不足分である2,000株を代行して引き取るのである。そして同時に、この代行機関は、この2,000株の売りを行うのだが、その受け渡しを繰り延べ

表1 短期清算取引における決済・繰り延べの調整

買 方		売 方	
繰り延べ	9,000株	繰り延べ	7,000株
受渡し	1,000株	受渡し	3,000株
代行機関受渡し	2,000株	代行機関繰り延べ	2,000株
計	12,000株	計	12,000株

(出所) 向井鹿松『取引所投機と株式金融』(森山書店, 1934年),
183~189ページによる。

るわけである。結果は、表1のようになり、決済と繰り延べの株数の不均衡は埋め合わされるのである。

短期清算取引は、このようにして繰り延べられ、実質的には1カ月の期間をもつ清算取引として投機に活動の場を与えるものとなった。なお、一般的に、この取引では、買い方の繰り延べ希望の方が売り方のそれよりも多いのが常態であった。そのため、代行機関の資金不足が生じることになるが、その場合には、代行機関は金融業者へ依存することとなった。

以上のようにして、短期清算取引では、代行機関の介在が投機を支えていたわけであるが、しかしながらこの介在は、投機の動向に外部から支配的影響を及ぼすというよりは、むしろ投機の活動に追随してそれを援護するものであった、といえるであろう。この点は、先にみたドイツの銀行が、投機に対して外部から自律的に関わるという事態とは、かなり様相を異にするものであった。

日本における清算取引のもう一方をなすのは、長期清算取引であった。この制度は、当月末日を受渡期日とする当限、翌月末日を受渡期日とする中限、翌々月末日を受渡期日とする先限という3つの取引が並行して行われる3カ月3限月制であった(1925年から29年までは2カ月3限月制)。決済の方法は、受渡期日以前に反対売買(転売、買い戻し)を行って売買損益を取引所との間で授受する差金決済か、もしくは、受渡期日に現物によってなす方法があったが、主流は前者であった。

なお、この長期清算取引には、早受渡制度というものが存在した。それは、売り方が受渡期日以前に株式を取引所に差し出し、それに対して取引所が受渡

期日の翌日を支払日とする約束手形を振り出し、売り方がこれを受け取る、というものであった（早渡し）。そして、この手形を得た売り方は、銀行でそれを割引いてもらい株式売却代金を入手するのである。他方で、買い方が受渡期日以前に買付代金を提供すれば、取引所は、「早渡し」で保管している株数の範囲で現株を引き渡すのである（早受け）。このように早受渡制度は、当初の受渡期日までの期間を短期化するものであり、長期清算取引を実物取引に近づけるものであった、といえよう。

ところで、この早受渡制度では、上記のように、売り方が株式売却代金を入手する際に銀行の信用（手形割引）が介在することとなる。この点、清算取引の制度に外部から信用が加えられるということになるが、しかしこの場合、投機に対して株の買付代金や売付株が貸し出されるわけではなく、また、相場が不利に動いているときに投機を続行せしめる、というような関わり方をもつものでもない。したがって、早受渡制度に関わる銀行信用は、清算取引に対して外部から関わる信用であるとしても、先にみたドイツの証券信用とは大きく異なるし、また、前述の日本の短期清算取引における繰延べシステムの、投機を援護するという証券金融の態様とも異なるものであった。証券金融を、投機支持という観点から捉えようとするとき、長期清算取引における証券金融とは、取引当事者が相互に信用を与え合うという清算取引制度それ自体の中のみ見出し出される。

日本における証券金融は、以上で見えてきたように、短期および長期の清算取引の制度として展開した。このような証券金融は、いわばそれ自体が投機の制度なのであった。そして、短期清算取引においては繰り延べのための代行機関の介在がみられたが、しかしながらそれも、投機の外部に位置してその動向を左右する、というような自律性をもつものではなかった、といえよう。

米 国

米国における証券金融は、証券業者が顧客に与える信用と、銀行等が証券業者へ与える信用とが結びついて展開した。前者の信用供与は証拠金取引 (margin trading) を成り立たせるものであり、後者の信用はブローカーズ・ローンであった⁴⁾。

証拠金取引は、顧客が証券業者から買付代金を借りて買付を行う証拠金買付と、反対に、顧客が証券業者から売付証券を借りて売付を行う空売という2つの取引を含む。

これらの取引は、具体的には次のようなものであった。証拠金買付の場合、証券業者は、買付を行う顧客に一定額の証拠金を預託させ、証券価格（買付価格）と証拠金の差額を貸付けて証券を購入させるのである。そして、買付けられた証券は証券業者へ担保として差し出される。空売りの場合、証券業者は、売付けを行う顧客に、やはり一定額の証拠金を預託させ、証券を貸付けてそれを売却させるのである。そして、証券の売却代金が証券業者に担保として差し出されるのである。

このような証拠金取引は、取引所での決済については実物取引と同じである。ただ、顧客と証券業者との間で貸借関係が形成されるのである。さて、上記のような取引の後、証拠金買付を行った顧客は、反対取引である売りを行い、その売却代金で証券業者からの借入れを返済する。空売りをを行った顧客は、反対取引である買いを行い、その買付証券で、証券業者から借入れた証券を返済するのである。このようにして顧客と証券業者の貸借関係は終了し、顧客の手許には、これらの取引から生じた証券の売買差損益が残るのである。証拠金取引とは、かくして、顧客に、彼が買付資金や売付証券を十分保有していなくとも売買差益獲得を目指した取引を行わしめるものであり、したがってそれは、投機に活動の場を提供するものであった、といえる。

証拠金取引とは以上のようなものであったが、実際には、この取引の大部分は証拠金買付であり、空売りの方はわずかであった。また、証拠金取引の規模が最も大きかったのは1929年であり、ニューヨーク株式取引所では、証券業者と取引する顧客の40%が証拠金顧客であった。なお、証拠金の比率は、第1次大戦前ではおよそ10%、1920年代では20%ほどであった。

さて、上にみたような証拠金取引・買付は、他方で、証券業者に対する銀行等の貸付、すなわち、ブローカーズ・ローンによって支えられていた。証券業者は、証拠金買付を行う顧客に対して、自己の資金や他の顧客の貸越残高を用いて貸付を行うが、それで賄いきれない場合は、ブローカーズ・ローンに頼る

