

一橋大学審査学位論文

博士論文

株券貸借取引規制の課題と展望

2017. 7. 11

笠原 一郎

一橋大学大学院国際企業戦略研究科博士後期課程

ID12L003

〔目次〕

序章	はじめに	1
1.	研究の目的（問題意識）	1
2.	本論文の構成	2
第1章	株券貸借取引の概要と論点	3
第1節	わが国の株券貸借取引の概要	3
1.	証券市場における株券貸借取引の役割	3
2.	株券貸借取引の成立経緯と信用取引	6
3.	米国マージン取引とグローバル・レンディングの概要	11
	（i）米国マージン取引と貸株/レンディング市場の沿革	
	（ii）米国マージン取引の実務	
	（iii）米国マージン取引とグローバル・レンディング	
4.	株券貸借取引の市場規模	16
	（i）わが国の株券貸借取引の現況	
	（ii）SC取引とGC取引の規模	
	（iii）世界的な株券貸借取引市場の規模	
第2節	株券貸借取引の実務と規制	20
1.	株券貸借取引の契約と規制	20
	（i）株券貸借取引の契約形態	
	（ii）株券貸借取引の取引形態	
2.	株券貸借取引の実務	23
	（i）株券貸借取引の取引種類	
	（ii）株券貸借取引の所要担保（ヘアカット・マージンコール）	
	（iii）株券貸借取引の貸付と返済期日の取扱い	
	（iv）一般振替DVP（貸株DVP）	
	（v）株券貸借取引の用途（利用ニーズ）	
	（ア）SC取引の利用ニーズ	
	（イ）GC取引の利用ニーズ	

(vi) 株券貸借取引の議決権の取扱い	
(vii) 株券貸借取引の取引情報の取扱い	
(ア) 大量保有報告書制度の概要	
(イ) 株券貸借取引と大量保有報告書の実務	
(viii) 株券貸借取引の課税の取扱い	
(ア) 取引にかかる課税	
(イ) 配当等の課税取扱い	
(ウ) 品貸料の課税取扱い	
(エ) 信用取引の課税上の取扱い	
3. 株券貸借取引の取引参加者	38
(i) 機関投資家	
(ii) ヘッジファンド	
(iii) 証券業者（プライム・ブローカー業務）	
(iv) 証券金融会社・短資会社	
(v) 個人投資家（貸株サービス）	
4. 株券貸借取引と信用取引の規制	50
(i) 信用取引の仕組み	
(ア) 信用取引の法令上の位置づけ	
(イ) 制度信用取引と貸借取引の仕組み	
(ii) 信用取引の規制	
(ア) 受託契約準則・信用貸借取引規程等の適用	
(イ) 信用取引の制限等の実務	
5. 株券貸借取引を巡る規制環境	55
(i) 証券業者に対する規制（①業規制）	
(ii) 証券業者に対する規制（②自己資本規制比率）	
(iii) ヘッジファンドに対する規制	
(iv) 空売り取引の決済措置と価格規制	
(v) 空売り取引の取引情報と高頻度取引（HFT）	
(vi) 国際的な規制動向	
(vii) デリバティブ取引等に対する証拠金規制	

第3節 株券貸借取引にかかる論点（問題の所在）	67
（論点1）空売りの決済機能と取引情報	
（論点2）担保金規制と顧客分別金（分別管理）	

第 2 章 株券貸借取引と空売り規制	69
第 1 節 株券貸借取引の法的性質と空売り規制	69
1. 株式市場における空売り取引の機能	69
2. 貸付対象株券の貸出及び返還	70
3. 株券貸借取引契約と取引種別	72
4. 空売り規制の内容	73
(i) 明示・確認義務	
(ii) ネイキッド・ショート・セーリング	
(iii) 価格規制	
(iv) ポジション報告・公表	
(v) 公募増資に係る規制	
(vi) 空売り規制のエンフォースメント	
第 2 節 空売り規制と決済措置	79
1. 空売り規制の現況	79
(i) 空売り取引の市場機能	
(ii) 空売り規制と現況	
(iii) 空売り取引の規模	
2. 空売り規制の経緯と決済措置	87
(i) 空売り規制の経緯と議論	
(ア) 空売り規制の変遷	
(イ) 貸株（株券貸借）市場の整備の議論	
(ウ) 銀行危機と空売り規制の強化	
(エ) 規制緩和の方向性の議論	
(ii) 空売り規制（決済規制・価格規制）	
(ア) 不公正取引と規制強化	
(イ) 決済規制と価格規制	
第 3 節 株券貸借取引の特質と決済株券の供給	99
1. 株券貸借取引の特質	99

(i) 株券貸借取引と権利の帰属	
(ア) 株主の地位	
(イ) 権利の帰属	
(ii) 株券振替制度下の株主名義と実質保有者	
(iii) 株券貸借取引・空売り取引の議決権	
(iv) 信用取引と議決権の所在 (イザベル・幻冬舎事件)	
(v) 株券貸借取引と所得の帰属	
(ア) 株券貸借取引・空売りにおける受取配当の帰属	
(イ) 米国等における所得帰属の議論	
(ウ) 債券貸借取引の課税上の性格	
2. 空売り決済株券の供給.....	124
(i) 空売り株券の決済措置	
(ii) 生命保険会社等が投資する株券 (銘柄)	
(ア) 政策投資銘柄と純投資銘柄	
(イ) 政策投資銘柄における株主名義	
(iii) 年金基金等が投資する株券 (銘柄)	
(iv) 個人投資家からの株券借入 (貸株サービス)	
第4節 空売り規制と情報開示	129
1. 空売り取引と信用取引の規制関係	129
(i) 空売り規制と制度信用・貸借取引の制限措置の関係	
(ii) 空売り比率と信用売り残高の変化	
(iii) 信用売り残高と保証金規制の緩和	
2. MSCB発行と空売り取引・株券貸借取引.....	133
(i) MSCB発行スキームと空売り取引	
(ii) MSCBと空売り取引による複合的な不透明性と規制	
(iii) MSCBに対する規制と株券貸借取引	
3. 高頻度売買取引 (HFT) と空売り規制	144
(i) HFTの状況	
(ii) HFTと空売り規制	

4. 空売り規制と取引情報の展開	151
(i) 空売り取引の情報透明性の議論	
(ii) 空売り取引の取引報告・公表	
(iii) 空売り取引と株券貸借取引の情報開示	
(ア) 空売り取引と大量保有報告書の関係	
(イ) 米国の大量保有報告書制度と保有者の概念	
(ウ) 空売り主体（投資者）にかかる情報	
(エ) 空売り取引情報の匿名性・透明性	
第5節 小括	163

第3章 株券貸借取引と担保金規制	164
第1節 株券貸借取引の取引保全	164
1. 株券貸借取引の債務不履行リスク	
(i) 担保に関する定め	
(ii) 債務不履行リスクと契約解除条項	
(iii) 一括清算条項	
(iv) 消費貸借取引契約と一括清算条項の論点	
(ア) 東京高裁平成22年10月27日判決	
(イ) 一括清算条項の論点	
2. 米国マージン（証拠金）取引とレポ取引	173
(i) マージン取引とレポ取引の規制	
(ii) バイラテラル・レポとトライパーティー・レポ	
(iii) マージン取引とマクロプルーデンス規制	
第2節 株券貸借取引と担保金規制の論点	180
1. 株券貸借取引と担保金規制	180
(i) 委託保証金規制と株券貸借取引	
(ii) 信用取引本担保の法的性質	
(iii) 委託保証金の法的性質を巡る議論	
(ア) 委託保証金の法的性質	
(イ) 委託保証金代用有価証券の法的性質	
(ウ) 委託保証金を巡る判例	
① 最高裁 昭和40年4月22日判決	
② 最高裁 昭和62年4月2日判決	
(iv) 振替株券と委託保証金代用有価証券	
(ア) 株式等振替法制定以前（保振法）	
(イ) 株式等振替法の適用（株券電子化・振替制度）	
(ウ) 振替制度の課題	
(エ) 振替制度下の担保の取扱い	
(v) 貸株/レンディング市場整備の議論	

2. 規制アービトラージと有担保規制	197
(i) 株券貸借取引と信用取引の規制アービトラージ	
(ii) 有担保化規制の検討	
3. 取引参加者別の担保金規制の検討	201
(i) 投資家属性による区分	
(ii) 投資家区分による規制柔構造化の議論	
(ア) 金融審議会「中間整理（第1次）」報告	
(イ) 「ホールセール・リーテイルに関するWG レポート」	
(iii) パターン・デイトレーダーと担保金規制	
(iv) 規制柔構造化と規制設計	
(v) プロ・アマ区分規制	
(vi) 区分の境界線	
(vii) 担保金規制の区分適用	
 第3節 小括	 220

第 4 章	株券貸借取引と分別管理・顧客分別金	221
第 1 節	株券貸借取引と分別管理・顧客分別金の概要	221
1.	株券貸借取引と分別管理・顧客分別金	
	(i) 分別管理	
	(ii) 顧客分別金と顧客分別金信託	
	(iii) 信用取引と分別管理	
	(ア) 信用取引の法形式と分別管理	
	(イ) 信用取引における分別管理と適用除外	
	(iv) 株券貸借取引の法形式と分別管理・顧客分別金	
	(ア) 貸株サービスと担保金	
	(イ) 運用預かり問題	
	① 旧山一証券危機と運用預かり	
	② 運用預かりと証券業者の開業規制	
2.	分別管理と投資者保護基金	234
	(i) 投資者保護基金制度の概要	
	(ii) 投資者保護基金の補償対象と分別管理	
	(iii) 投資者保護基金等の補償の対象についての判例	
	(ア) 最高裁平成 18 年 7 月 13 日判決 (南証券事件)	
	(イ) 最高裁平成 19 年 7 月 19 日判決 (アイコム事件)	
	(ウ) 2 つの最高裁判決からの考察	
	(iv) 分別管理と投資者保護基金制度	
	(v) 米国マージン取引の顧客保護規制	
	(vi) 米国証券投資者保護法 (SIPA) における補償	
	(vii) IOSCO 顧客資産保護への提言	
第 2 節	株券貸借取引と顧客分別金・分別管理の論点	251
1.	株券貸借取引のリスクと説明	251
	(i) 貸株サービスについてのリスク説明	
	(ii) 取引の説明責任と判例	

(ア) 最高裁平成 17 年 7 月 14 日判決	
(イ) 最高裁平成 25 年 3 月 7 日判決	
(ウ) 説明責任の所在の議論	
(iii) インターネット取引の説明	
(ア) 大阪高裁平成 23 年 9 月 23 日判決	
(イ) インターネット取引における自主規制のあり方報告書	
2. 顧客分別金信託のプロ・アマ規制区分	261
(i) 株券貸借取引と顧客分別金信託	
(ii) プロ・アマ区分	
(iii) 顧客分別金信託と投資者保護基金制度	
第 3 節 小括	265

終章 株券貸借取引規制の課題と展望	266
1. まとめ	266
2. 株券貸借取引規制の将来展望	268

序 章 はじめに

1. 研究の目的（問題意識）

株券貸借取引（わが国においては、あるいは「貸株」もしくは「株レポ」と呼ばれる取引）は、空売り取引の決済に必要な株券の貸付を通じて流通市場（株式市場）に流動性を供給し、株式市場の本質的な役割とされる取引の厚み（売買機会・価格発見機能の向上）をもたらす有用な仕組みと評価される一方で、株式相場売り崩しの元凶ともされる空売り取引とは表裏一体の取引であり、“よくわからない・怪しい”取引、そして取引の情報が欠如した取引実態が不透明な取引との見方があることも事実である。また、この取引は担保株券の利用・再利用を重ねることで効率的な現金担保金の調達を可能とするが、過剰なレバレッジに繋がるとの指摘もある。

株券貸借取引の法的な性質は消費貸借契約もしくは所有権が移転される担保取引契約とされ、取引のルールはわが国では、主に機関投資家等のプロ取引者間の取引の市場慣行をベースに作られており、金融商品取引法等の法令による規制はかけられていない。また、この取引には多様な参加者が参加しており、プロ間の取引だけでなく、わが国では個人投資家等のアマチュア取引者（以下、「アマ取引者」という。）が証券業者に株券を貸し付けて運用益を得る貸株サービスと呼ばれる取引が広範に行われていることも事実である。消費貸借契約では貸借対象株券の所有権が移転されることから、取引の相手方リスクが顕在化した場合でも、取引者保護の対象外の取引とされている。

本論文では、様々な規制背景、属性をもつ取引者が参加するこの株券貸借取引に関する空売り決済との関係と取引情報の展開、担保金規制と顧客分別金（分別管理）にかかる課題について、広く取引情報の展開のあり方、そして特にアマ取引者の保護の視点を踏まえた取引ルールについて検討する。この検討においては、株券貸借取引がもつ多様な取引ニーズにある有用性と脆弱性への対応、取引の現況・実務と規制の整合、取引の規模や規制コストを含め、アマ取引者の保護に資する、そして予測可能性を持ちえる信頼できる取引環境を構築することで、取引の活性化を促すことができれば、と考えた。

このような有価証券を貸借する取引としては、株券を含め債券・証券化商品等を対象に取引が行われている。特に、わが国では、主に国債を対象として現金を担保とする貸借取引は、現金担保付債券貸借取引（いわゆる債券レポ）と呼ばれ、日本銀行

のオペレーション対象となるなど、証券金融取引において重要なポジションを占めていることは認識している。しかしながら、本論文では、“株券”の貸借取引に焦点をあて、アマ取引者（顧客）保護のための取引ルールの在り方を考察することとした。

2. 本論文の構成

本論文は、以下の4章で構成する。

まず、

第1章（株券貸借取引の概要）においては、株式市場における株券貸借取引の役割とその成立経緯を述べる。さらに取引の実態、取引参加者等の実務の概要を説明したうえで、株券貸借取引にかかる論点を明らかにする。

第2章（空売り取引）では、株券貸借取引が担う空売り取引の決済機能とこれらの取引にかかる情報の明示・展開にかかる課題について、2つの取引の関係を整理し、空売り規制の議論と実務、取引の透明性と匿名性の均衡の文脈から検討する。

第3章（担保金規制）では、株券貸借取引の有用性と効率性を確保するための担保金（ヘアカット率）規制にかかる課題について、多様な取引主体（プロとアマ）が参加する取引となってきた現状を踏まえ、アマ取引者保護の視点から、これら主体の属性・投資行動等に着目して論じる。

第4章（分別管理・顧客分別金）では、前章同様、株券貸借取引の有用性と効率性を確保しつつ、アマ取引者の保護にかかる分別管理義務・顧客分別金・投資者保護基金の在り方について議論する。

株券貸借取引は公衆性の高い株式市場と深くリンクする取引であり、この取引にかかる情報展開、多様な取引参加者の問題を含めた様々な課題について整理する必要があると考えた。この問題意識の背景には、筆者が長年業務として株券貸借取引そしてこれと類似した機能を持つ信用取引に関わってきたところに原点があり、ゆえに、この取引が持つ多様性由来する課題と情報の展開にかかる課題の検討を通し、取引の有用性確保とアマ取引者保護の均衡を踏まえた取引ルールの在り方について、筆者の考えを示したいと考えた。

第1章 株券貸借取引の概要と論点

第1節 わが国の株券貸借取引の概要

1. 証券市場における株券貸借取引の役割

最初に株券貸借取引の、株式の流通市場や資金の調達市場における役割について若干の説明をしたい。株券貸借取引に期待される第一の役割としては、株式の取引所流通市場（以下、「株式市場¹」という。）における流動性の向上・供給をもたらす方法・手法の一つであるとされる。

現代社会の経済活動における中心的な存在である株式会社では、株主と呼ばれる株式会社の社員（出資者）が、会社の事業に必要な資金を出資し、株式会社はこの資金をもとに行う事業から得られた収益を出資者に分配する。分配を受ける出資者の権利は株式と呼ばれ、事業への投資を表章する金融商品として資本市場で取引される²。また、株主の投下資本の回収は、原則として株式の譲渡による³ものとされる。この資金調達と回収の仕組みが円滑に実現するためには、これら株式を表章する有価証券である株券をいつでも合理的な価格で売却し、換金することが可能となる株式市場（セカンダリー・マーケット）へ株式を上場して、多様な価値観をもつ投資家がまた合理的な価格で買付けることにより可能となる。これが株式売買の場としての株式市場⁴の存在が不可欠とされる所以である。

株券等有価証券の流通・売買市場等を規律する金融商品取引法は、その目的を示す同法1条後段において「……有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、資本市場の機能の十分な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り……」と明示している。すなわち、有価証券の流通市場の目的とその役割とは、有価証券等の取引を公正にして、その売買等の流通を円滑にし、その公正な価

¹ 本論文では、金融商品取引所に上場する株券等の流通・売買市場（いわゆるセカンダリー・マーケット）を、「株式市場」という。

² 大垣尚司『金融と法』有斐閣（2010）37頁。

³ 神田秀樹『会社法（12版）』弘文堂（2010）8頁。

⁴ 株式市場と株式会社の関係について、山本昌弘『株とは何か』講談社選書メチエ（2011）32頁では「資本市場は金融商品としての株式が取引される場であるのみならず、上場企業そのものが取引される市場でもある。市場経済において自由に売買が可能な最も大きな商品、それこそが株式会社なのである。」と説明している。

格の形成を図ることであることを明確にしている。

こうした有価証券の流通市場（株式市場）の本来的な役割・機能は価格発見機能⁵（有価証券の）公正な価格の形成 - であると言われている。

株券貸借取引は、空売り取引における決済を裏付ける機能を担い、株式市場の機能面から見れば、様々な投資家等が所有する株券が、株券貸借取引のマーケット（以下、「貸株/レンディング市場（SBL Market⁶）」を通じて貸し出されることによって株式市場に流動性（株式市場の本来的意義）を供給することから、価格発見機能の向上を補完する取引といえよう。こうした空売り取引と表裏の取引である株券貸借取引は、株式市場の売買取引に、いわゆる“厚み（売買機会の増加・価格発見機能の向上）”をもたらすと同時に、機関投資家・ファンドそして証券業者等の取引参加者には資金調達の便益と収益機会を与える取引であるとされている。一方で、この取引には、相場を“不当に売り崩す”空売り株券の供給源になるとの根強い批判的な見方があることも確かである。また、株券貸借取引は、従前より、機関投資家や証券業者等の、いわゆるプロ間での取引が主流であり、こうしたプロの間で定着した市場（業界）の取引慣行に則ったルールのもと、法令による規制のない取引である。なお、プロ間の取引において取引が活発な上場会社が発行する株券（「銘柄」⁷）は、主として“日経 225”構成銘柄等の流動性の高い、いわゆるブルーチップ⁸銘柄であり、これ以外の銘柄、特にマザーズ市場等の新興市場の銘柄 - 流動性の供給がより求められる銘柄 - の多くはこの取引で取り扱われていない。

近年、いわゆるプロ間の取引であるこの株券貸借取引でも証券業者が、個人投資家を中心とする証券業者等プロ以外の証券市場へのアクセス機会の少ないアマ取引者（アマ取引者の定義（プロとの区分等）は、第 3 章⁹にて議論する。）に提供する「貸株サービス」と称される取引が行われるようになってきた。この貸株サービスは、アマ取引者が証券業者に対して無担保で株券を貸し出す取引であり、アマ取引者にとっては、取引先である証券業者が破綻した場合には、その保護の仕組みのない取引である。

⁵ 倉澤資成「株式市場を考える視点」 日本証券経済研究所 証券レビュー 第 52 巻 1 号 (2012) 57 頁。

⁶ SBL Market (Securities Borrowing and Lending Market) .

⁷ 本論文において「銘柄」とは、証券業者等を通じて証券取引所等において売買取引の対象となる会社が発行する株券の名称をいう。

⁸ 本論文において「ブルーチップ」とは、企業規模、財務内容、収益力等からみて、優良企業とされる会社が発行する株券をいう。

⁹ 第 3 章 第 2 節 3. 「取引参加者別の担保金規制の検討」 参照。

また、株券貸借取引の役割として、資金取引市場において株券の保有者・運用者等に資金調達の手段を提供する「株レポ」とも呼称される取引がある。株レポには資金調達機能、いわゆるファイナンス機能を株券の保有者・運用者等（貸し手）に提供する役割があり、その効率性と取引参加者に対する担保機能、そして取引者がアマ取引者の場合にはその保護を考える必要があると思われる。

こうした金融証券市場に対する諸規制の整備を考える場合の根源的な視点について、大垣尚司教授は「高い流通性の確保を軸に据える必要がある」として「投資家保護が重要であることは言を俟たないが、それ自体が自己目的なのではなく、高い流通性を確保して市場に本来の機能を発揮させるためには市場に対する投資家の信頼を確立することが不可欠だからこそ、厳格な行為規制や開示規制を課すのである。」¹⁰と述べられている¹¹。さらに、この議論では、「経済主体のインセンティブを勘案した「取引環境整備」のためのルールを設けることにより、情報力、交渉力、判断能力における劣位者さえもより望ましい結果を享受しうるような制度作りを目指すべきではなかろうか。」¹²との視点も念頭に置く必要があるものと思われる。

また、株券貸借取引は、国際的には、規制の対象から外れた銀行以外の金融機関が行う取引として、G20により組織された金融安定化理事会（FSB）からは、シャドールバンキング¹³・システムの一つとして、取引規制についての問題提起がされている。

¹⁰ 大垣尚司（2010）・前掲注（2）82頁参照。

¹¹ また、日本銀行「金融取引における公正（fairness）の概念」（日本銀行 金融研究 第18巻第5号（1999））56頁では、金融取引の特徴である情報の不確実性・非対称性、取引の複雑性・反復性とグローバル性を述べたうえで、取引ルールの明確化による①取引当事者の予測可能性の向上、②取引コストの軽減、③国際競争への対応、を指摘している。

¹² 日本銀行「金融取引における公正（fairness）の概念」（1999）・前掲注（11）54頁では、公正の概念について「法哲学における「公正（fairness）」の概念の基礎にあるのは、「平等」を重視する考え方であり、実定法上の「公正」の概念は、当事者（株主あるいは投資家）の合理的な期待を保護することにある（4頁）。」とされる。この概念を金融取引において整理すると、「①法学における「機会の平等」に類似する概念である「取引環境整備」と、②法学における「結果の平等」に類似する概念である「弱者保護」とに類型化する整理がある（52頁）。」と説明されている。貸株サービスを上記の考え方に当てはめれば、情報強者である証券業者と情報弱者とされるアマ取引者の間の取引でもある。

¹³ FSBから2011年に公表された「シャドールバンキング問題の焦点」（FSB、“*Shadow Banking : Scoping the Issue – A Background Note of the Financial Stability Board*”（12 April 2011））では、株券貸借取引をシャドールバンキング・システムという通常の銀行システムの枠外にあるエンティティ（主体）・活動を含む信用仲介システムとして、こ

2. 株券貸借取引の成立経緯と信用取引

日本における株券貸借取引の現状を概観する前提として、株券貸借取引とほぼ同様の経済的効用をもつ取引形態である「信用取引」制度の導入経緯とこの制度の変遷、そして法形式を確認する。

信用取引の導入経緯としては、第二次世界大戦前の日本の株式市場における取引の中心であった先物取引の類型である清算取引制度の存在、終戦後のGHQによる先物取引の禁止、そしてこの清算取引復活への声から導かれたものであった。清算取引制度とは、売買取引の売り方は買い方に売付代金を支払うことを猶予（買い方は売り方に株式を引き渡すことを猶予）して、お互いに信用を与え合い、これを決められた一定の期日までに反対売買して相殺する取引¹⁴とされている。当時の清算取引には長期と短期の清算取引¹⁵が行われていた。特に投機取引としては、資金・株券の利用を極力回避することができる短期清算取引が活発に行われていた。

第二次世界大戦後、株式市場再開への市場関係者の強い要望にも関わらず、GHQは取引所の再開を認めず、自然発生的に集団取引（店頭取引）の形で取引が行われていた。当時の資金供給はインフレ抑制・経済再建が主眼とされ、その供給は厳しく規制され、特に、この集団取引の投機資金への供給は極力排除されていた。

の取引にかかる問題が提起されている。

〈http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_110412a.pdf〉

¹⁴ 河本一郎＝大武泰南『金融商品取引法読本』有斐閣（2008）327頁参照。

¹⁵ この清算取引について「当時の清算取引としては、長期清算取引と短期清算取引があった。長期清算取引は、将来の一定日を受渡履行日と定めて売買を行なう取引であるが、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の必要でなく、差金の授受のみで決済を行なうことができる売買取引である。……一方、短期清算取引は、原則として、売買当日が受渡決済日となっているが、受渡しを希望しない向きは、一定の繰延料を支払って1カ月間受渡しの繰延べを行なうことが認められる売買取引である。繰延べ期間中に転売買戻しを行えば差金の授受によって受渡し決済を了することができる。……短期清算取引は、実質的には繰延べ取引であるが、長期清算取引と形式的には異なって、毎日当事者が任意に繰延べを行なう……。以上のように、戦前の投機取引は、実物取引と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建前にして、資金と株式を極力回避する制度を採り入れ、相互信用が実質的に対等しないことになる場合についてのみ第三者から信用の供与を受けることになっていた……。〔芳賀昭「戦後わが国における証券投機金融の変遷」有価証券論集第4巻『信用取引論』神戸大学経営学部 有価証券研究センター編 千倉書房（1968）71頁〕との説明がされている。

その後、GHQ からは、株式市場再開のための 3 原則¹⁶が提示され、1949 年 5 月に取引所市場の再開が認められたが、清算取引については投機性が高い取引であるとして禁止¹⁷されることとなった。このため取引所市場における売買取引は実物のみに限定され、取引所市場の流動性不足は否めなかった。加えて、戦後の国内経済の深刻さもあり、取引所市場は極度の不振に陥っていた。こうした市場の不振に対し「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(り)」¹⁸、「清算取引」制度再開へのニーズは高かった。このため清算取引の禁止条項を回避し、清算取引を実質的に機能代替ができる取引として、1951 年にアメリカのマージン取引 (Margin Transaction—証拠金取引) に範をとった実物取引をベースとする「信用取引」制度が導入された。しかしながら、信用取引には資金的裏付けが必要であったが、信用取引制度開始後も、十分な資金の供給が厳しい状況であり、清算取引の復活への根強い復活要望が続いた。そのため信用取引の担保金方法について現行の日本方式への変更¹⁹がされたと言われている²⁰。

¹⁶ GHQ 3 原則とは、いわゆる「売買仕法 3 原則」と呼ばれるもので、取引所の再開に際し 1949 年 4 月に GHQ 証券担当官から東証理事長等に対し、再開の条件として提示されたものであり、内容としては ①取引の時間順序と記録 ②売買の市場集中 ③先物取引の禁止であった (日本証券金融株式会社編『日本証券金融株式会社 10 年史』(1962) 21 頁)。

¹⁷ この GHQ 3 原則には「先物取引を禁止する項目があり、先物取引つまり清算取引が行えなかったからである (清算取引には、現金現物の裏付けがなく、そのため無限の投機取引が行われる可能性があるからである)。」河本=大武 (2008)・前掲注 (14) 328 頁。

¹⁸ 芳賀昭 (1968)・前掲注 (15) 73 頁。

¹⁹ 導入当初は、米国マージン取引と同様に買付け代金の一部を融資する方法が採られたが、1953 年の証券取引法の改正により、清算取引の方法に類似した、現行の委託保証金担保による買付け代金全てを融資する方法に変更された。

²⁰ アメリカのマージン取引に範をとり、その後日本独自の信用取引の仕組みが作られた背景として、当時の立法担当者は以下のように説明している。「(証券取引の法律制度を作るのにあたり) アメリカのことをずいぶん研究しましたが、……翻訳どおりではうまくいきません……GHQ が『うん』と言わなければならないことから。当時の証取法は今と違って、『信用を供与する額は大蔵大臣が定める額を超えてはならない。その額は百分の五以内』というふうに書いてある。……四五%頭金を出すというのは大変なことで……こちらの当時の常識は 30%位が普通でした。その時に 45%の頭金を出さなければいけない。といって当時の司令部は (信用供与そのものを) 認めませんでしたから、結局 GHQ がいなくなって日本が独立した後、(昭和) 28 年 (1953 年) の法律改正で『30%以上』というふうに変更、信用供与の規制というアメリカの証券取引法の規定では日本人にはわかりにくいので、逆に引っ繰り返して委託保証金の規制とし、大蔵大臣が決めた額の委託保証金を出さなければならない。それは取引額の 30%以上で決める、というように改めた」(小林鎮夫「小林鎮夫氏証券史談」日本証券経済研究所編『戦後証券史を

この清算取引と信用取引の違いとしては、清算取引が売り方・買い方が互いに決済を猶予することで信用を供与しあう取引であるのに対し、信用取引では、売買取引において売り方・買い方の間では信用を供与することは行わず、すべて決済日において売付株券、買付代金を相手方に引渡を行う（現実に受渡決済を実行する）と説明される。この信用取引では清算取引のように売り方・買い方の間には貸借関係は生じることなく、受渡決済の段階において互いの売り方の売買代金と買い方の担保株券とを利用しあう（食い合い）取引である。すなわち信用取引は現実に受渡決済が行われる点において現物の売買取引であり、受渡決済を猶予する先物取引の一種ともされる清算取引ではないことから、GHQの先物取引禁止の条件を回避できるものであった。

こうした現実に受渡決済を実行するには、売り方は売付株券を、買い方は買付代金を証券業者から借りることによって受渡決済を行うこととなることから、売り買いの顧客と証券業者の間には、反対売買等による決済（手仕舞・現引き・現渡し）までの間、貸借関係が残ることになる。信用取引は「要するに、売買関係と貸借関係が分離した形」²¹の取引とされる。こうして顧客は証券業者との貸借関係により売買取引の売付株券・買付代金を調達し、現金・現物による受渡決済を行うことで、「建前の上では現物決済としながら、現物は融資または貸株でまかない —いわゆる仮需給の導入—、顧客にとっては清算取引とほぼ同じような効果がある信用取引」²²が実施されることとなった。

実態として、日本において貸株として供給される株券は、信用取引の制度²³により供給されるものがほとんどであった。戦後そして高度経済成長期を経て、日本の上場企業の多くは株式を相互に持合っていたことから、現実に流通に回る株式量は限定されていた。このため貸株に供給される株数は少なく、貸株のほとんどはこの信用取引の制度における“食い合い”から供給される「信用売り」によるもの²⁴であった。

語る』（1984）261頁）。

²¹ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）327頁。

²² 河本＝大武（2008）・前掲注（14）328頁。

²³ 「信用取引制度が始まった当初（1951）、日本では十分な流動性を供給できる金融・貸株市場も存在していなかったことから、信用取引供給に伴う証券業者への資金・株券の供給源は、金融商品取引法 第156条の24（現行）による免許を受けた証券金融会社の「（制度）貸借取引」に拠っていた。」（日本証券経済研究所編『図説 日本の証券市場 2010年版』〔金子晶宗〕日本証券経済研究所（2010）64頁）。

²⁴ 1976年 大蔵省（当時）は証券金融会社に対し、遠隔地間売買取引等の受渡しに伴い必要となる株券にかかる有価証券貸付業務を兼業として認可し、限定的な「貸株」は行われていた。

この信用取引にかかる法令上の規制としては、その委託保証金の額について、現在、金融商品取引法 161 条の 2（信用取引等における金銭の預託）による規制—委託保証金規制がかけられている。同条第 1 項では「金融商品取引業者は、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有価証券の売買その他の取引の公正を確保することを考慮して定める率を乗じた額を下らない額の金銭の預託を受けなければならない。」として、同条に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令（以下、「保証金府令」という）にその定める率および最低限度額の定めが置かれている。

信用取引等による顧客への信用を供与について、保証金府令では「顧客からその取引にかかる有価証券の時価に内閣総理大臣が 100 分の 30 を下らない範囲で定める率を乗じた額（ただし、最低限度額 30 万円）を下らない額の金銭の預託を受けなければならない」と規定（保証金府令 2 条、3 条）²⁵している。

すなわち信用取引では、取引の量を拡大できる幅（レバレッジ）として、顧客が用意する金銭（委託保証金額）が現金の場合、約 3.3 倍（ $=1/0.3$ ）までとするレバレッジ規制がかけられていることになり、委託保証金代用有価証券を利用する場合には当該有価証券の時価額の約 2.6 倍（ $=1/(0.3/0.8)$ ）までの取引を行うことが可能である。

この制度の創設当時の日本においては、信用取引に必要な資金の調達を行う金融市場も、必要な株券の調達を行う株券貸借取引（貸株/レンディング）市場も未発達であった。そのため、信用取引に伴う受渡資金と受渡株券を取引所もの決済機構を通じて証券業者に貸付けるため（金融商品取引法 156 条の 24 第 1 項後段）、証券取引法（現行の金融商品取引法）に定める免許業務として証券金融会社が行う貸借取引制度（以下「制度貸借」という。）が生まれた。戦後すぐの時期においては、証券市場では安定的な資金供給が欠如していたことから証券業者は顧客に信用供与するのに必要な資金、受渡し決済に必要な株券の相当な分を制度貸借により証券金融会社からの借り入れることで、信用取引が運営されていた。

上述したように、日本における「貸株」のほとんどは、信用取引における「信用売り」によるものであり、主に個人投資家が投資ツールとして利用されてきた。この現物市場における信用取引による仮需給の挿入に対する評価としては、「信用取引の構造は大変入り組んでいる。これは現物取引を建前としながら、金融商品市場に仮需給を入れよう

²⁵ 金融商品取引法 161 条の 2 第 2 項では「前項の金銭は、有価証券をもって充てることができる。」と規定され、顧客の信用取引について証券業者が預託を受ける委託保証金の有価証券をもって代用（委託保証金代用有価証券）される場合の代用価格は、株券については 100 分の 80 を乗じた額を超えない額（保証金府令 6 条）とされている。

というところに大きな理由がある。要するに、現物取引と仮需給の導入とは本来ならば別にした方がよいのに、無理に一緒にしたためである。それが悪いというわけではないが、このためにその理論構成に無理が生じてき「た」……」²⁶との意見がある。

さらにこの日本の信用取引に対しては「海外貸株市場等の拡大は、信用取引制度の限界を示している……信用取引にこだわらず、貸株市場の健全な発展の真剣な検討が望まれる。多様な貸株需要を信用取引の枠内に閉じ込める発想は避けるべきである」²⁷とその株式市場への株券供給のしくみとしての株券貸借取引の拡大への期待があり、信用取引による仮需給の挿入とは別の法形式・実務により、株式市場に流動性を供給する仕組みとしての貸株/レンディング市場の整備が求められていた。

このため、1997年6月証券取引審議会²⁸からは『証券市場の総合的改革－豊かで多様な21世紀の実現のために－』が公表²⁹され、日本の「信用取引（信用売り）」制度の枠組みに納まらない貸株ニーズ³⁰に対応するため、報告書では株式売買市場の整備の一環として「貸株/レンディング市場の整備」が提言された。

この提言を受けて、従来の個人顧客の取引を中心とする「信用取引」制度に加え、この制度の枠外での株券貸借取引は、証券業者³¹等の付随業務として証券取引法（当時）に明記³²された。株券貸借取引の実務的な取扱いルール³³としては、規制当局および証券業界等で構成された「貸株市場整備に向けた研究会」における議論を踏まえ、日本証券業協会が「株券等の貸借取引の取扱いに関する規則（制定1998年）」を定めた。この規則によって、日本における株券貸借取引は市場（慣行）ルール・ベースで本格的に実施されることとなった。日本における株券貸借取引は、この規則の内容等を受けて日本

²⁶ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）363頁。

²⁷ 小林譲治「信用取引と貸株市場」青山経済論集 Vol.45.No.3（1993）93頁。

²⁸ 大蔵大臣の諮問機関。

²⁹ 証券取引審議会「証券市場の総合的改革－豊かで多様な21世紀の実現のために－」大蔵省証券局（1997.6）参照。

³⁰ このニーズの多様化の事例として同報告書では「証券会社における顧客の大口注文に対処させるための大量の借株ニーズへの対応」、「機関投資家等が行う裁定取引やバスケット取引にかかる借株ニーズへの対応」等が挙げられていた。

³¹ 旧証券取引法での「証券会社」は、この証券取引法を改正した金融商品取引法は、同法第28条において第一種金融商品取引業者となった。本稿では米国におけるそれを含め特に文脈上の支障がない限り「証券業者」と表記し、また、金融商品取引法第5章における金融商品取引所も同様に「取引所」と表記する。

³² 現行は金融商品取引法35条1項1号に定める第1種証券金融業者の付随業務。

³³ 植月貢『貸株市場入門』東洋経済新報社（2005）37頁参照。

証券業協会が契約の「ひな型」として公表した「株券貸借取引に関する基本契約書」（以下「契約ひな型」という。）をベースに、従来の個人取引を中心とする信用取引制度に加え、この取引とは離れた機関投資家、ファンド、証券業者間等における株券貸借取引が本格的に実施されることとなった。

3. 米国マージン取引とグローバル・レンディングの概要

(i) 米国マージン取引と貸株/レンディング市場の沿革

日本の信用取引が範とした米国のマージン取引は、1934年証券取引所法（The Exchange Law -1934）³⁴において、投機資金の抑制を目的としてマージン（証拠金）取引にかかる規制が導入されている。このマージン取引は、上記の証券取引所法 第7条、8条と、これを受けたFRB証拠金規則（Regulation T/U/X）によって規制されている。このうち米国の株券貸借取引は、顧客が証券業者から信用供与を受けて行う売買取引にかかる規制である Regulation T と証券業者・銀行等が行う有価証券の購入・保有を目的とする資金の貸付・借入についての信用供与にかかる規制である Regulation U によって規制されている。

米国における株券貸借取引の歴史は「米国の貸株（レンディング）市場は、企業のヘッジニーズに対応するため、1970年代には既に取引が始まっており、歴史・規模ともに世界最大の市場である。その後、年金基金などの機関投資家が株券貸借取引に積極的であったことから市場は拡大し続け、欧州やアジアの市場と異なり、慢性的に供給過多状態である。」³⁵とされている。1960年代には、受渡不履行や空売りをサポートするバックオフィスの業務として株券レンディングが行われていた³⁶とされている。

一方で、米国では、1926年に株券貸借取引にかかる印紙税負担に関する最高裁判所判決³⁷が出され、また、1933年の暗黒の木曜日における「空売り」にかかる決済の状況

³⁴ 1934年証券取引所法（The Exchange Law -1934）＝現 15USC § 78G－Margin Requirements.

³⁵ 日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場』（2010）292頁。

³⁶ 三木まり「機関投資家と株券貸借取引」日本証券経済研究所 証研レポート No.1612（2002）11頁。

³⁷ Provost v. US, 269 U.S.443 (1926) の判決では、争点となった貸株（株券貸借）取引が空売りの受渡しのための旨の記述がされている。

³⁸と、その後の規制整備等の関係³⁹から考えると、米国における株券貸借取引、特に個別の株式を対象とした取引は、現在、日本で認識されている 1960 年代・1970 年代よりも相当早く、少なくとも 1910 年代には広範囲に行われていたものと考えられる。

この 1960 年代から 1970 年代にかけて拡張の兆しをみせていた米国の株券貸借取引は、1981 年に ERISA 法⁴⁰が改正されたことを契機に、一層の取引拡大がされることとなった。この ERISA 法改正により、米国における最大の株券保有者（機関投資家）である年金基金からの貸出しが可能となり、株券貸借取引にまわる株券の供給量が劇的に増加した⁴¹ことである。さらに、この法令改正やこれを受けた規制の緩和により、実務的には、1998 年に SIFMA 標準契約書が整備・公表されたことで、株券レポ取引（GC 取引）を含む株券貸借取引の市場は、さらに巨大化することとなった。

（ii）米国のマージン取引の取引実務

米国のマージン取引の実務としては、顧客は証券業者において開設した証拠金勘定口座を通じて信用供与を受ける。当該証拠金勘定口座における証拠金所要額を計算は、「顧客の持ち分（Equity = 勘定口座上で保有される証券建て玉の時価 + 顧客に帰属する現金額（貸方残高） - 顧客の負債となる現金額（借方残高）」を基準に、各証券業者が規制に適合する証拠金率（当初証拠金率 50%）を適用して行われている。また、証券業者の顧客に対する信用供与期間には定めはなく、さらに、証券業者が顧客から徴収する金利はブローカーズローンの金利状況や金融情勢によって、貸株料は株券の需給状態によって相対で取り決めている。

最近の米国における株券貸借取引の取引形態としては、オンデマンド（個別銘柄）方式やエクスクルーシブ（複数銘柄）方式などの取引形態に加え、資金の運用・調達を目的とした Equity Repo（株レポ取引）が取引の主流⁴²と言われている。

オンデマンド（個別銘柄）方式・エクスクルーシブ（複数銘柄）方式と呼ばれる取引

³⁸ 当時の米国の株式市場では、株券の空売りは現物による決済が前提とされていた。

³⁹ 米国における Short Selling の根拠規則である FRB 証拠金規制（Regulation T）の当初制定は 1933 年に行われ、証券取引所法（The Exchange Act）制定は 1934 年であった。

⁴⁰ Employee Retirement Income Security Act of 1974（従業員退職所得保障法）。

⁴¹ 三木まり（2002）・前掲注（36）12 頁。

⁴² 日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場』（2010）・前掲注（35）292 頁参照。

形態は、日本における個別の銘柄の貸し借りをを行う株券貸借取引（SC 取引）に相当する取引であり、Equity Repo と呼ばれる取引形態は、日本のそれと同様に資金の運用・調達を目的とした株券レポ取引（GC 取引）に相当する取引である。

オンデマンド方式などの個別銘柄取引のニーズとしては、企業のヘッジニーズへの対応や、いわゆる「Short Sell（空売り）」のための売却株券の“源泉”としてのものであり、すなわち、借入ニーズがある証券業者が他の証券業者や機関投資家から当該個別銘柄を調達するために行う株券貸借取引⁴³である。

エクスクルーシブ方式のニーズとしては、複数銘柄を合成（バスケット化）して、株価指数のトラッキングとの差異を計算し、当該バスケットと当該指数とのトラッキングエラーを利用した裁定取引や保有する株式の価格変動をカバーするためのヘッジ取引などであるといわれているが、実態的な取引形態としては複数の銘柄を指定した株券貸借取引の集合体であり、個別株券貸借取引（SC 取引）の一形態として分類できるものとする。そのうえに、資金取引的な株券レポ取引も株券貸借取引として、借入者保護のための証拠金規制⁴⁴にかかる規定⁴⁵適用されている。この規制がブローカーの資金調達にかかる大きな法的障害とされていた。

1996 年の証券市場改革法（The National Securities Markets Improvement Act of 1996）が成立し、これを受けた 1997 年の FRB 証拠金規則（Regulation T）における借入者保護のための規制の変更が行われたことで、資金調達を目的としたエクイティ・レポ取引は、誕生した⁴⁶ものである。

実務的には、こうした法令改正を受けて 1998 年 SIFMA⁴⁷の標準契約書が整備・公表されたことで、実際に株券レポ取引が可能となった⁴⁸。当該 SIFMA 標準契約書は、

⁴³ K.M. MORRIS & V.R. MORRIS, GUIDE TO UNDERSTANDING MONEY & INVESTING: THE WALL STREET JOURNAL (2000), at 48 .

⁴⁴ 改正前の Sections 7 and 8 of The Exchange Act では、株券時価相当額以上の証拠金の差入が要求されていたため、実際的に、株券を対象（担保）とした資金調達取引的な取引は行われていなかった。

⁴⁵ DL ラトナー・TL ハーゼン『最新 米国証券取引規制概説』商事法務（2003）158 頁によれば、「証拠金取引規制の基本的な目的は、個人顧客の保護というよりはむしろ、株式市場における投機的取引の制限である」との見方を示している。

⁴⁶ 三木まり（2002）・前掲注（36）12 頁参照。

⁴⁷ SIFMA (Securities Industry and Financial Market Association).

⁴⁸ SIFMA Archived Information Guidance Notes – Annex VIII Transaction in Equity Securities 1 頁以下における説明による。〈<http://www.sifma.org/services/standard-forms-and-documentation/mra,-gmra,-msla-and-msftas/>〉

売買取引の法構成をとる“債券レポ”取引の標準契約書をモデル様式として、これに株券特有の処理が求められる配当金処理等を定める条項を付随させたものであり、これが Equity Repo 契約書のひな型になっている。

ちなみに、米国において有価証券のレポ取引の会計科目は“Security Sold under Repurchase Agreement”と表され、「有価証券の買戻し条件付売却」と訳される。米国においては有価証券、特に債券を対象としたレポ取引について、様々な議論や判決を踏まえた法整備を経て、法形式も会計と同様に「売買」として取扱われている。一方で、債券レポ取引の場合、米国でも日本でも、その取引が持つ経済的な実態とその現実に差はない。しかし、日本の債券レポ取引は、米国とはそもそもの起源・法環境が違い、また、有価証券取引税の存在⁴⁹によるコスト面の負担から、米国の法形式 - 売買 - とは違う法形式 - 消費貸借契約 - をもって発達していったものと考えられる。

(iii) 米国のマージン取引とグローバル・レンディング

世界の株券貸借取引の多くは規制のハードルが低い欧州で活発に行われていた。特にロンドン市場 - City of London は、欧州株式のみならず米国株式他世界中の株式を対象として国境を跨った（クロスボーダー）株券貸借取引（グローバル・レンディング）の中心になっていた。一方、米国ではその法規制の厳しさから敬遠されていたが、証券市場改革法の成立と FRB 証拠金規則（Regulation T）の変更等による法インフラの整備を背景に、資金調達を目的とした Equity Repo が本格的に行われることとなった。

ただし、現在でも、米国株式ほか世界中の株式を対象とする多くのクロスボーダーの株券貸借取引は、取引の基本 BOOK をロンドンに置いて取引が行われている。現行のグローバル・レンディングでは、株券を対象とする取引の多くは ISLA⁵⁰が提供する英国法を準拠法とする契約ひな型 - GMSLA（the Global Master Securities Lending Agreement）⁵¹が使われている。すなわち、ロンドン市場におけるグローバル・レンディングでは、米国法に比べ法規制が少なく（緩く）証券業者・ヘッジファンド等の取引

⁴⁹ 神田秀樹ほか座談会「金商法セミナー（第 15 回）不公正取引」ジュリスト（2011）81 頁 [三井秀範金融庁企業開示課長] 発言。

⁵⁰ ISLA（International Securities Lending Association）は、1989 年に証券貸借業者の団体として英国において設立され、Bank of England が主催しており、現在、100 社以上の業界関係会社等が参加している。

⁵¹ 山本慶子「デリバティブ取引等の一括清算ネットィングを巡る最近の議論」IMES デスカッション・ペーパー日本銀行金融研究所（2013）2 頁 参照。

参加者には使い勝手が良いとされ、また、破綻時の規定も明確とされることから GMSLA が標準的に使われている。

実務としては、例えば、米国の年金基金の保有株券の運用を考えた場合、そもそもの株券の BOOK は米国内にある。この株券を委託運用会社がクロスボーダーでの株券貸借取引として日本の証券業者に貸し付けるとすると、取引の約定の流れは委託運用会社と日本の証券業者の間で成立することとなる。この取引の BOOK の流れとしては、米国の委託運用会社 BOOK から日本の証券業者のロンドン BOOK に記帳されることとなる。すなわち、法的関係（貸借関係）は委託運用会社と日本の証券業者のロンドン支店の中で GMSLA により約定されている。

このように、株券貸借取引は各国でそれぞれ国境を跨って（クロスボーダー）の取引は行われているが、最終的な法的関係—貸借関係—は BOOK があるロンドン市場に集約されているのが実態であるとされる。

米国では、ブローカー業務を営む証券業者の破綻処理については、後述⁵²するように、証券投資者保護法（SIPA : Securities Investor Protection Act.）のもと、リーマン・ブラザーズ証券の破綻処理においては、同証券の一般顧客の資産の口座の多くは他の証券業者に移転され、数日のうちに証券取引を再開することができた。他方、多くのプライム・ブローカレッジ取引⁵³に係る口座については、そのような移転がなされなかった⁵⁴と言われている。リーマン・ブラザーズ証券では、プライム・ブローカレッジ取引で提供される融資や貸株業務は、ロンドンにあるリーマン・ブラザーズ・インターナショナル・ヨーロッパ（LBIE）が行っていた。プライム・ブローカレッジ取引を行う機関投資家等の顧客は、リーマン・ブラザーズ証券だけでなくロンドンの LBIE 等と、顧客がカスタディ口座に有する証券をリーマン・ブラザーズ証券らが証券の買付け等のための担保に利用できること等が規定された契約を結んでいた。こうした口座については、今回の破綻処理においては、担保権の処理等を巡る問題や LBIE の破産手続きとの関係から、他の証券業者への移転がなされなかった口座が少なくなかった⁵⁵との報告がされて

⁵² 第 4 章 第 1 節 2. (vi) 「米国証券投資者保護法における補償」参照。

⁵³ 本章 第 2 節 3. (iii) 「証券業者（プライム ブローカー業務）」参照。

⁵⁴ 森下哲朗「間接保有証券を巡る欧米の状況と日本法の課題」金融法務研究会第一部会報告書「有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権などの金融取引にかかる法的諸問題」（2013.7）42 - 43 頁においては、2010 年 8 月にリーマン・ブラザーズに対する SIPA の下での破綻処理手続管財人が公表した中間レポートより引用している。

⁵⁵ 森下哲朗（2013.7）・前掲注（54）43 頁。

いる。このようなグローバル・レンディングの仕組みは、破綻時処理の困難さだけでなく、米国においても金融監督当局の規制管理の枠外に置かれている。

4. 株券貸借取引の市場規模

(i) わが国の株券貸借取引の現況

わが国における株券貸借取引マーケット（貸株/レンディング）の市場規模については開示情報が乏しかったものの、2002年より日本証券業協会が、その取引高・残高を週末ベースで公表した。ただし、この日本証券業協会の公表数値には転貸・再転貸等による貸借のダブルカウント等のため、株券貸借取引の正確な供給量・供給先等の実勢を捉えることは非常に難しい⁵⁶とされている。

一方、近年では、貸株/レンディング市場の調査会社 Data Explorers 社（現 Mark it 社）⁵⁷も情報の一部を提示していることから、Mark it 社が情報提示した日付（2013 初頭）をベースに差異を比較し、2つのデータを対比から継続的に公表している日本証券業協会の資料をベースに実態的な取引量を推測する。

日本証券業協会の公表資料（2013年3月末、金額ベース）⁵⁸によれば、上場銘柄で

⁵⁶ 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、協会員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、実態のポジション以上に数値上の残高が膨らんでいる可能性を指摘しているとする（宇野淳ほか「日本株貸株（レンディング）市場の実証分析」証券アナリストジャーナル 2009年6月号 24頁）。一方、このデータは、海外ブック（国外の貸し手・借り手との国内株券を対象とした株券貸借取引分）での貸借分が含まれておらず、また、集計対象が証券会社（協会員）のみであり、信託銀行等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正確な捕捉は困難であると言われている。

⁵⁷ Mark it 社（旧 Data Explorers 社を買収）は、Stock-lending の仲介およびマーケットの専門調査会社。

⁵⁸ 日本証券業協会が公表する「株式貸借取引残高（週末）2013年3月26日報告分」実績より筆者が算出。当該データは信用取引制度を伴わない株券貸借取引（相対取引）で、協会員による日本法準拠の貸借契約等により行われた取引の週時データである。

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/datakaiji.html>

ちなみに最近（2014年10月3日-12月30日報告分の週末平均残高（13週平均・上場株式分））では、貸付残高 91,529 億円（内有担保 78,190 億円（85%）、無担保 13,339 億円（15%））、借入残高 80,567 億円（内有担保 56,360 億円（70%）、無担保 24,207 億円（20%））となっており、無担保借入残高が無担保貸付残高に比べ 1 兆円以上多く、これらの部分の太宗は証券業者が個人顧客から借り入れた株券等であるとみて間違いないものと思われる。

は証券業者等の貸付残高 56,218 億円（内有担保 50,647 億円・無担保 5,570 億円）、借入残高 54,138 億円（内有担保 42,509 億円・無担保 11,628 億円）⁵⁹となっている。

つぎに、株券貸借取引（貸株/レンディング）市場における取引高・残高の正確な数値情報を把握することは困難とされるが、Mark it 社はグローバルかつ幅広い貸し手から直接集計しているとされ、潜在的な株券供給量を示している点で、「最も的確に貸株/レンディング市場の動きを示している」⁶⁰とされている。この Mark it 社が示したわが国の株券貸借取引（貸株/レンディング）市場の規模（残高）は、2013. 1 末の推計値として、350 億ドル⁶¹（\$1=100 円、約 35,000 億円）である。時点は若干ずれるが、2013. 3 末の日本証券業協会公表資料の借入残高が 53,000 億円強であることからすると、この公表値の 6~7 割程度が貸株/レンディング市場の実数値と見るべきであろう。

なお、直近の日本証券業協会の公表データによれば、無担保による借入は金額ベースで 2 兆円を超える水準にまで増加しており、無担保取引で比較すれば、借入が貸付を 1 兆円以上超過しており、その多くは証券業者が個人投資家等から借り入れた株券等であると考えられる。

（ii）SC 取引と GC 取引の規模

先に述べたように 2013. 3 末の日本証券業協会が公表した資料によれば、借入残高が 5 兆 6 千億円強であるのに対し、時点は若干ずれるが、Mark it 社が示した日本の貸株/レンディング市場の規模（残高）推計値は、350 億ドル（\$1=100 円の計算で約 3 兆 5 千億円、2013. 1 末）である。

このうち、確実に SC 取引のデータとして集計されるものとして、いわゆる大手ネット証券業者が提供する貸株サービスから供給される株券消費貸借によるものと、年金基金から貸出されるものが大半を占めているとみられる。貸株サービスから供給される株券（金額ベース）⁶²は、大手ネット証券業者（5 社）ベースで 2013 年 3 月末では約 2,800

⁵⁹ 貸付額と借入額とはその金額が大きく違っているが、ダブルカウント要因以外の差額要因としては、「借入額から売却（空売り）分および自己保管分を控除」したものと、「貸付額から自己保有分による貸出分を控除」したものと考えられる。

⁶⁰ 宇野淳ほか（2009）・前掲注（56）24 頁。

⁶¹ Mark it 社が第 10 回パンアジア・セキュリティーズ・レンディング協会年次大会（2013. 3 月 香港 10th PASLA Hong Kong）において提出した資料。

⁶² 大手ネット証券業者 5 社（松井証券・SBI 証券・マネックス証券・カブコム証券・楽天証券）の「業務及び財産の状況に関する説明書（金融商品取引法 46 条の 4 の規定にもとづく公衆縦覧資料）」のからの集計値で、2013 年 3 月末：277,566 百万円、2014 年 3 月

億円、2014年3月末では約3,100億円、2015年3月末では約3,700億円に達している。この他にも大手証券業者が貸株サービスを提供しており、この分⁶³を含めて推計すると貸株サービスによる株券貸借取引の総計は、最近（2015年3月末）では4,000億円から4,500億円程度の水準と推定される。また、上述した最近の日本証券業協会が公表した資料（証券業者の無担保の借入額）からみると、この数字を上回る規模になっていると見て間違いないものと思われる。さらに、年金基金からの株券貸借取引による株券の供給については、資金繰りによる運用は、ほとんどないものと見られている。その規模は、厚生年金基金の株式運用額が2000年初頭では5,300億円程度であり、上限キャップとしては6,000億円程度と推測されることから、2013年3月末の段階では、SC取引の残高総計は1兆円を超える水準ではないかとみられる。

この水準をMark it社が示した日本の貸株/レンディング市場のネット規模（2013.1末：約3兆1千億円）⁶⁴から類推すると、その内訳としては、SC取引が1兆円強、GC取引は2兆円強と考えられる。GC取引のこの水準は、信用取引の買い残高とそれほど変わらない規模⁶⁵とみられ、貸株サービスを通じたアマ取引者の取引規模（推定4,000億円～4,500億円程度）は、SC取引全体の4割以上を占め、看過できない規模と思われる。

末：312,765百万円、2015年3月末：373,503百万円であった。なお、2012年3月末については、同ネット証券業者5社の有価証券報告書からの集計で272,786百万円であった。

⁶³ 大手証券業者も貸株サービスを提供しているが、有価証券報告書における有価証券消費貸借にかかる開示データには、債券の貸借取引が多く含まれていることから、株券にかかる消費貸借取引の数値は概数でも取得は難しい。

⁶⁴ Mark it社にデータの一部を提示している証券業者・大手ファンド等からの推測値による市場規模数値とみられる。

⁶⁵ 信用取引の対象銘柄数と残高（東証 2014年末）は以下のとおり
（対象銘柄数）

上場銘柄数 3,459 に対し、制度信用銘柄 3,459・貸借銘柄 1,947
（内 市場1・2部 2,407 に対し、制度信用銘柄 2,404・貸借銘柄 1,775）
（内 マザーズ等 1,052 に対し、制度信用銘柄 1,052・貸借銘柄 172）

（残高：億円）

信用買い残高 29,648（内 制度信用 24,014、一般信用 5,634）
信用売り残高 6,090（内 制度信用 4,620、一般信用 1,469）

<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/margin/06.html>

(iii) 世界の株券貸借取引市場の規模

上述したように、わが国の貸株/レンディング市場の実勢が、概ね 3 兆 5 千億円強 (2013. 1 末 推計) の規模であるのに比して、米国のそれは、2010 年の報道記事⁶⁶によれば、貸出実行額ベースでは 1.9 兆ドル (約 190 兆円) 規模⁶⁷と報じられている。また、先ほどの Mark it 社のマーケット・データによれば、2011 年 3 月推定で、米国での貸株可能額ベースで 7 兆ドル (約 700 兆円) であり、貸付実行額では 1.4 兆ドル (約 140 兆円)、2 万以上の Stock-lending programs を結ぶことで日々の取引は 9 百万件に達している。また、欧州の貸株/レンディング市場においても貸株可能規模は 3.8 兆ドル・貸付実行額は 1.1 兆ドルにも達しているとされる。欧州では、英国ロンドンにおいて 1986 年のビックバンにより株券貸借取引は拡大し、さらに規制の少ないオフショア・マーケットである、いわゆるユーロ市場の拡張が進んだことで、本国株以外の株券貸借取引 (クロスバーダー取引) も 1990 年代に始まった。特に日本株については、ユーロ市場における日本企業による転換社債やワラント債の発行が多かったことから貸株への需要が増大していった⁶⁸とされている⁶⁹。

この米国・欧州の貸株/レンディング市場の規模は、その絶対額のみならず、日本と米国・欧州の株式市場時価総額⁷⁰に占める割合の比較からしても、非常に大きな差がある。この規模の違いの要因として、まず、表面的には日本においては統一的な Stock-lending program の未整備が挙げられている。この背景には、日本ではレバレッジ・ビジネスへの認知が低く、ビジネスとしての株券貸借取引に参加することへの心理的抵抗感、“後ろめたさ” がある。ひとつには、上述したような日本の機関投資家の株式投資

⁶⁶ Financial News “*Stock-lending trade body overhauls board*” 2010.12.17.

⁶⁷ Financial News (2010.12.17)・前掲注 (66) の記事によれば、2008 年秋のリーマンショック以前には、3.6 兆ドル (300 兆円) 規模であったとしている。

⁶⁸ 小林譲治 (1993)・前掲注 (27) 77 頁。

⁶⁹ オフショア・マーケット (ロンドン ユーロ市場) については、「オフショア・マーケットには、国外からたくさん人間がやってくる。なぜか。それだけ利便性があるからである。バブル華やかかなりし時代、ロンドンでは多数の日本企業がやってきて取引をしていた。ロンドンでワラント債を発行するのも日本企業なら、それを購入するのも日本企業といった取引も多く見られた。わざわざロンドンにまで出かけて行って取引するのは、そもそも日本では出来ないことをやれるからである。また税負担を軽くしてもらえなど、東京のマーケットにはないメリットが受けられる」(志賀櫻『タックス・ヘイブン』岩波新書 (2013) 46 頁) との指摘がある。

⁷⁰ 株式市場時価総額比較 (2011 年 3 月 日本経済新聞等より) : 米国市場 13 兆ドル (日本市場の 5.6 倍)、欧州市場 8 兆ドル (日本市場の 3.5 倍)、日本 2.3 兆ドルである。

への姿勢 一運用収益獲得と議決権行使による経営への関与に対するズレー があげられよう。さらに、貸株/レンディング市場参加者の少なさ（マーケットの狭さ）が、一貸付規模の絶対額にもそして株式市場全体の規模から見た相対的な小ささに現れているのではないかと思われる。

第2節 株券貸借取引の実務と規制

1. 株券貸借取引の契約と規制

(i) 株券貸借取引の契約形態

日本における株券貸借取引（貸株）の契約様式は、日本証券業協会が公表した「株券貸借取引に関する基本契約書（契約ひな型）」をベースに取引が行われるケースが多い⁷¹。ただし、この契約ひな型でも、権利・コール・単価にかかる処理等は、当事者間個々の取決めによるとされている。

この契約ひな型の定義条項では、株券貸借取引を「当事者のどちらか一方（貸出者）が、他方（借入者）に株券を貸出し、合意された期間を経た後、借入者が貸出者に対象銘柄と同種、同量の株券を返済する株券の消費貸借取引をいう」⁷²として、この取引契約を消費貸借契約と位置づけている。そのうえで、実際に株券貸借取引を行う場合には、この契約ひな型をベースとした基本契約書を締結し、個別の取引ごとに取引株数等を記載した明細（取引ごとに交付され「個別取引明細」⁷³ともいう。この明細も契約内容の一部を構成するとされる。）を締結し、取引が実行されることとなる。消費貸借契約では、一般に要物性が求められるとされるが、この取引においては、諾成的に契約が成立するものとして実務が行なわれている⁷⁴とされる。

⁷¹ なお、債券レポの法形式については、「本邦における債券レポ取引については、①レポ取引を売買として構成する「現先取引」と、②貸借形式をとる「現担レポ」とがある。加えて、前者の現先取引は、さらに（a）サブステイテューションやリスク管理の仕組みに関する条項が基本契約書に盛り込まれている「新現先」と、（b）こうした条項がない「旧現先」とに分かれている。このようにレポ取引の契約形態が3種類に分かれて、それに伴って取引実務にも多様なパターンが存在する」（小野伸和ほか「レポ市場のさらなる発展に向けて」日銀レビュー（2015.3）3頁）とされている。

⁷² 民法587条（消費貸借）は「消費貸借は、当事者の一方が種類、品質及び数量の同じ物をもって返還することを約して相手方から金銭その他の物を受け取ることによって、その効力を生ずる」として要物性要件を規定している。

⁷³ 個別取引明細の印紙税の取扱いは売上代金以外の有価証券の受領書（17号文書）として1通あたり200円を納付。

⁷⁴ 現在（2014年6月現在）検討が行われている民法（債権法）改正の議論における消費貸借契約の要物性の見直しに関する議論では「消費貸借は、金銭その他の物の交付があつて初めて成立する要物契約とされている（民法587条）。ところが、実務では、金銭が交付される前に公正証書（執行証書）の作成や抵当権の設定がしばしば行われていることから、消費貸借を要物契約として規定していると、このような公正証書や抵当権の効力について疑義が生じかねないという問題点が指摘されている。また、現に実務において

このように株券貸借取引は、消費貸借契約の法形式による取引であるが、この取引には、業法等の法令による限定（規制）はかけられておらず、取引における債権保全の仕組み、担保掛目等（ヘアカット率（基準担保金率）やマージンコール請求）の取り扱い、証券業者やヘッジファンド等の業界慣行（プロ間取引のルール）によっている。

（ii）株券貸借取引の取引形態

上述したように、そもそも日本において株券貸借取引と同様もしくは同等の機能をもつ取引として、一般的には、信用取引における「信用売り」を指すことが多かった。この信用取引を顧客が行うに際しては、金融商品取引法 161 条の 2（信用取引等における金銭の預託）により、その保証金の額についての規制（委託保証金規制）がなされている。当該顧客は証券業者に対し法令に定める保証金を下回らない額の金銭を預託しなければならないとされている⁷⁵。具体的には、保証金府令により信用取引にかかる有価証券の時価に対し、30%を下らない範囲で定められている。その目的としては、主に「信用取引には投機熱を過剰に増大させる危険もあるために、これを抑制する」⁷⁶趣旨からの規制とされている。なお、同条第 2 項では、この保証金は金銭でなくとも代用有価証券の預託によることが可能とされ、実務では、代用有価証券をもって充てられることが多い。

一方、株券貸借取引は、信用取引と同様の経済効用を持つものの、法令上の取引規制は掛けられておらず、プロ間の取引を前提とした業界慣行ルールにより取引が行われている。このプロ間取引の業界慣行によるリスク管理手法として、ヘアカット率（基準担保金率・掛目）とマージンコールによる日々担保金を授受する方法で、貸し手・借り手の債権・債務を均衡させ、双方の信用リスクをカバーする仕組みがとられ

は消費貸借の合意がされて貸す債務が発生するという一定の規範意識も存在すると言われている。そこで、消費貸借について、これを諾成契約として規定する方向で見直すべきであるとの考え方が提示されている」（法務省ホームページ「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」131頁、2011年5月）としている。

<http://www.moj.go.jp/content/000074384.pdf>

⁷⁵ 同条第 1 項は「信用取引その他の内閣府令で定める取引については、内閣府令で定めるところにより、金融商品取引業者は、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有価証券の売買その他の取引の公正を確保することを考慮して定める率を乗じた額を下らない額の金銭の預託を受けなければならない。」とされ、その率は、有価証券の売買その他の取引の公正を確保することを考慮して定める。なお、保証金府令 4 条において、預託の詳細が規定されている。

⁷⁶ 小川宏幸『法学叢書 金融商品取引法』新世社（2012）170 頁。

ている。

この業界慣行ルールでは、SC取引では、そのニーズは個別銘柄株券の借り入れ（借り手のニーズ）であることから、その個別銘柄を保有する株券の貸し手が優位する。このため、株券の借り手は貸し手に対して、借入株券の評価額を超える額の担保（慣行として5%程度、すなわち借入株券の評価額に対し、通常は、105%以上の現金担保）を差し入れることとなる。さらに、日々変動する借入株券の評価額に対して、105%以上の担保額を維持するための担保金授受の仕組み（マージンコール）が作られている。

GC取引では、ニーズは資金の借り入れ（株券の貸し手）であることから、株券の借り手が優位する。このため、株券の借り手は貸し手に対して、ヘアカットを求めることとなる。具体的には、借入株券の評価額に対し（慣行として）5~10%を減額した金額を引渡すこととなる。すなわち、株券の貸し手はその貸借株券の評価額の90~95%の額の金銭を受け取ることとなる。

このように、わが国における株券貸借取引には、法令上の規制・基準はかけられていない。しかしながら、上述したように市場の取引慣行ルール⁷⁷として、プロ間の取引においては、業態の異なるまた規制の枠組みが異なる様々なタイプの機関・参加者が取引相手（貸し手と借り手が同質でない… **Lenders and borrowers are not homogenous**⁷⁸）となることから、マージンコール等を用いて日々相手方リスクを調整する管理の仕組みが使われている。

株券貸借取引の取引主体としては、貸し手サイドの年金基金・借り手サイドのヘッジファンド等の機関投資家（いわゆる「プロ」）であり、プロの世界の取引であるからこそその規制環境、例えば急激な取引収縮に伴うテール・リスクの発生とその抑制を視野に入れた規制、を考える必要がある。

⁷⁷ この取引のルールが市場慣行となっている理由としては、福田葵「貸株取引の決済制度改革」日本証券経済研究所 証研レポート No.1689（2015. 4）における「証券の貸出に簡単に基準を設けることが困難である理由」の説明が参考になろう。同レポート 76 - 77 頁では、その理由として、「貸株市場において清算集中が難しい理由として、Recall や代用担保、配当金の支払い、コーポレートアクションの手続き、未決済貸付の再評価といった取引後のプロセスが重要であること……、CCP が取引当事者間の信用の相違を取り除くとしても、証券の貸し手と借り手は同質ではないこと、貸株取引の際、借り手が重視するのは、貸出レートのみではなく、例えば、リコールする可能性や配当から得られる税率などを重視して貸出先を選択することもあること」等を挙げている。

⁷⁸ International Securities Lending Association : “*Central Counterparty in European Equity Securities Lending Market?*” (2009. 5) ,at 2.

他方で、信用取引が主に個人投資家を取引主体に想定しているのと同様に、株券貸借取引の一形態として、主にネット系証券会社が不特定多数の個人投資家から株券を調達する貸株サービスがある。信用取引に対しては、金融商品取引法や取引所規則等による確立した規制があり、一定の投資者保護がなされているが、貸株サービスにはこうした規制はほとんどない。

2. 株券貸借取引の実務

(i) 株券貸借取引の取引種類

株券貸借取引の実務としては、上述したように、契約ひな型をベースに取引が行われている。この同じ契約ひな型を利用しつつも、その取引の目的、ニーズ、利用方法等により、わが国においては「個別銘柄の株券を指定して貸し借りする取引 (special collateral)」である「SC 取引 (ストック レンディング)」と「主に資金面の要請から多種の銘柄を集合的に評価して貸し借りする取引 (general collateral)」である「GC 取引 (株レポ)」の2つの取引種類に分けられるとされている。

この SC 取引・GC 取引の2つの区別は、契約ひな型の表面的な記載事項からは実態的な取引の目的・利用方法等を区分することは出来ない。実務の取扱いとしては、実際の個別取引における取引銘柄の種類・量・分布、基準担保金率そして担保の種類等から識別することとなる。

特定の個別の株式銘柄を指定し、それを貸し借りする取引である SC 取引では、株券の借り手は借入れの担保として現金 (担保として他の有価証券、銀行等による保証書を差入れる取引もある) を株券の貸し手に差入れる場合が多い。このうち現金の担保については、株券の借り手が維持すべき担保所要額の基準が設けられ、これを基準担保金額とし、その金額算定の基準となる料率は基準担保金率 (ヘアカット率) として設けられている。SC 取引の場合、市場慣行として、基準担保金率は借入れる株券の時価に対して 105% とされている。

一方、GC 取引 (「株レポ⁷⁹⁾」とも呼ばれる取引) は主に資金調達面の要請・目的をもった株券貸借取引とされており、具体的には、多種の株券銘柄を集合的 (以下「バス

⁷⁹⁾ 債券を貸借取引の対象とする「債券レポ (現金担保付き債券貸借取引)」の場合、慣習的に、債券を貸し出す (=現金を調達する) ことを「レポ」、債券を調達する (=現金を貸出す) ことを「リバース・レポ」と呼んでいる (前田秀紀「日本版債券レポ市場の現状と課題」郵政研究月報 (1998.12) 2 頁)。

ケット」という。)に貸し借りすることで、資金(現金担保)を調達する取引である⁸⁰とされている。日本におけるGC取引は、エクイティ・ファイナンスの一手法、すなわち、取引の経済的性格としては株券を担保とした資金融通に近い取引であり、借入れる株券の銘柄を特に指定せず、主に株券による資金調達を目的とした取引のことを言うと言われている。例えば、価格ボラティリティーの高い株券を見返り原資にした資金調達において、一定基準以上の上場銘柄をバスケット(多数の銘柄を構成)にして貸出すことで価格変動リスクを減衰させることから、価格リスク面からは比較的安定した取引であるといえる。このように、日本においてGC取引は、取引の経済的性格としてはストック・ローン(株券担保融資)と呼ばれるものに近い取引であり、借入れる株券の銘柄を特に指定せず、主に株券による資金調達を目的とした取引を指すものとされている。また、資金融通に近い取引であることから、株券の評価時価額に対する基準担保金率(ヘアカット率)を90%程度(90%程度の資金が現金担保金として供与)とする取引が多い。こうしたSC取引とGC取引とは、取引目的・貸出形態⁸¹、発行体の取引相手方リスクの差による値洗い、ヘアカット率等のリスク管理手段における許容限度の違いから取引者においてはその区分けがされてはいる。しかしながら、両取引の法形式-契約の形式的な要件、取引利用手続きに関して、その違いはほとんどないのが実態⁸²である。

⁸⁰ わが国のレポ取引の担保について「主要海外市場との比較でみた本邦レポ市場の特徴としては、債券レポ取引の9割が国債レポ取引である点が挙げられる。株券など、債券以外の有価証券を担保とするレポ取引や証券貸借取引を含めてみても、これらの総額に対し、国債レポ取引が約9割のウェイトを占めている。」(小野伸和ほか(2015)・前掲注(71)3頁)としており、わが国におけるレポ取引は国債レポ取引がその中心的な地位を占めている。

⁸¹ この貸出形態の違いとして、実務では、銘柄ごとの需給環境に応じた貸借料率で個別に貸し出す主にSC取引の方法で行われる「オンデマンド」と、複数銘柄で構成されるポートフォリオを一定期間1社が専属的に借り入れられる権利を与える主にGC取引の方法で行われる「エクスクルーシブ」の各方式に大別される(日本トラスティー・サービス信託銀行編著『THE 資産管理信託銀行(第3版)』(2015)152頁参照)。

⁸² 証券業者における現金担保による株券貸借取引を含む有価証券貸借取引の会計処理では、一般的には金融取引として処理されている。差入れ現金担保または受入れ現金担保の額は、貸借対照表上で、それぞれ借入有価証券担保金または貸付有価証券担保金として計上することとされている。この取引については、Mark to Marketによる担保管理・リスク管理を理由として、貸倒引当金の計上はされていない。ちなみに、野村ホールディング有価証券報告書(2013.3末)183頁では、「野村は日々借り入れまたは貸し付けている有価証券の市場価額を把握し、必要な場合には取引が十分に担保されるよう追加の担保金もしくは代用有価証券を徴求しております。担保請求が厳密に行われているため、有価証券貸借取引については、通常、貸倒引当金の計上は行われておりません。」

(ii) 株券貸借取引の所要担保（ヘアカット・マージンコール）

株券貸借取引では所要担保として株券の貸し手は借り手からその取引種類により基準担保金率（ヘアカット率）により算出された担保（主に現金）を受け取ることで信用補完（現金担保による株券貸借取引）がされることとなる。上述したように、市場慣行として、SC取引では基準担保金率は貸し付けられる株券の評価時価額に対して105%の現金担保を貸し手に差し入れ、GC取引では貸し付けられる株券の評価時価額に対して90%程度の現金担保を貸し手に差し入れる取引が多いとされる。

こうして貸借される株券の価値、すなわち株価は日々変動するものであり、貸し手からすれば、当初の貸付株券と等価の担保を受け入れたとしても、株価の上昇したときには、担保は不足状態となり、貸し手に取引相手方リスクが発生する。一方、借り手からすれば、株価が下落したときには、差し出している担保が貸付株券に比して超過状態となり借り手に取引相手方リスクが発生する。このように株券貸借取引では、株価が変動することで担保の過不足状態が生ずることから、貸し手・借り手のどちらかに取引相手方リスクが発生することとなる。このような株価の変動を日々計算（値洗い）し、この値洗いにより発生する取引相手方リスクの過不足額を調整する方法が採られている。実務的にはマージンコール方式と、担保金額の上限・下限の認容額の範囲でマージンコールを猶予して、これを超過した場合に過不足を授受する認容限度額方式⁸³がある。

マージンコール方式は、貸借開始時の受け入れ担保金額あるいは前日までの受入れ担保金額と、日々の値洗い計算後の基準担保金額の差額を取引相手方と授受する方式であり、取引相手方リスクの補完としては優れた方法ではあるが、日々の金銭授受は事務的には煩瑣である。認容限度額方式は、貸借開始時の受け入れ担保金額あるいは前日までの受入れ担保金額と、日々の値洗い計算後の基準担保金額の一定以上（例えば、プラス・マイナス5%）の上限・下限認容額を超過した場合に過不足分現金を授受する。認容限度額方式では、超過した過不足が計算（授受）された後の基準担保金額を新たに基準担保金額とする方式である⁸⁴。実務としては、証券業者等のプロ間の株券貸借取引では、

とされている。

⁸³ 認容限度額方式は信用取引におけるいわゆる「追証」（金融商品取引法161条の2、金融商品取引法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、取引所が定める受託契約準則等により規定）と類似した仕組みであり、マージンコール方式は制度貸借における「更新差金」（貸借取引貸出規程等により規定）と類似した仕組みである。

⁸⁴ 植月貢（2005）・前掲注（33）88頁参照。

他の取引を含め日々金銭授受が行われていることもあり、取引相手方リスクの補完として優れているマージンコール方式が多いとされる。なお、認容限度額方式では、不足する担保金額分は取引相手に対する信用の供与となることから、取引相手先の信用力に応じたクレジット・ラインを設定し、この範囲で取引が行われている。

(iii) 株券貸借取引の貸付と返済期日の取扱い

株券貸借取引では、もう一つの視点として、返済期日の取扱いの違い（ターム取引、コーラブル取引、オープンエンド取引）が、実務においては、取引の安定性面にとって問題となる。

株券貸借取引の契約ひな型では、借り手は、貸し出された株券と同種・同量の株券を取引決済日（個別契約で定める貸借期間終了日）に貸し手に返済するものとされている。

ターム取引は、個別契約により借り手が返済期日前に借り入れた株券を貸し手に返済することができない取引であり、貸借期間からみた取引安定性は高いが、株券が持つ特性（権利基準日の設定等の権利確保の難しさ等）から、実務で使われる機会は多くない。

コーラブル取引は、個別契約締結時に返済期日を定め、借り手は返済期日の前にこの借り入れた株券を貸し手に対し返済することができる取引である。契約ひな型では、借り手はこの指定する返済日の2営業日前の正午までに貸し手に通知するものとされている。オープンエンド取引は、個別契約締結時に返済期日を定めず、貸し手または借り手のいずれかが、取引期間中に返済期日を指定する取引である。契約ひな型では、返済期日指定の通知方法について、借り手が返済日を指定する場合は、コーラブル取引と同じく、この指定する返済日の2営業日前の正午までに貸し手に通知するものとされている。貸し手が返済日を指定する場合はリコール（返済請求）といい、貸し手は指定する返済日の5営業日前の正午までに借り手に通知するものとする借り手には厳しい条項である。これは借り手が借り入れた株券を空売り等により消費している場合、リコールに応じるために株式売買市場において買い戻すための期間（売買約定から3日目の決済、いわゆる「T+3」⁸⁵⁾を持たせるものである。

さらに、株券貸借取引では、もう一つ、取引の安定性から見た場合の取引要素としてフェイルがある。フェイルとは、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず、対象有価証券の受渡が行われず、受渡の不履行を意味している。このフェイルは、主

⁸⁵⁾ この決済期間「T+3」については、現在、期間短縮化（T+2）に向けた検討がなされている。

に債券取引における市場の取引慣行（フェイル慣行）⁸⁶をもとに、文字通り、市場慣行ベースで、実務の要請から取決められたものである。株券貸借取引においても、こうした受渡し遅延が多発⁸⁷するようなことがあれば、取引の安定性・信頼性を毀損しかねない行為であると考えられる。