ことになるのである。ニューヨーク株式取引所会員によるこのローンの取入れが最大規模を示したのは、1929年10月1日であり、その額は85億4,900万ドルに達した。この額は、当日の上場株式時価総額の9.8%に相当した。

このようにして、米国では、証拠金取引とそれを支えるブローカーズ・ローンが証券金融の制度なのであり、これが証券投機の活発な展開を促した、といえるのである。

以上では、ドイツ、日本、米国における証券金融・証券信用について、その投機信用たる側面を重視して、その仕組みの概要を追った。それは、それ自体が投機取引の制度であったり、また、投機取引の外部から信用を与えて投機を支える、という制度であった。証券金融・投機信用は、かくして、このような視点から見たとき内部信用と外部信用というように分けられる。「内部信用は、投機取引過程そのもののうちに信用過程が包摂されている形態であり、外部信用は、投機取引過程の外部にそれに接触して信用過程があるという形態である」⁹⁾ということになる。

ドイツ、日本、米国の投機信用の態様を改めて整理しておく次のようになるであろう。

ドイツの場合は、まず、定期取引・清算取引において、取引当事者は買付代金と売付証券の引き渡しを相互に猶予しているわけであり、ここにはすでに投機相互間での内部信用授受がみられるのである。そしてさらに、投機の月末清算の繰り延べを可能にするべく、ルポール・ロンバート貸付という銀行からの信用が加わるのであった。内部信用に外部信用が加わり、投機は支えられることになる。なお、この外部信用は、逆に、その削減によって投機を鎮静化するという力ももつであろう。

日本の場合、短期および長期の清算取引はそれ自体が投機信用であり、したがって内部信用であった、という点については上記のドイツの定期取引の場合と同じである。そして、短期清算取引については、決済の繰り延べを可能にするべく第3者である代行機関が介在した。この点、ここでは内部信用に外部信用が加わっている、とみることができる。しかしながら、先にも指摘した点であるが、代行機関の介在は、投機の活動に追随したより受動的なものであった

といえる。したがって、同じく外部信用とはいっても、ドイツのルポール・ロンバート貸付のように、外部から投機の活動に影響を及ぼす、というような作用をもつものではなかった。

米国の証券金融システムは、証拠金取引における証券業者の信用供与、そして証券業者に対する銀行のブローカーズ・ローンというように、取引当事者に外部から信用が与えられる外部信用の形態をとっていた。この外部信用は、その実体は措くとして、形態的には、投機の活動に対して自律的に影響を与えうる、したがって投機をコントロールする可能性をもつもの、とみることができるといえる。この形態という点からみれば、同じく外部信用であるルポール・ロンバート貸付と同様の機能をもつ、といえるであろう。

以上のようにして、証券金融・信用システムは、証券取引の外部から関与する外部信用の場合、投機に対して強い影響力をもつものなのであり、その活動を支えたり鎮静化しうるものなのである。このことが、証券金融・信用の役割として重視されねばならないのである。

2. 意義と限界

証券金融・信用の制度は、内部信用や外部信用の制度、そして両者が結合したもので、というように種々の形態をとって発展した。このことは、ドイツ、日本、米国についてみてきたとおりである。これら証券金融・信用制度の役割は、一般に、投機の活動を促す、という点にある。そしてとくに、投機への外部信用は、投機を支持・鼓舞したり、場合によっては逆に鎮静化させることができる形態をとっているものであり、この点で、投機をコントロールする可能性をもつ、といえるのである。

証券金融システムは、投機に受動的に対応してそれに追従するのみならば、相場を大きく変動させる市場の不安定要因となるが、しかしながら、より発展した証券金融システムは、上述のように投機をコントロールする機能をもつものなのである。次に、証券金融の有するこのような意義についてより具体的に追い、そして、1920年代という時期までにおけるその限界についても考察することにする。以下では、より発展した証券金融システムとみることができ

ドイツの事例からみてゆくことにする。

意 義

ドイツの証券金融・信用システムは、定期取引・清算取引という内部信用に銀行のルポール・ロンバート貸付という外部信用が加わったものであった。この外部信用たるルポール・ロンバート貸付は、定期取引・清算取引における証券投機の不利な清算を、繰延べ可能とするものであった。したがって証券投機を支持・鼓舞する、という働きをもつものなのである。

さて、投機が支持・鼓舞されて、市場へのその参加が促されるならば、証券需給は増幅し、取引は活発となる。そして、証券価格は一般に上昇傾向をもつであろう。つまり、銀行のルポール・ロンバート貸付という証券信用は、証券価格の動向へ支配的な影響をもちうる、ということなのである。