（iv）一般振替 DVP（貸株 DVP）

2014年1月より、株券貸借取引の証券・資金の決済を対象とした、一般振替 DVP 制度（いわゆる「貸株 DVP」）が開始された。わが国における一般振替 DVP 制度とは、証券保管振替機構⁸⁸における株券等の振替のうち、取引所取引以外の清算に伴う振替以外のものを一般振替といい、この一般振替において、証券の受渡しと資金の決済を制度的にリンクさせることにより、証券決済に係る元本リスクを削減し、資金決済の確実な履行を図る制度⁸⁹と説明されている。一般振替 DVP 決済では決済当事者である DVP 参加者間の債務（証券を引渡す債務又は資金を支払う債務）をほふりクリアリングが引受

⁸⁶ このフェイル慣行では、「フェイル発生時の当事者間における一般的な事後処理方法を定めたもので、別段の合意がない限り、有価証券の受渡が未了であることのみをもって、債務不履行（デフォルト）とはしないことが基本となっている。」と説明されている（セントラル短資ホームページ 参照）。

<http://www.central-tanshi.com/seminar/10-01.html>

なお、清算機関（日本証券クリアリング機構）におけるフェイルの取扱いは「フェイルとなった銘柄の受方参加者（＝被フェイル参加者）を確定させた上で、当該有価証券及びこれに対応する決済代金の授受を翌日に繰り越し、その繰り越し分は、繰り越された日を決済日とする売買取引の決済と再ネットティングしたうえで授受する（業務方法書第62条）」とされ、「フェイルは、次の3つの場合のいずれかにより解消する ①繰り越された日の受渡し決済による解消、②再ネットティングによる解消、③バイイン実行に伴う解消」と説明されている（日本証券クリアリング機構ホームページ 参照）。

<http://www.jscc.co.jp/seisan/genbutsu/fail.html>

⁸⁷ 一方で、フェイルの発生を肯定的に評価する事例として、投機的な債券の買占めにより、例えば空売りした債券の買い戻しが難しい状況（スクイズ）が発生した場合、フェイル慣行のないマーケットでは、空売りの期日をむかえたものは、受渡し決済のため不当に釣り上げられる値段によって買い戻されることにまる。フェイルはこうした状況に対する「市場の安全弁として機能」している事例（前田秀紀「日本版債券レポ市場の現状と課題」郵政研究月報（1998.12）17頁）が挙げられている。

⁸⁸ 証券保管振替機構は、社債、株式等の振替に関する法律（振替法）第3条に基づく振替業を営むものとして主務大臣に指定された株式会社である。

⁸⁹ 証券保管振替機構ホームページ「一般振替 DVP とは」より転載。なお、一般振替 DVP 制度の運営主体として、2003年6月に、証券保管振替機構の全額出資により「ほふりクリアリング」が設立され、2004年5月より DVP 決済サービスをスタートしている。

<https://www.jasdec.com/system/dvp/outline/about/>

け（債務引受け業務⁹⁰）、同時にそれに対応する債権を取得し、その結果、各 DVP 参加者が DVP 決済を利用する場合には、すべての取引の相手方は、ほふりクリアリングに一本化されることで、決済の安全性・安定性が確保されることになる。この貸株 DVP では、証券保管振替機構の決済照合システムの貸株約定照合機能によって約定照合が行われ、また、必要な担保金額照合データが新たに取引当事者に送られ、その過不足差額が充足されることで貸借取引が決済される仕組みとなっている⁹¹。

ただし、この貸株 DVP は現行では、貸借約定当日の決済が出来ないことなど利用ニーズへのマッチング対応について各参加者間のコンセンサスが取れていない等から、その利用は限定的であるとされる⁹²。

（v）株券貸借取引の使途（利用ニーズ）

（ア）SC 取引と利用ニーズ

株券貸借取引には、その取引の目的や利用方法から、実務上は SC 取引と GC 取引とに分けて管理されている。これら 2 つの取引の利用ニーズとその取引参加者についてみてみる。

SC 取引の代表的な利用ニーズとしては、例えば、手許にない株券（証券）の売却（いわゆる「空売り：short sell」）の原資となる株券を調達しようとする取引が SC 取引であり、すなわち、この空売りにより株券を売却しようとする場合においては、株券を調達 - 借入れにより初めて実行可能とされるものであり、空売りと SC 取引は、一連の表裏をなす取引であるとされる。

こうした SC 取引において株券の貸し手となるものは、主に株券を長期保有することにより運用する機関投資家とされ、具体的には年金基金、生命保険・損害保険等（当該投資家等が有価証券管理信託を利用している場合には、その受託資産管理信託銀行からの貸出を含め）の大株主とされている。その貸出目的は、保有株券の配当等収益の確保に加え、株券貸出しによる品貸料等による運用利回りの向上にある。また、いわゆるへ

⁹⁰ 金融商品債務引受業は、金融商品取引法 156 条の 2 による内閣総理大臣の免許業務。

⁹¹ 福田葵（2015）・前掲注（77）82 - 83 頁 参照。

⁹² 証券保管振替機構「証券保管振替機構の最近の状況と今後の取組み」（2014. 6）2 頁では、この貸株 DVP の「1 日あたりの貸株取引の決済件数は約 5,000 件であり、（一般振替での売買決済件数）全体の 5%程度」との数字が出されている。

http://www.swift.com/jp/events/past_events/2014/pdf/JS_JASDECs.pdf#search='%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BF%9D%E7%AE%A1%E6%8C%AF%E6%9B%BF%E6%A9%9F%E6%A7%8B+%E6%9C%80%E8%BF%91%E3%81%AE%E7%8A%B6%E6%B3%81+2014'

ッジファンド⁹³は、その投資運用にかかる株券やGC取引で受け入れた株券を利用して貸し出すこともあるとされる。実態的には、これらファンドの株券の取引決済等やこれにかかる様々なサービスを提供する大手証券会社および外国証券会社が行っているとされるプライム・ブローカー⁹⁴が貸し手となる。

一方、SC取引で借入れる株券の最終需要者としても、投資銀行やヘッジファンド(表面的には株券等の取引決済を委任されるプライム・ブローカー業務を行う証券業者)が多いとされる。ヘッジファンドの投資スタンスは、可能な限り β 〔個別銘柄の値動きが投資対象の市場インデックス等の市場全体の値動き(市場変化)から乖離する比率⁹⁵〕をヘッジして、 α 〔運用者のスキル等から獲得する超過収益〕を獲得することにより、市場の動向の影響を出来る限り抑えて、絶対的な収益の追及することとされる。この代表的な手法の一つとしては「ロング/ショート」、「レラティブ・バリュー」と呼ばれる投資手法⁹⁶があるとされる。

⁹³ ヘッジファンド投資の形態は、「私募のファンドに資金運用を委託するという、一種の『外部委託形態』の投資である」(日本銀行金融機構局「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理」1頁(2007))とされているが、ヘッジファンドの運用者については「その定義に国際的なコンセンサスはない」(金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」(2010)〈<http://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>〉12頁)と説明されている。

⁹⁴ 日本銀行金融機構局「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理」(2007)・前掲注(95)4頁の説明によれば、プライム・ブローカー業務とは「ヘッジファンドにサービスを提供する外部業者(サービス・プロバイダー)の一つであり」その機能は「取引の決済、有価証券の貸付、融資」であり、「ファンド運用会社のバック部署は、プライム・ブローカーとのポジションの照合、(ファンドの事務管理委託を受けた)アドミニストレーターとの評価額の照合を行う」との説明をしている。なお、同5頁の注記7は「プライム・ブローカー業務は、欧米の大手金融機関に委託されるケースが多い」と説明している。

⁹⁵ 大垣尚司(2010)・前掲注(2)446頁参照。

⁹⁶ ヘッジファンドの投資手法の本質は「マーケットの歪みを見つけ、それが本来の状態に戻っていく平均回帰的な傾向を利用して利益を挙げようとする投資戦略に基づいている」(祝迫得郎「アメリカ発世界金融危機とヘッジファンド、影の金融システム」財務省財務総合政策研究所「ファイナンシャル・レビュー」通巻第95号(2009年)129頁)とされる。こうした投資の形態は、伝統的な投資に対する「オルタナティブ(代替)投資」と呼ばれ、この「オルタナティブ投資では、投資家と運用者はともにリスクとリターンを分かち合う運命共同体の形態が基本」である。「本来のオルタナティブ投資は、持続的な『絶対値の収益』を目指す。例えば、株式や債券の伝統的な運用においては、買い持ちのポジションしかとらないため、相場が下がる局面では損失を免れない。一方、ヘッジファンドでは、下げ相場の空売り(ショート)や、オプションによるヘッジ(回避)ポジションをとることで、損失を最小化できるのが特徴」(大井幸子「栄枯盛衰のへ

例えば、ロング／ショートでは、割安な株式銘柄群をロング（買い持ち）し、割高な銘柄群をショート（空売り）することで、双方のポジションから収益の獲得が可能となる手法である。こうした手法を実行するためには、割高な銘柄群を調達する必要があり、プライム・ブローカー業務を通じるなどして、株券貸借取引により借入れがなされ、ショートの決済を裏付けることとなる。

このようなヘッジファンドの投資手法を実務的に可能とするためには、売買執行、ファイナンス等において、大手証券会社や外国証券会社がグローバルに展開するプライム・ブローカー業務のサポートが必要とされる。例えば、プライム・ブローカー業務ではヘッジファンドの売買に対し、自己勘定による反対ポジションで相対する売買（いわゆる「自己向い⁹⁷⁾」)したり、ヘッジファンドが行おうとする投資手法（売買）をプライム・ブローカーの自己勘定で売買を代行することもある⁹⁸⁾とされる。証券会社のプライム・ブローカー業務における証券業者の自己勘定（幅広い銘柄と大量の株券の品揃えが必要）を組成するためには、株券貸借取引による幅広い借入れが欠かすことができないものとなる。

(イ) GC 取引と利用ニーズ

GC 取引（株レポ）は資金融通的な取引であり、金融機関が証券を担保として資金を貸し付ける取引と経済的性質は同じである。まず、株券貸出しという形式により、その資金調達を行おうとする者の資金ニーズとしては、上述したように、保有商品証券等を担保とした短期の資金調達である。リバース・レポとも呼ばれるこの取引は、ヘッジファンド等がロングポジションを拡大する際に用いられる⁹⁹⁾など、「ロング・ショート」手法におけるロングポジションにレバレッジを効かせることができるとされる。これらの取引にヘッジファンド関連のものがどれだけの割合を占めるかは不明であるが、プライム・ブローカレッジ業務を営んでいる金融機関においては、こうした取引が無視しえな

「ヘッジファンド歴史と運用手法を知る」週刊エコノミスト（2013. 5. 28）31頁）とされている。

⁹⁷⁾ 証券業者の自己向いについては、従前は、いわゆる「ノミ行為」として禁止されていたが、平成10年証券取引法の改正において株券売買取引注文の「取引所集中義務」が撤廃されたことを受け「相対取引」の名のもとに認知されている。

⁹⁸⁾ 日本経済新聞朝刊記事「ヘッジファンド取引強化」2006年10月17日朝刊 参照。

⁹⁹⁾ 川名洋平ほか「近年のレバレッジの動向とヘッジファンドの関わり」日銀レビュー 2008年5月2頁 参照。

い割合を占めているとの指摘がしばしば聞かれる¹⁰⁰とされている。

他方、株券の借入という形式により、資金運用（資金の貸出）するニーズとしては、実質上の有担保による金利収益の確保を目指すものと考えられる。ここで資金の貸出者を考える場合、GC取引の取引資金量の大きさに加え、マーケット・インパクトによるマージンコール等の管理（日々の借入株券の評価額管理、資金の授受）は、一般事業会社の余資運用としては事務負荷が重い。従って、このGC取引による資金の運用者は金融機関、特に有担保による運用を義務付けられている金融機関が多いものとみられる。

（vi）株券貸借取引と議決権の取扱い

株券貸借取引を利用することによって、株券の議決権基準日を跨いで行われた場合、株主（貸し手）が、株券にかかる経済的利益や危険を実質的に留保したまま株券の名義を議決権とともに移転¹⁰¹させることも可能となる。議決権にかかる会社法上の制度設計を見てみれば、株主はその出資額に応じて会社の意思決定に参加する権利が与えられている¹⁰²。株券貸借取引によるこの名義の移転によって「危険資本の拠出者が議決権行使の主体（経営者の選任者）となる、という会社法上の基本的な考え方・制度設計とは矛盾する結果が生じる」¹⁰³こととなる。株券保有に伴う経済的利益にかかる権利を他の主体に移転することを通じて株価下落リスクを負わない状態で議決権を行使する – Empty Voting（空の議決権）と呼ばれる – 事例¹⁰⁴が行われているとされる。このEmpty Votingは、議決権の行使時点において株価下落リスクを負っていないことから、企業価値を毀損する提案や株価下落をもたらす可能性のある提案であっても、自らの私的利益の追求に合致する提案であればこれに議決権行使するという懸

¹⁰⁰ 川名洋平ほか・前掲注（99）2頁、5頁では、こうしたプライム・ブローカレッジ業務のリスク管理上の留意点として「①マージンコールが資産の投げ売りを通じた負のスパイラルを招くリスクや、②ヘッジファンドによる急速な資産引きあげが、資金繰り面に影響を与えるリスク等にも留意する必要がある」と指摘している。

¹⁰¹ 井上聡「共益権と自益権との乖離」岩原紳作ほか編「会社法施行5年 理論と実務の現状と課題（ジュリスト増刊）」有斐閣（2011）12頁 参照。

¹⁰² 伊藤靖史ほか『会社法』有斐閣（2010）144頁 参照。

¹⁰³ 岩崎政明「有価証券のHidden Ownershipに係る課税問題」『証券税制改革の論点』証券税制研究会編 日本証券経済研究所（2012）259頁 参照。

¹⁰⁴ コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」報告書 日本銀行 金融研究（2012. 1）34頁では、Empty Voting（空の議決権）と呼ばれる事例を紹介している。

念が生じる¹⁰⁵。さらに、空売り取引等により、株価下落分の利得が可能な場合には、問題がより尖鋭化する可能性がある¹⁰⁶との指摘もされている¹⁰⁷。

さらに株券貸借取引は、株券の名義人として表れてはいないが、経済的権利だけを密かに買い集めて、その持分を保有しているにも関わらず、議決権持ち分を一時的に外部に移転して保有開示規制を回避する－Hidden Ownership（持ち分の隠蔽）¹⁰⁸－金融手法と密接に関係する¹⁰⁹取引であるとされる。

(vii) 株券貸借取引の取引情報の取扱い

(ア) 大量保有報告書制度の趣旨

わが国の金融商品取引法は、株券等を大量に保有する者は内閣総理大臣に宛てその保有状況等の報告書を提出する旨を定めている。同法 27 条の 23 第 1 項は「……株券等保有割合が百分の五を超えるものは、……株券等保有割合に関する事項、取得資金に関する事項、保有の目的その他の内閣府令で定める事項を記載した報告書を大量保有者となった日から五日以内に、内閣総理大臣に提出しなければならない。」との定めを置き、同条第 3 項では「第一項の保有者には、自己又は他人の名義をもつて株券等を所有する者のほか、……保有者となったものとみなす。」として、株券の名義に関わらず、実質的な保有者をこの大量保有についての報告書を提出する対象者としている。

この大量保有報告書制度（いわゆる“5%ルール”）は、1990（平成 2）年の証券取引法改正において、公開買付制度とともにアメリカ連邦証券規制のウィリアムズ法を参

¹⁰⁵ 金融庁総務企画局市場課・企業開示課 有識者との意見交換「第 3 回コーポレート・ガバナンス連絡会議 議事要旨」（2010. 6）参照。

¹⁰⁶ コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会 報告書（2012）・前掲注（104）36 頁。

¹⁰⁷ コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会 報告書（2012）・前掲注（104）38 頁では、Empty Voting への対応について、この指摘のほかに「立法による議決権排除規定の創設、信託義務を一定の株主に課す等」が挙げられている。

¹⁰⁸ 岩谷賢伸「エクイティ・スワップ、貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」（野村総研 資本市場クォーターリー（2007 Summer））189 頁以下、および、旬刊商事法務スクランブル匿名記事「エクイティ・デカップリングとアクティビズム」商事法務 No.2008（2013）54 頁 参照。

¹⁰⁹ 岩崎政明（2012）・前掲注（103）251 頁によれば、Empty Voting および Hidden Ownership とも、Henry T.C. Hu: University of Texas at Austin, School of Law および Bernard S. Black: Northwestern University, School of Law の造語であり、岩崎教授はそれぞれ「空の議決権行使」、「隠れた株式所有」と訳している。

考として導入された¹¹⁰ものとされる。この制度が導入された趣旨としては、「資本市場の健全性の確保および投資者保護を図る観点から、①上場会社等の支配権の変更や経営に影響を及ぼす可能性のある情報、および②市場における需給に関する情報（株式等の市場価格の形成に関わる情報）を投資者および市場に開示することにある。」¹¹¹とされている¹¹²。

さらに、わが国の証券市場へ既に欧米証券市場で採用されているこのような株券等の大量保有状況に関する情報の開示ルールを導入するという規制の国際的な調和の、二つの点が重視¹¹³されていた。

金融商品取引所に上場されている株券は、誰でも取得が可能であり、誰もが株券の発行者である法人（以下、「発行会社」という。）の株主となり得る。発行会社にとって、株主は議決権の行使を通して経営意思の決定権者であり、発行会社（現実的にはその経営者）にとっては、誰が経営意思の決定の大きな割合を所有する株主であるのかは、大きな関心事である¹¹⁴ことは確かである。

従来、日本ではセカンダリー・マーケットである株式市場において、ターゲットとする上場会社等の株券を集中的に買い集め、その株券を高値で発行会社に引き取らせることを目的とする取引が頻発していた¹¹⁵。このような買占め、高値での肩代わりなどでは、買占め者はその名前を表に出さずに潜航して株券を買うことで、株価の上昇を抑制しつつ、大量の株券を買い集めている。こうした大量に株券を保有する者の存在やその属性にかかる情報が潜航した状況においては、①経営に対する影響力という観点から重要な

¹¹⁰ 小川宏幸（2012）・前掲注（76）138頁、157頁 参照。

¹¹¹ 松尾直彦『金融商品取引法』有斐閣（2011）259頁。

¹¹² 河本＝大武（2008）・前掲注（14）165頁では、この制度の導入の狙いについて「いうまでもなく、経営者を守るための設けられたものではなく、……買集者の素性或資金の出所が開示され、ことに買集者が買集株を誰かに肩代わりさせたときは、その肩代わりをした者の氏名と譲渡価格が開示されることは、肩代わりの防止ひいてはそれを目的とした株式の買集めに対する抑止力となる」との説明がされている。

¹¹³ 神作裕之「大量保有報告制度」金融商品取引法研究会 研究記録第22号 日本証券経済研究所（2008）2頁。

¹¹⁴ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）134頁 参照。

¹¹⁵ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）164頁によれば、本制度導入の直接の動機になったのは、1980年代後半に株式の買集めが盛んにおこなわれたことであつたとされ、日経連（当時）は、昭和63年8月24日の「富士吉田提言」において、経営者が安心して長期的な視点に立って経営ができるよう、同一企業の株式の一定限度（5%）以上の取得について本人の届出を義務付けること、大口取引について本人確認を要件とすることなどを制度化することを求めたとされる。

問題であること、②特定者による株券の買い集めは株券等の需給に大きな変動をもたらす、価格の急激な変動要因になること、さらに③高値肩代わり等により買い集めが終了したときには、その価格が急激に下落する状況となるが、これを知らない一般投資者が不当に不利益を被ることを防止するための¹¹⁶情報の開示にかかる制度整備とされている。

このような大量保有報告書制度における株券貸借取引の取扱いとしては、この取引が消費貸借契約の法形式をとることから、取引対象となった株券は貸し手から借り手に所有権が一旦移転し、株券のもつ経済的な持ち分と本来的な帰属が分離するものの、経済的な持ち分を有するための契約等については、大量保有報告書制度の適用を受ける¹¹⁷とされている。

(イ) 株券貸借取引と大量保有報告書制度の実務

大量保有報告書における実務の取扱い（報告様式）については、規制当局は株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（以下「大量保有府令」という）に定める様式1号、2号における（記載上の注意）の定めがあり、金融庁は大量保有報告書にかかる記載等の実務解説として「大量保有報告規制にかかる Q&A（以下「大量保有 Q&A」という。）」¹¹⁸を公表し、随時更新されている。

まず、大量保有府令に定める様式第1号における（14）「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄の記載およびその（記載上の注意）では、「保有株券等に関する貸借契約、担保契約、売戻し契約、売り予約その他の重要な契約又は取決めがある場合には、その契約の種類、契約の相手方、契約の対象となっている株券等の数量等当該契約又は取決めの内容を記載すること。株券等を組合又は社団等の業務執行組合員等として保有している場合、共有している場合等には、その旨記載すること」と定められている。この「大量保有Q&A」では、株券貸借取引に関係するいくつかの事例－①貸借、②担保権の設定、③プライム・ブローカレッジ業務、④トータルリターン・スワップ¹¹⁹について、同法第27条の23第3項関係の設問として問答形式で説明が

¹¹⁶ 三国谷勝範「消費者保護制度の進化」金融財政事情（2013. 7. 29号）37頁 参照。

¹¹⁷ 大量保有府令に定める大量保有報告書第一号様式（記載上の注意）（14）「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」を指す。

¹¹⁸ 金融庁総務企画局作成（2010年3月、2012年1月更新）。

<http://www.fsa.go.jp/news/23/sonota/20120123-1/02.pdf>

¹¹⁹ ROBER L.MCDONALD、DERIVATIVES MARKETS 2ED (2006), at 272, “A total return Swap is a swap in which one party pays the realized total return(dividends plus

されている。例えば、①貸借にかかる設問では、株券貸借取引を利用した異動に対しては、5%以上を所有するものが1%以上を手掛けた場合には、担保契約等重要な契約としての情報開示が求められている。

(viii) 株券貸借取引の課税の取扱い

(ア) 取引にかかる課税

株券貸借取引を利用する代表的な取引は空売り株券の決済利用であり、空売りによる有価証券の売買損益についての課税関係が生ずる。また、株券貸借取引の対価については、貸し手・借り手の双方に、有価証券貸付料（品貸料）・借入料（品借料）（以下「品貸料等」という）および現金担保金にかかる利子が発生する。法人税法上は品貸料等・利子ともに同法 22 条の益金・損金とされる。所得税法上の課税区分は、株券貸借取引を業として行う場合には、品貸料等は同法 27 条 1 項のその他事業所得とされ、業以外では同法 35 条 1 項の雑所得として計算される。一方、現金担保金にかかる利子が発生した場合には、所得税法上の利子所得となり租税特別措置法 8 条により源泉徴収適用除外が認められた金融機関等以外への支払いについては、利子支払者に源泉徴収の義務が生じることとなる。

(イ) 配当等の取扱い

株券貸借取引の契約ひな型では、貸借期間が配当金等の権利基準日をこえる取引について、貸し手・借り手の間で事前に合意した場合、貸借対象株券に付随する配当金相当額、株式分割及び新株引受権等の権利は、すべて貸し手に帰属するとしている。ここでは借り手は貸借対象株券につき、その貸借期間中に利益の配当又は新株式の割当てがなされた場合、当該配当金相当額又は当該割当相当数の新株券（又は相当額の金額）を貸し手に返還するものとするとして規定している。このため株券の所有権は借り手に移転されており、貸し手には、税務上、受取配当の経済的な権利が残されているものと解し、貸し手が法人の場合には、法人税法 23 条の受取配当等の益金不算入制度¹²⁰の対象外の

capital gains) on a reference asset, and the other party pays a floating return such as LIBOR.”（トータルリターン・スワップは、取引の一方が対象資産おけるトータルリターン（配当にキャピタルゲインを加えたもの）を支払い、もう一方が、例えば、LIBOR のような変動するリターンを支払うかたちのスワップである。）。

¹²⁰ この益金不算入制度は、「もともと戦後の日本では、シャープ勧告まで法人の受取配当は課税されていた。昭和 24 年度まで、法人の受取配当は 20%の所得税が源泉で課税され、その税引き配当を他の営業所得と合算し、35%の法人税を課税し、この法人税額か

取扱いがされている。

また、権利基準日をこえる取引において、株式分割や新株引受権等の権利にかかる取扱いについても、当事者が別途合意するところに従って処理するとされるが、基本的には、その権利は貸し手に帰属する取扱いが行われている。実務では権利分を金銭換算した処理にせざるを得ない場合が多く、この金銭は貸し手の収益とされて課税所得の計算対象とされている。

株券貸借取引では、配当金等の権利基準日を跨ぐ取引については、こうした課税上の取り扱い課税関係から、当該基準日の近くにおいて貸借株券が急激に収縮する一取引安定性の阻害要因一を内蔵している。

(ウ) 品貸料の課税取扱い

株券貸借取引における株券の貸し付けに対し担保金の貸し手が受け取る利子については、利子所得には含まれず、所得税法上、この取引が事業として行われるかどうかによって、事業所得または雑所得¹²¹とされている。

個人を貸し手とする株券貸借取引である「貸株サービス」では、実務においては、貸し出された株券の運用にかかる対価を「貸株金利」（例えば、SBI証券¹²²・マネックス証券¹²³）と称しているが、税法上の性質は利息・利子ではなく、品貸料（有価証券貸付料）に当たる。SBI証券・マネックス証券は、貸株金利の所得区分上は「雑所得」となり、総合課税の対象となる旨を注記しているが、貸株サービスにより貸し出された株券の運用にかかる対価は、利子所得¹²⁴ではなく雑所得であり、「貸株金利」との表記は貸

ら源泉所得税額を控除していた。しかし昭和25年の税制改正において、シャープ勧告にもとづき、法人の受取配当を非課税とした。シャープ勧告では、法人擬制説の観点から、法人の受取配当も最終的には個人株主に帰属すると考えられていた。さらに法人の受取配当に課税することは、その法人の個人株主に重課することになるとした。」（代田純「我が国の法人税と課税所得」証券経済研究 第91号（2015）30-31頁）と説明されている。

¹²¹ 金子宏『租税法（第15版）』弘文堂（2010）185頁。

¹²² SBI証券ホームページ 参照：

https://www.sbisecc.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=service&dir=service&file=home_stocklending.html。

¹²³ 貸株サービスを行っているインターネット取引を専門とするマネックス証券も同様に「貸株金利」と称している。マネックス証券ホームページ参照：

<http://www.monex.co.jp/StockLending/00000000/guest/G1900/lend/index.htm>。

¹²⁴ 金子宏（2010）・前掲注（121）185頁では、利子所得（所得税法23条）の中心をな

し手に誤認をさせかねないものである。

(エ) 信用取引の課税上の取扱い

法人が行う信用取引の取引損益にかかる課税関係については、法人税法第 61 条の 2 により、有価証券の譲渡益又は譲渡損の益金又は損金算入の対象（第 20 項）とされており、いわゆる現物取引と同様に、買付けまたは売付けの価格（以下、この価格を「対価の額」という。）とその反対売買による決済価格との差額、すなわち信用取引では売買損益（キャピタルゲイン）に対する課税とされる。

税法上のこのような規定により、特有の法的に複雑な構成関係をもつ信用取引の課税所得の算出については、売買損益（キャピタルゲイン）と配当金落ち等による株価の変動（配当落調整額）に対する売り方と買い方の均衡¹²⁵を図り、かつ、単純に差額清算の関係に整理することで、課税所得を計算する取扱いがなされている。

この信用取引における課税対象額等を算出するにあたっては、実務的には法人税基本通達 2-3-2 に沿った取り扱いとされ、具体的には、原則として法人顧客が証券業者に支払いもしくは受取る売買手数料、品貸料および金利に相当する額は、この対価の額に含めて計算するものとされる。このように、信用取引における課税関係については、諸経費および配当金等に相当する金銭の額については売買損益に含め集約して計算して対価の額を調整すること¹²⁶定めている。

実務的には、信用取引における配当の取扱いは、買付け者は配当分の金銭額を配当落調整額として証券業者から支払いを受けることとなる、権利処理価額についても同様に、これに相当する金銭額を買付けに係る対価の額から控除し、売付け者が証券業者に支払う配当落調整額及び権利処理価額に相当する額は、売付けに係る対価の額から控除する

すのは、預貯金の利子であるが、その性質は、金融機関等が不特定多数の者から消費寄託契約（民法 666 条）に基づいて受け入れた資金に対して支払う利子であって、定期に定率で多数の者に同じ条件で支払われる点にあるとされる。

¹²⁵ 小山真樹編『法人税法基本通達逐条解説』税務研究会出版局（2006）190 頁 参照。

¹²⁶ 信用取引においては、買付け者が証券業者から支払いを受けることとなる配当落調整額（信用取引に係る株券につき配当が付された場合、証券業者が売付けを行った者から徴収し又は買付けを行った者に支払う当該配当に相当する金銭の額でもある）、および権利処理価額（信用取引に係る株式につき株式分割他の権利等が付された場合、証券業者が売付けを行った者から徴収し又は買付けを行った者に支払う当該株式分割他の権利等に相当する金銭の額でもある）に相当する額は、買付けに係る対価の額から控除し、売付け者が証券業者に支払う配当落調整額及び権利処理価額に相当する額は、売付けに係る対価の額から控除する取り扱いされている。

取り扱いがされている。税法上はこのような規定により、特有の法的に複雑な構成関係をもつ信用取引の課税所得の算出については、売買損益（キャピタルゲイン）と配当金落ち等による株価の変動（配当落調整額）に対する売り方と買い方の均衡¹²⁷を図り、かつ、単純に差額清算の関係に整理することで、課税所得を計算する取扱いがなされている。

なお、受取配当等の益金不算入を定める法人税法第 23 条に関する信用取引にかかる株券に係る配当金処理については、実務上は、配当金そのものではなく、源泉税額控除後の金額（ネット金額）を「配当金相当額」とし、このネット金額分のみを収益処理する取扱いがされている。実務上は、法人税基本通達 3-1-7 により、配当金そのものではなく、源泉税額控除後の金額（ネット金額）を「配当金相当額」として、このネット金額分のみを収益処理する取扱いがされている。すなわち、配当金相当額は益金不算入の対象とされず、また、当該源泉税額分については税額控除の対象としない取扱いがなされている。

こうした受取配当等の益金不算入を定める法人税法第 23 条に関する信用取引にかかる株券に係る配当金処理は、上述したように配当金等にかかる株券貸借取引の取扱いは、この信用取引の取扱いとの均衡から実務慣行として行われてきたものと考えられる。

2. 株券貸借取引の取引参加者

株券貸借取引（貸株/レンディング市場）の、特に SC 取引における借株の主な用途としては、売却を目的とした借入とされる。上述したように、ヘッジファンドに代表される様々な投資家からこうした借株の需要が発生する。

貸株/レンディング市場では、貸し手・借り手・仲介者が主だった参加者である。例えば、SC 取引では、貸株の供給先（貸し手）としては、主に年金基金・生命保険会社・損害保険会社・投資信託等（受託先信託銀行）の機関投資家とされる。この取引では直接もしくは証券業者（仲介者）等を通じて借り手であるファンド等に供給される、いわゆるプロ投資家間の取引である。近年は、この株券貸借取引（SC 取引）の株券供給先として個人投資家が台頭しはじめている。これらの個人投資家はインターネット証券業者（以下、「ネット証券業者」という。）が提供する株券貸借取引「貸株サービス」により、その保有する株券の貸し出し運用をしている。

¹²⁷ 小山真樹（2006）・前掲注（125）190 頁参照。

(i) 機関投資家

日本の株券貸借取引は、上述したように第二次世界大戦後の株式取引再開以降、市場に仮需給を供給する仕組みとして、主に証券金融会社が信用取引に必要な株券を貸し出す制度としての制度貸借により行われていた。これに対し、一般的な株券貸借取引は、当初は、1986年の英国ビックバンを受けてロンドン等でクロスボーダー取引として行われていた海外の貸株/レンディング市場を経由する形で始まり、その後、日本市場の環境整備の進展とともに、国内でも大手の貸し手として年金資産の株券レンディングが始まった¹²⁸とされる¹²⁹。

いわゆる機関投資家と呼ばれるところは、投資信託等（受託先信託銀行）・年金基金・生命保険会社・損害保険会社・信託銀行¹³⁰および外国法人等¹³¹であるとされている。このうち資産運用者としての機関投資家としては投資信託等（受託先信託銀行）、資産保有者としての機関投資家には年金基金・生命保険会社・損害保険会社・信託銀行がある。

代表的な機関投資家である年金基金による株券貸借取引のレンディングスキームは、主にマスタートラスト（資産管理専門信託銀行）を代理人として行われている。マスタートラストは、証券管理・担保管理・リスク管理・パフォーマンス管理等の管理体制の提供し、年金資産の運用の一環として株券貸借取引が行われている。また、こうした年金資産運用の株券貸借取引においては、その受託者責任の観点を踏まえ、具体的には、借入者の信用審査や現金再投資についてガイドラインを設けるなど、十分なリスク管理を行い、また、担保管理体制などのリスク管理体制等の整備に努めるものとされる。なお、議決権については、議決権を行使する義務はなく、貸出中であるなど合理的な理由があれば、議決権を行使できなくても特に問題は生じない¹³²とされている¹³³。

年金基金以外にも、資産保有者としての機関投資家である生命保険会社・損害保険会

¹²⁸ 三木まり（2002）・前掲注（36）11頁参照。

¹²⁹ 厚生年金基金連合会の日本株式の貸株は、運用規制の緩和を受けて1998年11月に開始され、運用対象としてはTOPIXインデックス・ファンド、その運用規模は5,300億円であった。（寺田 徳「最近の運用規制緩和と貸株」講演資料 コンファレンス：セキュリティ・レンディング（2000. 12.6）9頁参照。

¹³⁰ 信託銀行は、自身（プロパー分）も生損保等の機関投資家として、貸付株券の原資を供給する（貸し手）となる。

¹³¹ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）390頁参照。

¹³² 三木まり（2002）・前掲注（36）18頁参照。

¹³³ 日本版スチュアードシップ・コードを受け入れた場合、貸株（株券貸借）取引と議決権に係る方針等の記載が求められることになる。

社の国内機関投資家は株券を大量に保有しており、株券貸借取引の恒常的な貸し手としての地位を担っている。こうした生命保険会社・損害保険会社の機関投資家が行う株式投資のスタンスは、投資対象の株式ごとのキャピタルゲインと利回りを純粹に求める“純投資”と、当該会社の株式を保有することで機関投資家自身の本業・営業に役立てようとする、いわゆる“政策投資”からなる。

こうした生命保険会社・損害保険会社の機関投資家が行う株式投資は、その多くの部分は政策投資と見られる。このため政策投資による株券は基本的には長期保有であり、短期の取引である貸付株券の安定的な供給源となるものである。このように株券貸借取引は、長期保有を前提とする機関投資家の株券を短い期間で貸付運用するという、貸し手から見れば、投資タームの長短を利用し、投資利回りを向上させようとする取引である。一方で、こうした政策投資による長期の株券保有は、営業政策・取引関係からその株券を保有していること自体が肝要であり、株式の名義を維持すること（議決権の行使によって経営へ関与することはない）が最も重要な事項である。このため政策投資の株券を貸しつけるに際しては、株券の名義の管理・維持が最もプライオリティが高い事項であり、基本的には、権利等の基準日を超えて貸し出すことについて非常に慎重なスタンスである。こうした事情から、国内の株券貸借マーケットでは、権利等の基準日付近においては、これら国内機関投資家が貸し手となっている株券の多くは回収されてしまうこととなり、株券貸借の需給は極めてタイトな状況となる。

(ii) ヘッジファンド

ヘッジファンドやその運用者の定義について、その投資手法の変遷とともに変わってきている。ヘッジファンド出現当初には、国際的なコンセンサスはないものの、ヘッジファンドとは、レバレッジと空売りを伴う株式の投資手法そのものとされていた。ヘッジファンドの第一号としては、1949年アルフレッド・ジョーンズが始めた株式ファンドである、と言われている。ジョーンズは下げ相場で空売りを仕掛け、また特定の銘柄にレバレッジを用いて収益を高め¹³⁴、これによる成功報酬を導入している。本格的には、ジョージ・ソロス率いるクオンタム・ファンドに代表される「グローバル・マクロ」と呼ばれる投資戦略が出現しことによりその名前が広まった。このグローバル・マクロ戦略とは、為替・金利・株式・商品等あらゆる市場で、市場の歪み・矛盾やトレンドに投

¹³⁴ 大井幸子「栄枯盛衰のヘッジファンド歴史と運用手法を知る」週刊エコノミスト（2013. 5. 28）30頁 参照。

資機会を見出す戦略である。現物・デリバティブズを用いた積極的な投資手段を用いることにより、市場の方向性に関係なく利益を追求する¹³⁵投資手法とされている。ヘッジファンドは株式のみならずオルタナティブ投資を含めたその投資戦略は、その後の危機等を経て、1990年代には、その手法が確立されたといわれている。

こうしたヘッジファンドの投資手法の多様化から、ヘッジファンドに対する今日の定義としては、投資ファンドそのものを意味し、投資家から預かった財産について専門の運用者がレバレッジ、デリバティブ取引、ロング・ショートなどの投資手法を用いて運用し、リターン拡大を目指す運用形態を採用する運用者そのもの¹³⁶を指すとされる。このようにヘッジファンドはアメリカを中心に成長しており、金融危機後も高い成長性が期待される金融仲介形態であるが、一方において、私募ファンドであるヘッジファンドは、アメリカ規制当局への登録は免除され、本来投資会社に課せられる大半の規制が対象外となっている¹³⁷。

(iii) 証券業者（プライム・ブローカー業務）

このヘッジファンドの仕組みとして、基本的な構成要素は、投資資金が蓄積される法的「器」＝ビークルと、ファンドから委託を受け、運用を指揮する投資マネージャーである。米国人投資家を対象とするファンドのビークルは、通常、米国に置かれるリミテッド・パートナーシップと呼ばれる法形式で作られており、その他の国の投資家を対象とする場合には、投資法人、信託、リミテッド・パートナーシップなどの法形式により、様々な批判がされているタックス・ヘイブン¹³⁸に置かれる場合が多いとされる¹³⁹。こうしたヘッジファンドに対して、証券業者がバック事務¹⁴⁰の実務サービスを提供する業務を「プライム・ブローカー」もしくは「プライム・ブローカレッジ」業務と称している。単純に言えば、証券業者はヘッジファンド等に対するプライム・ブローカー業務におい

¹³⁵ 山内英貴『オルタナティブ投資入門（第3版）』東洋経済新報社（2013）84頁。

¹³⁶ このようなヘッジファンドの運用者は、金融商品取引法では、同法2条8項で定義される金融商品取引業のうちの投資運用業（同法28条4項）として分類・区分され、投資一任運用業者又は投資信託運用業者と整理されていると考えられる。

¹³⁷ 若園智明「ドット・フランクリン（DF）法とヘッジファンド」証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所（2013）58頁 参照。

¹³⁸ 志賀櫻（2013）・前掲注（69）176頁 参照。

¹³⁹ 日本銀行信用機構局ほか「ヘッジファンドを巡る最近の動向」日本銀行調査季報（2005. 夏（7月））6 - 7頁 参照。

¹⁴⁰ ヘッジファンド等が行う投資商品への売買約定等を「フロント」と称しているのに対し、フロント業務の管理業務等を「バック」と称している。

て、ストックレンディング・サービス（株券を借り入れて、これを貸し出す業務）を提供している。

このような業務・取引を行うプライム・ブローカー業務は、グローバルにビジネスを展開する大手証券業者・投資銀行の主要業務となっている。例えば、世界最大手の投資銀行とされるゴールドマン・サックス¹⁴¹の収益状況をみると、FY2013 の総業務収益 34,206 百万ドルのうち、プライム・ブローカー業務を含む機関投資家サービス部門（Institutional Client Services）の業務収益 15,721 百万ドルであり、同社の全業務収益の半分弱（46.0%）を占める主要業務となっている。なお、同社の機関投資家サービス部門の業務収益 15,721 百万ドルのうち、7,070 百万ドルがプライム・ブローカー等の株式関連業務であり、株式関連のプライム・ブローカー業務は同社の伝統的業務である投資銀行業務部門の収益（6,004 百万ドル）を上回る主要な業務となっている。

このプライム・ブローカー業務の主なサービス内容を整理すると以下のようになる。

- ①カスタディーとクリアリング…ヘッジファンド等の株券管理（保管・決済全般）
- ②ストックレンディング…株券を借入れヘッジファンド等への貸出（SC 取引）
- ③ファイナンス…ヘッジファンドへの資金の融資（GC 取引）
- ④シンセティック・ブローカーレッジ…ヘッジファンドの売買を自己勘定売買で代行
- ⑤その他の付随的なサービス…レポーティング・モニタリング等

このプライム・ブローカー業務における貸株＝株券貸借取引（SC 取引・GC 取引）としては、年金基金等がその運用している株券が原資として供給されている。その代表的な仕組みとしては、原資を供給する年金基金等（委託者）は、信託銀行等（委託者）

¹⁴¹ The Goldman Sacks 2013 annual report によれば、Net revenues 34,206 百万ドルのうち、Investment Banking 6,004 百万ドル（17.5%）、Institutional Client Services 15,721 百万ドル（46.0%）、Investing & Lending 7,018 百万ドル（20.5%）、Investment Management 5,463 百万ドル（16.0%）となっている。

<http://www.goldmansachs.com/investor-relations/financials/current/annual-reports/2013-annual-report.html>

¹⁴² シンセティック（Synthetic）・ブローカーレッジの一つとして、トータルリターン・スワップ（TRS）と称する取引手法がある。プライム・ブローカーはヘッジファンドに代わり取引主体として取引（例えば、空売り）を実行し、その取引損益をヘッジファンドとスワップして、マージンと称する手数料を受け取る。その結果、ヘッジファンドは、自身でポジションを持つことなく（空売りをしているヘッジファンド名が表に出ない…匿名性）、そのリターンを受け取ることが可能となる取引である。

にその運用株券の全般の管理を委託している。株券貸借取引では、この委託を受けた信託銀行等が貸し手となり、証券業者が契約上・クレジットリスク上のカウンターパーティーとして、すなわち、証券業者が借り手として取引が行われている。さらに証券業者はこれら借り入れた株券を、ヘッジファンド等に貸し付ける取引が行われている。こうした証券業者をいわば仲介とした一連の株券の貸借取引（ストックレンディングーSBL）が構成されている。

このストックレンディングーヘッジファンド・ブローカレッジ業務ーとも称される株券貸借取引の取引形態としては、オンデマンド方式（主にSC取引による）の取引とエクスクルーシブ方式（主にGC取引による）の取引がある。

オンデマンド方式の取引とは、主にSC取引により、個別銘柄ごとの需給環境（空売り取引のための決済向け需給ーすなわち、その銘柄への空売りニーズとその銘柄の株券供給量）に応じた貸借料率を定めて行われる取引方法である。

- ① 取引期間は、約定時点で取引終了日を定めない「オープンエンド」取引として行われるが、慣行として、貸し手が借り手に返済要請（申出日から4～5日営業日以内に返却）することが出来る、いわゆる「リコール」条項付き取引として行われる。
- ② 貸借料率は、個別銘柄ごとの流動性や借入ニーズにより大きく異なり、Mark it等の貸株情報会社が提示する貸株/レンディング市場（SBL Market）の料率気配にも左右される。
- ③ このオンデマンド方式のメリットとしては、個別銘柄ごとの需給動向や材料をタイミングよく利用することで、利益の最大化を追求できることに加え、借り手を分散化することが比較的容易であることから、取引相手先リスクの集中を排除できる。
- ④ デメリットとしては、個別銘柄の空売りニーズと株券供給量によっては、貸借料率が需給動向の影響を受けやすい。また、貸し手にとっては、ニーズの少ない銘柄の効率的な稼働が難しい。

もう一つのエクスクルーシブ方式の取引とは、複数銘柄で構成されるポートフォリオ（エクスクルーシブ・パッケージ）を一定期間、当該契約をした証券業者等が専属的に借り入れられる権利を得る以下①～④のような取引とされる。

- ① 取引期間は、比較的長い期間（1年契約が主流とされている）の契約である。

② 貸借料率は、エクスクルーシブ・パッケージの銘柄構成と運用方針によって異なるとされるが、構成銘柄が多く、また、銘柄の入替が少ないパッケージは比較的高い料率で取引が成立するとされる。

③ エクスクルーシブ方式のメリットとしては、エクスクルーシブ・パッケージ全体に対して比較的長い期間、固定レート料率が適用されるため貸し手には安定的かつ効率的な収益があげられる。また、借り手には事前に銘柄・コストが確定するため裁定取引等で利用しやすい。

④ デメリットとしては、比較的長い期間でまとまった額を専属的に貸借する取引となるため、取引相手方リスクが集中する。さらに、比較的長い期間、固定的な銘柄構成（ポートフォリオが固定化）により貸し借りがされる取引となるため、貸し手・借り手ともに限定されたところでしか取引できない。

こうしたストックレンディング・サービスは、証券業者は年金基金・生命保険会社等から運用委託等により管理を委託されたカストディアン・バンクから借り入れた株券を、貸し手としてヘッジファンド等に貸し付けるスキームであるが、株券の貸し手となる証券業者（プライム ブローカー）は、借り手であるヘッジファンド等から担保（現金もしくは有価証券）を受け取ることとなる。このサービスでは現金担保が大半であり、貸し手の証券業者は受け入れた現金担保を短期金融市場に再投資し、金利収益等を得ることとなる。こうした株券貸借取引の繰り返し（転貸・また貸しの繰り返し）することで、プライム・ブローカレッジ業務を行う証券業者でも、取引を「全て捕捉できず、その結果委任状が株式の保有者と借り手の双方に送られるという事態も生じている（Over

Voting とよばれる。)]¹⁴³の問題も指摘されている¹⁴⁴。

また、わが国でも規模は小さいとされるものの、同様のスキームでストックレンディングが行われており、年金基金・生命保険会社等が管理運用委託等したカストディアン・バンクが供給（貸付）する株券による株券貸借取引が行われている。こうした年金基金・生命保険会社等の保有する銘柄の多くは、日経 225 構成銘柄等の流動性の高い銘柄であり、新興市場銘柄等では需給ギャップが大きい。

(iv) 証券金融会社・短資会社

わが国の制度信用取引の資金・株券等の供給を、取引所の決済機構を利用して制度的にバックアップする業務（制度貸借）を担う証券金融会社は、金融商品取引法 156 条の 24 により内閣総理大臣の免許を受け、この業務を行うこととされる。証券金融会社は、

¹⁴³ 岩谷賢伸（2007）・前掲注（108）192 頁。この他にも、会社法上の論点である議決権について、議決権の行使者と名義人である株主とが分離する問題 - **Empty Voting**（議決権の空洞化） - の存在が指摘されている。この問題は「会社法が予定していない **Empty Voting**」（井上聡（2011）・前掲注（103））とされる。株券貸借取引が株式の議決権基準日を跨いで行われた場合、株主（貸し手）は借り手に、株式にかかる経済的利益や危険を実質的に留保したまま、株式の名義と議決権をとともに移転¹⁴³させることにもなる。株券貸借取引によるこの移転によって「危険資本の拠出者が議決権行使の主体（経営者の選任者）となる、という会社法上の基本的な考え方・制度設計とは矛盾する結果が生じる」（岩崎政明（2012）・前掲注（103））こととなる。さらに、岩谷賢伸（2007）・前掲注（108）では、株券貸借取引にかかる金融手法として、「株券の法律上の所有者ではないが、経済的権利だけを密かに買い集めて、その持分を保有しているにも関わらず、議決権持ち分を一時的に外部に移転して開示規制を逃れつつ、プロキシ・ファイトの場面などでは、最後に移転した取引を決済して議決権を表す問題 - **Hidden Ownership**（持ち分の隠蔽）」の存在が指摘されている。

¹⁴⁴ こうしたプライム ブローカレッジ業務の開示については、金融庁総務企画局「大量保有報告規制にかかる Q&A」<http://www.fsa.go.jp/news/23/sonota/20120123-1/02.pdf>（以下、「大量保有 Q&A」という。）（2012）の間 13 として、プライム ブローカレッジ業務の一環として顧客から寄託を受けた株券等について、大量保有報告書等の提出が必要かを問うている。その解答は「当該寄託にかかる契約の具体的な内容に照らし、個別事案ごとに判断する必要がありますが、例えば、寄託を受けた株券等につき受寄者が処分する権限を有するものについては、受寄者は「保有者」（法第 27 条の 23 第 3 項）に該当すると考えられます。」と説明している。通常、プライム ブローカレッジ業務では証券業者は受寄者として、寄託者が持つ株券等の運用（処分権限を持ち）を行うこととなる。従って、大量保有報告書制度における報告は、寄託者である証券業者が行っている。

また、有価証券の貸借（制度貸借以外のもの）又は有価証券の貸借の媒介もしくは代理する業務について、制度貸借業務の遂行を妨げない限度において行うことができる（同法 156 条の 27）とされている。すなわち、証券金融会社は、制度貸借以外の有価証券貸借取引についても金融商品取引法により、その業務を行えることが明示されている。また、株券の貸借取引業務¹⁴⁵以外にも有価証券貸借取引については国債を中心とした債券貸借取引業務を、この業務以外にも兼業業務として証券業者向けの融資業務等を行うことが認められている。

他方、わが国の短資会社¹⁴⁶は、いわゆる短期金融市場と呼ばれる金融機関・証券業者等に限定して資金取引を行うインターバンク市場（コール市場等）や一般の事業法人も参加するオープン市場において、取引参加者による資金取引等の注文の引受けや媒介の業務を行う専門的会社¹⁴⁷とされ、株券貸借取引もオープン市場の業務として行われている。セントラル短資のホームページ¹⁴⁸によれば、「株券貸借取引は金融商品取引法の対象ではないが、預託株の取扱いについては範疇とみなし、準ずるものとして取扱っている。」とされる。このように短資会社における株券貸借取引業務の法令上の位置づけは、やや曖昧なものとなっている。また、短資会社による情報開示はインターバンク市場にかかるコール取引量等の開示状況に比して、株券貸借取引業務の取扱高等のそれはほとんど皆無であり、短資会社各社の取引規模は相当量があると推測されてはいるものの、その実体は不透明である。

¹⁴⁵ 日本証券金融（株）では、制度貸借以外の株券貸借取引のうち個別銘柄の株券貸借業務を「一般貸株業務（有価証券貸付業務（株式））」と呼んでいるが、同業務規模は同社から開示されている決算短信等で示された部門別営業収益（平成 26 年 3 月期：425 百万円）からみて、実態的にも限定的な規模である。

¹⁴⁶ 現在、短資会社は、上田八木短資・セントラル短資・東京短資の 3 社がある。

¹⁴⁷ 短資会社の法令上の位置づけは、貸金業法 2 条 1 項 5 号にいう貸金業法の適用除外として政令により定める者として同法施行令 1 条の 2 第 3 号により、そして「金融機関の範囲を定めた」金融商品取引法施行令 1 条の 9 第 5 号において「主としてコール資金の貸付またはその貸借の媒介を業として行う者」と定義され、金融庁長官の指定を受けている。また、短資会社は、改正前の出資法の適用を受け、当分の間、開業時の内閣総理大臣への届出・立ち入り調査・罰則規定等の適用を受けものとされており、その業界に属する業者が守るべき固有の法律（いわゆる業法）は存在しない。（東短リサーチ編『東京マネーマーケット（7 版）』有斐閣（2009）6 頁 参照）。

¹⁴⁸ セントラル短資ホームページ 参照。

<http://www.central-tanshi.com/seminar/11-01.html>

(v) 個人投資家（貸株サービス）

近年、わが国においてもインターネット利用による証券売買取引を専門的に行う証券業者 - ネット証券業者 - が台頭している。特に、個人顧客が行う証券取引の多くはインターネット取引であるといわれている。このインターネット取引を行う個人顧客のなかには、速い回転売買（多数の売買注文と手仕舞いを繰り返す）によって利益の獲得を狙う、いわゆるディトレーダーが多数存在するといわれる。

しかしながら、わが国においてはディトレーダーの売買取引等に関する公開資料はほとんど存在しないことから、本論文では限られた公表資料等からの類推した数字を提示することがある。

わが国では、インターネット取引口座のほとんどすべて（99.5%以上）は個人投資家¹⁴⁹が開設した口座である。また、東京証券取引所（以下、「東証」という。）の公表する資料¹⁵⁰によれば、株式売買取引における個人投資家（個人顧客）の売買代金の割合は、30.2%（2013年）であり、日本証券業協会の調査¹⁵¹では、インターネット取引の売買代金割合は、27.2%（2013年度...上記東証のデータと対象期間は多少異なる）である。この2つの数字（30.2%と27.2%）は、株式市場において個人投資家が占める大きな地位を示すとともに、また、インターネット取引が個人投資家の売買のうち相当な割合を占める¹⁵²ものであることを示している。さらに、個人投資家のインターネット取引の特徴として、信用取引の利用比率が高いことが挙げられる。

最近（2014年10-12月）のインターネット取引での株式等委託売買代金¹⁵³の状況

¹⁴⁹ 日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果（平成26年3月末）について【別表】」（2014年6月）のインターネット取引口座数（2014年3月末：19,682千口）と年代別口座数合計（同：19,608千口）の割合から計算すると、インターネット取引口座の99.5%以上は個人が開設した口座である。

<http://www.jsda.or.jp/shiryō/chousa/files/netcyousa2014.3.pdf>

¹⁵⁰ 東京証券取引所「投資部門別 株式売買状況（全50社）」では、2013年間の売買総計1,389兆円のうち個人売買分420兆円（30.2%）であった。ちなみにその他部門では、海外投資家売買分681兆円（49.0%）の割合が大きい。

<http://www.tse.or.jp/market/data/geppo/index.html>

¹⁵¹ 「インターネット取引に関する調査結果（平成26年3月末）について（2014.6）」・前掲注（95）では、2013年度の株式取引売買代金総額1,411兆円のうちインターネット取引売買分は384兆円（27.2%）であった。

¹⁵² 二上季代司「ネット取引と対面取引」日本証券経済研究所 証研レポート No.1688（2015）5頁によれば「一説によれば、個人の株式売買の90%程度を占めるともいわれている」と推定している。

¹⁵³ 日本証券業協会「インターネット取引に係る株式等売買データ（月次）（2014.10-

としては、1日あたり約6,600億円（内訳 現物取引約2,200億円、信用取引約4,400億円）であり、同期間の株式等売買代金¹⁵⁴約30,700億円（内訳 現物取引約25,900億円、信用取引約4,900億円）の21%を占めており、信用取引についてはインターネット取引が90%を占めている。同期間のインターネット取引の信用取引売り・買い残高（合計）¹⁵⁵は、約22,000億円と全体残高合計（約35,000億円）の62%を占めており、信用取引においてはインターネット取引が大きな比重であることがわかる。さらに、2000年代の初めごろより、ネット証券業者（一部の大手証券業者を含め）では、個人投資家を中心とした顧客に対し、ネット取引ツールや市場情報等を提供¹⁵⁶するほかに、貸株サービス¹⁵⁷と称する取引のスキームの提供を開始している。

この貸株サービスは主にネット証券業者等の証券業者と個人投資家等のアマ取引者との間で結ばれた消費貸借契約もしくは消費寄託契約¹⁵⁸による株券貸借取引であり、アマ取引者は証券業者に預けた株券を貸し付けることでの運用を目的とした取引である。こうした個人投資家等のアマ取引者は、年金基金・生命保険会社等が保有を認められない新興市場銘柄、IPO銘柄なども多く保有しており、貸株サービスを通して、

12)」からの集計数値であるが、東京証券取引所における個人投資家の株式等売買の割合は約30%（投資部門別 株式売買状況（全50社）（2013年度）・前掲注（154））とされるが、このインターネット取引での信用取引の割合が約75%であり、これを掛け合わせると24%となる。ここで対面営業では現物取引が多いとされていることからみると、株式売買取引全体の信用取引に割合の20%程度に、ほぼ整合する数値である。

¹⁵⁴ 東京証券取引所統計資料より。〈<http://www.tse.or.jp/market/data/>〉

¹⁵⁵ 日本証券業協会「インターネット取引に係る株式等売買データ（月次）」（2013.3）からの数値であるが、この数値は集計開示を希望した証券業者15社（ネット証券業者大手5社を含む）のみの数値であり、実数はこれより若干多いと見られる。

〈<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/datakaiji.html>〉

¹⁵⁶ 二上季代司（2015）・前掲注（156）6頁では、インターネット専門証券業者がネット取引顧客に提供するサービスについて「非常に回転の速い売買を繰り返すアクティブトレーダーに適した価格設定や信用取引、さらには高度な取引ツールや市場情報等をインターネット経由で提供している」と説明している。

¹⁵⁷ 主にインターネット取引を専門的に行う証券業者が行う個人投資家を中心とした顧客（個人顧客）から、無担保による消費貸借取引契約により株券等を借り入れる取引を、本論文では「貸株サービス」と呼ぶ。この取引の呼称については、証券業者ごとにまちまちであり、「預株」と称するところもある。

¹⁵⁸ 消費寄託契約と消費貸借契約の違いについて、小山嘉昭『詳細 銀行法』金融財政事情研究会（2012）117頁は、「消費寄託契約は、返還時期の定めのない場合には寄託者はいつでも返還請求を行うことができるが、消費貸借の場合には、相当の期間を定めて返還の催告を行わなければならない。いわば「預ける」ことを内容とする寄託と「貸す」ことを内容とする消費貸借との違いがこの点に現れる。」と説明している。

プロ取引者が調達し難い、こうした銘柄が株券貸借取引に供給されている。

また、この取引もまたインターネット取引の特性のとおり、そのほとんどが非対面での取引である。貸株サービスの取引実態としては、不特定多数のアマ取引者が無担保により株券をネット証券業者等に貸し付け、対価として当該証券業者が運用したこの株券の運用益の一部を品貸料として受け取る取引である。すなわち、貸株サービスはアマ取引者が証券業者に対し、無担保で株券の貸し出をする株券貸借取引の一類型である。また、この取引は貸借対象物（株券）の所有権移転を前提とする消費貸借契約であり、金融商品取引法 43 条の 2 に規定される分別管理の対象外の取引であるとされている¹⁵⁹。

すなわち、アマ取引者等が証券業者に預けた株券¹⁶⁰を貸株サービスによって証券業者に貸し付けた場合、当該株券は分別管理による保護の対象外となる。しかも、一般的には、アマ取引者にはこれに見合う担保が差し入れられない。従って、アマ取引者は利用先（貸株先）の証券業者が倒産した場合などの取引相手方リスクを負うこととなる。

4. 株券貸借取引と信用取引規制

(i) 信用取引の仕組み

(ア) 信用取引の法令上の位置づけ

信用取引は金融商品取引法 156 条の 24 第 1 項において、取引所金融商品市場（取引所）の会員等（証券業者）に対し証券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。この顧客¹⁶¹への信用を供与について、同法第 161 条の 2（信用取引等における金銭の預託）— 委託保証金規制は、信用取引等で顧客からその取引にかかる有価証券の時価に内閣総理大臣が 100 分の 30 を下らない範囲で定める率を乗じた額を下らない額（ただし、最低限度額 30 万円）の金銭の預託を受けなければならぬ、と定めている。この委託保証金規制は、一次的には証券業者に対する規制であるが、最終的には信用取引顧客にかかる規制である。

取引所において有価証券の売買取引等を行おうとする顧客は、当該取引所における

¹⁵⁹ 日本証券業協会編「分別管理 Q&A（第 3 版）」（2011）9 - 10 頁 Q.18 参照。

¹⁶⁰ 証券業者は、金融商品取引法（2 条 8 項 16 号、28 条 5 項）に定める有価証券等管理業務（いわゆる保護預り）として、顧客から株券等の預託を受けることができる。

¹⁶¹ 信用取引を行おうとする顧客は、証券業者に対し、予め各取引所により定められた「信用取引口座設定約諾書」を差し入れる必要がある。

ルール、受託契約準則¹⁶²他の規定等に従って証券の売買取引等を行うこととなる。信用取引の法構成は売買取引の成立と株券の貸付・担保からなる債権債務の成立が組み合わされた複合的な取引と考えられているが、債権債務にかかる法的な性格としては、東京証券取引所（以下、「東証」という。）の受託契約準則¹⁶³に定める信用取引の成立にかかる民法条項、規定および契約要件からすると「要物契約による消費貸借」契約であると考えられる。

この信用取引の法的要件に対する通説としては、顧客は証券業者に対し、顧客の計算において行う売買取引を信用取引により執行するものとする、売買の受渡しに必要な資金または株券を証券業者から借り入れて決済が行われることとなり、こうして証券業者は株券の買付け代金相当もしくは売付け株券代金相当の金銭消費貸借契約上の債権を取得し、この場合にも、消費貸借の要物性はみたされたとみることができる¹⁶⁴ものとされている。

すなわち信用取引では、顧客は証券の現物売買取引をして、これを信用取引として当該証券の受渡し決済がされることで、顧客である投資家は証券業者から売買取引により貸付を受けた金銭や株式について、証券業者に一定の期限以内に返還義務を負う債権債務の関係となる。

（イ）制度信用取引と貸借取引の仕組み

信用取引の構造では、証券業者と顧客間の貸し借りの関係（信用取引）と証券業者と証券金融会社間の貸し借りの関係（貸借取引）とは一体の関係にある¹⁶⁵とされる。

金融商品取引法 156 条の 24 第 1 項は、「信用取引その他政令で定める取引の決済に必要な金銭又は有価証券を、当該金融商品取引所が開設する取引所金融商品市場の決済機構を利用して貸し付ける業務」を信用取引の受け皿制度としての貸借取引 - 制度貸借 - と定義している。この制度貸借業務を行なおうとする者は、同項において「内閣

¹⁶² 金融商品取引法 133 条第 1 項は、「取引所市場における売買の受託に関する契約は金融商品取引所の受託契約準則において定められるもの」としている。

¹⁶³ 受託契約準則第 41 条（信用取引による有価証券又は金銭の貸付け）「取引参加者は、信用取引による売付けについては、当該売付けの決済日に当該売付代金及び委託保証金を担保として当該売付有価証券の貸付けを行うもの」と信用売りの要件を規定している。

¹⁶⁴ 鈴木竹雄＝河本一郎『法律学全集 53 - I 証券取引法（新版）』有斐閣（1984）505 頁参照。

¹⁶⁵ 鈴木＝河本（1984）・前掲注（164）491 頁。

総理大臣の免許を受けなければならない」と定めており、この免許を受けた株式会社が証券金融会社である。

各取引所では当該取引所市場における制度貸借を行う証券金融会社を指定¹⁶⁶している。また、各取引所はこの信用取引にかかる品貸料、返済期限、権利処理等について規定（信用取引・貸借取引規程）を定め、この規定を適用する制度信用取引（以下「制度信用」という）と、品貸料、返済期限、権利処理等についてはその信用取引を行う顧客と証券業者との間で自由に定める方法により行う一般信用取引に分けている。各取引所は取引参加者（証券業者）が、制度信用銘柄以外の銘柄について制度信用および制度貸借を行うことを禁じている。

制度貸借は、証券金融会社が証券業者に対し制度信用取引で必要とされる金銭又は有価証券を取引所市場の決済機構を利用して貸し付ける業務である。各取引所は制度貸借に係る金銭又は有価証券の借入れ及び返済並びに担保としての当該借入金に係る買付有価証券又は当該有価証券に係る売付け代金の差入れ及び返戻は、株式会社日本証券クリアリング機構¹⁶⁷（以下、「JSCC」という。）の業務方法書¹⁶⁸に定めるところによるとされている。

2003（平成15）年1月の改正証券取引法施行によって、取引所市場における有価証券の売買取引決済（マルチラテラル・ネットィング構造）¹⁶⁹の法的有効性への疑義を解消し、決済の安定性を高めるため金融商品債務引受業（金融商品取引清算機関 - JSCC）¹⁷⁰が併せてスタートした。JSCCは証券業者が取引所市場において行なった売買取引に

¹⁶⁶ 現在、東京・大阪・札幌・福岡の各証券取引所は日本証券金融株式会社（以下「日証金」という。）を、名古屋証券取引所は中部証券金融株式会社を指定証券金融会社としている。

¹⁶⁷ 金融商品取引法 156 条の 3 に定める金融商品債務引受業につき内閣総理大臣免許を受けた金融商品取引清算機関。

¹⁶⁸ 金融商品取引法 156 条の 7 に定める金融商品取引清算機関の業務方法書。

¹⁶⁹ 2002 年（平成 14 年）末まで、取引所市場の売買取引の決済は多数の取引参加者（証券業者）間でマルチラテラル・ネットィングにより行われていた。2 当事者（商人）間の債権債務の相殺はバイラテラル・ネットィングとして法的にその効果（商法 529 条（交互計算））が認められるが、多数者間のマルチラテラル・ネットィングでは相殺の対象が特定されないため、例えばネットィング参加者の一つが破綻した場合などでは、どの債権債務が消滅したかを確定することができず相殺の法的な安定性が希薄とされている。

¹⁷⁰ 川村正幸『金融商品取引法（第 4 版）』中央経済社（2012）517 頁では、清算機関の債務引受について「清算機関が担うのは、…具体的には債務引受けとそれに伴う債権の譲受け、および決済数量を確定されるための売付数量と買付数量の相殺が前提となる。清算機関が金融債務引受業として把握されているのは、債務引受けが清算業務の出発点とな

かかる有価証券・金銭の引渡債務を引受けることとなり、制度貸借の決済についても、制度信用取引とする売買取引と貸借取引の関係にかかる有価証券・金銭の引渡債務をネットリングして一体として清算が行なわれている。すなわち、制度信用では証券業者は制度貸借を通じてその必要とする金銭又は有価証券を制度的に借入ることが可能とされる仕組みであり、制度信用と制度貸借とは一体の構造をもった“制度”であるとされる所以である。

(ii) 信用取引の規制

(ア) 受託契約準則・信用貸借取引規程等の適用

信用取引を行おうとする者－顧客－は、「信用取引口座設定約諾書」を証券業者に差し入れることで、信用取引口座を開設して、この取引を行うことが出来る。同時に信用取引顧客は、取引所が定める受託契約準則¹⁷¹、信用・貸借取引規程等のルールに、そして証券金融会社が定める貸借取引貸出規程等のルール¹⁷²に拘束されることとなる。

(イ) 信用取引の制限等の実務

上述したように、信用取引の取引の成立について、受託契約準則（東証）第 41 条（信用取引による有価証券又は金銭の貸付け）¹⁷³は、当該売付け（買付け）の決済日に貸付

るからである。」と説明している。

¹⁷¹ 証券取引を行う顧客への受託契約準則の適用について、裁判所（最高裁 昭和 37 年 2 月 6 日第三小法廷判決 民集 58 号 513 頁）は「受託契約準則は……取引所会員（証券業者）と受託者間の委託売買取引に関する細則を定めたものであって、いわゆる普通契約約款の一種に属するものと解すべく、普通契約約款の支配する取引においては当事者間に別段の特約がないかぎり当事者がたとえ約款内容を具体的に了知しなくとも当該約款によって契約したものと認められるべき効力を生ずる」と判示している。

このような受託契約準則等による証券取引の統一的なルールの必要性については、不特定多数の投資者と数多くの証券業者等が混在する金融商品市場にあつては、顧客と会員等がそれぞれに取引条件を定めることになると、相手方となる者によって条件が異なるなど不公正な取引を惹起させるおそれが強いし、何より、異なる条件の取引を集約して適正な価格を形成すること自体が困難になる（河本＝大武（2008）・前掲注（14）508 頁参照）との見解がある。

¹⁷² 例えば、東証では、個別銘柄に係る信用取引の規制措置の実施及び解除については、「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」に基づいて行っている。なお、東証の行う個別銘柄に係る信用取引の規制措置は、制度信用・一般信用取引の区分けなく規制の対象としている。東証ホームページ参照。

<http://www.tse.or.jp/rules/tpdoc/b7gie6000000657d-att/b7gie6000002ypvc.pdf>)

¹⁷³ 受託契約準則 41 条「取引参加者は、信用取引による売付けについては、当該売付けの

けを行うものと、規定されている。

信用取引の実務としては、まず、信用買い建てが行われた場合には、証券業者は当該買付け株式を貸付金銭の担保(以下、「本担保」という。)として、取引所の決済機構(JSCC)から受取り、証券業者は自己口において預かることとなる。上述したように顧客はこの株式を売却(反対売買)することで、買付け価格と売却価格の差額を売買益(損)が得られることとなる。すなわち信用買い建てによる借入債務と当該株式の代金引渡請求権とを、売買取引を介して相殺し、その債務と請求権を決済することで、この差額が売買益(損)となる。こうした仕組みにより、信用取引は実態的には、差金決済の取引と同様の経済効果をもつ取引とされるところである。

信用売り建てでは、証券業者は当該株式の売付け代金を貸付株式の担保とすることから、顧客はこの株式を買付け(買戻し)することで、買付けと同様に、当該売買の差額が売買益(損)として顧客に発生することとなる。証券業者は、自己で保有する資金や株券があればこれを顧客に貸し付けることとなる。一方、証券業者で、こうした資金・株券が不足する場合には、同法第156条の24の「貸借取引」による証券金融会社の貸付が利用できる構造となっている。

こうした信用取引を行った顧客は、一定の期限のなかで市場の変動(信用取引を行った株式の株価変動)をもって反対売買し、借り入れた株式または資金を返済することで差益の取得もしくは差損を負担する。この反対売買を行うことで、当該顧客が行った信用取引は決済(「手仕舞い」ともいう。)されることとなる。顧客は、信用取引を利用することにより、通常の売買取引の3倍を超える取引(顧客が差し入れた委託保証金の額からすると3倍強のレバレッジ)を行うことが可能であり、当該株式の価格変動がその顧客に有利に動けば、いわゆる現物取引に比べると3倍強の利益をあげることが可能となる。一方において、株価の変動が、投資家が想定した動きと“逆(不利)”に動いた場合、その損失額も3倍強となる。このため、信用取引は、現物取引に比して3倍強のレバレッジが効くと同時に、リスクの高い(リターンもある)取引――投機性が高い取引――であると言われている。

一方、この信用取引では本担保株券(買付けの場合の買付け株券)もしくは、本担保現金(売付の場合の売却代金)は、証券業者に担保として差し入れられることから、顧

決済日に当該売付代金及び委託保証金を担保として当該売付有価証券の貸付けを行うものとし、信用取引による買付け……当該買付約定価額の全額に相当する金銭の貸付けを行うものとする」としている。

客はこれを再担保として利用できない。すなわち、信用取引では、顧客は3倍強までしかレバレッジを効かすことができない取引ともいえる。

また、株券貸借取引での資金調達・運用からみると、ファンド等の投資家は運用資金等で株券を買付け、この株券の貸付けとその現金担保そして、その再利用によって、運用資産を拡張させることが考えられる。ファンド等は株券貸借取引（GC取引・株レポ取引）により現金担保として資金を調達し、これをもとに、さらに株券を購入し、この株券を利用したGC取引を行って現金担保化を繰り返すことで、そもそもの運用資金を何倍にかに膨張（レバレッジを効かせる）させることが可能となる。上述したように、わが国における一般的なGC取引における株券の評価額に対するヘアカット率が5%～10%（すなわち、株券の評価額の90%～95%まで資金調達可能）であることからすれば、理論上は、当初自己資金の10倍～20倍まで運用資産を拡大することができる。すなわち、株券貸借取引では、投資家は10倍～20倍までレバレッジを効かすことができることになる¹⁷⁴。

5. 株券貸借取引を巡る規制環境

(i) 証券業者に対する規制（① 業規制）

株券貸借取引に対する直接的な法規制はないものの、例えば、証券業者への業規制等、その外周を巡る規制はあることから、こうした規制環境をみしてみる。

金融商品取引法は、従来の縦割り業法を見直し、幅広く投資金融商品の販売や運用に関する法制として制定¹⁷⁵された。このため同法の定義規定である同法2条8項では各号において「金融商品取引」行為が掲げられ、こうした幅広い金融商品取引を「業」として取り扱う金融商品取引業者は、原則として内閣総理大臣の登録が必要であると規定（同法29条）されている。こうして登録をした証券業者には金融商品取引法で定められた各種の規制が適用されることになる。証券業者が行う「業」の意義に

¹⁷⁴ ただし、SC取引（個別銘柄調達）においても、一般的には株券の評価額の105%の差入れが求められており、同様のレバレッジを効かせることは可能であるが、SC取引は一般に当該個別銘柄の調達を目的とすることから、現実的にはレバレッジを効かせる取引はないものとみられる。

¹⁷⁵ 金融商品取引法1条は、同法の目的として「……有価証券の発行及び金融商品等の取引等を公正にし、有価証券の流通を円滑にするほか、……金融商品等の公正な価格形成等を図り、もって国民経済の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。」を掲げている。

については、旧証券取引法での証券業はその行為を、利益を目的とする「営業」として行うことと定義していた。しかしながら現行の金融商品取引法においては、金融商品取引業の多様化を受けて¹⁷⁶、これを「営業」ではなくその業務を繰り返し継続して行う反復継続性を要件¹⁷⁷とする「業」としている。

さらに金融商品取引業の多様化により、同法第2条8項に定められた本来業務以外でも、それと切り離すことが難しい業務などについては、証券業者に限り同法35条1項各号に列記された行為を「付随業務」として当然に行うことができる¹⁷⁸としている。この同法35条1項1号では、証券業者は「業」として同法第2条8項に掲げられた金融商品取引以外の行為である「有価証券の貸借又はその媒介若しくは代理」を行う業務¹⁷⁹を付随業務として行うことができる¹⁸⁰ものとしている。

また、金融商品取引法は、証券業者等の経営が破綻した場合にも当該証券業者が顧客から預託等を受けた金銭・有価証券等が確実に返還されるための仕組みとして、証券業

¹⁷⁶ 河本＝大武・前掲注(14)194頁参照。

¹⁷⁷ 金融商品取引法における業の概念についての議論として、『反復継続性』のほかに、いわゆる『対公衆性』を要するか否かが論点とされていることに加え、『対公衆性』との要件に関して、具体的にどのような場合に『対公衆性』があるといえるかは明白であるとはいえず、実務上は『対公衆性』の有無で金融商品取引業に該当するか否かを判断する容易でないとの問題も指摘されている。もっとも、『対公衆性』という要件は、その意義をより明確にすることができれば、『業』の意義を単なる反復継続して行うことと捉えることから生じる不都合や社会通念との乖離に対する歯止めともなり得るものと思われる。」(金融法委員会「金融商品取引業における『業』の概念についての中間論点整理」(2013)1頁)との指摘がある。

¹⁷⁸ 松尾直彦(2011)・前掲注(111)342頁は、「(付随業務を列記した)同項各号に列記されている行為は例示であり、付随業務には、各列記業務以外にも、『その他の金融商品取引業に付随する業務』がある。各列記業務行為を行ううえで当然行うこととなる事務なども『その他付随業務』に含まれる。『その他付随業務』への該当性は、当該業務が本来業務または各列記付随業務に随伴する程度、その内容が準ずる程度(近接性)やそのリスクの同質性・程度などを総合的に考慮して、個別案件ごとに実態に即して実質的に判断される。」としている。

¹⁷⁹ 金融商品取引法35条1項2号は「信用取引」を第1種金融商品取引業者の付随業務として掲記している。

¹⁸⁰ 株券貸借取引においてGC取引(レポ取引)は、法形式上は有価証券の貸借であるが、経済実体上は資金の貸付・借入取引である。銀行法等により資金の貸付を業として許されたもの以外が行う資金の貸付業は、原則として貸金業法の規制対象となるが、証券業者については、GC取引(レポ取引)は経済実体上資金の貸付であるものの、有価証券貸借業務として貸金業法上の規制を受けていない。

者に分別管理を求め、その管理の対象となる取引を規定している。同法 43 条の 2 は、顧客から預託を受けた有価証券・金銭および顧客の計算に属する有価証券についてこの分別管理の義務を課している。加えて、金融商品取引業府令¹⁸¹により同法第 35 条 1 項にかかる付随業務にかかる取引についてもその対象取引に含めている。一方において、付随業務として行う株券貸借取引（債券等を含む有価証券の貸借取引全般）については、分別管理の対象から除外されている。すなわち株券貸借取引の法形式が消費貸借取引とされ、取引対象物の所有権が移転されることによる¹⁸²ものである。

さらに、この分別管理の対象から除かれる取引としては、第一種証券業者・登録金融機関・適格機関投資家・資本金 10 億円以上の株式会社等を相手方とする有価証券関連業にかかる店頭デリバティブ取引等、および信用取引にかかるいわゆる本担保証券および本担保現金とされている。

なお、金融商品取引法は、顧客の有価証券を担保に供する行為等について制限（同法 43 条の 4）を設けている。金融商品取引業者等は、顧客の計算において自己が占有する有価証券又は顧客から預託を受けた有価証券を担保にする場合又は他人に貸し付ける場合には、当該顧客から書面による同意を得なければならないという制限が設けられているが、この制限は特定投資家については適用除外（同法 45 条第 2 項）とされているものである。

（ii）証券業者に対する規制（② 自己資本規制比率）

証券業者が業としておこなう株券貸借取引については、金融商品取引法 35 条 1 項 1 号において、同法 2 条 8 項に掲げられた金融商品取引以外の行為である「有価証券の貸借又はその媒介若しくは代理」を行う業務を付随業務として行うことができるものとしている。

株券貸借取引を含めて多様な業務を行う証券業者には、その業務の遂行による債務が発生する。この債務を最終的に担保するものとしては、その証券業者の財産による。こうした証券業者が行う金融商品取引業等については、これらの業務に関して投資者保護のみならず、様々な取引が安定的に行われるため証券業者には財務状況を健全に保つことが求められる。金融商品取引法はこの証券業者の財務状況の健全性の維持を監督するための項目の一つとして、自己資本規制比率が規定（同法 46 条の 6）さ

¹⁸¹ 金融商品取引業等に関する内閣府令 137 条 1 号。

¹⁸² 「分別管理 Q&A（第 3 版）」（2011）・前掲注（159）5 頁および 9 頁。

れ、これに基づくモニタリングや規定違反時の処分を定めている。

金融商品取引法では自己資本規制比率を、「資本金、準備金その他の内閣府令で定めるものの額に合計額から固定資産その他の内閣府令で定めるものの額の合計額を控除した額の、保有する有価証券の価格の変動その他の理由により発生しうる危険に対応する額として内閣府令で定めるものの合計額に対する比率（同法 46 条の 6 第 1 項）」とされる。株券貸借取引については、保有する有価証券の価格の変動その他の理由により発生しうる危険に対応する額として、内閣府令¹⁸³により取引の相手方の契約不履行その他の理由により発生しうる危険に相当する額である取引先リスク相当額としての算出が定め¹⁸⁴られている。具体的な株券貸借取引にかかるリスク相当額については、取引先リスク相当額における算出が求められ、その区分としては株式関連取引の一つとされて、担保金等により保全されている額を控除した額（純与信額）に対し、6%～10%（取引期間の長短による）のリスク・ウェイトを乗じた額を算出することとされている。なお、株券貸借取引にかかる自己資本規制比率の算出において、保有する有価証券等の価格の変動等により発生しうる危険に相当するものとされる市場リスク相当額の算出は規定されていない。