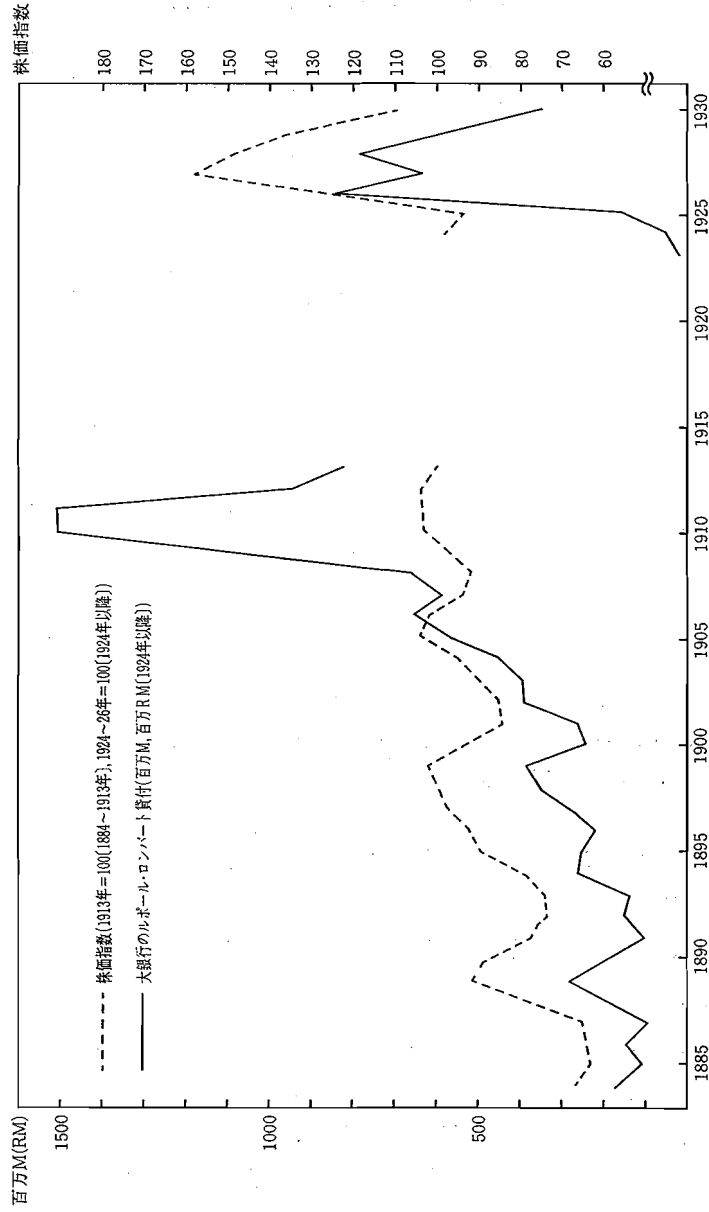
図2は、ルポール・ロンバート貸付の株価への影響をみようとしたものである。この図からは、両者の大まかな相関関係が窺われる。また図3は、1920年代について、各年内におけるルポール・ロンバート貸付及び株価指数のピークとボトムを拾い出し、より詳細に両者の関連を捉えようとしたものであるが、ここでは緊密な相関関係を確認できる。

ドイツにおいては、すでに当時から、証券信用と株式相場は長期間にわたって同調すること、また銀行によるこの証券信用の拡大や縮小は相場の上昇や下降を伴うことが指摘され、したがって、銀行のルポール・ロンバート貸付は株価形成上強い影響力をもつ点が強調されていた⁶⁾。

さて、同様のことは、米国の証券信用であるブローカーズ・ローンについてもいえる。米国においても、この証券信用と株価は密接に関連して動いた。例えば、1926年1月から1931年3月までの期間では、この期間の8割において、ブローカーズ・ローンと株価の毎月の数値は同一方向へ動いたのである⁷⁾。

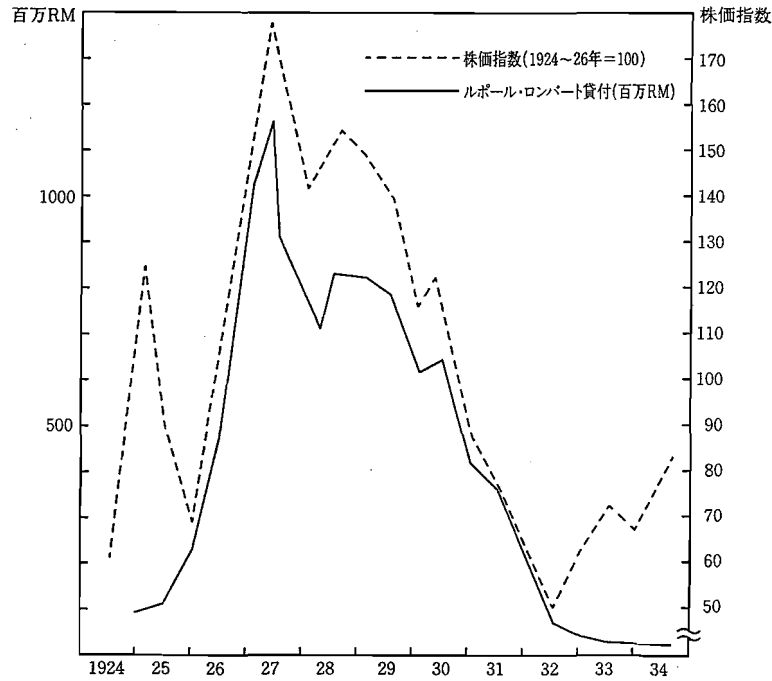
しかしながら、米国の例では、この証券信用と株価との関連は、ドイツの例ほどは、前者から後者へという強い因果関係を表わすものではなかった。ブローカーズ・ローンの供与が株価の動向を左右するというような強い規定関係が確認されたわけではなかった。両者は、いわば相俟って増大・上昇していったのであり、株価上昇は投機を誘い、投機はブローカーズ・ローンを増大せしめ、

図2 ドイツにおける証券信用と株価動向



出所：Deutsche Bundesbank, *Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975*, Frankfurt am Main, 1976, S. 56-58, 79, 295 より作成。

図3 ルポール・ロンバート貸付と株価動向



出所：Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 36.
S. 99, 103 により作成。

そしてブローカーズ・ローンの増大はさらに株価を押し上げてゆく、という具合であった⁹⁾。結局、ブローカーズ・ローンと投機および株価は絡み合って動いていった、ということ以上のことは言えず、この点、ドイツの事例とは若干様相が異なっていた。

以上のようにして、一般的には、証券金融・信用は、それが外部信用という形をとるとき、株価の動向に支配的な影響を及ぼしうる、とみることができる。したがって、その意義をもう一步進めて捉えようとするれば、このような証券信用は、相場を大きく変動せしめる株式市場の無秩序な運動に対しても一定のコントロールを加えうるもの、というように捉えることができる。いわば、一定程度の市場管理をなしうるもの、ということである。株式取引の外部から関わ

る証券信用は、このような意義をもちうる、というのである。

限 界

証券金融・信用は、上述のように、株式市場の無秩序な運動に対して一定の管理をなしうるもの、としうる。しかしながら、1920年代までの証券金融システムは、そのようなものとして十分機能したというわけではなかった。

ドイツの場合、大銀行による証券信用の供与は、大銀行自身の利害関係にもとづいて加減された。大銀行は、例えば、産業株の一時的・大量的所有者となって株主総会で決定的な力を行使するという目的のため、ルポール貸付を行うことがあった。ルポール貸付は、既にみたように、証券売買という形式をもつものであったため、資金を供与する銀行は一時的にその証券の所有者となることができたからである。