（iii） ヘッジファンドに対する規制

ヘッジファンドについては、出現以降における規制動向として、ヘッジファンド成長時においては、情報開示を含め強い規制がかかることはなかった¹⁸⁵。しかし 1990 年代後半、ファイナンシャル・テクノロジーを駆使した多様な取引手法¹⁸⁶により絶対収益の

¹⁸³ 金融商品取引業等に関する内閣府令 178 条 1 項において規定されている。

¹⁸⁴ 金融商品取引業者の市場リスク相当額、取引先リスク相当額及び基礎的リスク相当額の算出の基準等を定める件（金融告 59）において規定されている。

¹⁸⁵ このヘッジファンドに対する規制が“緩かった”ことについて「ヘッジファンドは、本来リスクヘッジを目的とした投資ファンドで、特定の機関投資家や富裕層といった限られた顧客から私募によって資金を調達していたため、証券会社や投資銀行のような公的規制が十分に行われてこなかった。（山本昌弘（2011）・前掲注（4）197 頁）」と説明されている。

¹⁸⁶ この取引手法の「基本となる考え方は、資産間における価格の収束あるいは相対的な価格差の水準に着目したものである。従って、ある資産を購入する一方、ある資産を空売りするポジションを組むことになる。つまり、理論や統計的なデータ分析によって二資産間の価格形成の比較において歪みがあると判断された場合、それが正常なものへと回帰すると想定して利益を上げ得るポジションを組む戦略がとられるのである（福田徹「ヘッジファンドのテール・リスクを考える」証研レビュー 第 55 巻第 8 号 136 頁（2015）」と説明されている。

獲得を実現していたとされる LTCM (LongTerm Credit Manegment) の破綻により大規模なシステミック・リスクが発生した。この事案を踏まえ、ヘッジファンドを支える投資手法である空売りに対し、その規制が強化されたが、登録規制や情報開示規制の導入は見送られていた。

しかし、近年においては、大きなレバレッジをかけて国境をまたがり多額の投資運用を行うヘッジファンドは、国際金融の世界において大きな影響を及ぼす存在となっていた。2008 年の世界的な金融危機時には、特に欧米では、その運用する株式を一時に多量に売却したり、また、レバレッジ圧縮のため株レポ等を急速に圧縮したりすることで、証券市場・金融市場の混乱を増幅させたとの指摘がされている。

一方、日本では、これまでの国内におけるファンドの活動が限定的であったため、競争促進的な政策はもちろん、弊害（特に危機時の活動制限）防止規制についても、欧米におけるようには、その必要性が意識されてこなかった模様である。近年では、金融商品取引法の制定にあたって、プロ向け集団投資スキーム（ファンド）に対する規制のあり方¹⁸⁷の検討がされていた。ここでは「利用者保護を前提に、活力ある金融市場を構築するとの観点から、規制の柔構造化を図ることが重要である。…… もっぱら特定投資家のみを対象とするファンドについては、一般投資家を念頭においた規制を相当程度簡素化し、金融イノベーションを阻害するような過剰な規制とならないよう、十分な配慮が必要」としている。このように金融商品取引法の規制スタンスとしては、緩和・柔構造化による金融市場の活性化重視の視点であり、巨額の資金を動かしマネーゲームを増長させかねないファンドの弊害性に対する視点は希薄であると思われる。

その理由として、こうした日本におけるレバレッジ投資を行うファンド等に対する弊害規制スタンスの根底にあるものとして、金融市場の安定を主眼とするマクロプルーデンス¹⁸⁸施策の主体が、金融庁（金商法）ではなく日本銀行の所管（金融政策）という意

¹⁸⁷ 金融審議会 金融審議会金融部会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」

（2005年12月23日付）21頁参照。

¹⁸⁸ プルーデンス規制（健全性規制）はマクロとミクロに区分けされるとされる。このうちマクロプルーデンス規制の定義については、「（その定義は）確立していないが、カウンターシクリカル的な資本規制はこれにあたろう。店頭デリバティブの決済清算制度の整備や空売り市場規制もこれにあたるという見方もありえよう。金融商品または金融業者の規制タイプでもマネージャーに対するシステミック・リスク関連情報報告義務などはマクロプルーデンス的規制といえよう」（青木浩子「ファンド規制」ジュリスト No.1412（2010）50頁）とされている。一方で、ミクロプルーデンスについては「（ミクロプルーデンス的

識から、対応が遅れたとも考えられる¹⁸⁹との指摘がなされている。

日本の規制当局である金融庁のこのファンド規制の問題に対するスタンスについて、世界金融危機後の 2009 年の日本証券経済研究会における金融庁 内藤純一総務企画局長による講演会¹⁹⁰での問答からみてみる。この講演会の質疑において、(質問)「ヘッジファンドの規制について、既に日本では金商法で対応ができているという説明がされていたことがあるが、そういう認識でいいのか」という問いに対し、(回答)「ヘッジファンドというのは、おっしゃるとおり、金商法の集団投資スキームという制度に盛り込まれており、日本はかなりヘッジファンドというものを集団投資スキームとして認識できる……。ただ、今の金商法は、どちらかといいますと投資家保護という観点で業者を規制するという考え方になっている……」と回答している。この発言は、G20 における金融監督及び規制の強化に関する言及¹⁹¹ - ヘッジファンドの財務健全性(自己資本規制比率による規制等) - の議論を踏まえた規制、監督体制の整備が課題である旨の発言であると思われる。

こうした規制整備の方向性に加え、2012 年に起きた「AIJ 投資顧問事件」¹⁹²を受けた 2013 年の金融商品取引法一部の改正¹⁹³により、投資運用業を行う投資一任運用業者又は投資信託運用業者に対しては、委任者への正確な情報提供を担保する仕組みとその情報を報告するための規制強化がなされている。

規制は) 個別金融機関とその預金者等のみを視野に入れ、リスクは外生的にのみ生じ、個別金融機関がシステムに与える影響については考慮しないものと位置づけられる」と説明されているが、同時に「そもそも、金融システムや実体経済と切り離された金融規制というのは考え難く、マイクロプルーデンスとマクロプルーデンスという区分自体ナンセンスという見方もあろう」(天谷知子『金融機能と金融規制』187 頁 きんざい (2012.6)) との指摘もされている。

¹⁸⁹ 青木浩子 (2010)・前掲注 (188) 45 頁。

¹⁹⁰ 内藤純一「金融資本市場の現状と今後の課題 (2009 年 6 月 11 日講演)」日本証券経済研究所 証券レビュー 第 49 巻 7 号 (2009) 28~29 頁。

¹⁹¹ 「2009 年 4 月 2 日発表のロンドン・サミット首脳声明 (骨子) 中の「金融監督及び規制の強化」に関する言及」(祝迫得郎 (2009)・前掲注 (96) 137 頁参照)。

¹⁹² 中小年金基金を主な顧客とする「国内独立系の投資運用業者であった AIJ 投資顧問が運用受託していた約 2000 億円の大部分が消失していたことが、証券取引等監視委員会の検査でわかり、…金融庁は同投資顧問に対し業務停止命令を出した」(日本経済新聞 2012 年 2 月 24 日)。その後、同年 3 月 23 日付で金融庁は同投資顧問の登録を取消している。

¹⁹³ 平成 25 年金融商品取引法の一部改正 (平成 25 年 6 月公布) では、「AIJ 事案を踏まえた資産運用規制の見直し」として、運用報告書等の内容拡充、罰則の強化などの再発防止策がとられている。

ヘッジファンドと株券貸借取引との関連の文脈で言えば、SC取引においてもGC取引においても、レバレッジ投資を行うヘッジファンド（これらファンドの取引決済等の様々なサービスを提供する大手・外国証券会社のプライム・ブローカー業務を含む）や投資銀行¹⁹⁴が、取引の主な最終需要者とみられるところにある。これらヘッジファンドの投資手法を構成する各主体に対しては、業規制の議論がされ始め¹⁹⁵ている。さらに最近では、レバレッジを駆使する“商品（投資手法）”に対する規制、株券貸借取引にかかる担保金規制等の規制の必要性が認識され始めており、一部のアクティブ・ファンドでは、株券貸借取引を利用し、少ない資金でより多くの議決権を取得して株券の発行会社に対し、株価上昇策等の実施を求める事例などの問題が指摘されている。また、ヘッジファンド自体もLTCM等の破綻にみるその投資手法そのものに潜在するテール・リスクとレバレッジによる損失増幅への懸念¹⁹⁶を常に抱いているとされる。

（iv）空売り取引の決済措置と価格規制

日本における有価証券の空売りにかかる規制は、現行の金融商品取引法162条第1項において「何人も政令で定めるところに違反し、次に掲げる行為をしてはならない」として、同項第1号は「有価証券を有しないでもしくは有価証券を借入れてその売り付けをすること」と規定され、株券を含む有価証券の空売りは政令等で定める場合を除いて禁止されている。

ここで、政令等で定める場合とは、「その有している有価証券（借入れているものを除く）の売りつけ後、遅滞なく当該有価証券を提供できることが、明らかでない場合」と規定されている。この空売り規制の制度目的として挙げられているものは、「有価証券がない場合や他から借り入れて無制限に売れば有価証券の価格の下落傾向が強まり、

¹⁹⁴ 池尾和人「金融危機と市場型金融の将来」財務省財務総合政策研究所 ファイナンシャル・レビュー（通巻第101号）（2010）10頁によれば、サブプライム・ローンの証券化商品等の取得を通し、投資銀行自身も自らヘッジファンド化していったとしている。

¹⁹⁵ 青木浩子（2010）・前掲注（188）参照。

¹⁹⁶ 福田徹（2015）・前掲注（186）142-143頁によれば「テール・リスクの定義については今のところ統一された見解が存在する訳ではない。最も抽象的なものとしては、稀な事象が実現ことによって生じる大きな価格変動リスクと見なしている。（ヘッジファンドがテール・リスクに捕らわれる背景として）……次に、借入によってテール・リスクがして出現した際に被ると想定される損失金額が、投資家から集めてきた資金と比較すると相対的に大きくなっており、即座に破綻する可能性が高まっているということである。また、借入れの裏付けとなった運用資産の価値の減少に伴う追加担保や資金返済の要求はテール・リスクの影響をさらに悪化させるといえるだろう。」と指摘している。

相場操縦にも利用される危険がある。そこでこれを抑えようとするものである」¹⁹⁷との説明がなされている。

近時の空売り規制を概観すると、2008年9月のリーマン証券の破綻（いわゆる「リーマンショック」）を契機とした世界金融危機 - 株式市場の急落を受けて、その対応策の一つとして、空売り規制の一層の強化がなされた。具体的には「……空売りに係る有価証券について借入契約の締結その他当該有価証券の受渡しを確実にする措置として内閣府令で定める措置（「決済措置」という。）が講じられていることを確認できないときは、……空売りを行ってはならない」とされた。この臨時的な規制強化では従前からの、空売りに係る有価証券について借入契約の締結に加え、決済措置としてその有価証券の受渡しを確実にする措置が求められ、その後も、時限規制は何回か延長されたが、2013年11月の見直しにより、この措置の一部は恒久措置とされた。一方、同時に、空売り規制の柱とも考えられる価格規制については、緩和方向での見直しがなされている。

この金融商品取引法における空売り規制は、「不公正取引規制（第6章）」に、インサイダー（内部者取引）規制とならんで、“相場操縦にも利用される危険”と“空売りによる売り崩し弊害の予防の観点”から、その他の不公正取引と位置づけられているとされる。また、従前より、この空売りについては信用取引における売付けの区別は微妙である¹⁹⁸との指摘がされているところである。

（v）空売り取引の情報と高頻度取引（HFT）

現在の株式市場は、近年は取引所間の国際的な競争激化のなか、近年のIT技術の急速な発達とも相まって、取引所売買システムの高速・高度化がすすんでいる。2012年に東証が導入した高速取引システム（アローヘッド）では、万分の一秒単位の高速で約定申し込み・成立がされている。証券業者のなかでもアルゴリズム取引を劇的に高速化して、僅かな価格差を持って高頻度で売買約定を繰り返し、確定的に利益を獲得する高頻度売買取引（High Frequency Trading 以下「HFT」という。）¹⁹⁹を行うところも現

¹⁹⁷ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）429頁。

¹⁹⁸ 神崎克郎ほか『証券取引法』青林書院（2006）996頁。

¹⁹⁹ 宇野淳「HFTと流動性」証券アナリストジャーナル（2015. 4）19 - 20頁によれば、「HFTは、……コンピューターを使って売買を行う点でアルゴリズム取引（AT）と似ているため、両者は区別されずに議論されることがあるが、…。HFTもATもコンピュータープログラムが注文執行業務を取り仕切っており、人の判断を介さずに自動運転で市場に注文が出されるという共通点がある。一方、HFTに固有の特徴としては、投資主体が証券会社の自己勘定部門で、短期間に高頻度の売買を繰り返し、薄利を積み上げる戦

れている。

こうした高度に高速化した HFT には、情報の格差と売買執行までの時間格差の面から、市場の公平性に対する懸念とともに、HFT はいったんトラブルが発生すると予想外に影響が拡大するのではないかとの指摘もなされている。さらに近時では、空売りポジションを保有しつつ、当該銘柄の発行会社に関する分析情報レポートを公表するという投資行動をする、いわゆる空売りファンドの存在が報じられている。

こうした HFT を含めた取引システム環境、空売りファンド等の投資行動に対する施策を考えるにあたっては、空売り規制との関係を踏まえた検討が必要であろうし、また、このような市場の状況の中で、株券貸借取引の文脈からみた空売り規制には、投資者の権利を確実にするとともに、空売りが持つ機能の有用性・効率性を損なうことなく、市場の安定化に資する、透明性を持ったそして信頼性の高い取引となるための情報提供施策を考える必要がある。

(vi) 国際的な規制動向

国際的には、FSB（金融安定化理事会）による株券貸借取引等における保証金・証拠金にかかる規制の議論として、2012年11月に公表された FSB 市中協議（2012）²⁰⁰でのレポ取引や証券の貸借取引における保証金・証拠金の規制側面－Minimum Haircuts（最低ヘアカット率）や再担保（転質）利用制限－からの規制案の検討を経て、FSB 市中協議（2013）²⁰¹が公表されている。さらに、FSB 市中協議（2014）²⁰²で

略に従事しており、ポジションを持ちこさない。……これに対し、ATは機関投資家など、より幅広い利用者があり、主として大口注文の取引コストを抑制するため、約定価格をベンチマークに近づけるように1日をかけて時間分散して執行するといった使われかたをしている。」とされる。

²⁰⁰ FSB、*“Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - A policy framework for addressing on shadow banking risk in securities lending and repos”* (18 Nov.2012).

http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_121118a.pdf?page_moved=1

²⁰¹ FSB、*“Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos”* (29 Aug.2013) .

http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf?page_moved=1

²⁰² FSB、*“Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions”* (14 Oct. 2014) .

は、取引実態の調査から清算集中化されない証券のファイナンス取引にかかる担保金規制（最低ヘアカット率）案が示されている。この一連の FSB が主張する株券貸借取引におけるレバレッジ抑制規制としての担保金規制（最低ヘアカット率）とリユース制限の視点は、証券業者、ヘッジファンド・機関投資家等の間での取引、プロ間での資金調達取引（GC 取引）を念頭に置いたものと考えられる。

プロ間での取引においては、取引相手先（破綻）リスクの認識から、一部で無担保取引はあるものの、その取引のほとんどは有担保の取引であり、担保の多くは現金であるとされる。ここで、具体的に FSB が提唱する担保金（最低ヘアカット率）規制は、例えば、当初に FSB から提示された最低ヘアカット率は、主要 Index 構成株券（Main Index Equity）で 6%、その他の株券（Other assets）で 10%²⁰³であった。FSB は、清算集中されない証券の貸借取引の担保金については最低ヘアカット率を設定することで、高いレバレッジが引き起こす金融システム全体にかかる脆弱性の露出を抑制することになると説明している²⁰⁴。

こうした最低ヘアカット率の提案についてわが国へのインプリケーションを考えるならば、この主要 Index 構成株券の最低ヘアカット提案（6%）は、わが国の取引実勢のそれ（5%程度）とほぼ水準²⁰⁵である。この水準をミニマムとして適用したとしても、例え、金融の状況が相当に悪化した場合にも、現行の取引を急激に委縮させる危険性は相当程度低い²⁰⁶のではないかと見られる。

一方、FSB はその他銘柄の株券（Others）については、10%の最低ヘアカット率の適用を提示している。マーケット目線で見えた場合、主要 Index 構成銘柄とその他の銘柄

http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141013a.pdf#search='FSB%E3%80%81%E2%80%9CStrengthening+Oversight+and+Regulation+of+Shadow+Banking+Regulatory%E2%80%9D+%EF%BC%8814+Oct.+2014%E2%80%99'

²⁰³ See, FSB (14 Oct.2014), *supra* note (202).

²⁰⁴ 証券取引等における清算集中（中央清算機関を通じた決済）化の目的について、BCBS（バーゼル銀行監督委員会）／IOSCO（証券監督者国際機構）からの非清算店頭デリバティブ取引への証拠金規制の導入提言（2015）においては、システミック・リスクの低減と中央清算化への促進と説明されている。

See, BCBS／IOSCO, “Margin requirement for non-centrally cleared derivatives” (Mar.2015), at 3.

²⁰⁵ FSB (14 Oct.2014), *supra* note (202), at 21 “ANNEX 2”.

²⁰⁶ 宮内惇至『金融危機とバーゼル規制の経済学』勁草書房（2015）333頁では、レバレッジを押え込もうとする規制は市場機能の低下という思わぬ副作用を招く危険性を指摘している。

の違いは、その流動性²⁰⁷にある。現行実務においては、主要 Index 構成銘柄に比べて、その他銘柄 (Others) の株券調達は難しく、この最低ヘアカット率を主要 Index 構成銘柄か、否 (その他銘柄) か、で区分する考え方では、その他銘柄の流動性の一層低下を招きかねないものと考えられる。

また、証券業者等 (FSB 市中協議 (2013) では信用仲介者と表記される) は、株券貸借取引等で証券在庫ファンディング等のため、リハイポセクション (re-hypothecation) ²⁰⁸と称される方法によって資金を調達することがある。

FSB は、こうした取引対象物の担保利用の概念を明確化し、規制の提案²⁰⁹にあたっては、この取引が有用であるとしたうえで、顧客資産の定義はそれぞれの法域 (法管轄域) で明定すべきものとしている。規制案の内容としては、主に証券業者等がプライム・ブローカー業務によって扱う個人等投資者の資産を、証券業者等の自己ファイナンスに利用することに対する制限であり、本論で検討する規制の仕組みの方向性を示している。さらに最近の日銀レビュー「決済と担保—法と経済学の視点から—」²¹⁰においても、担保の再利用を巡る論点として、流動性の高い金融資産の担保再利用について「担保の効率性を高める面がある一方、担保物のものともとの所有者がこれを取り戻せなくなるリスクを高める要因ともなる。ここでも、「担保の有効活用」と「担保物の所有者の保

²⁰⁷ なお、銘柄ごと信用リスクが小さい債券 (国債) を対象とした GC 取引では、決済期間の短縮化要請等を背景に担保のパッケージ構成を約定後に定める「銘柄後決め方式」の検討がすすめられ、その取引の有効性等の法的論点についての整理がなされているところである (金融法委員会 (事務局 日本銀行)「銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組みに関する法的論点の整理」(2016.5) 参照)。

²⁰⁸ リハイポセクションによる資金調達のスキームとは、証券業者がプライム・ブローカー業務において顧客から差し入れられた担保を利用して、別の取引での資金調達等をする行為を指すものであり、すなわち、顧客から差し入れられた証券を証券業者が自己資金調達のために担保 (再担保・貸借取引への再利用) として利用されている。

なお、FSB 市中協議 (2013) では、リハイポセクションの定義を、より狭い意味での“顧客の資産”の再使用とするとし、この市中協議では、リハイポセクションとは別に、リユース (re-use) を定義している。ここでリユースの定義としては、ある取引で受け入れた証券をその他の取引の担保として使用することとしている。

²⁰⁹ FSB がリハイポセクション等について規制案を提示する背景としては、「2008年の金融危機時において、リーマン・ブラザーズの英国法人がプライム・ブローカー業務等を通じて顧客から預かっていた資産についてハイリポを行っていた結果、同社の倒産手続きの中で顧客の権利内容や資産の所在の確認などに著しい時間を要し、その間、顧客が自己の資産を処分できなかつたり、当該資産の返還自体を受けられない事態が発生した経験などを踏まえたものである」(小野伸和ほか (2015)・前掲注 (71) 6 頁) との説明がされている。

²¹⁰ 山岡浩巳ほか「決済と担保—法と経済学の視点から—」日銀レビュー (2016-J-5) 7 頁。

護」という 2 つの要請のバランスをいかに図っていくかという問題といえる。」との指摘がされているところである。

(vii) デリバティブ取引等に対する証拠金規制

金融庁は、2016年3月、一定規模の非清算（中央清算機関を通じた決済がされない）店頭デリバティブ取引（以下、この項において「当該取引」という。）について、証拠金の預託等を求める規制措置（証拠金規制）を公表し、金融商品取引法40条2号（適合性の確保）に規定する状況として、業務の運営の状況が公益に反し又は投資者の保護に支障を生ずるおそれのあるものとして当該規制を定めた内閣府令を、同年9月より施行²¹¹されている。

この証拠金規制の適用対象の主体としては、証券業者および登録金融機関である銀行等（証券業者等）であり、取引の当事者の一方が対象主体でない場合には適用されず、また、当該取引の想定元本額の合計が3,000億円（月額平均）を下回る場合等には適用されないなどの免除措置²¹²が設けられている。

具体的な規制の内容としては、当該取引について、取引相手が将来デフォルトした際に取引を再構築するまでに生じうる時価変動の推計額を合理的に見積もってこれを当初証拠金として授受する義務²¹³、そして時価変動相当額を変動証拠金として授受（いわゆる勝ち・負け）する義務が課せられるものである。また、証券業者等は、原則として顧客から預託を受けた当初証拠金を利用・処分することは出来ないが、この当初証拠金が金銭の場合に限っては、信託の設定等の安全な方法により管理されている場合に限り、これが認められる²¹⁴とされている。

この証拠金規制の目的は、システミック・リスクの低減、および店頭デリバティブ取引の中央清算機関を通じた決済の促進²¹⁵にあるとされることから、決済を含めた取引の安全性・安定性の向上に資するための規制である。

²¹¹ 当該証拠金規制としては、金融商品取引業者等に関する内閣府令123条1項21の5、同21の6などが新設され、これを受け監督指針等が改正されている。

²¹² 同内閣府令123条1項21の6第9項参照。

²¹³ 同内閣府令123条1項21の6第1項参照。

²¹⁴ 同内閣府令123条1項21の6ホの規定では、金銭以外の有価証券等をもって充てられる当初証拠金については、当該有価証券等の利用・処分を認めていない。

²¹⁵ 鈴木利光「非清算店頭デリバティブ取引の証拠金規制〈改訂版〉」大和総研編 金融システムの諸問題（2016. 5）2頁。

第3節 株券貸借取引規制にかかる論点（課題の所在）

上述してきたように、株券貸借取引の主な機能は、空売り取引を通して株式市場の本来的意義・役割である流動性の供給・価格発見機能の向上（株式市場における売買を活性化させて流動性を高めること）、すなわち、「マーケットに厚み」をもたらすものであるとされる。さらに株券貸借取引は、機関投資家や取引参加者に保有する株券を担保にレバレッジを効かせたファンディングの機能（資金供給・信用創造機能）を持つ取引である。このように、株券貸借取引は、本来的には、様々な用途に使える“いいことづくめ”の取引である。一方で、この取引のルールはその成り立ちから、プロの取引参加者間で取り決めた市場慣行をベースに作られ、法的な規制がからないことから、取引参加者の保護について課題が残る取引であるとされる。また、株式市場における株価下落の局面において、株券貸借取引により供給される株券を使った売り、すなわち空売りが行われるときには、株価の更なる下落傾向を助長する取引であるとの批判もある。

こうした疑義・批判の根底にあるものは、株券貸借取引には、取引参加者間で何をやっているのかわからない、取引にかかる情報が少ない、不透明な取引との認識が根底にあることも事実であろう。

ここでは、空売り取引の決済措置としての株券貸借取引と空売り規制・情報開示ルールとの関係を取引透明性の観点から、また、株券貸借取引における担保金規制・顧客分別金（分別管理）の問題をアマ取引者等の顧客保護の視点から整理することで、取引の予測可能性を確保しうる、信頼に足りうる取引とされるためのルール整備を検討、提案する。

この検討では、取引要素の連携を念頭に置き、この取引の有用性と透明性、そして必要な取引参加者に対する保護についての取引ルールのあり方を考えるものである。

（論点1）空売りの決済機能と取引情報

株券貸借取引に対する見方の一つとして、この取引が空売りと表裏をなす取引であり、一部の投資家からは相場操縦的なそして欺瞞的な空売りにより不当な利益を得ている取引と一体ではないか、との批判があることも事実である。この批判の根底にあるものは、取引実態の見え難さ（情報透明性の問題）、そして株券貸借取引に裏打ちされた空売り取引に対する「相場を不当に下落させる投資手法」＝「悪」であるとの

認識があるものと考えられる。しかしながら、空売り取引は、ファンデメンタルを反映しない・行き過ぎた株価の形成を是正（公正な株価形成）し、市場に流動性（有価証券の円滑な流通）を供給する有用な機能があるとされている。また、最近では、極わめて短い時間に高い頻度で、僅かな価格差を持って空売りを含む大量の約定注文を瞬時に繰り返す高頻度取引（HFT）が急速に拡大し、米国などでは株式市場に混乱を招きかねない取引との指摘がなされている。

こうした空売りを巡る取引規制の議論を踏まえ、本論文では、空売り取引を支える株券貸借取引と空売り規制との関係、そして決済機能・情報提示等の課題解決に向けて、大量保有報告書制度等による情報開示の方法を含めて再考したい。

（論点 2）担保金規制と顧客分別金（分別管理）

株券貸借取引の法形式は消費貸借契約であり、この取引には法的な規制はない。取引ルールは“プロの”市場慣行によっており、顧客分別金（分別管理）そして投資者保護基金の保護対象外の取引と位置づけられている。この株券貸借取引の取引ルールの整備を考えるにあたっては、取引の有用性と取引の効率性を最大限に生かすため視点と、顧客保護の視点、取引主体（取引参加者）の信用度等と取引参加者間のルールの均衡に着目した担保金規制・顧客分別金信託（分別管理）の適用のあり方を考える必要があるだろう。

こうした担保金・分別管理・顧客分別金にかかる規制の方法を考えるにあたっては、取引の有担保化と分別管理義務・顧客分別金信託の関係の整理が必須である。ここでは消費貸借契約の法構成に由来する受入れ担保（株券）の再利用の取扱いと金融商品取引法が求める受託者責任としての分別管理・顧客分別金関係を踏まえた、アマ取引者保護のための取引ルールの在り方が求められよう。

第2章 株券貸借取引と空売り規制

第1節 株券貸借取引の法的性質と空売り規制

1. 株式市場における空売り取引の機能

有価証券の流通市場（株式市場）の本来的な役割・機能は価格発見機能 - 有価証券の公正な価格の形成 - であると言われている。

この株式市場の機能が十分に発揮されるべく株券の円滑な流通を表象する概念としては、流動性と効率性という二つの概念から説明されることが多い。流動性が高い状態とは、保有している資産を売買したい時に、売買したい数だけ、その時の時価で売買することができる状態をいうとされる。流動性は資産により様々であり、流動性が低い資産に投資を行った場合、資産を売却し現金を得ようとしても、売却に時間を要したり、実勢価格で売却できないというリスクがある。これは一般的には流動性リスクと表されるリスク²¹⁶である。

もうひとつの概念である効率性 - 市場が効率的である - とは、株価が当該銘柄のファンダメンタルズ、本源적もしくは本来的な価値とが、常に等しくなる状況が実現される市場と言われている。こうした効率的な市場においては、株価とファンダメンタルズに乖離が生じた場合、株価はすみやかにファンダメンタルズに収斂する機能が働くとされる。株式市場に参加するさまざまな者 - 投資家・顧客 - は、当該銘柄のファンダメンタルズに関するさまざまな情報を持って投資を行う。効率的な株式市場においては、こうした情報が当該株式の本源적もしくは本来的な価値を株価として映すこととなる。その価値を価格として実現のためには、その価格を実現させるべく容易に売買取引を可能とすることができる機能をもつことが必要である。これが効率的な市場²¹⁷、いわゆる、

²¹⁶ 橋本剛委「流動性と株式投資」日興ファイナンシャル・インテリジェンス レビュー 2008年6月号 1頁 参照。

²¹⁷ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』弘文堂（2004）13頁では、「一般に効率的市場とは、ある証券の市場価格が、すべての者が当該証券に関する一定の情報を等しく有している場合に決定される価格と等しい価格に決定されるような市場をいう。ただし、市場の効率性とは、すべての市場参加者がある証券の価値を同じものと評価していることを意味するものではなく、むしろ、効率的な市場は、市場参加者が証券の価値について有するさまざまな意見に基づいて行う集団的な投資決定の結果として成立する。」と説明されている。

価格発見機能を持つ市場とされるものである。

例えば、株券貸借取引マーケット（貸株/レンディング市場）と株式市場の流動性にかかる連動に関する宇野淳教授の実証研究においては、「貸株/レンディング市場の流動性が高いほど、売買市場においても取引件数が多く、ビッドアスクスプレッド（売買発注価格の株価に対する比率）が小さいという関係があり、デプス（最良売り・買い気配にかかる指し値注文量を示し、気配株数に株価をかけたもので表示）も厚くなるというポジティブな関係が存在する。」²¹⁸との指摘がなされている。このように株式市場の社会経済における役割・機能という側面から考えれば、株券貸借取引（貸株/レンディング市場）には、株式市場における流動性供給²¹⁹の拡大に寄与している取引であるといえよう。

株券貸借取引は、空売り取引における決済を裏付ける機能を持ち、株式市場の機能面から見れば、様々な投資家等が所有する株券が貸し出されることによって流動性の供給（株式市場の本来的意義）を増加させることで、この価格発見機能をより一層高める機能を担う取引といえよう。こうした空売りと表裏の取引である株券貸借取引は、株式市場における売買取引等に、いわゆる“厚み（売買機会の増加・価格発見機能の向上）”をもたらすと同時に、機関投資家・ファンドそして証券業者等の取引参加者には資金調達の便益と収益機会を与える取引であり、株券貸借取引は株式市場に厚みをもたらす仕組みとされている。

本章では、株券貸借取引と空売りの2つの取引にかかる取引構造、そしてこれらの取引にかかる情報展開の課題について、取引の持つ法的性質と現行規制そして取引情報の匿名性と透明性の関係を整理し、さらにアマ取引者（顧客）の保護の視点からも検討する。

2. 貸付対象株券の貸出及び返還

上記課題の検討にあたり、まず、株券貸借取引の貸出及び返還にかかる法形式を確認する。日本における株券貸借取引の実務の取り扱いを実質的に定めている日証協の契約ひな型では、「当該株券に関し権利移転の効力が発生しなかったときは、貸出及び返還

²¹⁸ 宇野淳ほか（2009）・前掲注（56）32頁。

²¹⁹ 太田亘=宇野淳=竹原均『株式市場の流動性と投資家行動－マーケット・マイクロストラクチャー理論と実証』中央経済社（2011）4頁では「流動性の供給とは、他の取引参加者への取引機会の提供のことである。」と説明されている。

が行われなかったもの」として、取引契約の成立要件が規定されている。貸出株券の返還義務については「貸出された株券と同種・同量の株券を取引決済日に貸出者に返済するもの」とされ、同種・同等・同量の他の代替物の返済が求められるという消費貸借契約（民法 587 条）²²⁰である。この取引では株券の貸し手は、受入れた現金（担保）をもとに買付けた株券を再貸付（再担保化）することで資金を調達が可能である。貸し手はこうした再担保化を繰り返すことで運用資産を拡大させることが可能となっている。借り手は借入れ株券を自由に処分（利用）することが可能である²²¹。

また、契約ひな型では、上述（第 1 章 第 1 節 3.）したように、貸付と返済に関し、コーラブル取引とターム取引を規定し、オープンエンド取引の場合を定めている。個別銘柄を貸借する SC 取引の多くはオープンエンド取引であり、実務としては、借り手が取引決済日（返済日）を予め指定するコーラブルの取引である。ただし、株券の返済に関して、貸し手が何らかの事由により貸付期間中に株券の早期返済を求めた場合、借り手は一定日以内の日にその株券を返済しなければならない旨の条項、いわゆるリコール条項が規定されている。個別銘柄の株券を指定して貸し借りする取引（SC 取引）の多くは、原則としてリコール条項付きの取引²²²であり、借り手に返済できる株券がない（空売り・転貸等）場合でも、買戻しもしくは別の他者からの借り入れた株券により返済に充てなければならないとされている。すなわち、この株券貸借取引は、法形式上は株券の所有権は借り手に移転するとされるものの、実態上の権利は全て貸し手に留保されて

²²⁰ 藤岡康宏ほか『民法Ⅳ－債権各論』有斐閣（2009）103 頁は、消費貸借意義・法的性格として、「借り受けたものの所有権を借主が取得して消費できる点で、借主が借りたもの自体を一定期間保管して利用できるにすぎない貸借や使用貸借と相違する。」と説明している。

²²¹ 債券レポ取引の法構成も、現行の一般的な現担レポ取引では、債券と資金（現金担保）とを一定の期間交換し、その期間が経過した後に同種・同量の債券と資金とをそれぞれもとの所有者に対し返還請求権に基づき返還する消費貸借取引とされる。この現担レポ取引とは別に、2001 年 4 月に民法 555 条の売買取引の一つの類型である「条件付の売買取引」である新現先取引と呼ばれる「売買」の法形式をとる債券レポ取引が導入されている。

²²² グローバル・レンディングで、SC 取引と同質の取引であるセキュリティ・レンディング（SL 取引）でも、「固定の満期日がなく、貸し手はいつでも証券を取り返して売却したり、株主としての権利を行使したりすることができる。……そのため、機関投資家（筆者注（貸し手））にとってセキュリティ・レンディングは、保有する有価証券に関する権利を全て保有したまま貸付料を得ることで運用効率を高めることができる極めて魅力的な取引だった……（横川太郎「戦後アメリカ金融システムの資金運用者化と金融危機」（2015）UTokyo Repository 156－157 頁）」とされる。

いる取引である。このため契約ひな型は、借り手が最終的に返済不能となった場合の取り扱いを定めており、「借入株券の返済が履行不能となった場合には、当該履行不能となった借入株券の返済に代えて、同価額を貸出者に償還する」と規定している。このように、株券貸借取引では、貸し出しが行われる都度、その所有権は借り手に移転するものの、それは借り手には返済義務が、貸し手は返還請求権を持つ取引である。

また、実務的には株券貸借取引（SC取引）の多くはオープンエンド取引であり、貸し手によるリコール条項は、株券の持つ権利確保等の特性・難しさと、取引の安定性の均衡を踏まえると、実務上、この条項を備えることは“いたしかたない”ものと考えられる。

さらに、株券貸借取引では、借り手は同種・同等・同量の他の代替物を返済すればよいものとされるが、その返済の対象となる株券の同種・同等・同量の他の代替物の範囲についての問題がある。すなわち、株券の付随権利ともいえる利益の配当等の権利、いわゆる「果実」の帰属にかかる問題が内包されている。そこで、契約ひな型は「配当金、新株券の返還」にかかる条項を設け、実務を取り決めている。この条項は「借入者は貸借対象株券につき、その貸借期間中に利益の配当又は新株式の割当がなされた場合、当該配当金相当額又は当該割当相当数の新株券（又は相当額の金銭）を貸出者に対し返還するものとする。個別契約約定時点で両当事者が合意のうえ、当該配当金相当額又は当該割当相当数の新株券（又は相当額の金銭）の支払条件をあらかじめ決めておくものとする。」として、当該果実にかかる貸し手の請求権とその返還の方法等を定めてはいるが、当該権利の帰属そのものについては明定せず、最終的には当事者間の合意に委ねている。

なお、上場株券の移転・異動については「社債、株式等の振替に関する法律（以下「振替法」という。）」の規定に基づく口座振替（振替法132条ほか）により行われている。現行の実務としては、株券の授受は振替法3条の規定により振替業を営むものとして主務大臣が指定した証券保管振替機構の定める「株式等の振替に関する業務規程」に則って行われる。

3. 株券貸借取引契約と取引種別

株券貸借取引は、消費貸借契約の法形式による担保取引と捉えられる。ただし、上述したように、この取引には法令による規制はかけられておらず、取引における債権保全

の仕組み、担保掛目等については、業界慣行ルール²²³によって取引が行われている。証券業者やヘッジファンド等との取引 — プロ間取引を想定した業界慣行としては、借入ニーズもしくは貸付ニーズのある方に対し、ヘアカット率（基準担保金率）やマージンコールの請求による債務保全の仕組みがとられている。

また、株券貸借取引における契約形式は、SC 取引、GC 取引ともに確定したのではなく、実務は概ね契約ひな型に準拠し、取引ごとの申出・確認と取引の内容を記載した書面である個別取引明細書を交付する形態である。株券貸借取引の実務では、その取引の目的により SC 取引であるのか、GC 取引であるのかを区分して約定管理をしている。このうち SC 取引の法形式としては、基本契約書と個別取引が成立した毎に個別取引明細書を交付する構成であり、この取引契約の内容としては、借り手が個別株券の処分権を取得し、それを消費することを前提に、後にこれと同種・同等・同量の株券を返還することを約すものである。

一方、GC 取引は主に資金調達面の要請・目的をもった株券貸借取引であることから、具体的には、多種の株券銘柄を集合的に貸出しして担保として現金を受け入れることで、資金を調達する取引である。法形式としては、SC 取引と同様、基本契約と個別取引明細書を交付する構成であり、法的側面から SC 取引と区別できるものではない。

4. 空売り規制の内容

現行の空売り規制（金融商品取引法 161 条 1 項 1 号、同法施行令 26 条の 2 から 26 条の 6、およびその細則を定める内閣府令（有価証券の取引等の規制に関する内閣府令（以下「取引規制府令」という。））は、①明示・確認義務（同法施行令 26 条の 3）、②ネイキッド・ショート・セーリング—決済措置—（同法施行令 26 条の 2、同令 26 条の 2 の 2）、③価格規制（施行令 26 条の 4）、④ポジション報告・公表（同法施行令 26 条の 5）そして近年の不正取引事案の発生を受けて新たに導入された⑤公募増資に係る規制（同法施行令 26 条の 6）から構成されている。

（i）明示・確認義務（同法施行令 26 条の 3）

同法施行令 26 条の 3 第 1 項は、金融商品取引所の会員等は、当該金融商品取引所の開設する取引所金融商品市場においてする自己の計算による有価証券の売付け若しく