また大銀行は、逆に、例えばロンバート貸付を顧客から取りあげることによって、投機の続行を不可能にさせ、証券の投げ売りを余儀なくさせる。そして、この突然の証券の供給増によって相場を崩し、安い価格で証券を手に入れた。

さらに、大銀行は、株式発行を自ら手掛ける場合、市場の高値気分を扇ぐために、「金利」（繰り延べ料）を下げてルポール貸付を拡大し、投機の買いを支えることも行った⁹⁾。

このようにして、ドイツの場合、株式相場の動向に強い影響力をもつルポール・ロンバート貸付は、主として大銀行の個別的利害のための相場支配に用いられたにすぎなかった。市場の無秩序な動きにコントロールを加えるという証券信用のいわばマクロ的意義からみた場合、現実の状況はそれとは遠く隔ったものであった。この点に、当時のドイツの証券信用の限界を見ることができる。

ただし、1920年代には、過熱した相場を押えるという一般的な意図の下にルポール貸付が大幅に削減されたこともあった。図3に見られる、1927年の証券信用の減少と相場の急落がそれであった。当時、相場の過熱を、中央銀行であるライヒスバンクのみならずベルリン大銀行自身も危惧し、前者の指導の下でルポール貸付の25%の削減が緊急に実施されたのであった。この削減によって相場は急転する。そして、その後、28年には相場は持ち直してゆくのである。27年の事態は、中央銀行の指導下で大銀行が意識的にルポール貸付を削減し、

投機を鎮静化し、相場の過熱を抑制し、いわば行き過ぎた状況を調整した、ということなのである。つまり、一時的ではあるが、市場の無秩序な動きにコントロールを加える、という事態がみられたわけである。

次に米国の場合であるが、米国の証券金融システムは、既述のように、証拠金取引における顧客への証券業者からの信用供与、そして証券業者に対する銀行のブローカーズ・ローンというように、取引当事者に外部から信用が与えられる典型的な外部信用の形態をとるものであった。したがって、このような米国の証券金融は、上述のドイツの銀行によるルポール・ロンバート貸付と同様に、投機の動きに対して自律的に影響を与え、投機をコントロールする形態をもっていた、といえるのである。この点、清算取引という内部信用を備えただけと言ってよい日本の証券金融システムとは、米国の場合はドイツとともに大いに異なっていた。

さて、米国では、1920年代に、ブローカーズ・ローンの増大と株価上昇とが相俟って進行していった。前者が後者を規定するというような関係がドイツの場合ほど明確に見られるわけではなかったが、とにかく、ブローカーズ・ローンの増大とともに1929年のブームがもたらされていった。この経過の中で、注意されるべき点は、やはり、市場の過熱を押えるために投機の鎮静化が試みられた、ということである。すなわち、1928年および29年に、連邦準備局は、公式の声明や「道義的説得」をとおして、連邦準備制度加盟銀行がブローカーズ・ローンを抑制するよう働きかけたのである。

しかしながら、ブローカーズ・ローンの貸手は加盟銀行に限られていたわけではなかった。加盟銀行のほかに、非加盟銀行、事業会社や外銀を含む「その他のもの」が、ブローカーズ・ローンの重要な貸手として存在していたのである。とくに、「その他のもの」は、当時（1929年10月）の貸付総額の少なくとも半分以上のシェアを占めるほどであった。そして、この「その他のもの」の貸付増大が、加盟銀行の貸付抑制を無意味にしたのであった。

1929年の暴落後においては、ニューヨーク市中の大銀行は、連邦準備局の政策に応じて相場を支える行動もとった。この点も注目されるべきなのであり、1930年に、ニューヨーク市中銀行は、28年や29年の貸付額を超える規模の貸付

を行ったのである。しかし、この時もまた、「その他のもの」は、暴落後の資金引き揚げを性急に行ったのであった¹⁰⁾。

さて、以上のような経過については、次のように言うことができよう。すなわち、投機を、したがってまた市場をある程度コントロールしうるブローカーズ・ローンには、当時なお、そのようなものとしては組織化されていず、政策当局や大銀行の十分掌握するところではなかった、と。典型的な外部信用形態をとっていた米国の証券金融システムも、当時はこのような限界性をもつものであった。

II 現代日本の証券金融システム

証券金融システムは、それがとりわけ外部信用という形態をもつとき、投機の動きに、したがって株価の動向に影響をもち、かくして変動の激しい市場をある程度コントロールしうる、そのような力能をもつ、ということであった。ここでは、このようなことが現代でもどのように貫き、発展しているのか、ということをも日本における株式の信用取引と先物取引をとりあげて追ってゆく。

1. 信用取引

信用取引とは、周知のように、株の売買を行う顧客に対して証券会社が株の買付資金または売付株券を貸付けて行わしめる取引である。顧客は一定の委託保証金を所持するだけで取引することができる制度なのである。そして、貸付けられた資金や株の返済は、反対売買（転売・買い戻し）によって行われる。このように、信用取引は投機的取引なのである。そして、この投機的取引を扇ったり鎮静化することによって株価の動きに影響を与えうる、ということが、信用取引制度に備えられた市場管理機能なのである¹¹⁾。

信用取引の利用状況は表2が示している。普通取引に占める割合は近年低下傾向にあるが、それでも91年中には売買金額で25%台にも達する月があり、信用取引の、市場への影響力が窺われる。

さて、信用取引・投機へのコントロールは、具体的には、委託保証金率の引

表2 普通取引に占める信用取引（東証第一部）

年 月	普通 取 引		信 用 取 引		C / A	D / B	個人投資家 利 用 率
	売買高A	売買金額B	売買高C	売買金額D			
	億株	10億円	億株	10億円	%	%	%
1982	1,526	70,248	417	19,821	27.3	28.2	49.8
83	2,000	101,595	513	25,961	25.7	25.6	44.1
84	1,983	126,957	459	30,136	23.1	23.7	41.1
85	2,362	150,790	454	29,852	19.2	19.8	35.4
86	3,869	311,591	721	55,825	18.6	17.9	35.3
87	5,184	490,636	868	74,345	16.7	15.2	31.2
88	5,568	558,989	1,093	103,397	19.6	18.5	39.3
89	4,364	651,212	708	100,554	16.2	15.4	34.8
90	2,376	351,937	446	62,706	18.8	17.8	45.4
91	1,833	214,088	404	44,222	21.4	20.7	57.6
91. 1	115	13,155	24	2,641	20.9	20.1	53.9
2	307	34,959	83	8,963	27.0	25.6	62.6
3	221	27,507	48	5,643	21.7	20.5	56.8
4	167	21,856	40	4,876	24.0	22.3	57.1
5	130	16,364	23	2,815	17.7	17.2	49.1
6	116	15,024	20	2,349	17.2	15.6	48.7
7	122	14,998	24	2,716	19.7	18.1	53.2
8	101	11,058	23	2,229	22.8	20.2	54.6
9	182	18,871	40	3,841	22.0	20.4	57.9
10	170	18,915	41	4,168	24.1	22.0	56.8
11	96	10,828	20	2,132	20.8	19.7	50.1
12	99	10,548	18	1,849	18.2	17.5	48.4

(注) 1. 売買高, 売買金額は売り・買い合計 2. 個人投資家利用率とは個人投資家の売買金額に占める信用取引の割合(総合証券会社ベース) 3. 1991年12月16日より信用・貸借銘柄が市場第二部銘柄へ拡大されたため, 12月分は市場第一・二部合計

出所: 東京証券取引所『東証要覧』1992年版, 80ページ。

上げ・引下げ, そして代用証券の評価掛目の上げ下げによって行われる。例えば, 委託保証金率を引下げ, 代用証券掛目を高くすれば, 投機の市場への参加は促され, 信用取引は活発となり, 相場を押し上げてゆく効果をもたらす。逆の場合は逆の成り行きとなる。この操作の最近の動向は表3に見られるが, 比較的ひんぱんに上げ下げが行われているのがわかる。

表3 委託保証金率・株券代用掛目の推移

委託保証金率		株券代用掛目	
1987. 2.27	60%→70%	1987. 2.20	60%→50%
4.15	70% (うち現金20%)	7.22	50%→70%
7. 9	70% (うち現金0%)	10.15	70%→60%
10.21	70%→50%	10.21	60%→70%
1988. 3.17	50%→60%	1989. 2.23	70%→60%
6. 3	60%→70%	12. 6	60%→50%
1989. 6.30	70%→60%	1990. 1.11	50%→60%
1990. 2.21	60%→50%	2.27	60%→70%
2.27	50%→40%	10. 5	70%→80%
9. 6	40%→30%		

出所：『大蔵省証券局年報』1988年版，28ページ，1991年版，27ページによる。

最近の事例としては、1990年10月1日の暴落に際して取られた措置がある。委託保証金率はすでに9月に30%へと引下げられていたが、この暴落によって新たに10月5日から株券代用掛目が70%から80%へと引上げられた。後者の措置は、掛目は大蔵省令で70%が上限とされていたので、新たに特例省令を制定して実施されたのであった。80%という掛目は、昭和40年の証券不況時以来25年ぶりのことであった。この措置は、一般的には、上記のように信用取引への参加を喚起しようとする方策の1つといえるが、直接的・即時的な効果として期待されたのは次のことであった。

すなわち、相場の下落とともに、信用取引で買付を行っていた顧客の計算上の損失が生じ、委託保証金は減額されるなどしてその実質は減少する。それが20%を割り込めば追い証が必要とされ、そのために株の売却が強いられる。そして、これが、さらに株価下落に拍車をかける。予想される成り行きはこのよなものであるが、だが、株券代用掛目が10ポイント引き上げられることによって、保証金として差し入れられていた代用株券の評価額はそれだけ高まり、これを行っていた投資家にとっては当面追い証が回避される、ということが起こる。したがって、追い証に迫られた株の売りも引込み、連鎖的な株式売却による相場の崩落はくい止められるのである。株券代用掛目の引上げは、このような即時的効果をもつものであった。実際に、この措置を好感して、10月2日に

は日経平均株価 2,676円という それまでで最大の 上げ幅を記録したのであった¹²⁾。

以上のようにして、信用取引・投機は、委託保証金率や代用証券掛目の操作によって喚起・支持あるいは鎮静化され、株価の動きに影響を与えるものとなるのである。投機へのコントロールによって株価が影響を受ける、ということなのである。

2. 先物取引

信用取引とならんで先物取引は、投機が活動する場である。現在実際に行われている株式先物取引のうち、主要なものは株価指数先物取引である。ここでは、株価指数先物取引に即して、投機へのコントロールによって株価が影響を受ける、ということのみてゆく。

しかし、株価指数先物取引の場合、上述の信用取引において見られたような、投機にコントロールを加えていわば即時的に株価動向に影響を及ぼす、という成り行きとはかなり様相を異にする。市場に対する株価指数先物取引の影響の及ぼし方は、信用取引のように即時的・対症療法的なものではなく、むしろ構造的に株価水準維持に寄与する、とでも言うようなものである。以下、株価指数先物取引の概要を追い、その後、このような意義を考えてゆくことにする¹³⁾。

株価指数先物取引は、大阪証券取引所では日経平均株価先物取引が、東京証券取引所では東証株価指数先物取引が、1988年9月3日から開始された。それぞれ、「日経225先物取引」、「TOPIX 先物取引」と呼ばれるが、この2つの取引は、取引単位以外の種々の条件については、ほとんど同じである¹⁴⁾。

株価指数先物取引とは、一般に、「当事者があらかじめ約定する株価指数の数値と将来の特定の期日における現実の株価指数との差に相当する金銭の授受を約する取引」である、ということであるが、株価指数という実際には受渡しのできない数値を取引するために、その決済は買い戻し・転売による差金決済となる¹⁵⁾。