²²³ 第 1 章 第 2 節 2. 「株券貸借取引の実務」参照。

は売付けの受託をした有価証券の売付け又は清算取次ぎ委託について、当該金融商品取引所に対し、これらの有価証券の売付け又は清算取次ぎ委託が空売りであるか否かの別を明らかにしなければならず、同法施行令 26 条の 3 第 2 項では、金融商品取引所の会員等は、当該金融商品取引所の開設する取引所金融商品市場においてする有価証券の売付けの受託について、当該有価証券の売付けの委託者に対し、当該有価証券の売付けが空売りであるか否かの別を確認しなければならないとしている。同法施行令 26 条の 3 第 3 項では、取引所金融商品市場においてする有価証券の売付けの委託の取次ぎを引き受けた者は、当該委託の取次ぎの申込者に対し、当該有価証券の売付けが空売りであるか否かの別を確認しなければならないと定めている。さらに、同法施行令 26 条の 3 第 4 項では、取引所金融商品市場においてする有価証券の売付けの委託又は委託の取次ぎの申込者は、その委託又は委託の取次ぎの申込みの相手方に対し、当該有価証券の売付けが空売りであるか否かの別を明らかにしなければならないとしている。すなわち、空売り取引については、その取引を委託したもの（投資者）にも証券業者（自己取引を含む）にも、空売りである旨の明示・確認を義務付けている。

ただし、有価証券先物取引、発行日取引等のようにそれぞれの取引において個別に規制されていること等、包括的に規制する必要のない一定の空売り²²⁴は、同法施行令 26 条の 3 第 5 項、同法施行令 26 条の 3 第 6 項にて、空売りを行う場合の明示及び確認義務の適用除外とされている。なお、信用売りについては、適用除外とはされていない。

(ii) ネイキッド・ショート・セーリング（同法施行令 26 条の 2、26 条の 2 の 2）

同法施行令 26 条の 2 は、空売りに該当する場合として、その有している有価証券（借り入れているものを除く。）の売付け後遅滞なく当該有価証券を提供できることが明らかでない場合とするとしている。この遅滞なく当該有価証券を提供できることが明らかについて、同法施行令 26 条の 2 の 2（後述するように本条項は 2008 年 10 月から時限措置が継続されていたが、2013 年 11 月以降は恒久措置とされている）では、金融商品取引所の会員等は、当該金融商品取引所の開設する取引所金融商品市場における空売りを受託した場合において、当該空売りに係る有価証券について借入契約の締結その他の当該有価証券の受渡しを確実にする措置として内閣府令で定める措置（以下「決済措置」という。）が講じられていることを確認できないときは、当該空売りを行ってはならないとしている。この取引規制府令（9 条の 2）で定める決済措置としては、空売

²²⁴ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）431 頁参照。

りに係る有価証券について借入契約の締結その他の当該有価証券の受渡しを確実にする措置とされ、この措置による空売りにかかる有価証券の手当がされていない取引－ネイキッド・ショート・セーリング（裸の空売り）－については、取引規制府令（9条の3、9条の4）で定める一定の適用除外に当たる取引を除いて禁止されている。この有価証券の手当については、米国においても不適切な空売りに対する重要なセーフガードの一つであるとされている。最近でも、借入の保管記録が正確になされていない株券の空売りが執行されたとして、ゴールドマン・サックス証券が SEC から法令違反を問われている²²⁵ところである。

なお、この取引規制府令9条の3、9条の4では信用売りは決済措置の適用除外とされているが、一般信用取引については、金融商品取引法38条（証券業者等の禁止行為）の細目を規定する金商業者等内閣府令117条1項24号の4において、有価証券を所有・調達または調達措置が講じられることなくその売付けを受託することなどの行為は禁止されている。

（iii）価格規制（同法施行令26条の4）

空売りをを行う場合の価格にかかる規制を定める同法施行令26条の4では、金融商品取引所の会員等は、当該金融商品取引所の開設する取引所金融商品市場において自己の計算による空売り又は受託をした空売りを行おうとする場合において、当該空売りに係る有価証券につき当該金融商品取引所が当該売買価格の公表前の直近に公表した当該取引所金融商品市場における最終価格等より算出される基準価格に内閣府令で定める割合（10%）を乗じて得た価格を控除した価格以下のものがあるとき等に該当するとき、当該空売りに係る有価証券につき当該金融商品取引所が当該空売り前の直近に公表した当該取引所金融商品市場における価格（「直近公表価格」という。）以下の価格において当該空売りを行つてはならない。ただし、当該金融商品取引所が当該直近公表価格の公表前の直近に公表した当該取引所金融商品市場における当該直近公表価格と異なる価格を当該直近公表価格が上回る場合に当該直近公表価格において行う当該空売りについては、この限りでないと定めている。

すなわち、この空売りにかかる価格規制は、空売りに係る有価証券の価格が一定の水準(前日終値と比較して10%以上低い価格)に達するまでは、原則、金融商品取引所が直

²²⁵ SEC Immediate Release 2016-9, “SEC Charges Goldman Sachs With Improper Securities Lending Practices” (2016-9) .
(<http://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-9.html>)

近に公表した価格以下の価格での空売りを禁止の規制(アップティック・ルール)の適用がされないという、いわゆるトリガー方式²²⁶の枠組みが採用されている。

なお、同法施行令 26 条の 4 第 4 項の価格規制の適用除外に関する細目を定める取引府令 15 条では、適格機関投資家に該当しない者（いわゆる個人投資家等）が行う売付けの数量が売買単位の 50 倍以内の信用取引については、トリガー（10%以上低い価格下落）を越えた場合でも、アップティック・ルールの適用はされないほか、新株予約権付社債券等の引受けに伴って投資家の行う空売りに対しても同ルールの適用はされない旨が規定されている。

(iv) ポジション報告・公表（同法施行令 26 条の 5）

同法施行令 26 条の 5 第 1 項では、空売りに係る情報の提供等として、金融商品取引所が上場する有価証券であって大量の空売りが行われることにより公正な価格形成に支障を及ぼすおそれがあるものとして金融庁長官が指定するもの（「指定有価証券」という。）について、金融商品取引所の会員等の自己の計算による空売りおよび顧客の委託を受けて行う空売りにかかる自己および当該顧客の情報（顧客・委託者の商号、名称又は氏名及び住所又は所在地等）および空売り残高の情報を当該主たる金融商品取引所に対し提供しなければならないとしている。

この主たる金融商品取引所に対し提供する空売りに係る情報としては、具体的には、発行済み株式総数の原則 0.02%以上の割合の空売り残高をもつものに対し、当該空売り残高情報の提供が求められる。また、主たる金融商品取引所は、提供された空売り残高情報に係る空売り残高割合が 0.5%以上であるものについては、当該残高情報を取りまとめ、その内容を公表しなければならないとされている²²⁷。

この空売りにかかるポジション報告と公表制度は、市場における価格形成に影響を与

²²⁶ 2013 年 11 月の空売り規制の見直しにより、トリガー方式が採用されている。

²²⁷ この空売りポジションの報告・公表の目的について、梅本剛正「空売り規制等の市場規制」ジュリスト No.1412（2010）56 頁では、「従来の明示・確認義務は、規制当局に対して空売りの透明性を確保するものといえた。つまり、自主規制機関や規制当局が価格規制違反や空売りを利用した不公正な取引等を取り締まる目的との関係で設けられており、そのため、法律上はこの情報を公衆開示することは前提とされていない。これに対して、新たに設けられた、空売りポジション保有者の開示は、公衆開示を前提としているため、市場参加者に対する情報提供も目的としているようである」と述べ、「……空売りが公衆開示されると、不公正取引に対する抑制効果も期待できる」としている。

えるものであるとの観点からの措置²²⁸とされるが、報告・公表の対象は潜在的な買戻し需要を示す空売りの残高（ネット）情報であり、市場の取引状況を示す売買高と、これに呼応する取引高（グロス）情報ではない。

他方、現行の信用取引にかかる公表制度としては、東証による週末ベースでの信用取引売り・買いの全体残高（株数・金額）および各個別銘柄残高（株数）がある。また、東証が定める日々公表のガイドラインを超過した銘柄・制限措置を行っている銘柄については、日々の残高（株数）を公表している。こうした信用取引（売り）において公表される銘柄残高は、空売りの残高状況の全体を表すものではない。わが国においては、すでに述べた²²⁹ように“貸株（レンディング）市場の整備”までは、信用取引売り⇔空売りとされていたが、その後の株券貸借取引市場の発展によりこの構図が崩れており、市場の不透明性を排除するためにも、空売りの残高等の幅広い公表が必要であると考えられる。

（v）公募増資に係る規制（同法施行令 26 条の 6）

同法施行令 26 条の 6 は、何人も、有価証券の募集又は売出しが行われる旨の公表がされてから当該有価証券の発行価格又は売出価格が決定されるまでの期間として内閣府令で定める期間において当該有価証券と同一の銘柄につき取引所金融商品市場における空売り又はその委託若しくは委託の取次ぎの申込みを行つた場合には、当該募集又は売出しに応じて取得した有価証券により当該空売りに係る有価証券の借入れの決済を行つてはならない、と定めている。

この規制は、近年の上場会社の公募増資時のインサイダー取引が問題化したことを受けて導入された。この取引は、増資公表後においても、価格決定までの間に株券を借り入れて空売りをを行い、下落した価格で当該増資株を買戻すこと利益を確定させ、借り入れた株券については増資により取得する株券により返済が可能であることから、これを禁止したものである。

（vi）空売り規制のエンフォースメント

空売り規制に違反した場合の制裁措置としては、金融商品取引法 208 条の 2 による 30 万円以下の過料が定められている。このような空売り規制のエンフォースメントについては、「わが国の空売り規制は、確かに形式上は厳格化されつつあるが、法執行と

²²⁸ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）585 頁。

²²⁹ 第 1 章 第 1 節 2. 「株券貸借取引の成立経緯と信用取引」参照。

いう観点からは、必ずしも厳格な規制とはいえない側面がある」²³⁰との指摘がある。一方で、空売り規制には、上述したように、明示・確認義務、価格規制など実効項目においては第一次的には証券業者に課された規制であり、「業者規制の色彩が強い」²³¹との指摘がある。証券業者については空売り規制に違反した場合、金融商品取引法 51 条、同法 52 条等による行政処分の対象となり、この点のエンフォースメントはある程度、確保されているものとみられる。

²³⁰ 梅本剛正（2010）・前掲注（227）56 頁。

²³¹ 梅本剛正（2010）・前掲注（227）56 頁。

第2節 空売り規制と決済措置

1. 空売り規制の現況

(i) 空売り取引と市場機能

株式市場の機能には、効率性と流動性という2つの対になる概念がある。市場が効率的であるとは、株価が本源的な価値に等しく決まる状況とされ、様々な投資者が持つ情報を株価に反映させるという意味で「価格発見機能」とも表現される。もう一つの流動性とは、いつでも自由にポジションを解消できる、持っている株券を処分できる概念であるともされ²³²、空売りはこの流動性を確保する重要な機能の一つとされる。投資者がこの空売りを行うためには、その決済する株券を借入れること等によって決済の裏付けを持つ必要があり、こうした決済面からすれば、株券貸借取引と空売りは表裏の取引であるとされる。

空売りの役割として、効率的市場の観点からは2つの重要な役割がある。一つは、投資家が持つ重要な情報を価格に反映する役割であり、もう一つは、株価がファンダメンタル・バリューから乖離したときに、裁定取引を容易にして株価をファンダメンタル・バリューに近づける役割がある。市場が効率的であれば、様々な投資家のもつ楽観・悲観の情報がすべて反映されることとなるが、空売りの制約があると悲観的な投資者たちの評価が反映されなくなる²³³。

こうした市場が効率的であるためには、売買価格に反映される情報が全て公開され、投資者「売り手と買い手」が公平に、そして自由に売買できることが必要である²³⁴とされる。楽観の見通し（情報）をもった買い手は、自己資金もしくは資金の借入れ等により買付ける（仮に「空買い」と呼ぶなら）ことで買付け価格への反映が可能となる。他方、株券を保有しない売り手が悲観の情報をもった時、空売りを行うことによるみ売却価格への反映が可能となる。さらに空売りは市場に流動性を提供する取引手法²³⁵であるとされる。

上述したように、市場における売り手と買い手の公平を考えるならば、空買いも空売りも同等に取り扱われなければならない。一方で、公正な市場形成のためには、いわゆ

²³² 倉澤資成（2012）・前掲注（5）58頁、73頁参照。

²³³ 倉澤資成（2012）・前掲注（5）76頁参照。

²³⁴ See VIRAL V. ACHARYA & MATTHEW RICHARDSON, RESTORING FINANCIAL STABILITY (2009), at 271.

²³⁵ *Id.*, at 270.

る売り崩し等の市場操作は厳格に規制されなければならない。空売りはこのような市場操作に利用されかねない要素をもつ取引とされ規制の対象とされているが、他方で空売り取引が持つ市場への流動性供給機能の観点から、その規制の適用について、様々な議論がなされていた。

このような株式市場の本質的な機能と空売り規制の議論からしても、空売りは株式市場に流動性を供給し、市場の情報を効率化させることで投資者の価値観を映すための一つの有用な手法であることに変わりはない。しかしながら、同時に、空売りに対しては、相場操縦等の不正取引に利用される危険性を内包する取引であると見られていること²³⁶も確かである。また、空売りには株券にはその供給量に限界があることに由来する市場の流動性欠乏と株価の急騰の問題 - 「ショートスクイズ (Short Squeeze)」、または、「踏み上げ」とも呼ばれる²³⁷ - の発生によって、市場への混乱と投資家の予期せぬ損失をもたらす可能性があるとされている。

空売りには、こうした本来的な機能・構造と市場の不公正²³⁸に由来する問題が潜在する。一方において、このことを十分に認識しつつ、効率的な市場を構築・維持するために、空売りを適切にコントロールし、市場の安定と市場に流動性を供給するための法令による規制がなされている。

²³⁶ See Massino Massa, et al., “*The Invisible Hand of Short Selling: Dose Short Selling Discipline Earning Management ?*”, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL REGULATION (2015.2), et al (2015), at 1.

²³⁷ この顕著な事例として、久保寛展「ドイツ法における空売り規制と金融市場の安定化」福岡大学法学論叢第56巻4号(2012)422頁では「ヘッジファンドがフォルクスワーゲン株の相場の下落局面に投機をしていたが、まず、フォルクスワーゲン株の20.1%がニーダ - ザクセン州によって保有されていたこと、次に、ポルシェ社が2008年10月25日に買付けもしくはオプション取引によってフォルクスワーゲン株の74.1%を取得した旨が通知されたことから、なお当該株式の5.8%に限り自由に取引可能な状況にあったことが明らかにされた。しかし、この状況において当該株式の12%ないし15%につき空売りが行われていたことから、空売りの売り手が自己の受渡義務の履行のため市場で株式を買い戻す必要が生じたために、当該株式の価格が急速に上昇する結果を生じさせる……フォルクスワーゲン株の下落局面に投棄していたヘッジファンドは、この一時的な株価の条署のために、合計で100億ないし150億ユーロの損失を被ったとされ(た)」ことを挙げている。

²³⁸ この不公正取引の概念について、前出 日本銀行「金融取引における公正 (fairness) の概念」(1999)・前掲注(11)9頁では「金融取引と関連の深い制定法のなかには、「不公正取引を禁止するものがある。なかでも、証券取引法は不公正取引として、インサイダー取引、損失補填、相場操縦などを禁止している。また、独占禁止法も「不公正」な取引方法を禁止しているが、……これらの事案に共通している点は、それらが従来「公正」という概念を曖昧にしたまま論じられてきたことである。」としている。

(ii) 空売り規制の現況

金融商品取引法において空売り規制は、「不公正取引規制（第6章）」に置かれており、インサイダー（内部者取引）規制と同列に、この“相場操縦にも利用される危険”という相場操縦規制の関連性²³⁹から不公正取引規制の一つとしての位置づけられるとの考え方があり、他にも、相場操縦とは別個にその売り崩しによる市場混乱の弊害予防の観点から、その他の不公正取引と位置づける考え方が示されている。

現行の法規（金融商品取引法162条1項1号）では、空売り規制とは、株券（有価証券）を所有せず、他のものから借り入れて、または、その有している株券の売付後に遅滞なく当該株券に提供できることが明らかでない場合に、当該株券を売却する行為、または当該売付の委託もしくは受託等を行うことであるとされ、何人も、政令で定めるところに違反して、空売りを行うことを禁じている。この政令で定めるところの政令とは、金融商品取引法施行令26条の2から26条の6による空売り規制に関する規定を指し、その細則として各内閣府令が定められている。

金融商品取引法は空売りを原則禁止しているが、政令により認められるものについては禁止を解除している。空売りでは、売り手は株券を所有せず売付けもしくは証券業者は売付けの受託がされることとなるが、買い手には買付けた株券の引き渡しが行われ（決済）なければならない。このため、この取引の決済が行われるには、空売りの売り手は他のものから株券を借り入れること等により当該売付け株券の手当てがされていることが前提である。すなわち、空売りとは株券貸借取引とは表裏をなす取引行為であるともされる。現在、日本においては、本来は仮需給の導入を目的とする信用取引の売り（信用売り）も、空売りの一形態として、空売り規制の対象とされている。

この空売りに対する規制の趣旨として言われていることは、株券を保有しないで売却する行為が無制限に行われれば、株価の下落傾向が強まり、相場操縦²⁴⁰にも利用される危険がある。これを抑制しようとするもの²⁴¹であり、この相場操縦の一般予防的観点

²³⁹ 神崎克郎ほか（2006）・前掲注（198）996頁では「空売りが規制の対象とされるのは、それが売り崩しによる相場操縦に利用される危険性があるためである。」と記されている。

²⁴⁰ 金融商品取引法159条では「何人も、有価証券の売買……が繁盛に行われていると他人に誤解させる等これらの取引の状況に関し、他人に誤解を生じさせる目的をもって、次に掲げる行為をしてはならない」として、同条1項1号から3号では「仮装売買」を、同条同項4号から8号では「馴合売買」を禁止している。さらに同法2項では「変動操作」を禁止している。この変動操作の手法の一つに「見せ玉」がある。

²⁴¹ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）429頁参照。

から法的規制が行われるべきである²⁴²とされている²⁴³。金融商品取引法 159 条で禁止されている相場操縦行為のうちでも、空売りは、売買が活発に行われているように見せかけたり、株価を故意に変動させようとして、一連の売買等を行って他人を株券の売買に誘い込むという、変動操作に使われやすい取引形態であると思われる故である。証券取引等監視委員会がホームページで公表する違反事例集「告発の現場から④」²⁴⁴によれば、デイトレーダー・グループが、「見せ玉」等の手法を用いて相場操縦を「日計り」により繰り返し、空売りした株券はその日のうちに買い戻し、翌日にポジションを持ち越すことなく、日々利益を実現させていたとされる。空売り規制の目的の一つは、こうした行為を未然に予防するためとされている。

一方において、相場操縦の行為を規制するのであれば、本章第 2 節 4. で述べるように、相場操縦規制で規制しておけばよい、との議論²⁴⁵もある。また、市場混乱の弊害予防の観点としても、空売りによる株価の下落に拍車がかかるとしても、そのことが規制の根拠となりうるのか。相場が上がるか下がるかは政策当局が決める問題ではなく、マーケットに注文を出す人が出した結果で決まる問題との考えである。それについて取引の価格を直接規制するというのは、よほど正当化理由がなければならぬとの意見²⁴⁶で

²⁴² 神崎克郎ほか『金融商品取引法』青林書院（2012）1353 頁参照。

²⁴³ 福光寛「空売り規制について」成城大学経済研究 158 号（2002）293 頁では、このような空売り規制の目的議論を要約・整理し、規制の背景について「空売り規制の背後には、相場下落傾向の不当な激化そのものがそもそも市場あるいは証券取引法の目的に反しているとするロジックあるいは倫理観がある。」と指摘している。

²⁴⁴ 証券取引等監視委員会ホームページ：「告発の現場④」一ネット取引による「見せ玉」等の手法を用いたデイトレーダー・グループによる相場操縦事件一では、「……学生が投資サークルに入って株取引を始め、在学当時から相場操縦に手を染めて、卒業後もサークル仲間や兄弟でデイトレーダー・グループを構成し、……「見せ玉」等の手法を用いて相場操縦を繰り返していた。……彼らは、俗に「日計り」（「デイトレード」とほぼ同義）と言って、その日に買った株券はその日のうちに売却し、その日に空売りした株券はその日のうちに買い戻して、日々利益を実現させて翌日に持ち越さないという取引手法をとっており……時間にすると、どれも取引開始から 2～3 分というごく短時間のうちに終了しています。」と説明している。

<http://www.fsa.go.jp/sesc/actions/kokuhatu/04/main.pdf>。

²⁴⁵ 梅本剛正「MSCB と不公正な証券取引」民商法雑誌 134 巻 6 号（2006）882 頁、898 頁。

²⁴⁶ 大武泰南「空売り規制について I」別冊商事法務 No.261（2002）100 頁、102 頁 証券取引法研究会報告における伊藤靖教授意見。この意見に対し、神崎克郎教授は、「空売りがいけないというわけではなく、過激な価格下落をもたらすような態様の空売りがいけないとして規制がされているとして、……空売りによって価格下落が異常にもたらされる、これは日本経済云々の問題ではなくて、公正な市場を確保するという観点からもチ

ある。

この意見に対し、公正な市場を確保の観点から規制が必要との意見はあるが、根本的には、空売り規制は理論の問題ではなく、空売りによる相場下落に対する政策的な配慮からの対処療法的な規制²⁴⁷であると考えられる。そして多分に空売りは悪という倫理感、相場悪化の悪玉として「悲劇を收拾するための生贄を探す段になると、空売りは決まって槍玉あげられた。」²⁴⁸ことから発するものに違いはないと思われる。

こうした議論から、わが国における空売り規制の変遷と現況を踏まえ、空売りと株券貸借取引を用いて社会的な批判を受けた取引スキームと空売りがもたらす市場流動性の供給・公正な価格形成機能と、実務の立場から現行の空売り規制の有効性の検討が必要と考える。すなわち、株券の空売りと株券貸借取引との関係が、この2つの取引の透明性に由来する規制の議論—空売りと相場操縦、インサイダー取引²⁴⁹等の不公正取引についての議論—に達する。

さらに、もう一つの議論としては、空売り規制のデザイン設計、すなわち規制による市場流動性の阻害というマーケット・マイクロストラクチャー²⁵⁰の視点からの議論である。この議論は、レンディング市場の流動性が現物市場の流動性を高める効果

ャックしないといけない」と述べている。

²⁴⁷ 大武泰南（2002）・前掲注（246）101頁、102頁 [大武泰南教授発言]。

²⁴⁸ キャサリン・ステイリ - 『空売りの美学（KATHRYN F. STANLEY, THE ART OF SHORT SELLING（1997）荒井哲也/須藤章 訳）』日経BP（2004）300頁。

²⁴⁹ Massimo Massa et al. “*Competition of the Informed: Does the Presence of Short Selling Affect Insider Selling?*”, INSEAD Faculty & Research Working Paper（2014）, at 13, “……these results support our first hypothesis that a greater amount of lendable shares increase the insider’s incentives to sell, particularly for the information-related insider sales. In other words, the more informed the insider is, the more they wish to pre-empt short sellers to exploit their informational advantage.”（……これらの結果は、貸付け可能株数がより多くなれば、内部者の、特に情報に近い内部者の売却動機は増長するという、われわれの最初の仮説を立証することとなる。言い換えれば、より多くの内部情報を持つものは、彼らの情報の優位性を利用するため、先回りして空売りを行なおうとするものである。）。

²⁵⁰ マーケット・マイクロストラクチャーとは、「異なる予算制約や情報制約に直面している各市場参加者にとっての合理的な行動とはどのようなものか、また、そうした市場参加者の行動がどのようにして資産価格形成に反映されるのか、といったメカニズム全般を指す」（馬場直彦「システミック・リスクの発生・伝播のメカニズムについて」日本銀行マーケット・レビュー（2002. 6）1頁）とされ、その研究対象としては「投資家が保有する情報量や流動性需要の違いに着目し、投資家を情報トレーダーと流動性トレーダーに分けたうえで、それぞれの投資家タイプがどのような注文戦略をとるかを考察する領域がある」（岩井浩一「我が国ETF市場のマーケット・マイクロストラクチャーと投資家の注文行動」金融庁論文ワークショップ（2009）27頁）とされる。

が、規制の適用によって弱まるのではないか²⁵¹、すなわち、空売り規制のデザイン設計によっては現物市場の流動性を歪ませるのではないか²⁵²、という議論である。さらに、空売りが持つ内在的機能として、久保寛展教授は「資本市場で取引される株式に対して最も効率的な価格形成に寄与できるとされ …… 市場参加者の評価を間接的に市場に媒介する意味において情報内容もまた有することになる。」²⁵³ことを指摘している。このような空売りの機能とその規制にかかるマーケット・マイクロストラクチャーの論点は、市場に参加する各投資家が保有する情報量の違い — 情報の非対称性 — が、流動性供給にどのように反映されるかの問題がある。また、証券業者の空売りポジション等と規制の関係などの実務²⁵⁴において、マーケットの価格発見機能として証券の価格に情報²⁵⁵をいかに集約させるかという市場構造設計と、これに対する規制との関係についての議論でもある。

こうした議論は、空売り取引における取引情報の展開 — 透明性の向上 — が、市場における価格発見に繋がるかの論点に達する。この論点を踏まえ、空売り取引と株券貸借取引の透明性を高めるための規制を考えるならば、空売りにかかる明示義務・公表範囲について、単純にその項目・内容を拡大することとすれば足りる。そこでは

²⁵¹ 太田亘ほか (2011)・前掲注 (219) 253 頁参照。

²⁵² 規制デザインによるマーケットの流動性の歪みの問題としては、課税コスト負担についての議論もある (Yair Listokin, “*Taxation and Liquidity*”, 120 *Yale L.J.* 1682 (2011), at 1726, “ ……the realization requirements reduction of the income tax distortion in favor of liquidity comes at great costs. The lock-up effect, for example, creates a realization-induced form of illiquidity that may have considerable cost.”)。

²⁵³ 久保寛展 (2012)・前掲注 (241) 423 頁では、この内在的機能について「市場参加者が、特定の株式が過大評価されかつ真実の企業価値を反映しないと評価する場合には、期待される株価の推移が生じる局面において売付価格とその後を買戻し価格との差額において利得するために当該企業の株式を空売りするインセンティブを有するだけでなく、当該行為は、個人的な経済的利益とともに、このような市場参加者の評価を間接的に市場に媒介する意味において情報内容もまた有することになる。」と説明している。

²⁵⁴ CHARLES.J.JOHNSON,JR. & JOSEPH MELAUGHLIN, *CORPORATE FINANCE AND THE SECURITIES LAWS 4TH EDITION* (2006), at 13-15, “Practice is also not uniform as to whether the broker – dealer considers itself free to continue covering its short position during periods where the issuer, because of unannounced material information, would consider itself disabled from making direct repurchases.” (未公表の重要事実によって、その発行者自身が直接買い戻すことが出来ないと考えられる期間内において、ブローカー・ディーラー自身が空売りポジションによりカバーを続けることが可能であるかどうかは、実務において一様ではない。)

²⁵⁵ 太田亘ほか (2011)・前掲注 (219) 13 頁では、「投資者間に情報の非対称性がある場合、情報劣位にある投資家は、情報優位にある投資家との取引で損失を被るといった情報リスクに直面する。」と説明している。

株式市場の監理者（取引所）に管理・監視のみならず、市場参加者自身の眼によるマーケットを監視が、相場操縦等の不公正取引への抑止力ともなるとの議論である。一方で、個別の取引参加者別の詳細な投資行動情報までも公表するとなれば、多様な価値観をもって株式市場に参加する各投資家はその市場での取引を敬遠し、市場離れが生じる懸念も生じる。

このように空売り取引の明示義務・公表範囲の項目・内容見直しにあたっては、上述したようなプラスとマイナスの観点を勘案する必要がある。例えば、個別の取引参加者別の詳細な投資行動情報ではなく、個別銘柄ごとのトータルでの売買動向の公表を考えれば、従前の一定額以上の空売り残高の明示に加えて - 「空売り取引高（グロスベース）の明示化」 - による公表項目の拡大が考えられる。個別銘柄ごとに一定額以上の空売り取引高（取引フロー）を、すべての取引参加者が容易に把握することを可能とすることで、近年の HFT（ハイフリークエンシートレーディング）・アルゴリズム取引等を含めた市場の不信・疑念の払しょくの一助になるとも考えられる。

（iii）空売り取引の規模

わが国における株券の空売り取引の規模は、東京証券取引所が公表する「空売り比率」から推計することができる。従前は、経験的にその比率は 10～20%といわれてきたが、近年は規制緩和²⁵⁶もあり、その比率は 30%を超えるところまで来ている。

上述（第 1 章 第 1 節 4.）したように、最近（2014 年 10 月 - 12 月の 3 カ月間）の東京証券取引所のデータ²⁵⁷による売買取引規模（同期間 1 日あたり売買代金 30,700 億円強）、信用取引（売り）を含む空売り売買代金規模（1 日あたり売買代金 9,400 億円強）であり、空売り比率は 31%であった。また、この売買取引の現金・信用取引の内訳としては、現金が約 25,900 億円、信用取引は約 4,900 億円（約 16%）であった。ここで、信用取引売りを除いた空売り売買代金（＝株券貸借取引等による空売り）の規模を推測してみる。この期間における信用取引売り買い合計残高に占める売り残高比率が約 20%弱²⁵⁸である。かなり乱暴な計算ではあるが、1 日当たりの信用取

²⁵⁶ 2013 年 5 月信用保証金規制の緩和および 2013 年 11 月の空売り規制の緩和がされているが、空売り比率は、当然、株式市場の相場動向により変動する。

²⁵⁷ ここでの売買取引高等データは、東証ホームページの公表数値およびこれをもとに筆者が算出した数値である。〈<http://www.tse.or.jp/market/data/margin/index.html>〉。

²⁵⁸ 信用取引の買い平均残高約 28,820 億円、同売り残高約 6,430 億円（2014 年 10 月 - 12 月の週末残高（13 周）の単純平均より算出。

引売りの推定売買代金は1,000億円（＝約4,900億円×20%）とみられる。こうした数字からすると、信用取引売りを除いた空売り売買代金の規模は8,400億円（＝約9,400億円－1,000億円）と、相当な規模となっていることが推定される。

このような空売りの取引実数からみると、空売りは株式市場の目的ともいえる流動性の確保に不可欠な仕組みであり、この空売りを実態的に支える株券貸借取引の重要性が認識されよう。しかしながら、この空売り と株券貸借取引の取引透明性は高くはない。例えば、証券業者が自己の計算で行う空売りいわゆる自己の信用売り、いわゆる自己の信用売りの数値、そしてこの取引の市場における空売り全体に占める割合を算出しようとした。この自己の信用売りとは、いわゆる自己ディーリングと呼ばれる証券業者が自己の計算で行う取引（金融商品取引法35条1項）のうち、自己ポジションで有価証券を有しないまま売却を行う場合に、委託による「空売り」とは別区分の取引として「自己の信用売り」²⁵⁹の売買区分により取引所への申告がされるものである。また、証券業者は自己ポジションで有価証券を有しないまま売却を行う場合には、当該売却有価証券の確保（空売り規制でいう「決済措置」）が出来る²⁶⁰のであれば、他からの信用供与を受けず当該売却を行うことが出来るものとされる。一部の証券業者では、ほぼ自己ディーリングのみにより収益をあげているところがある、とみられる。

上記の各資料からすると、株式市場における売買取引の委託・自己（証券業者が自己の計算で行う取引）の内訳としては、委託が約25,900億円、自己では4,800億円強（約16%）である。しかしながら、この自己のうち、いわゆる自己の信用売りの規模を公表数値から推測することは難しい。この証券業者の自己の計算において行う取引にかかる係数の開示・公表が望まれるところである。

²⁵⁹ 「自己の信用売り」は、現在、取引所へ売買申告区分を定める東京証券取引所業務規程14条において提示されている用語である。もともとは、平成4年の証券取引法改正により、同法133条の空売り規制における適用除外取引を定めた大蔵省令において規定されていた。しかし、平成14年の証券取引法改正により信用取引が空売り規制の適用除外から外れたことから、自己の信用売りについても同様に適用除外から外れたため当該規定は削除されている。

²⁶⁰ 証券業者に関しては、証券金融会社の貸借取引を利用することができる（証券金融会社に対して貸借取引約諾書を差入れること）のであれば、売却有価証券の確保ができたものとされている。

2. 空売り規制の経緯と決済措置

株式市場においては空売りといえども、買い手には買付け株券の引き渡しが必要とされ（決済措置）なければならない。この空売りの取引が行われるには、売り手は事前に他のものから株券を借り入れること等により当該売却株券の手当てがされることが規制によって求められている。すなわち、空売り取引と株券貸借取引とは表裏をなす取引行為であるともされる所以である。空売り取引は株式市場に流動性を供給する有力な手段であると同時に、相場操縦等の不公正な取引に使われる懸念や市場の混乱要因になりかねない構造をもつものともされる。このため空売り取引に対しては、日本を含め各国で監督機関による規制が行われている。

なお、現在、わが国においては信用取引の売りも空売り取引の一形態として、空売り規制の対象とされている。

(i) 空売り規制の経緯と議論

(ア) 空売り規制の経緯と変遷

日本における空売り規制の経緯としては、1948（昭和 23）年に証券取引法の母法である米国証券取引所に規定する「空売り規制」条項（空売り原則禁止規定）を範にして制定された²⁶¹ことに始まる。しかしながら、政令は制定されたものの明示義務等の実務が対応されないまま、いわば規制の野放しの状態²⁶²が続いていた。

1953（昭和 28）年、証券取引法に信用取引の条項が設けられ（信用売りと空売りの関係については別途説明）この制度が整備・導入されたが、空売り規制との関係では曖昧な状況が続いていた。

こうして、いわば放置されていた空売り規制については、1985（昭和 60）年に先物取引に創設に際して、先物取引と空売りとの関係の明確化が求められた。ここで先物取引に関しては、その法的な性質に鑑み、有価証券自体の取引ではないとの理由から、先物取引は空売り規制の適用除外とする政省令の手当てがされた。

この法令整備の過程において、課題とされたのは、仮需給を目的とする「信用取引」は「空売り」であるのか否か、という従来から曖昧な関係整理が必要となった。1953（昭和 28）年以来、証券取引法の条項において規定された取引である信用取引であり、「い

²⁶¹ 大武泰南（2002）・前掲注（246）86頁。

²⁶² 青木浩子「証券検査に関する小論—空売り規制と敵対的 M&A 規律方針（米国法を中心として）」千葉大学法学論集 第 23 巻第 2 号（2008）参照。

わば信用取引は公認の空売りとでもいいでしょうか、そういう位置づけになったと思われる」²⁶³とされてきた経緯があったが、この1985（昭和60）年の政省令の手当において、信用取引は空売り規制の適用除外であることが明記²⁶⁴された。その後も、1988（昭和63）年、株価指数先物などの取引が創設されたが、これらの取引も空売り規制の適用除外とされている。さらに、1992（平成4）年、証券業者の自己の信用売り²⁶⁵のうち貸借取引²⁶⁶を利用する信用売りについては空売り規制の適用除外とされてきた。

その後、空売り規制の議論は、バブル崩壊後の不安定な日本の経済・金融市場の状況の中で、強化と緩和が揺れ動くこととなる。

1997（平成9）年11月、過剰投資による経営不安が噂されていた準大手証券業者の三洋証券の破綻に続き、同月には都市銀行の一角であった北海道拓殖銀行、そして証券大手4社とも称された山一証券の経営破綻²⁶⁷が続いたことで、金融危機の様相を帯びていた。こうした中で、“次はどこか”として特定の金融機関の経営不安説が流れ、こ

²⁶³ 大武泰南（2002）・前掲注（246）111頁。

²⁶⁴ この理由について「適用除外の理由は明示されていないが、先物取引に準じて考えると、証拠金規制や逆日歩などの仕組みによって信用取引による相場の不当な下落を防止することは可能だと理解が一つの解釈である。」（福光寛（2002）・前掲注（243）296頁）との解説がされている。

²⁶⁵ 信用取引とは証券業者が顧客に信用（資金または株券等）を供与して行う有価証券の売買取引であり、証券業者が有価証券の売買取引を行うにあたり自己に信用を供与してすることはない。従って、厳密に言えば、証券業者の自己の信用売りは信用取引の範疇にあたらぬ。一方で、業界慣習的に行われていたこの自己の信用売りは、平成4年の証券取引法改正により、同法133条の空売り規制における適用除外取引を定めた大蔵省令において規定の手当がされていた。しかし、平成14年の同法改正により信用取引が空売り規制の適用除外から外れたことから、自己の信用売りについても同様に適用除外から外れたため、当該規定は削除されている。

現行では、取引所規則により、証券業者が貸借取引の利用を前提（貸借取引の約諾書を証券金融会社に提出）として、信用取引のスキームを使った自己売買である“自己の信用売り”の利用が認められている。現在、自己の信用売りは、東京証券取引所業務規程14条において、取引所へ売買申告区分が定められる取り扱いがされている。

²⁶⁶ 証券取引法156条の3（当時）に規定する「貸借取引」を指す。

²⁶⁷ 山一証券の破綻原因としては「……得意だったはずの法人営業である。バブル破裂によって、企業から請け負っていた財テクに巨額の損失をだした。……山一はその処理を誤った。株価の値上がりを期待して、簿外に隠し、先送りしたのである。しかし株価の下落はとまらず、損失は膨れ上がり、破綻の原因となった（紺谷典子『平成経済20年史』幻冬舎新書2008年157頁）」とされる。

れら金融機関の株式は大量の売り注文から株価は大幅に下落していった²⁶⁸。こうして名指しされた金融機関から証券取引等監視委員会に対し、風説の流布・相場操縦等の証券取引法違反の調査依頼が出され、外資系証券業者を中心に検査が行われていた。

年明けの1998（平成10）年1月、当時の三塚大蔵大臣からは「市場動向に鑑み有価証券を有しないで売付をする行為が相場下落傾向を激化させるおそれや、相場操縦に利用されるおそれがあるとの指摘に適切に対応する必要があるため、新たな立法措置を講ずる」²⁶⁹との談話が出され、大蔵省当局は空売り規制強化の方針を固めた。翌日の新聞報道は「……海外の貸株（レンディング）市場などから投資家が株を借りてきた場合、所有権が移転したとみなされ規制対象にならず、実質的に効力のない規定になっていた」²⁷⁰、「……実際の空売りは多くの場合、貸株が使われるため、事実上、野放しに近い状態だった」²⁷¹と報じ、株券貸借取引を利用した空売りと実効性のない規制への批判がなされた。

三洋証券・山一証券の破たん以降、大手銀行・大手証券会社の株式が売り込まれ、いわゆる金融危機のなか株価の大幅下落の状況が続いていた。1998（平成10）年6月証券取引法改正法（金融システム改革法）で、空売り規制はその規制の強化・明確化が図られることとなった。

この空売り規制を定めた証券取引法第162条の改正では、「有価証券を有しないで」については「有価証券を有しないでまた借り入れて」を追加し、有価証券の借り入れによる売りを空売り規制の対象として明確化するとともに、空売り規制の対象範囲と取引の明示については、政令改正により、①「有価証券を有しないでまた借り入れて（空売りを）行う」こと、②証券会社に対し「顧客の空売り確認義務」を負わすこと、③顧客に「空売りの明示義務」を課することされ、規制強化がなされた。

（イ）貸株（株券貸借）市場の整備の議論

バブル崩壊後、大手金融機関の破綻が続き、空売り規制は強化の方向のなかで、1998（平成10）年に「貸株（レンディング）市場の整備」についての議論（報告書²⁷²）が提