さて、このような株価指数先物取引の利用方法・機能に関しては、通常、次

の3つが挙げられる。

第1は、ヘッジ取引であり、現物取引と反対のポジションを株価指数先物取引で設定し、それによって現物市場の価格変動リスクを回避する、という取引である。第2は、裁定取引であり、実際先物価格と理論的な先物価格(現物指数から導びかれる)との間の乖離を利用したり、または異なる限月間の価格差を利用して利益を得ようとする取引である。第3は、オープン・ポジション取引または単純取引などと呼ばれるもので、相場の先行きを予想して買いまたは売りを行い、その後反対売買によって決済し利益を得ようとする取引である。

以上の3つの取引・利用方法の中で、最も重要なものとして強調されるのは、第1のヘッジ取引である。つまり、株価指数先物取引は、機関投資家などの大量の株式保有・投資に、株価変動から生じるリスクを効率的にヘッジする場を提供する、ということがその主要目的として挙げられるのである。

以下、このような、株価指数先物取引の利用によるリスクヘッジの仕組みを、「日経225先物取引」に即して具体的にみることにする。なお、ヘッジ取引には「売りヘッジ」と「買いヘッジ」があるが、前者からとりあげる。成り行きは次のようになる(図4参照)。

- ① 10月11日現在、ある投資家は、いくつかの銘柄から構成される時価10億円のポートフォリオを保有している。
- ② しかし、相場下落が予想されるので、同日、「日経225先物取引」で46単位(10億円÷[22,000円×1,000]=45.46)を売建てる。
- ③ 11月10日に現物の相場は10%下落した。そこで先物取引の方を、反対取

図4 「売りヘッジ」

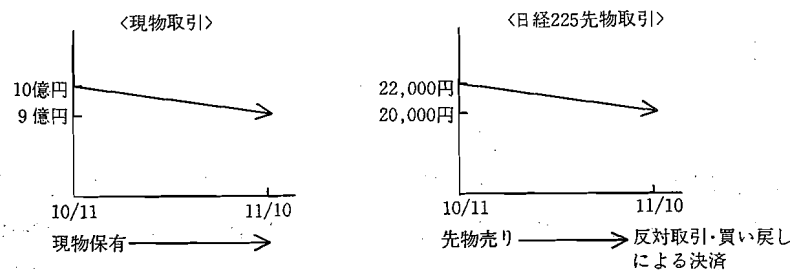
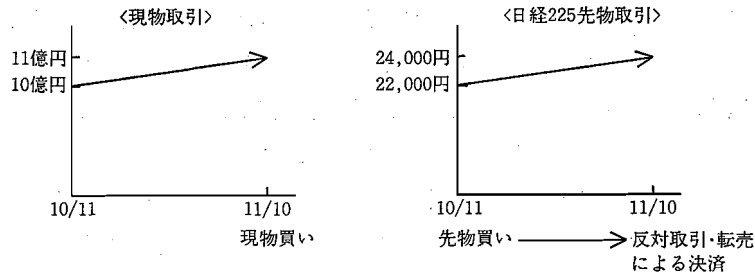


図5 「買いヘッジ」



引・買い戻しを行って決済する。その結果、売りによる10億1,200万円（22,000円×1,000×46単位）と買いの支払い9億2,000万円（20,000円×1,000×46単位）は決済されて9,200万円の利益となる。

- ④ かくして、現物保有の方は、相場下落により1億円の評価損（10億円－9億円）を出したが、先物取引によって9,200万円がカバーされたことになる¹⁶⁾。

なお、当初の予想とは異なって相場が上昇した場合は、先物取引では損失を出す。現物保有には評価益が生じ、損益が相殺されることになる。次に「買いヘッジ」の例である（図5参照）。

- ① ある投資家は、いくつかの銘柄から構成される、10月11日現在の時価で10億円のポートフォリオを、11月10日に入金予定の10億円で買うことを計画している。
- ② しかし、相場の上昇が予想されるので、10月11日に「日経225先物取引」で46単位（10億円÷〔22,000円×1,000〕=45.46）を買建てる。
- ③ 11月10日に現物の相場は10%上昇した。そこで先物取引の方を、反対取引・転売を行って決済する。その結果、買いの支払い10億1,200万円（22,000円×1,000×46単位）と売りによる11億400万円（24,000円×1,000×46単位）が決済されて9,200万円の利益となる。
- ④ かくして、11月10日に行う現物買いは、相場の上昇のために1億円の負担増となるが（11億円－10億円）、先物取引によって9,200万円がカバーされることになる¹⁷⁾。

なお、当初の予想と異なって相場が下落した場合、先物取引では損失を出す。現物取引では投資家の負担軽減のため利益が生じ、損益は相殺されることになる。

以上の例でみたように、株価指数先物取引は、大量的な株式保有や投資に、現物取引とは反対のポジションをとることによって株価変動上のリスクを回避せしめる、という働きをもつのである。

表4 株価指数先物取引取引高

年 月	東証株価指数先物取引取引高		日経平均株価先物取引取引高	
	取 引 高	取引契約金額	取 引 高	取引契約金額
	単位	億円	単位	億円
1988. 9~12	1,887,140	420,822	1,892,394	542,745
1989	3,727,512	971,051	5,442,647	1,885,604
1990	3,091,014	717,741	13,588,779	3,948,711
1991	1,676,798	315,555	21,643,085	5,367,299

(注) 1. 東京証券取引所・大阪証券取引所調べ。

2. 建玉残高は年末または月末現在。

3. 取引高、取引契約金額は片道計算。

出所：『証券業報』483（1991年8月）274—275ページ、492（1992年4月）156—157ページ。

なお、表4は、「日経225先物取引」と「TOPIX先物取引」の取引高の推移を示している。これをみると、「日経225先物取引」が「TOPIX先物取引」をはるかに上回り、取引の拡大が著しいことがわかる。また表5は、「日経225先物取引」における投資家別の取引状況を示している。当初、証券会社が圧倒的の比重を占めていたが、銀行などの取引が急拡大している。先物取引が定着しつつあることが窺われる。

さて、上にみてきたように、株価指数先物取引は、大量的な株式保有や投資に、株価変動上のリスクを回避せしめる手段を与えるものであった。したがって、例えば、「売りヘッジ」によって、法人・機関投資家の大量的な現物株の保有は安全なものたらしめられ、その保有はある程度持続的で安定的なものとなりうるのである。また、「買いヘッジ」によって、大量的な株の買いがやはり安全で確実なものにされ、一定程度安定的な投資需要が維持されることにな

表5 投資部門別の日経平均株価先物の取引状況 (%)

年 月	証券会社	生・損保	銀 行	その他 金融機関	投資信託	事業法人	その他 法人等	個 人	海 外 投資家
1988	87.7	1.4	4.9	0.8	1.0	2.7	0.3	0.2	0.9
1989	82.9	1.5	7.1	0.5	2.3	2.3	0.3	0.3	2.8
1989.10	82.6	1.3	7.6	0.6	2.7	1.9	0.2	0.2	2.9
11	76.1	2.0	9.9	0.8	2.1	2.5	0.3	0.2	6.2
12	74.2	2.5	12.2	0.8	2.7	3.0	0.5	0.3	3.8
1990.1	69.2	2.1	16.1	0.7	2.9	2.7	0.6	0.3	5.3
2	63.0	1.4	21.0	0.6	3.1	3.1	0.5	0.4	6.9
3	62.7	2.6	20.2	0.7	2.7	3.8	0.8	0.5	6.0
4	64.4	3.1	15.4	0.6	3.1	4.7	1.3	0.8	6.6
5	66.2	3.6	14.1	0.8	2.2	5.4	1.0	0.7	6.0
6	66.2	3.9	17.4	0.5	2.1	4.0	0.7	0.5	4.6
7	63.8	4.0	19.2	0.4	2.0	4.2	0.4	0.4	5.7
8	50.9	4.0	24.4	0.7	4.8	5.5	0.7	0.5	8.6
9	42.6	5.1	33.4	0.8	4.7	5.7	0.5	0.5	6.7

出所：大蔵省証券局総務課長西方俊平編『図説日本の証券市場』1991年版（財経詳報社，1991年），151ページ。

る。結局、市場は、このようなリスクヘッジのシステムによって、大量的な株式保有と投資をある程度維持・確保することができる、というようにいえるのである。

ところで、株式先物取引は、現在主として上述のような指数取引という形で行われているものであった。この点で、先物取引は、現物取引とは別途の市場をもつのである。したがって、信用取引における投機の活動がそれ自体で現物市場の相場変動要因となる、という場合とは根本的に異なることになる。そのため、投機のコントロールによる株価への影響ということも、株価指数先物取引においては、既述のような信用取引の場合とはかなり内容的にレベルを異にする、といえるのである。つまり、委託保証金率や代用証券掛目の上下操作によって信用取引をコントロールし、もって株価に影響を与える、というような直接的で即時的なものではないのである。むしろ、上述のように、指数取引という形で現物市場とは区別された先物市場が、いわば現物市場の価格安定要因ともいえるような位置をもって存在している、というようにみることができ

るのである¹⁸⁾。

3. 小括

以上、現代日本の証券金融システムを構成するものとして信用取引と先物取引を取りあげた。投機へのコントロールをとおして株価へ影響を及ぼすという証券金融システムの機能が、現代ではどのように貫き、発展しているか、ということを見ようとしたのである。

信用取引と先物取引では、市場へのその作用の仕方は、かなり様相を異にするものであった。信用取引においては、いわば直接的に投機が扇られたり鎮静化されたりすることによって、現物市場が即時的な影響を受ける、というものであった。ただし、このような、投機コントロールによって株価の動向に影響を与えてゆく仕組みは、とくに現代に新しいというわけではない。投機を直接的に喚起・支持してそれを相場形成要因とする方法は、証券金融システムのプロトタイプにすでに見られたところであった。

他方、現代の株価指数先物取引の存在は、株価水準管理ということを新たな局面にもう一步押し上げた、と評価することができる。というのは、まず、この市場は現物市場とはいわば別途に存在し、そこでの投機の動きは直接的に現物市場に現われないことになるからであり、そして、この先物取引が現物取引と組み合わせられることによって、現物市場の相場変動リスクがある程度克服され、したがって現物株の保有者や投資家にとっては一定程度安定的で安全な保有や投資が可能とされるからである。かくして、現物市場は、いわば、一定の保有と投資需要を安定的に確保する手段を得た、というようにみることができるからである。現物市場にとっては、自らの無秩序で不安定な性格が、株価指数先物取引の存在によってある程度埋められる、というようにも言えるかもしれない。このような点に、株価指数先物取引の意義の、信用取引のそれとは異なる新しさを、したがってまた、証券金融システムの高度化を見ることができるのである。

む す び

証券金融システムは、株価管理と関わりうる。証券金融システムを利用して活動する投機は、その性質上、およそ管理ということとは対極に位置し、一般的に市場攪乱的なものとして捉えられることが多い。しかし、小稿では、このような投機とその活動の場・条件をなす証券金融システムの、もう1つの作用・反対の作用に焦点を合わせたのである。

株価の動きに対する管理は、証券金融システムを用いずとも、例えば、市場の外部から人為的・直接的な買いや売りの介入などによっても行われうる。本来的に無秩序で不安定な市場の動きに対抗して株価水準をある程度管理しようとする手段は、現代では、幾層かのレベルで存在するのである。小稿で取りあげた証券金融システムは、外部からの直接的介入の場合と比べると、より市場に密着した、いわば市場に内在化して作用を及ぼすもの、といえるであろう。

現代経済では、一般に、市場の管理は不可欠なものとなっている。このことは、例えば、近年、ディレギュレーションや自由化が一面ではどのように進展しようとも、他面で種々の再規制が並行して導入される、という事態を見ても理解できる。市場の自由な運動がなお無秩序と不安定をもたらし、その度合いが強いならば、何らかの市場管理は必然的となる、ということである。このことは、証券市場についても当てはまり、そしてその機構も時の経過とともに用意されてきた、ということなのである。

注

- 1) この定期取引・清算取引は、買い手と売り手が証券と現金の引き渡しを相互に一定期間猶予しているものであり、この点で、このような取引自体が信用授受であるといえる。したがって、このような取引自体を証券金融の一形態とみなすことができる。このことは、次に見る日本の清算取引についても当てはまる。清算取引自体を信用授受の過程として把握する点については、次の文献を参照せよ。浜田博男「証券市場の構造変化と投機信用」川合一郎編『現代信用論(下)』(有斐閣, 1978年),