²⁶⁸ 福光寛（2002）・前掲注（243）309頁参照。

²⁶⁹ 三塚博大蔵大臣談話（1998（平成10）年1月6日）。

²⁷⁰ 朝日新聞 1998（平成10）年1月7日記事。

²⁷¹ 日本経済新聞 1998（平成10）年1月7日記事。

²⁷² 貸株市場整備に向けた研究会（事務局 日本証券業協会及び東京証券取引所）における「貸株市場の整備について」報告書（1998年2月）。

示されている。

1997年から98年にかけては、90年代初頭から始まっていたロンドンを中心とする海外の株券貸借マーケットにおける日本株の貸借取引規模は、相当の大きさまで拡大していた。従前より日本においては信用売りにより株券の供給はあったが、この既存の信用取引に比べ株券貸借取引には2つの利点がある²⁷³とされる。1つは事前にコストが確定する点であるとされる。既存の信用売りでは証券金融会社での株券調達タイトになるとその調達コストにかかる借入料（品貸料、いわゆる逆日歩）が事後的に発生²⁷⁴することがあり、事前にコストが確定しにくいところがあること。もう一つは、信用売りが出来る銘柄が取引所・証券金融会社が定める貸借銘柄²⁷⁵に限定されている²⁷⁶ことが挙げられている。

この報告においてニーズの多様化の事例として、「証券会社における顧客の大口注文に対処させるための大量の借株ニーズへの対応」、「機関投資家等が行う裁定取引やバスケット取引にかかる借株ニーズへの対応」、「大量に株式を保有する機関投資家等の保有株券の有利運用のための貸株ニーズへの対応」を挙げている。例えば、信用売りについては、この売りが可能な銘柄が貸借銘柄に限られていること、銘柄によっては事後的に逆日歩が発生し、コストが確定できないことがある。こうした事情から、例えば、「機関投資家等が行う裁定取引やバスケット取引にかかる借株ニーズへの対応」については、証券業者がバスケット取引での顧客への受渡し決済等に信用売りを利用することは銘柄の制限・コストが確定等の面からも難しい状況が出てきていた。そこでコストが確定し、銘柄の選択可能性が広い貸株へのニーズが出てきていたと言われていた。

この整備の議論の背景としては、当時の貸株取引の中心であった証券取引法第 161

²⁷³ 福光寛（2002）・前掲注（243）306頁参照。

²⁷⁴ 信用売りにおいて証券金融会社（制度貸借）で貸付株券が不足した場合、証券業者・機関投資家等から売買取引約定日の翌営業日（T+1）に、入札方式により株券を調達する。証券金融会社は、顧客から信用売りの委託を受けた証券業者（貸借取引貸株を申し込んだ証券業者）に代わって決済日（T+3）に清算機関に株券を引渡す。この入札方式により決められた各銘柄にかかる品貸料（逆日歩）は、取引所の規則（受託契約準則 41条）により当該銘柄を信用売りしている全ての顧客から徴収される（逆日歩の一律適用）こととなる。

²⁷⁵ 東証の場合（2013年10月末現在）、上場国内株式 3,412 銘柄中、貸借銘柄 1,845 銘柄（54%）。〈http://www.tse.or.jp/rules/shinyo/meigara/sentei_2014.html〉

²⁷⁶ 貸借銘柄以外の上場銘柄の多くは、いわゆる創業者等オーナーが大株主となっていることが多い新興市場上場銘柄であり、実質的に当該銘柄の株券は株券貸借市場に出回らないことが多く、この指摘は表象的ではある。

条の2による委託保証金の適用を受ける「信用取引」のバックアップ・ファイナンスとしての証券金融会社による「貸借取引 - 制度貸借 - といい、この制度貸借以外の株券貸借取引である - 一般貸借 - 」の役割とその制約の認識したうえで、貸株取引ニーズの多様化への対応の必要性が論じられている。

以上の報告書を、いわばたたき台として証券取引審議会報告がなされ、貸株（レンディング）市場の整備が図られることになった。このスキームでは特段の法令手当は行われず行政・業界慣行の運用により、一般の株券貸借取引による貸株（レンディング）市場が形成されることになった。また、この審議会報告をもとに、従前の信用取引は、取引所等の規則に従い取引が行われる制度信用取引（貸借取引の利用ができる）と、顧客と証券業者の取り決めにより取引が行われる一般信用取引とに分けられることとなった。

旧大蔵省証券局『平成9年 証券年報』²⁷⁷は、証券業者による機関投資家等からの借株や証券業者間での貸借自由化について、①証券会社のマーケットメイク機能やディーリング機能の活性化等に伴い、証券会社による証券金融会社を通じない借株及び証券会社間の貸借ニーズが高まっていること、②機関投資家においては、保有株式の一部を貸株として運用するニーズが増大していること、③投資家サイドからすれば、事後的に品貸料が発生しうる現行の信用・貸借取引とは異なり、事前的にコストを確定しうる借株へのニーズも高まっていること、を挙げている。以上を踏まえたうえで、信用・貸借制度の枠外の取引について、市場の公正性・透明性の観点から担保の徴求、値洗いの励行、取引状況等に関する適切な情報提供を図ったうえで、これを認めていくこととしている。

こうして、制度貸借の貸株ニーズへの対応の限界を踏まえたうえで、制度貸借とは別に「一般貸借による貸株すなわち証券会社による機関投資家等からの借株や証券会社間における株券の貸借を新たに導入することが適当であり」、また、この一般貸借の市場は「できるだけ自由度の高いものとするのが適当」とした。

1998（平成10）年6月証券取引法改正法は、有価証券の貸借業務を証券業者の付随業務として掲記され、株券貸借取引（一般貸借）が法令上、認められることとなった。この改正による一般貸借の解禁²⁷⁸により、同年10月の上記空売り規制強化（借株を用いた空売りを規制の対象としたこと）の法令上の整合がとられることとなった。

²⁷⁷ 証券年報編集委員会編『平成9年 証券年報』金融財政事情（1998）31頁。

²⁷⁸ 日本証券業協会は、“一般”株券貸借取引については消費貸借契約のモデル契約書を提示した。

(ウ) 銀行危機と空売り規制の強化

バブルが崩壊し、1990年代から2000年代にかけての「失われた10年」の後も、経済のデフレ状況が続き、政府筋からは株式市場はデフレであるとの指摘が続いた。当初、このデフレ要因として挙げられたのは空売りであった²⁷⁹が、大手銀行株の大幅株価下落を受けて、当時、空売り規制の枠外にあった信用取引と、米国より緩やかな価格規制が批判議論の対象となっていた。

2001（平成13）年秋から年末にかけて、大手銀行の一角であったあさひ銀行、UFJ銀行の株式が大きく売り込まれた。1998年の銀行危機の再来を懸念した政府筋から、空売り規制の再強化が打ち出された。ほぼ同時期、証券取引等監視委員会は、こうした銘柄の売り付けを積極的に受託していたと見られる外資系証券業者への検査が行われた。2001年12月より、証券取引等監視委員会は、これらの外資系証券業者に対し空売り規制違反として行政処分を勧告²⁸⁰した。2001年12月21日金融庁は「空売りへの総合的取組みについて」を公表し、空売り規制の再強化が打ち出され、同月25日には「有価証券の空売りに関する内閣府令の改正案」を公表された。これを受けて、取引規制府令²⁸¹の改正（2002年2月施行）により、信用取引の明示・確認義務に関する適用除外が撤廃され、信用取引については、空売り規制上の明示・確認義務が課された。すなわち、従前まで、空売り規制の適用除外とされてきた信用取引については取引規制府令の手当により、明示・確認義務が課されることで、空売りの一つの取引形態であるとされた。

2002（平成14）年3月には、改正証券取引法施行令が施行され、空売りにかかるいわゆるアップティック・ルールと呼ばれる価格規制（株価上昇局面での直近価格未満で

²⁷⁹ この議論は、空売りは買い戻しによって一連の取引は株価にはニュートラルとなることを無視した議論であり、空売りへの倫理的な批判が根底にあったものとも考えられる。

²⁸⁰ 2001年12月ゴールドマンサックス証券に対し、自己勘定での空売り明示義務違反により行政処分勧告、2002年1月モルガンスタンレー証券に対し、実勢を反映しない作為的相場形成および空売り明示義務違反および価格規制違反により行政処分勧告がなされた。続けて、同年2月ドイツ証券他3社に対し、空売り規制違反として行政処分が発表されている。

http://www.fsa.go.jp/sesc/news/c_2001/2001/20011219.htm

<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/syouken/f-20020201-2.html>

<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/13/syouken/f-20020226-4.html>

²⁸¹ 証券取引法を管轄した金融監督庁（現金融庁）は、旧大蔵省から金融証券監督部門等が分離され、内閣府に属することになったことによる。

の空売り禁止、株価下落局面での直近価格以下での空売り禁止)が導入²⁸²され、規制の強化が図られた²⁸³。このアップティック・ルールの内容は、株価の上げ方向の場面での値下がり方向への空売り、そして株価が下げ方向の場面では、直近成約価格の以下での空売りを規制することで、市場が低め・価格下落を誘因する空売りを制限している。

その後(2002年8月)には、原則的には信用取引にもこの価格規制(アップティック・ルール)の対象とされ、一般の株券貸借取引での借入による空売りと同様の規制を受けることとなった。ただし、50単位までの信用売り(現行規制…2013年の規制緩和後ではトリガー規則に抵触し、価格規制の適用がされた場合)であれば、この価格規制を受けない(同法施行令26条の4、取引規制府令15条)²⁸⁴とされている。こうした規制に対しては「……果たして信用取引が空売りの中に入るかどうかということは法律上は必ずしもはっきりしていません。証取法では、信用取引が一体どうゆう位置づけになっているのかがはっきりとしないなかで、株価対策を最優先にして、府令などによって信用取引を空売りとして、強い規制をかけた」²⁸⁵との政策優先による規制への批判や「信用取引は独立した制度であり、空売りの対象とすべきではない」²⁸⁶との指摘もされていたところである。

この2002(平成14)年の空売り規制強化については、大手銀行株を中心とした極端な株価下落への対応、いわゆる株価対策(株価下落による銀行自体の信用不安を併発するのではないかという危機感から「デフレ対策に名を借りた」株価維持の政策ではなかったのか……)との指摘されていた。

²⁸² この時点(2002年(平成14年)3月)では、信用取引にはアップティック・ルールの適用はされていなかった。

²⁸³ この一連の空売り規制強化にかかる効果について、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)85頁—86頁)では、金融庁による証券取引法施行令具体案の発表前後(各20日間)において、「日経平均株価を対象とする株式ポートフォリオについて、流動性が低下しマーケット・インパクトが拡大している……。個別銘柄別分析においても……流動性の低下が明確に観察され、とりわけ銘柄数、及び正負の比較において流動性の著しい低下が明らか……」とその規制情報が投資家行動に与える効果を検証していた。

²⁸⁴ この価格規制を50単位までの信用売りに適用しないとされた売買単位の数値での線引きについては確たる理由に説明はないが、主に個人投資家(アマ)の取引を想定して、ある程度(50単位まで)の取引については空売りによる売り崩しの影響は僅少とみて、価格規制の適用除外としたものと考えられる。

²⁸⁵ 大武泰南(2002)・前掲注(246)88頁参照。

²⁸⁶ 河本=大武(2008)・前掲注(14)340頁。

(エ) 規制緩和の方向性の議論

銀行株が売り込まれ、空売り規制違反とその“弊害”の拡大の懸念から、対処療法的に2002（平成14）年の空売り規制強化がなされた。その後の株式市場の回復や米国における規制緩和議論の高まりの影響もあり、2005（平成17）年、日本証券経済研究所を事務局とする空売り規制に関する研究会「空売り規制に関する研究会 報告書」²⁸⁷報告において、空売り規制のあり方そのものについての議論がなされるようになった。

この報告書は、空売り規制の意義を論じたうえで、空売り及び空売り規制について、①基本的な論点と②具体的な論点そして③空売り規制撤廃の是非の3部構成からなっている。

まず、空売り規制の意義については、「i）株価の下落傾向を不当に激化させることに対する観点からの空売り規制（狼狽売りの防止、いわゆる非常時のサーキット・ブレーカー的機能）」と「ii）値崩し防止（相場操縦の防止）のための予防措置としての空売り規制」とに明示的に別けて論じる必要があるとしている。

空売り規制の基本的な論点としては、「米国²⁸⁸やわが国のアップティック・ルールのような価格規制が課されている場合には、市場に対する売り注文を減らし、その限りにおいて、需給のバランスを人為的に崩すことになるので、流動性の減少をもたらすとともに、適正な価格形成を阻害する要因となる」としていた。

直接的には、「このような弊害を内包している空売り規制（価格規制）については、その目的である相場操縦の予防措置としての政策効果が、規制のマイナス要因を上回っているかどうかの的確な検証を行うことが重要」と指摘している。アップティック・ルールの下では、価格の下落局面において空売りの「実質的な全面禁止」に等しいものであり、このような状況下で、空売りのみを市場から駆逐してしまうような規制は、市場の価格形成を歪めてしまう可能性が大きいものとの議論が有力であった。この議論の背景には、米国SECのアップティック・ルールを廃止（2007年6月）があった。そもそも米国において空売りは、売付証券を借り入れて売付を行う取引（Short Selling）とされ、顧客が証券業者から信用（証券）の供与を受けた売買取引である証拠金取引（Margin Transaction）の一つされる。取引所における決済では、証券業者は売買決済日に売付証券を引渡すこととなる。証券業者は売付を行った顧客からは売却代金と証拠金を担保

²⁸⁷ 「空売り規制に関する研究会（事務局 日本証券経済研究所）報告書」（2005. 11）。

²⁸⁸ 米国では、SECは「アップティック・ルール」を2007年に廃止の方向性を打ち出している。

に、売付証券の貸付を行うこととなり、証券業者と顧客の間では貸借関係が生じることとなる²⁸⁹。米国では、1934年証券取引所法10(a)条の定めによってSECに取引所上場証券の空売りを規制する権限が与えられた。当該規制の具体的内容については、SEC規則により定められ、1938年には株価の下落もしくは下落の加速を防ぐことを目的として²⁹⁰「アップティック・ルール」が採用されていた。

このアップティック・ルール廃止と前後して、米国では住宅売買市場の変調から、信用度の低い・返済能力の劣る住宅ローンを証券化したサブプライム・ローンの不良債権化の問題から金融市場の混乱が広がっていた。こうした一連の混乱は最終的に、2008年9月16日、米国大手証券会社リーマン・ブラザーズの破綻に至り、これにより引き起こされた世界同時株安－世界金融危機（リーマン・ショック）－は、わが国株式市場を直撃し、大幅な株価下落に見舞われた。この株式市場の大きな混乱の収束のため、麻生太郎首相の指示を受けた金融庁は、同年10月27日に「空売り規制の強化について」を発表した。

これを踏まえ、翌28日に「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令」が施行され、さらに29日には「有価証券の取引等の規則に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令」が公布・告示された。主な内容としては、現状のアップティック・ルール（直前の価格以下での空売りを禁止した価格規制）および空売りの明示・確認義務に加えて、時限措置としての①ネイキッド・ショート・セーリング（Naked Short Selling）の受託禁止、②空売りポジションの報告・公表制度の2点であった。

この2008年規制については、例えば、世界的な金融混乱・危機のなかで、日本では価格規制（アップティック・ルール）を残したまま、ネイキッド・ショート・セーリングの受託禁止規制を導入している。こうした二重規制とも言える強い規制は、短期的には空売りを強圧的に抑え込むことは可能と考えられ、金融危機にあたっての臨時措置として恐慌売りに対しては有効ではあろう。しかしながら、その規制の実効性と弊害性が十分に検証されていないままで、継続的に規制が延長されたことで、中・長期的には市場流動性の低下・枯渇を招き、すなわち売買高の低下、長期的には投資家離れ、市場の不振となって顕在化されてくるものと考えられる²⁹¹。

²⁸⁹ 日本証券経済研究所編『図説アメリカの証券市場』（2010）・前掲注（35）300頁参照。

²⁹⁰ See Stanley (1997) *supra* note (248).

²⁹¹ この空売り規制と株券売買市場の流動性の関係について、太田亘ほか（2011）・前掲注（219）253頁では流動性指標の回帰分析結果より「売買市場とレンディング市場の流動

この2008年の空売り規制に対する議論として、大崎貞和教授は『空売り悪玉論の誤謬』²⁹²として「米国がリーマンショック直後の2008年9月18日から10月8日まで金融株の空売りを全面禁止し、英国も同じく9月から2009年1月15日まで金融株34銘柄の空売りを全面禁止した。米国・英国では（この措置は特定銘柄への売り崩しの観点から）、予防的措置として特定銘柄の空売りを禁止した。一方において、……日本の金融機関は金融危機の影響を直接的に受けておらず、……売り崩せそうにもない時には空売りなど仕掛けるはずがなく、日本の金融株には興味を示さなかった。それにも関わらず、日本でも空売り規制が導入されてしまった。（こうしたことから）日本の空売り規制は諸外国よりも厳しいのが実態である。日本は先進市場では唯一、空売りに関する価格規制が入っている。世界の中で最も空売りしにくい市場が日本であることは客観的事実である。」と述べている。さらに、疑問の多い空売り規制として「空売りは、株を保有していない人の投資判断を市場に反映させる唯一の手段である。市場ができるだけ多くの、多様な人たちの投資判断のコンセンサスであった方が良いとすれば、これは極めて合理的である。しかも、空売りは株保有者に品貸料を払い、必ず返すというリスクを負う、立派な投資行動である。……なぜ、買って儲けようとする動機は尊く、売って儲けようとする動機は卑しいのか。そこには何の違いもない。」としている一方で、「……（この議論は）なかなか日本では受け入れられない。」と指摘している。

こうした日本の価格規制とネイキッド・ショート・セーリングの受託禁止の規制の併用について、大井朋子氏のエージェントシミュレーションを用いた実証検証²⁹³を引用すれば、「……規制のない市場に対して規制のある市場ではいずれも、価格の大きな下落は抑制されボラティリティーが減少するなど市場のリスクは低下するが、価格が過大評価になりやすい傾向を示し、多くの先行研究と同様の結果となった。」としている。

一方、米国ではリーマンショックから1年以上経過した2010年2月にSECは、従来の価格規制－アップティック・ルールに代わる新しいShort-Selling Rule201（以下「Rule 201」という。）を3対2の採決により採用している。このRule 201では、ト

性の間には、レンディング市場の流動性が高いほど、売買市場においても取引件数が多く、ビッドアスクスプレッドが小さいという関係があり、デプスも厚くなるというポジティブの関係が存在する。しかし、空売り規制の実施により、この関係は薄められたことが示唆させる」と説明されている。

²⁹² 大崎貞和「金融危機後の市場の課題」日本証券経済倶楽部 常設研究会資料 No.526 (2009) 7頁。

²⁹³ 大井朋子「エージェントシミュレーションを用いた「価格規制」と「ネイキッド・ショート・セーリングの禁止」の有効性の検証」金融庁金融研究センター（2012）22頁。

リガー規制とも呼ばれ、原則として価格規制が適用されず、前日の終値の 10% 下回った場合（トリガー価格）に、アップティック・ルールが適用（価格規制のトリガーが引かれる）されるという、空売り規制の緩和が実施されている。SECはこのトリガー価格の 10%について、価格発見機能に対する障害の最小化と空売りがもつ流動性機能の供給との間で最適なバランスがとれる水準を採った²⁹⁴としている。

(ii) 空売り規制（決済規制・価格規制）

(ア) 不公正取引と規制強化

2008年9月の世界的金融危機（リーマン・ショック）は、日本経済にも深刻な影響を及ぼし、加えて急激な円高により財務体質の弱まった大手企業を中心に自己資本の増強のニーズが強かった。また、国際的に業務を展開する大手金融機関は自己資本比率規制をクリアするための資本市場での資金調達のためから、2009年から2010年にかけて、相次いで大型の公募増資が行われた。

大型増資が行われると既存株主の持ち分が希薄化を招くことから、経験則として、増資企業の株価は下落することが多かった。また、この世界金融危機を契機に、わが国株式市場は大幅な株価下落・低迷が続いたこともあり、大型の増資銘柄では公表前後において株価が急落する場面がしばしば見られた。こうした状況において、マーケットでは、こうした増資にかかるインサイダー情報を取得したものによる大規模な空売りの存在が囁かれた。現実には、証券等取引委員会による“いわゆる増資インサイダー”の摘発²⁹⁵が相次いだことで、情報の発信源と見られた引受け証券業者等への批判が集中し、行政当局にも増資インサイダー防止の対応が求められた。そこで、最初に着手されたのが、公募増資に関連した空売り規制の見直しである²⁹⁶。

公募増資と増資インサイダー・空売り・貸株の関係としては「公募増資の新株は市場価格より約3~4%ほどディスカウントして分売される。もし、証券会社が遺漏先の投

²⁹⁴ Houman B. Shadab, *Regulating Short Sales in the 21st Century*, 90-92, in *HANDBOOK OF SHORT SELLING* (Greg N. Gregorious ed. 2012), at 90.

²⁹⁵ 増資インサイダーの摘発事案は、「国際石油開発帝石（2010年7月公表）：中央三井アセット信託－野村証券」、「日本板硝子（2010年8月公表）：あすかアセット－JPモルガン証券」、「みずほファイナンシャル・グループ（2010年8月公表）：中央三井アセット信託－野村証券」、「東京電力（2010年9月公表）：ファーストニューヨーク銀行－野村証券」等であり、いずれも引受証券会社から公募増資にかかる未公開の重要事実を入手した機関投資家等によるインサイダー取引とされる。

²⁹⁶ 大崎貞和「増資インサイダー事件後の規制改革」NRI「知財資産創造」（2013年8月）48頁 参照。

資家に新株の割当てを暗に保証しているのであれば、大量の空売りによって下落した市場価格からさらにディスカウントされた公募価格で新株を購入し、貸株の返済を行うことができる。その上、投資家にとって新株割当てが保証されていれば買戻しリスクはなくなる。つまり、空売り時の貸株コストを除けば、リスクの少ない裁定取引が存在することを意味する²⁹⁷とされ、「いわば自ら株価を押し下げた者が、その株価下落による利益を享受する」構図となり、「公募増資発表後の株価形成が不安定となり、上場企業の円滑な資金調達を妨げる可能性」²⁹⁸も指摘されている。

このような取引構図の抑制の観点から、金融庁は 2011 年 12 月から金融商品取引法施行令を一部改正し、何人も増資発表後に行った空売りポジションを、当該増資に応じて取得した新株等により決済してはならない旨を定めた。この規定は、米国のレギュレーション M (SEC Rule105) を範にしたルールとされる。

(イ) 決済規制の継続と価格規制の緩和

2013 年 3 月、金融庁は諸外国の規制の動向等を総合的に踏まえ、恒久的措置として① 空売りポジション報告・公表制度の見直し（同法施行令 26 条の 5、取引規制府令 15 条～15 条の 4）、② 価格規制の見直し（同法施行令 26 条の 4、取引規制府令 12 条～15 条）③ 売付けの際に株の手当てがなされていない空売り(Naked Short Selling)禁止の見直し（同法施行令 26 条の 2 の 2、取引規制府令 9 条の 2、9 条の 3）を、主な内容とする「空売り規制の総合的な見直しについて（案）」を公表し、2013 年 11 月を目途に施行するとしていた（原案どおり、2013 年 11 月施行済み）。

わが国の空売り規制は、リーマンショックとこれに伴う金融市場の混乱を受けて緊急的に規制は強化—価格規制（アップティック・ルール）を残したままネーキッド・ショート規制を掛けるという厳しい規制—され、以後もこの規制が続いたことから、過剰規制との指摘もされてきていた。この厳しい空売り規制は、今回（2013 年 11 月実施）規制の見直しにより、ようやくグローバル・スタンダードのレベルの規制となったとされる。なお、今回の規制緩和（価格規制のトリガー方式への移行）は、米国における 2010 年の規制緩和で導入された規制（Rule 201）と同じ、トリガー方式規制である。

²⁹⁷ 加藤政仁＝鈴木健嗣「増資インサイダー問題と資金調達コスト」証券アナリストジャーナル（2013.1）97 頁。

²⁹⁸ 大崎貞和（2013）・前掲注（296）48 頁。

第3節 株券貸借取引の特質と決済株券の供給

1. 株券貸借取引の特質

まず、本節の初めに、空売り取引の決済機能としての株券貸借取引がもたらす名義と議決権の分離とそれらの所在について考える。単純に言えば、「空売りされた株券の権利は誰のもの？」という議論である。この議論の前提として、株券における「株主の地位・権利の帰属」から議論を考察してみる。

(i) 株券貸借取引と権利の帰属

(ア) 株主の地位

この株式と株主の関係について、伊藤靖史教授は「会社は社団法人であり、構成員すなわち社員が存在する。株式会社の社員は特に株主と呼ばれる」として、「株式会社の特徴は、その社員すなわち株主の地位が、株式という、細分化された割合的単位の形をとることである」²⁹⁹と説明している。会社法における株主に関する条項として同法 105 条は、株主はその有する株式につき、剰余金の配当を受ける権利・残余財産の分配を受ける権利・株主総会における議決権その他この法律で定める権利を有する³⁰⁰、として、株主の権利を定めている。

また、会社法（同法 121 条）は株主名簿について、株式会社は株主名簿を作成し、株主とその持株等に関する事項（株主名簿記載事項）を記載し、記録を義務付けていると、定めている。この株主名簿の「意義」については「譲渡の対抗要件そして権利の推定について株券の占有により株式についての権利を適法に有するものと推定される」³⁰¹ものとされ、同法 131 条は、株券の占有者は、当該株券に係る株式についての権利を適法に有するものと推定すると定めている。ここで龍田節教授は「株主の資格と実質上の権利が一致しないことがある。名義書換未了の株主が株主名簿上の株主に対し、配当金や株主割当の新株などの引渡しを請求することができるか否かについては見解が分かれる」

²⁹⁹ 伊藤靖史ほか（2010）・前掲注（102）62 頁。

³⁰⁰ 神田秀樹『会社法入門』岩波新書（2008）136 頁では、「株主は、会社におけるカネを出すヒトであり、事業の所有者でもある。その株主の地位を『株式』と呼ぶが、株式というのは不思議な仕組みである。株式とは、株式会社における出資者である株主の地位を細分化して割合的地位の形にしたものであり、それは、多数の者が株式会社に参加できるようにするためもの法的技術である。」と株主と株式の関係を説明している。

³⁰¹ 江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』有斐閣（2009）194 頁。

302と、そもそも会社法の解釈においても、名義上の株主の資格と実質上の権利の所在にかかる問題³⁰³の存在が指摘されている³⁰⁴。

この名義上の株主の資格と実質上の株主の地位について最高裁判所³⁰⁵は、株券提出期間経過後に名義書換を請求した事案の判決において、「旧株券は、株券提出期間が経過したのちは株券としては無効のものとなると解される。しかしながら、株券提出期間内に旧株券を提出しなかった株主も株主たる地位を失うものではなく、……」として、「……株券として無効となったのちであっても、会社に対し旧株券を呈示し、株券提出期間経過前に右旧株券の交付を受けて株式を譲り受けたことを証明して、名義書換を請求することができるものと解するのが相当である。」と判示している。

また、名義書換を失念した株券の配当にかかる利益（株式分割後の株券と配当）の帰属について最高裁判所³⁰⁶は「受益者が法律上の原因なく代替性のある物を利得し、その後これを第三者に売却処分した場合、その返還すべき利益を事実審口頭弁論終結時における同種・同等・同量の物の価格相当額と解する」として、「本件（分割）新株式は上場株式であり代替性を有するから、被上告人（株式の名義人）の得た利益及び上告人（名義書換失念者）らが受けた損失は、いずれも本件株式分割により増加した本件新株式と同一の銘柄及び数量の株式である。」と判じた。このことから名義書換を失念した者に

³⁰² 酒巻俊雄＝龍田節編『逐条解説 会社法第2巻 株式・1』中央経済社（2008）16頁。

³⁰³ 奥村宏「株主とは誰のことか」日本証券経済研究所 証研レポート No.1647（2008）8頁では、経済的側面（株式所有と会社支配）から、真の株主についての議論として「究極の所有者としての個人は、（株券を実際運用するのは機関投資家であり）自分の資産でどのような会社の株式を所有しているのかわからない、このようなものがはたして真の株主か」との指摘をされている。

³⁰⁴ 株券貸借取引に関しては、第1章で紹介したように、会社法上の論点である議決権について、議決権の行使者と名義人である株主とが分離する問題 - **Empty Voting**（議決権の空洞化） - そして、株券の法律上の所有者ではないが、経済的権利だけを密かに買い集めて、その持分を保有しているにも関わらず、議決権持ち分を一時的に外部に移転して開示規制を逃れつつ、プロキシ・ファイトの場面などでは、最後に移転した取引を決済して議決権を表す問題 - **Hidden Ownership**（持ち分の隠蔽） - の存在が指摘されている。株券貸借取引では、株式の議決権基準日を跨いで行われた場合、株主（貸し手）は借り手に、株式にかかる経済的利益や危険を実質的に留保したまま、株式の名義と議決権をとともに移転させることにもなる。この **Empty Voting / Hidden Ownership** の問題については、Henry T.C.Hu/Bernard Black *“Empty Voting and Hidden Ownership Taxonomy, Implications, and Reforms”* 61 Bus.Law. (2006) で詳しく論じられている。(<<http://www.law.yale.edu/documents/pdf/cbl/PM-6-Bus-Law-Hu-Black.pdf#search=empty+voting+tax+Hu>>)

³⁰⁵ 最高裁 第一小法廷 昭和60年3月7日判決(民集39巻2号107頁)。

³⁰⁶ 最高裁 第一小法廷 平成19年3月8日判決(民集61巻2号479頁)。

対して、不当利得制度の趣旨である「法律上の原因ないし正当な理由を欠く財産取得の場合、公平の観念に基づいて、受益者にその利得の返還義務を負担させる」ことから、「本件新（分割）株式の売却代金及び配当金の合計金相当額を不当利得として返還すべき義務を負う。」と判じしている³⁰⁷。

最高裁判所はこれらの判決において、この名義上の株主の資格と実質上の株主の地位に関し、名義書換を失念したものに対しても株券の占有者については、実質上の株主の地位を認めている。一方、名義書換を失念した株券にかかる利益について、不当利得の返還義務を負う対象物を株券という代替性の視点から、「新（分割）株式の売却代金及び配当金の合計金相当額」として、当該配当金等は返還請求権に基づき返還される金銭であり、税法上の取り扱いも配当（受取配当益金不算入の適用対象）そのものではなく、配当金に相当する金銭（適用対象外）として取り扱うとしている。

（イ）権利の帰属

税法における配当の取り扱いは、上述したように第一義的には法律的な帰属によるものとされているが、絶対的に経済的実質を排除しているものではないものとも考えられる。株券貸借取引の収益に係る帰属の問題を考えた場合、その対象株券の帰属にかかる考え方を整理する必要がある。そこで、株券の帰属問題を整理するため、金融取引である預金債権の帰属の問題、そして預金債権の果実である利子所得の帰属の問題³⁰⁸に関する学説と判例を検討する。

まず、預金契約の法的構成としては、銀行預金とは、受寄者（銀行）が寄託を受けた物（金銭）を消費し、同種・同等・同量の物を寄託者（預金者）に返還することを約した消費寄託³⁰⁹とされる。これは民法第 666 条に規定がおかれ、消費貸借の規定を準用

³⁰⁷ 神田秀樹（2010）・前掲注（3）103 頁では、失念株の司法判断について、譲渡当事者間においても譲渡人が株主であるとした判決（最高裁判所 昭和 35 年 9 月 15 日判決）について、会社・株主間の関係と譲渡当事者間関係を混同したものとして、学説の強い批判を浴び、近時の、最高裁判所 平成 19 年 3 月 8 日判決に至った経緯を説明されている。

³⁰⁸ 酒井克彦「利子所得における実質所得者課税の原則の適用問題（中）」（税経通信 2010. 3 号）24 頁では、「一概に「所得」の帰属者の判定において「単なる名義人」か「収益を享受する者」か、を認定することは必ずしも容易ではない。……例えば、所得税法を例にとると、利子所得の帰属者認定に当たって、預金債権の所得者認定から出発することになるとすれば、その法律的判定の多くは民事法領域に依存するということになる」と論じている。

³⁰⁹ 支払者が源泉徴収義務所得税法上の「預金の利子」の該当性を争った訴訟としては、

するもの³¹⁰であるとされる。また、その利子の性質としては「金融機関が不特定多数の者から消費寄託契約に基づいて受け入れた資金に対し支払う利子であって、定期に定率で多数の者に同じ条件で支払われる点に特色がある。」³¹¹とされている。税法との関係としては、酒井克彦教授は「預金契約は、消費寄託である要物契約であり、契約法理一般が適用されるべき」³¹²と説明している。

この預金債権の帰属の認定にかかる従来からの議論としては、客観説（出捐者説）と主観説（預金契約者説）、そしてその折衷説に分類されている。「客観説」は、自己の出捐により、自己の預金とする意思で、本人自ら（代理人等を通じることを含む）預金契約をした者をもって預金者とする見解である。従来³¹³、預金契約は金融機関の窓口において行われる大量取引であり、金融機関は預金の受け入れにあたって預金者が誰であるかということの特に出捐者に問題にする必要がなかった。このような特殊性から、契約当事者の確定に関する一般的な民法の契約理論を適用する前提（契約当事者の確定）をそもそも欠くことから³¹⁴、利益均衡に重きを置き、出捐者を預金者と認定する見解³¹⁵である。この客観説の論拠としては、昭和 32 年 12 月 19 日の最高裁判所判決³¹⁶における預金債権の帰属にかかる判断があり、この判例においては無記名定期預金の帰属について、出捐者を預金者とする客観説が採用され、この判決以降、裁判所は定期預金の帰属認定については無記名のみならず記名式ともに、一貫して客観説を採用³¹⁷してきた。

東京高等裁判所 昭和 39 年 12 月 9 日判決（行集 15 卷 12 号 2307 頁）（株主優待金の利子所得該当性）があるが、この判決について、（増田英敏「判批」水野忠恒ほか編「租税判例百選」別冊ジュリスト No. 178 58 頁）では「優待金支払が、消費寄託契約に基づく金銭の交付に対する対価であるとして、利子所得に該当すると判断していることから、通説的な考え方を採用している。」との指摘がされている。

³¹⁰ 藤岡康宏ほか（2009）・前掲注（220）194 頁。

³¹¹ 金子宏・前掲注（121）185 頁。

³¹² 酒井克彦（2010）・前掲注（308）46 頁において、「預金契約が消費寄託契約という『契約』であるからには、契約法理一般が適用されるべきであり、従って、預金の受入側と預入側との当事者間における内心的効果意思の合致が契約の基礎にあるはずである。」と説明している。

³¹³ 現在、金融機関において預金口座の開設・一定金額以上の預金の受払時には、「犯罪収益移転防止法」の規定により、本人確認が義務付けられており、本稿における預金の特殊性の論拠は薄らいでいるものと考えられる。

³¹⁴ 徳井豊「預金の帰属と滞納処分」税大ジャーナル 3 2005.12 号（2005）40 頁以下参照。

³¹⁵ 酒井克彦（2010）・前掲注（308）46 頁参照。

³¹⁶ 最高裁 第二小法廷 昭和 32 年 12 月 19 日判決（民集 11 卷 13 号 2278 頁）。

³¹⁷ 無記名定期預金については、最高裁判所 昭和 48 年 3 月 27 日第三小法廷判決（民集

一方、「主観説」は、預け入れの時に預入行為をした者が他人のための預金であることを表示しない限り、預金契約行為者が預金者であるという見解³¹⁸である。すなわち、そもそも表示主義の立場からすれば、原則的には金銭や印鑑を持参提出した預金の預入行為者を預金者とするのが妥当とする考え方³¹⁹である。

ここで、株券貸借取引の株券権利の帰属の問題を考える上での手掛かりとして、消費貸借の規定が準用される消費寄託契約の典型である預金債権の帰属の問題に係る判例を見てみる。預金債権の帰属についての民事法領域における最近の2つの最高裁判所判決³²⁰は、株券貸借取引における課税主体の帰属そのもの問題ではないが、この問題解決へのアプローチとして検討する。

①「預金返還、仮執行の原状回復及び損害賠償請求事案」³²¹は、損害保険代理店が保険契約者からの保険料を入金する目的で開設された預金口座にある預金債権が、損害保険会社（実質預金者）と保険代理店（名義人）のどちらに帰属するかを争点とした事案である。最高裁判所は、本件預金口座の通帳管理及び入金及び払戻し事務の全てを保険代理店が行っていたとの事実認定のもと、「預金口座の管理者は、名実ともに保険代理店である。」として、保険代理店が保険契約者から收受した保険料の所有権は、“いったん”当該代理店に帰属するものと判じている。この判決では、預金口座の管理および入金及び払戻し事務を行っていたものという実情を踏まえたうえで、預金口座の管理者としていることを帰属の論拠としている。この論証からすれば、法形式たる預金口座契約者と管理主体者そして実態的受領者（占有者）の関係性をもって、その主観的に帰属を判断するとの考え方が採られているものとされる。

②「債権差押処分無効確認等請求事案」³²²は、債務整理事務の委任を受けた弁護士が委任事務処理のため委任者から受領した金銭を預け入れるために弁護士の個人名義で開設した普通預金口座に係る預金債権の帰属について争った事案である。最高裁判所は、

47 卷 2 号 416 頁)、記名式定期預金については、最高裁判所 昭和 57 年 4 月 2 日第三小
法廷判決 (金融法務事情 995 号 67 頁) がある。

³¹⁸ 升田純「預金の帰属と金融実務 預金帰属の客観説、主観説、折衷説」金融法務事情
No.1686 31 頁 (2003)。

³¹⁹ 酒井克彦 (2010)・前掲注 (308) 47 頁参照。

³²⁰ 最高裁 第二小法廷 平成 15 年 2 月 21 日判決 (民集 57 卷 2 号 95 頁) および最高裁
第一小法廷 平成 15 年 6 月 12 日判決 (民集 57 卷 6 号 563 頁)。

³²¹ 最高裁判所 平成 15 年 2 月 21 日判決・前掲注 (320)。

³²² 最高裁判所 平成 15 年 6 月 12 日判決・前掲注 (320)。

弁護士は、委任者から債務整理事務の委任を受け、この遂行のための費用を弁護士名義の預金口座で管理していたと認定をした上で、「債務整理事務の委任を受けた弁護士が委任者から当該費用に充当するためあらかじめ受取った金銭は、民法 649 条の規定する前払費用に当たる。」として、前払費用は受任者に帰属するものとなると判示した。こうして「本件預金口座は、弁護士が、(前払費用として) 取得した財産を委任の趣旨に従って自己の他の財産と区別して管理する方途として開設したものであるが、弁護士が自己に帰属する財産をもって自己の名義で開設し、その後も自ら管理していたものである。」とし、さらに「銀行との間で本件口座に係る預金契約を締結したのは、弁護士であり、本件口座に係る預金債権は、弁護士の銀行に対する債権であると認めるのが相当である。」と判示している。