『川合一郎著作集第三巻 株式価格形成の理論』(有斐閣, 1981年), 第3章, 田坂元『現代証券市場論 投機と株価』(有斐閣, 1984年), 第6章。

- 2) 証券信用は、もちろん、弱気投機に対しても供与される。その場合は、弱気投機の清算繰り延べのための「貸株」となる。ルポール貸付は、このケースも含めて説明される場合もあるが、ドイツの銀行のバランス・シートの「ルポール・ロンバート」には、強気投機への資金供与のみが表示された、と考えられる。この点も含めて、ドイツの銀行のルポール・ロンバート貸付について詳しくは、大矢繁夫「ドイツの銀行の証券信用業務」酒井一夫・西村閑也編『比較金融史研究』(ミネルヴァ書房, 1992年)を参照せよ。
- 3) 以下の日本の証券金融については、次の文献を参考にした。向井鹿松『取引所投機と株式金融』(森山書店, 1934年), 第6章, 志村嘉一『日本資本市場分析』(東京大学出版会, 1969年), 第6章, 日本証券経済研究所編『体系証券辞典』(東洋経済新報社, 1971年), 567ページ以下, 有次広巳監修『証券百年史』(日本経済新聞社, 1978年), 81~85ページ, 住ノ江佐一郎『証券理論の展開』(多賀出版, 1979年), 第8章, 『川合一郎著作集第三巻 株式価格形成の理論』, 第3章, 日本証券経済研究所編『現代証券事典』(日本経済新聞社, 1981年), 394ページ以下。
- 4) 以下の米国の証券金融については、次の文献を参考にした。G. L. Leffler, *The Stock Market*, 1951 (小竹豊治監訳, 山一證券株式会社外国部訳『株式市場』ダイヤモンド社, 1956年, 第16, 17, 18章), J. I. Bogen, H. E. Krooss, *Security Credit, It's Economic Role and Regulation*, 1960 (日本証券経済研究所訳「アメリカの証券金融——その経済的機能と規制——」『証券研究』第3巻, 日本証券経済研究所, 1965年, 第1, 3, 6, 7章), 日本証券経済研究所編『体系証券辞典』, 567ページ以下, 日本証券経済研究所『図説アメリカの証券市場1990年版』(日本証券経済研究所, 1990年), 第11章。
- 5) 田坂, 前掲書, 186ページ。なお, 投機信用, 内部信用, 外部信用という規定については, 他に, 浜田, 前掲論文, 『川合一郎著作集第三巻 株式価格形成の理論』, 第3章を参照せよ。
- 6) 前掲拙稿参照。
- 7) G. L. レフラー, 前掲訳書, 第17章参照。
- 8) 同上。
- 9) R. ヒルファディング(林 要訳)『金融資本論』(大月書店), 224~235ページ参照。
- 10) 以上のような, 米国における事態の推移については, G. L. レフラー, 前掲訳書, 第17章, J. I. ボーゲン, H. E. クルース, 前掲訳書, 第1章を参照。
- 11) 信用取引について詳しくは, 東京証券取引所調査部編『東京証券取引所』(1976年), 152ページ以下, 鈴木芳徳『証券経済論』(税務経理協会, 1979年), 151ページ以下, 大蔵省証券局総務課長西方俊平編『図説日本の証券市場』1991年版(財経詳報社, 1991年), 176ページ以下, 258ページ以下を参照せよ。

- 12) 『日本経済新聞』1990年10月2日号, 10月7日号。
- 13) 株価指数先物取引は1988年9月に導入されるが, それに先立って, 前年の87年6月に株券先物取引が導入されている。それは, 大阪証券取引所で売買されている現物株式50銘柄をパッケージにして取引するものであり, 「株先50」と呼ばれた。しかし, この取引は, 翌年9月に大阪と東京でそれぞれ株価指数先物取引が導入されて以降, 激減していった(日本証券業協会『証券業報』各号における「株券先物取引取引高・建玉残高」の数値を参照)。「株先50」は, この2つの株価指数先物取引を先導する役目を果たし, 今ではその任を終えた, といえよう。
- 14) 2つの取引の諸条件については, 大蔵省証券局総務課長西方編, 前掲書, 149ページを参照せよ。
- 15) 大阪証券取引所『日経225先物取引のすべて』。本文における以下の株価指数先物取引の説明については, 主として上掲資料を参照。なお, 大蔵省証券局総務課長西方編, 前掲書, 148~151ページも参照のこと。
- 16) なお, 実際の数値例はもう少し複雑なものとなる。というのは, この事例のポートフォリオ時価総額10億円は, 日経225株価(指数)との価格連動性を考慮して修正されねばならず, したがって, 先物の売建て単位も46ではなく, 修正されたポートフォリオ時価総額に見合うようにしなければならないからである。この具体的な数値例については, 大阪証券取引所『日経225先物取引のすべて』参照。
- 17) この事例についても, 実際の数値は前注と同様にもう少し複雑となる。
- 18) しかしながら, このように言えるのは, 先物取引のリスクヘッジ機能に着目した場合であって, 先物取引が裁定取引に用いられた場合, むしろ逆に現物市場の不安定化要因となるのではないか, というような指摘もありえよう。だが, 裁定取引とは, 例えば, 現実の先物価格と, 現物指数・日経平均株価から導びかれる理論的な先物価格とが一時的に乖離したとき, その差をすくおうとする取引であり, 先物と現物の売り・買いの方向は, 相場動向とは無関係で誰にとっても明白で決まりきったものである。つまり, 相場への思惑によって売買が行われてゆくものではないのである。裁定取引は, 思惑によって動く投機とは異なるものであり, それ自体としては現物市場への攪乱的影響を強くもつものではない, といえよう。なお, 先物取引がオープン・ポジション取引に用いられる場合, すなわち, 相場の先行きを予想して売買を行い, その後反対売買によって決済して差益を得ようとする投機取引に用いられる場合, いうまでもなくこの取引は, いわば指数取引の市場内でのことであり, この限りで現物市場への影響をもつものでない。