この 2 つの最高裁判所判決は、預金債権の帰属に関して、従来からの客観説について変更したという立場を採ってはいないものの、客観説、主観説といった対立にあまりコミットすることなく論理を組み立てている³²³ものとはされている。しかしながら、この 2 つ判決における預金債権の帰属にかかる考え方は、従来の「客観説」を主体とした考え方から、「預金契約行為者が預金者」とする「主観説」をベースとしたものに事実上変更したものと見方³²⁴もされている。この判例における金銭の占有と所有に関する部分の説示では、まず、「金銭は、占有と所有とが結合しているため、金銭の所有権は常に金銭の受領者(支配占有者)である受任者に帰属する」との構成を採っている。この最高裁判所の考え方に対しては、「銀行保護を重視する姿勢は、誤振込等による預金の成立や預金の帰属につき、口座のある銀行判断の容易さを重視して、形式的・主観的に決定しようとする傾向にも表れている。しかしそのような解釈態度は、真に保護されるべき者を保護せず、保護の必要のない者に棚ぼた的利益を与える危険がある。」³²⁵との強い批判があるのも事実である。

こうした預金債権の帰属に関する議論においては、誰の利益を保護するのかとの問題がその議論の根底にあるものと思われる。そのうえで、預金をするものが銀行との預金契約において「自己の預金とする意思が働くこと」、そして「契約の原理である当事

³²³ 天野佳洋ほか「座談会 預金の帰属をめぐる最新判例と実務対応」金融法務事情 No.1686 (2003) 14 頁〔道垣内弘人発言〕。

³²⁴ 岩原紳作『電子決済と法』有斐閣(2003) 607 頁 注記 3) において、岩原教授は「(これらの判例は) 預金の帰属に関する従来の客観説の判例を主観説に事実上変更したものと考えられる。……重大な疑問がある。」と述べている。

³²⁵ 岩原紳作(2003)・前掲注(324) 607 頁。

者の意思の合致」と支配占有の実態がその帰属を判断するうえでの、最も重要な要素となるものであるのではないか、と考える。

(ii) 株式振替制度下の株主名義と実質保有者

わが国の会社法における株券の名義管理の前提となる株券の管理制度としては、株式振替制度、所謂、株券電子化（以下「振替制度」という）の施行（2009年1月）により、上場株式会社では券面がなくなること³²⁶となった。振替制度下においては、株券の所有と帰属の要件概念は、従来の現物株券（券面のある株券）の占有をもとにしたものから、振替口座簿への記録または記載により株券の効力要件は足りることとされることとなった。

この振替制度は振替機関と口座管理機関（以下「振替機関等」という）³²⁷からなる多層構造での株券の保有制度であるが、当該振替機関等は、口座の開設者（加入者）ごとに区分された振替口座簿を備え置き、譲渡された振替株式は当該振替口座簿に増加の記載・記録されることで効力が生じる。この記載・記録により発行会社に対抗できることとなり、さらに発行会社以外の第三者にも対抗できる³²⁸とされている。

振替株式の発行会社（各上場会社）は振替機関による通知に基づいて、株主の権利を処理する。発行会社の定めた基準日等において振替機関は会社に対して振替口座簿に記載された株主名等を通知（総株主通知）がなされる。

まず、総株主通知の制度について検討する。総株主通知では、これを受けた発行会社

³²⁶ 上場会社が発行する株券が振替法の対象となるためには、定款に株券を発行する旨の定めがなく、かつ、会社が同意することが必要（振替法13条1項、証券保管振替機構業務規程）とされる。しかしながら、東証の例をとれば、東証上場規程601条12項16号「（東証の）指定振替機関の振替業の対象とならない場合、上場は廃止される」との規定により、会社が同意しない場合（振替業の対象とならない場合）には、上場を維持することはできない。従って、上場会社の株券には、実質的に、振替制度が強制適用される構造となっている。

³²⁷ 株券等振替法3条1項により主務大臣より指定を受けた振替機関（証券保管振替機構）および同法2条4項の口座管理機関（証券会社・金融機関等）。

³²⁸ 松田秀明「株式の譲渡・質入れの留意点」*Business Law Journal*（2010.2号）91頁では、「発行会社以外の第三者に対する関係では、振替法161条3項が会社法130条1項の「株式会社その他第三者」を「株式会社」と読み替えてしまったため、大まかにいうと、法は、対抗関係について何も規定していないということになるが、振替口座簿の記録が実質的な対抗要件の役割を果たしているといえるので、株主は、やはり振替の申請と振替口座簿における株数の増減の確認を行えば足りる。」として、実務と法との均衡を図っているとの見解を示している。

は通知事項を株主名簿に記載することで名義書換が行われ、発行会社にとっては誰が真の株主かに関する免責的効力を生じさせる³²⁹とされている。この手続きにより、株主は、基準日においては、振替口座簿と総株主通知をもって発行会社に対し真の株主の効力を主張することは出来る。しかしながら、上述した総株主通知制度は基準日の時点におけるものであり、その連続性に関する問題がある。このため、振替法は個別株主通知の制度を設けている。

この個別株主通知は、少数株主権等の行使の場面³³⁰など株主名簿の記載という会社への対抗要件が必要な場合を想定した制度である。会社法の規定（会社法 130 条 1 項）では、少数株主権等の行使にあたっての株主名簿の記載を会社への対抗要件とされている。振替法（振替法 154 条 1 項）は、会社法の特例として、振替株式の場合には会社法 130 条 1 項の規定を適用しない旨を規定し、個別株主通知（振替法 154 条 3 項）制度による株主情報の取得の規定が設けられている。

ただし、この振替株式にかかる会社への株主名義の通知（総株主通知・個別株主通知）の手続きにおいても、その名義と消費貸借契約等にかかる経済的実質の分離等が生じた場合に由来する権利の帰属（所在）の問題³³¹が、解消されるわけではない。

このような振替制度下における株券貸借取引の実務として、口座管理機関にある借り手の顧客口座への記録または記載をもって貸し出しが実施され、貸し手の顧客口座への記録または記載をもって借りた物（株券）を返還したこととなる。消費貸借契約では同種・同等・同量の返還を口座簿に記録または記載すれば足りるものと考えられるが、例えば、貸借契約と解釈しようとする場合、借りた物それ自体の返還を担保するため

³²⁹ 江頭憲治郎（2009）・前掲注（301）167頁。

³³⁰ この少数株主権の行使（会社法 172 条 1 項所定の価格決定申立て）における個別株主通知の要否について、最高裁 平成 22 年 12 月 7 日第三小法廷決定（民集 64 卷 8 号 2003 頁）は「振替株式について会社法 172 条 1 項に基づく価格の決定の申立てを受けた会社が、裁判所における株式価格決定申立て事件の審理において、申立人が株主であることを争った場合には、その審理終結までの間に個別株主通知がされることを要するものと解するのが相当」と判示している。この論点については、島田志帆「振替株式の権利行使方法と今後の課題」立命館法学 338 号（2011）参照。

³³¹ 振替制度と消費貸借取引にかかるもうひとつの論点として、法人税法第 23 条《配当の益金不算入》において同法の規定が適用されない「短期保有株式等にかかる配当等の除外」の取扱いがある。振替制度下では、対象株券に関して当該短期保有期間中において「株券貸借取引」が行われた場合の貸付の実行と返済（移転）については、振替口座簿への記録または記載がされることとなる。これは株券の効力要件の異動がなされていることに他ならないが、この振替制度下での株券貸借取引による短期の“異動”と長期の“保有”との関係の整理はされていない。

の要件との関係について考える必要があると思われる。特に、券面の存在を失った振替制度下の株券における消費貸借契約の取引の効力は、返還する株券が借りた物それ自体の同一物であるかを担保できるもの³³²はない。こうした状況を踏まえ、振替制度下での株券貸借取引における返還 — 同種・同等・同量の返還 — の意味について、再確認が必要となろう。

この点について、本多正樹教授は、国債・社債における振替制度³³³にかかる考察ではあるが、以下の見解³³⁴を採っている。曰く「ほとんどの国債が、2003年に施行された社替法に基づく国債振替決済制度の対象となっているが、そこには券面は存在せず、国債は物ではなく権利（債権）であり、それを対象とした消費貸借は民法587条の範疇からはずれることになるので、債券貸借が表面に出てくる法律構成が成り立たないのではないかという疑問がありうる。」との指摘に対し、「しかし、筆者は、民法587条は『権利の消費貸借』に該当する取引の効力を否定する趣旨ではなく、かつ、『権利の消費貸借』という概念を否定しているわけでもないと考える。」と整理している。

このような本多教授の社替法に基づく国債振替決済制度の考え方を踏襲するとすれば、券面の存在を失った電子化後の株券（振替株式）においても、その消費貸借契約の取引の効力は否定されるものではないものと考えることが合理的であろう。

株券貸借取引の実務においては、特に日本の生損保等の機関投資家³³⁵は、株主の地位すなわち、株券（銘柄）の名義に極めてナーバスである。このため日本の生損保等機関投資家の多くは、各発行上場会社等の決算期末等（基準日）においては、貸し出している株券を回収して名義を確保する行動をとることが多い。その理由として、日本の生損保等機関投資家の株式投資の多くは、いわゆる政策投資 — 発行上場企業の保険契約・年金契約等の営業の見返りに安定株主となることを生損保等機関投資家と各発行上場企業との間で了解し、生損保等機関投資家が有る程度の量の株券を取得する投資 — で

³³² 券面のある株券では、返還される株券面に記載された記番号により同一性は担保される。

³³³ 「社債等の振替に関する法律（以下、「社替法」という。）」は2003年に施行され、国債・社債等は株券の電子化に先立って、ペーパーレス化（無券面化）された。

³³⁴ 本多正樹「レポ取引の発展と法律構成について（二）」民商法雑誌134巻3号334頁。

³³⁵ 奥村宏（2008）・前掲注（303）5頁によれば、アメリカにおいては機関投資家とは「年金基金、投資信託、生命保険、個人信託、財団などを含めており、銀行や事業会社（非金融会社）などは機関投資家とはいわない」としている。

あることに由来する（純粹に投資株券のインカムゲイン、キャピタルゲインを目的とするいわゆる「純投資」と対比される投資）³³⁶と考えられる。

一方で、年金基金・投資信託等の機関投資家の投資スタンスは、投資株券のインカムゲイン、キャピタルゲインを目的とするいわゆる純投資であり、株券貸借取引に関していえば決算期末における貸出株券を回収行動はないものの、純投資である以上、投資パフォーマンスによる銘柄選別が行われる。すなわち株券貸借取引の側面から見れば、これら年金基金・投資信託等機関投資家が保有する株券は、貸出の安定供給源とは言い難いものである。

こうした株券名義の確保を優先する日本の生損保等機関投資家の投資スタンスは、特に各株券の決算期末（基準日）において株券貸借取引の需給を極めて歪んだものとさせる要因となる。また、年金基金・投資信託等機関投資家株券の投資行動は、貸借取引の貸付け面（株券供給サイド）からみれば、その安定性に欠く保有形態であるともいえる。

各機関投資家の投資スタンスからくる保有形態の違いがある一方で、具体的な運用については「年金基金や投資信託、生命保険などの資産を運用し、どの会社の株式をいくら買うか、ということを決めるのはそれぞれの機関、あるいはその資産の運用を任されている銀行信託部や投資顧問会社などの資産運用担当者（ファンド・マネージャー）である。そして一般の株式会社に対して、経営内容を改善せよとか、経営者がやめよとか、あるいは他の会社から買収提案に応ぜよとか、さまざまな会社の重要問題について経営者に圧力をかけるのもファンド・マネージャーである」³³⁷とされる。こうした機関投資家等の投資スタンスに関し、近年、金融庁は日本版スチュワードシップ・コード³³⁸を示して、機関投資家等自身による基本的な投資姿勢の表明を促している。

（iii）株券貸借取引・空売り取引と議決権

株券貸借取引では株券の所有権の異動が伴うため、名義と本来の保有者とが分離する取引である。わが国の大量保有報告書制度では、名義の如何に関わらず株券等を所有する者のほかに、議決権その他の権利の行使を通じて会社の支配権を変更したり、経営に

³³⁶ 当然のことながら、生損保等機関投資家は純投資も行っているが、外形からはどの銘柄が政策投資なのか、純投資なのかの区分けはつかない。

³³⁷ 奥村宏（2008）・前掲注（303）7頁。

³³⁸ 金融庁 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～の確定について（2014. 2.27）。

[〈http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html#02〉](http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html#02)

影響を及ぼし得る立場にある者や株券等の需給に大きな影響を及ぼし得る立場にある者を含めた保有者概念が採用されており、大量の取引にはこの規制が掛けられている。

株券の実質保有の変更する手法として、株券貸借取引以外にも”Total Return Swap (TRS)”³³⁹と呼ばれるデリバティブ取引がある。TRSは株券等を原資産とし、当該株券等から生じる経済的な損益のみを一方の当事者に帰属させることを内容とするデリバティブ取引であり、そのロングポジションを保有する者が実質的に株券を保有する取引である。さらにこのTRSを派生させた手法として、議決権基準日の直前で株券を借入れ、議決権を獲得した後に株券を返還する“Record Data Capture (RDC)”と呼ばれる取引がある。貸し手は経済的持分を保有し、借り手は議決権のみを取得するという契約条項を結び、借り手は経済的持分なしに議決権を獲得する方法³⁴⁰が挙げられている³⁴¹。このような株券貸借取引やTRSなどのデリバティブ取引を含め、恣意的に帰属者の変更した議決権を株主の不利益となる案に行使する事例³⁴²では、空売り取引を組み合わせ

³³⁹ Total Return Swap (TRS) とは、株式（エクイティ）等の保有から生じるキャッシュ・フロー（特定の銘柄や指標等の空売り等によるもの）と、LOBOR等の金利キャッシュ・フローとを交換する契約（デリバティブ取引）である。このTRSを含めたデリバティブ取引では、恣意的に所得の種類、源泉地または帰属者を変更し、あるいはキャッシュ・フローの内容に変更を加え得る取引である（草野耕一『金融課税法講義』商事法務（2010）423頁参照）とされる。

³⁴⁰ 岩谷賢伸（2007）・前掲注（108）193頁では、Record Data Captureの事例として、2005年の香港のヘンダーソン・インベストメントの買収事案のケースが紹介されている。香港の規制では買収提案の否決要件（浮動株の10%以上の反対）がある。あるヘッジファンドは、株券の借入による議決権を用い反対行使することで買収不成立の要件を満たし、同時に、この不成立に伴う株価下落を見越しての空売りによって利益を得た事例を紹介している。

³⁴¹ デリバティブ取引以外にも、信託のスキームを利用して、議決権を維持しつつ、経済的所有権を切り離す事例がある。このような類型の信託は「株式流動化信託」とも称される。この信託を設定する委託者の意図は、株式の議決権のみを保持し続けることにあるので、信託財産である株式の経済的所有権については第三者に譲渡する仕組みが作られている。信託された株式の議決権は、委託者が指図権者として、受託者に指図して議決権行使がなされるスキームである（佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的効果であるEmpty Voting規制」小出篤ほか編『企業法・金融法の新潮流』商事法務（2013）44-45頁参照）。

³⁴² Henry T.C.Hu/Bernard Black “*Empty Voting and Hidden Ownership Taxonomy, Implications, and Reforms*” (2006) 61 Business Lawyer 1011 ,at 15 では、薬品メーカーKing社がそのライバルであるMylan社の買収に際して、King社の大株主であるヘッジファンド（Perry社）が、エクイティ・スワップを利用した経済的な持ち分のないMylan社の議決権を取得し、この議決権によってMylan社株主の不利益となる買収承認することで、このヘッジファンドが巨額の利益を獲得した事例である。これに対しMylan社の株主である投資家Ichan氏が、Perry社の取引は不正であるとして訴えたケ

ることで、株価下落分の利得が可能であり、問題はより尖鋭化する可能性があるとの指摘³⁴³がされている。こうした一連の取引には、本質的な利益相反の問題³⁴⁴が内在しているとも考えられる。

わが国では、経済的持ち分と議決権の乖離については、乖離自体の禁止が明示的に規定化されているわけではない³⁴⁵が、一部の取引手法に対しては大量保有報告等の開示規制が適用されるものの、規制逸脱的に利用する手法（日本における代表的な事例として、ニッポン放送事件がある）³⁴⁶が散見されている。なお、米国の各州会社法は、単に議決権のみを売却することを禁じている³⁴⁷が、デラウェア州法判例は、議決権の売買（Voting Buying）に該当するとしても、本質的な公平性（intrinsic fairness）基準を満たす場合は、適切な目的によるものである、としてこれを許容³⁴⁸している。

ースを紹介している。

³⁴³ 「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」報告書（2012）・前掲注（106）36頁。

³⁴⁴ 上記のヘッジファンド Perry 社による Empty Voting の問題点は、「Perry は（Mylan 社の）9.9%の議決権を保有していたが Mylan 社の対する経済的な意味での所有は 0 であり、King 社株式を保有していることを考えると、Perry 社は全体としては、Mylan 社の経済的利益に対して正反対の地位にあった。つまり、Mylan 社が King 社に対価を支払えば支払うほど、Perry 社は利益を獲得するという状態」（得津晶「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点」株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書 商事法務研究会（2013）8頁）である。

³⁴⁵ 武井一浩＝森田多恵子「エンプティ・ボートィング」証券アナリストジャーナル（2014. 11）38頁 参照。

³⁴⁶ こうした議決権の行使を阻害する目的で株券貸借取引が利用されたに実例にニッポン放送事件がある。この事件の詳細は「ニッポン放送事件においては、ライブドアがニッポン放送を買収し、ニッポン放送の子会社であったフジテレビの支配権を握ろうとしたのに対し、ニッポン放送（の経営者）の側は、同社が所有するフジテレビ株式をソフトバンク・インベストメントおよび大和証券と解除権の定めのない 5 年間の貸株契約を締結して、ライブドアがニッポン放送を買収しても、ニッポン放送が所有していたフジテレビ株式を取り戻すことができないようにして、ライブドアの買収目的を阻もうとした。これらの買収防衛策が功を奏して、結局、ライブドアはニッポン放送の買収を断念した。……正に買収を阻止するためだけ貸株が行われたとも見うる事件である。」（岩原紳作「貸株と自己株式の処分」岩原紳作ほか編『会社・金融・法（上巻）』商事法務（2013）434頁）とされる。

³⁴⁷ FRANK H. EASTERBROOK AND DANIEL R. FISCHER, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW 74-76 (1991).

³⁴⁸ 得津晶（2013）・前掲注（344）41頁。

(iv) 信用取引と議決権の所在 (イザベル・幻冬舎事件)

ここで議決権の所在にかかる問題として、株券貸借取引そのものではないが、最近の問題となった信用取引の議決権行使にかかる議論を検討する。

((株) 幻冬舎株式の公開買付け等の概要)

2010 (平成 22) 年 10 月、大阪証券取引所 JASDAQ 市場に上場する (株) 幻冬舎社長の見城徹氏が 100% 株主である (株) TK ホールディング (見城社長が代表を務める特別目的会社 (SPC)) による、(株) 幻冬舎株式および新株予約権に対する公開買付けが公表された。この買収対象会社 ((株) 幻冬舎) の経営陣 (見城徹氏) が、買収資金の全部又は一部を出資して、事業の継続を前提として買収対象会社の株式を取得する取引 - マネージング・バイアウト (MBO) と称される取引により、(株) TK ホールディングは (株) 幻冬舎を完全子会社化し、(株) 幻冬舎株式を上場廃止とすることを企図されたものである。

2010 年 11 月 1 日より、公開買付け (買付価格 220,000 円、過去 3 カ月の単純平均株価に対し 49.1% プレミアム) が開始されたが、同年 12 月 7 日にケイマン諸島に所在する投資顧問業のイザベル・リミテッドから (株) 幻冬舎株式の 23.33% (前回報告 (12 月 6 日) 時 : 13.88%) を保有したとする旨の変更報告書 (大量保有)³⁴⁹ が提出された。

一方、(株) TK ホールディングは、12 月 28 日までに買付け予定数の下限を上回る 15,968 株 (議決権ベースで 58.17%) の (株) 幻冬舎株式を確保したことから、同日、当該 TOB が成立したことを発表³⁵⁰ した。しかしながら、その後もイザベル・リミテッドは、(株) 幻冬舎株式を買い進めたとみられ、2011 年 1 月 20 日付変更報告書では 28.58% (議決権ベースで 37.48%) に達したことが明らかになっている。

会社法 (法 309 条 2 項) は、議決権ベースで 3 分の 1 超を取得すれば、株主総会における特別決議案 (TOB に応じなかった株主から強制的に株式を買い取る手続きに必要な株数 - 議決権の 3 分の 2 が必要) を否決できるとされており、外形的には議決権の 37% 強を押さえるイザベル・リミテッドが、今回の MBO による (株) 幻冬舎の完全子会社化の成否を握ることを意味しているものとみられ、新聞報道は「MBO が成立する

³⁴⁹ 同日付のイザベル・リミテッドの変更報告書では、(株) 幻冬舎株式の取得資金が信用取引による取得 (1,910 百万円) された旨が開示されていた。また、この変更報告書を受けて (株) 幻冬舎は、同日付「主要株主及び主要株主である筆頭株主の異動に関するお知らせ」により、イザベル・リミテッドが第一位株主である旨の開示をしている。

³⁵⁰ 「株式会社幻冬舎の普通株式等に対する公開買付けの結果に関するお知らせ」株式会社 TK ホールディングス (2010 年 12 月 28 日開示)。

かは不透明」³⁵¹と伝えていた。

この公開買付けの結果を受けて株式会社幻冬舎の取締役会は、2011年2月15日に臨時株主総会を開催し、MBOに必要な定款の変更および全部取得条項付普通株式の取得にかかる議案を付議する旨を決議したことを発表³⁵²した。その後、幻冬舎株式は2011年3月16日付で上場廃止となっている。

ここで問題となったのは、イザベル・リミテッドが取得した(株)幻冬舎株式の太宗が信用取引(立花証券)によるもの³⁵³とされたところにある。

ここで信用取引における証券業者の議決権の取扱い - 信用取引の場合の議決権の所在 - についての議論を若干整理する。

信用取引において、顧客が信用の買いした株券は買付け代金の担保(本担保株券)として証券業者が担保として占有することとなる。証券業者はこの本担保株券の配当等の権利を確保するために、その株主の名義は当該証券業者の名義とする。当然のことながら、名義上の株主は当該証券業者であり、また、配当等は名義上の株主である証券業者に支払われることとなるが、配当等の経済的な利益は信用買いをした顧客にあり、顧客は配当金相当額としてこの経済的な利益を受け取ることとなる。一方で、株主としての名義が証券業者となることから、議決権行使書にある株主名は証券業者であり、現行の実務では顧客が議決権を行使することはない。イザベル事件(幻冬舎事件)は、信用取引において議決権の行使主体が誰なのかという、権利の分離と帰属にかかる本質的な問題を顕在化させることとなった。

証券業者の名義となった信用取引の議決権行使については、信用取引口座設定約諾書では「……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することとされること(第7条)」とされている。実務としては、権利確定日(基準日)を超えた買付株券(振替株券)は、証券業者の自己口に記録されることから、証券業者の名義で総株主通知がされる。こうして名義上の株主となった証券業者は、配当等の経済的な権利については、権利処理と呼ばれる方法で、信用取引顧客にその持ち分に応じた経済

³⁵¹ 「幻冬舎、社長側のTOB成立 全株取得は不透明、ファンドとの交渉激化」産経新聞(2010年12月29日開示)。

³⁵² 「臨時株主総会招集及び普通株主による種類株主総会招集についてのお知らせ」・「定款の一部変更及び全部取得条項付普通株式の取得に関するお知らせ」株式会社幻冬舎(2011年1月20日開示)。

³⁵³ 「変更報告書 No.8」イザベル・リミテッド(2011年1月20日提出)によれば、イザベル・リミテッドの保有株券等の数10,289株のうち、信用取引立花証券は9,989株と開示されている。

の利益を配分する。一方、議決権については「通常は、白紙の議決権行使書を提出」³⁵⁴する取扱いが行われていた。

こうした状況を受けて日本証券業協会は、信用取引における議決権行使の在り方に関する議論についての報告書³⁵⁵を公表している。この問題について報告書は「流動性・換金性の向上を図り、円滑・公正な価格形成を確保するといったことを目的としたものであり、投資家が議決権を取得する目的で行うというより、むしろ差金決済によりキャピタルゲインを入手するタイプの取引である。そうした目的を踏まえ制度化され、現在まで運用されてきた。制度上、権利処理については、議決権以外の配当金等の一定の要件に該当しうる権利に関しては所定のルールに従って権利処理をすることとし、それ以外の権利に関しては実務的に市場に影響を及ぼされないような取扱いがなされてきた。」³⁵⁶のものであると、従前からの取扱いを説明したうえで、イザベル・リミテッドが幻冬舎MBOにおいて利用した信用取引による議決権の取得については、「信用取引においては、証券会社が名義人となる株式は、実務上担保株式として扱われ、その場合における議決権行使の指図については、担保権設定契約の内容に委ねられている。しかし、その契約内容の制度的性格上、議決権の指図については必ずしも取扱いが明確ではない。」³⁵⁷と指摘している。

さらに、この信用取引の議決権の所在にかかる議論の前提として、信用取引によって取得した株式は、実体的には証券業者が担保として留め置かれることとなるが、この法的性質については、上述³⁵⁸したように、様々な議論があるとしている。そこで、実務上、信用取引における株式の諸権利方法は「信用取引の権利処理」として処理されているが、この方法について同報告書は「信用取引口座開設にあたって顧客と証券会社の間で締結される契約の一内容であり、担保の目的物である株式の取扱いを定めるものであることから、担保の性質を、譲渡担保・非典型担保のいずれであると解しても、このような担保目的物の取扱いに関する契約当事者の無効とするような、強制的な義務が当然に生

³⁵⁴ 福本葵「信用取引の議決権行使」日本証券経済研究所 証研レポート No.1660

(2011) 52 頁、ただし、幻冬舎の件では「立花証券は議決権を放棄した (同 52 頁)」とされている。

³⁵⁵ 日本証券業協会「信用取引に係る証券会社の保有担保株式の議決権行使の在り方に関する懇談会 報告書」(2011年10月)。

³⁵⁶ 「信用取引に係る証券会社の保有担保株式の議決権行使の在り方に関する懇談会 報告書」(2011)・前掲注(355)1頁。

³⁵⁷ 「信用取引に係る証券会社の保有担保株式の議決権行使の在り方に関する懇談会 報告書」(2011)・前掲注(355)2頁。

³⁵⁸ 第3章 第2節 1. (ii)「信用取引本担保の法的性質」参照。

じるとは解されない」³⁵⁹としている。同報告書は、この前提を踏まえ、証券業者の市場仲介者としての役割、厳格な中立性が求められることに鑑み、「議決権については放棄することを原則とし、例外的な措置を取りうることもあり得ることを含め、……予めその取扱いを社内ルール等で定めておくことが望ましい。」との提言をしている。

ただし、「白紙の議決権行使書を提出するのと、棄権するのとでは、効果が異なる。白紙の議決権行使書は賛成票に換算される。一方、棄権する場合には、票そのものが有効な議決権数に加算されないので、結果としては反対票を投じると同じ効果となる。」³⁶⁰としている。このように証券業者には、真反対の2者を選択するしかない場面について、例え“原則”としても、どちらか一方を推奨すべき必要性は低く、予めその取扱いを社内ルール等で定めておくこと、そして、そのルール等を開示しておくことが、より重要であると考えられる。

(v) 株券貸借取引と所得の帰属

株券貸借取引を利用する代表的な取引は、空売りした株券の決済措置としての利用であり、空売りによる有価証券の売買損益についての課税関係が生ずる。また、株券貸借取引の対価については、貸し手・借り手の双方に、有価証券貸付料（品貸料）・借入料（品借料）（以下「品貸料等」という）および現金担保金にかかる利子が発生する。法人取引においては、法人税法上、品貸料等・利子ともに同法 22 条の益金・損金とされる。

(ア) 株券貸借取引・空売りにおける受取配当の帰属

第 1 章で述べたように、日本の株券貸借取引における配当等の契約実務では、消費貸借取引として所有権は借り手に移転しているものの、貸し手が持つ引渡請求権の存在を前提に、課税上、受取配当等の経済的な権利が残されているものと解し、貸し手は貸付対象とした株券にかかる受取配当等を配当金相当額として受領するとしている³⁶¹。

³⁵⁹ 「信用取引に係る証券会社の保有担保株式の議決権行使の在り方に関する懇談会 報告書」（2011）・前掲注（355）3 頁。

³⁶⁰ 福本葵（2011）・前掲注（354）53 頁。

³⁶¹ 米国では、以下のように、配当と買い戻しは完全に代替することを示唆しているものとされている。

“ ……some popular signaling models ……imply that dividends and repurchases are perfect substitutes.” (Malcom Baker, Brock Mendel & Jeffrey Wurgler, “Dividends as Reference Points: A Behavior Signaling Approach”, Harvard Law

すなわち、株券貸借取引を利用することで、株券の帰属と経済的持ち分が分離することとなり、この株券の所有権と経済的利益の分離は、貸借対象株券の配当所得の課税にかかる所得帰属の問題ともなる。株券貸借取引の契約ひな型では、貸借期間が配当金等の権利基準日をこえる取引について、貸し手・借り手の間で事前に合意した場合、貸借対象株券に付随する配当金相当額、株式分割及び新株引受権等の権利は、すべて貸し手に帰属するとしている。

消費貸借取引であり所有権は移転しているものの、貸し手が持つ引渡請求権の存在を前提に、貸し手は貸付対象とした株券にかかる受取配当等を配当金相当額として借り手より受領することとなる。なお、株券貸借取引の主たる用途として空売り取引への利用があるが、この空売りといわゆる“配当落ち”との関係において、配当とその課税の影響の指摘³⁶²がされている。株券の所有権は借り手に移転され、貸し手には、税務上、受取配当（相当額）の経済的な権利が残されているものと解しているものとされる。したがって、実務では、配当基準日を跨ぐ株券貸借取引が行われたとき、その株券の貸し手が法人の場合には、法人税法 23 条の受取配当等の益金不算入制度³⁶³の対象外として処理することが一般的な取扱いとされている。現行の益金不算入制度では、持株割合 25%以上の株式にかかる配当については全額益金不算入、それ以外の株式にかかる配当

School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (2015.12), at.26-27.)。

³⁶² Jacob R. Thornock, “The Effect of Dividend Taxation on Short Selling” Yale edu (2010), at 32, “I consider the effect of dividend reimbursement, in which short sellers must reimburse the full amount of dividend to the lender for short positions held open over the dividend record data. However, the price drop is on average incomplete, which some researchers have attributed to taxation.” (配当の返還においては、空売りを行った者が、その空売りポジションにおける配当額として判明している全額を、貸し手に返還がなされるという点での効果が考えられる。しかしながら、これに伴う価格の下落幅は、平均的には不十分であり、ある研究によれば、それは課税面にあるとされている。)

³⁶³ この制度は、「会社の利益は本来会社の株主の利益であり、個人株主に最終的に配当として渡り、個人株主はその段階で配当所得に課税される、ということを前提にしている。」(三木義一『日本の税金(新版)』岩波書店(2012) 69頁)ものである。ただし、この制度の実務要件としては「濫用を防止するため、受取配当等の元本たる株式等が、配当等の額の計算の基礎となった期間の末日以前1月以内に取得し、かつ同日後2月以内に譲渡したものであるときは、当該受取配当等に対しては、益金不算入の規定は適用されない。」(金子宏(2010)・前掲注(121) 286頁)とする濫用を防ぐ扱いが定められている。この濫用防止規定の存在は、株券貸借取引では基準日近辺における需給バランスの不安定要因となっている。

および証券投資信託の収益の分配については 50%まで益金不算入となっている。代田純教授は、日本の親子上場にみる法人の株主構造とこの益金不算入制度がもたらす企業会計と納税額の歪みを指摘している³⁶⁴ところである。

なお、同じく貸し手が個人であれば、所得税法上の配当控除制度の対象外の取り扱いがなされ、この受取配当は雑所得としての申告とされている。

また、株式分割や新株引受権等の権利にかかる取扱いについても、その権利は基本的に貸し手に帰属するものの、当事者が別途合意するところに従って処理するとされる。別途合意の内容として、実務では、新株式そのもの（現物）を貸し手に引き渡すかもしくは金銭処理によるものかを合意する。合意の内容により、課税上の取扱いは違う。例えば、法人間の取引において株式分割の新株式そのものの引渡される場合には、株数修正と簿価単価を修正すること取得原価・課税所得への影響はない。一方で、金銭処理による場合には、当該金銭は貸し手の収益となり、課税所得の計算対象となる。借り手が新株式による返還が出来ないと見込まれる場合、金銭処理とせざるを得ないが、実務的には、権利基準日を跨ぐ取引は非常に厳しいものとなる。

以上のような事情から、株券貸借取引は配当金等の権利基準日を跨ぐ取引は、この課税上の取り扱い（貸し手が法人の場合、益金不算入制度等の適用を受けられない、株式分割等の権利への課税等）のため、当該基準日の近くにおいては急激に収縮する。すなわち、マーケットから貸借可能な株券が引き上げられることで、売買需給のバランスが一気に崩れる（取引安定性の阻害要因）ことになる。

ここで、この株券貸借取引の取引対象株券を譲渡担保と見た場合の品貸料等の課税関係を考えてみる。国税庁の行政通達（所得税基本通達 33-2）では、債務者が、債務の弁済の担保として資産を譲渡した場合、契約書に必要事項を明示し、かつ、当該譲渡が債権担保を目的としてされたものであるときは、当該譲渡はなかったものとする、との通知がされている。

³⁶⁴ 日本の親子上場は、「2009年時点で、全上場企業数 3,678 社のうち、50%基準（議決権ベース）での親会社が 180 社、子会社が 322 社あり、合計 502 社で全上場企業の 13.6%にあたる。さらに 33%基準では、親会社 256 社、子会社 526 社で、合計 782 社となり、全上場企業数の 21.2%にあたる。…… 配当の増加、ならびに配当の益金不算入は、大企業を中心に企業自身に大きな影響をもたらしている。企業会計において受取配当は営業外収入となり、利益を押し上げるが、税法上は益金不算入とされ、納税額を抑制する。」（代田純（2015）・前掲注（120）31-32 頁）と指摘がある。この親子上場との関係も、また、株券貸借取引における基準日近辺における需給バランスの不安定要因となる。

当該事項については(1)当該担保に係る資産を債務者が従来どおり使用収益すること、(2)通常支払うと認められる当該債務に係る利子又はこれに相当する使用料の支払に関する定めがあること、と限定している。この通達においては、課税実務における譲渡担保の該当性を定義しているが、各取引における私契約の内容によって、その該当性を判断する上での一つの要因とも考えられよう。そのうえで「税務訴訟においても事実認定により譲渡担保と判断されているものは、譲渡所得課税の対象となっていないのは当然の帰結である」³⁶⁵との見解がある。

また、このような譲渡担保に供された資産の実質的な所有権の帰属に関しては国税不服審判所平成17年1月31日裁決³⁶⁶における「法形式上、資産の譲渡とされる譲渡担保契約において債権が担保権者に移転しているとしても、担保設定者が元利金の収益権を保持し、債務の履行により債権が復帰することになっている等、その譲渡が担保を目的として形式的になされたことが明らかである場合、所得を生ずべき債権の譲渡はなかったと解すべき。」との考え方³⁶⁷が、この取引を実質上の譲渡担保と見た場合の、所得帰属に係る課税関係を整理することも、権利基準日を跨る取引の収縮を解消するための一つの方法と考えられる。

(イ) 米国等における所得帰属の議論

米国における所有権と経済的利益の分離・所得帰属の議論は非常に古くからされており、米国最高裁判所は *Provost v. United States*, 269 U.S. 443 (1926)³⁶⁸において「空売り株券 — 証券貸付の文脈としては、借り手の義務として同一の証券を返却が課された株券 — は、“証券貸付 (securities loan)” と呼ばれていたにもかかわらず、その課税目的である証券のオーナーシップ (課税上の帰属) は移転する」と判示している。この判決以前、内国歳入庁の空売りされた株券の帰属に関する見解 (*Solicitor's Memo*, 1919)³⁶⁹でも、空売りされた株券についてその代替的要素が強調されていた。すなわち

³⁶⁵ 松尾弘＝益子良一『民法と税法の接点』ぎょうせい (2005) 215頁 参照。

³⁶⁶ 国税不服審判所平成17年1月31日裁決 (裁決事例集69号) 153頁。

³⁶⁷ 三木義一『逆転裁決例 精選50 PART II』ぎょうせい (2007) 119頁 参照。

³⁶⁸ *Provost v. United States*, 269 U.S. 443 (1926) は、当時の米国の貸株 (株券貸借) 取引における stamp tax (印紙税) の納税主体を巡り争った事案 (事案の詳細は、拙稿「貸株取引 (株券貸借取引) の課税問題について」青山ビジネスローレビュー第2巻2号 (2013.3) 174頁 参照)。

³⁶⁹ Alex Raskolnikov “Contextual Analysis of Tax Ownership” (85 B.L.Rev.431 2005), at 436.

「株式の持分権 (shares) には、代替性があり、これは、その同じ種類 (same class) の “それ” を返還することに同意した彼らの貸付 (貸借) の本質は、ローマ法における “*the mutuum*” (≒消費貸借) にある」³⁷⁰とされていることによる。このように米国においても消費貸借の性格をもつ株券貸借取引にかかる所有権と経済的利益の分離の問題としては、課税帰属 (tax ownership) を巡っての議論と幾つかの判例³⁷¹がある。

現在、米国では内国歳入法典 1058 条 (IRS Code § 1058)³⁷²において、課税帰属に

³⁷⁰ Raskolnikov, *supra* note (369) ,at 437 “note 17” によれば、“a mutuum is a loan for consumption ” , see Blacks Law Dictionary 1022 (6th ed.1990)とあり、必ずしも、同一物を返還しなくともよい契約として、“a mutuum” の本質を “a loan for fungible asset” と定義している。

³⁷¹ Frank Lyon v.United States , 435 USTC 561 (1978)、Compaq Computer v. Commissioner , 277 F. 3d 778 (5th Cir.2001).

³⁷² IRS Code § 1058.

(a) General rule

In the case of a taxpayer who transfers securities (as defined in section [1236 \(c\)](#)) pursuant to an agreement which meets the requirements of subsection (b), no gain or loss shall be recognized on the exchange of such securities by the taxpayer for an obligation under such agreement, or on the exchange of rights under such agreement by that taxpayer for securities identical to the securities transferred by that taxpayer.

(b) Agreement requirements

In order to meet the requirements of this subsection, an agreement shall—

- (1) provide for the return to the transferor of securities identical to the securities transferred;
- (2) require that payments shall be made to the transferor of amounts equivalent to all interest, dividends, and other distributions which the owner of the securities is entitled to receive during the period beginning with the transfer of the securities by the transferor and ending with the transfer of identical securities back to the transferor;
- (3) not reduce the risk of loss or opportunity for gain of the transferor of the securities in the securities transferred; and
- (4) meet such other requirements as the Secretary may by regulation prescribe.

(c) Basis

Property acquired by a taxpayer described in subsection (a), in a transaction described in that subsection, shall have the same basis as the property transferred by that taxpayer.

(仮訳) 内国歳入法典 1058 条

(a) General rule (一般規則)

以下 (b) の条項に適合する契約書に従って有価証券 (IRS Code § 1236 (c) にて定義される) を移転した納税者の場合、このような契約書のもとでは、そうした有価証券の交換に対する義務に関し、納税者には利得も損害も認識されるものではない。また、このような契約書のもとで、その納税者により移転された有価証券と同種・同量の

かかる取扱いは、一応の整理がされたとしている。その内容は、株券貸借取引により tax ownership は移転するが、一定の要件が満たされる限り－ 契約書にその旨が記載されている限り－ 貸し手から借り手へと移転はする。ただし、その利得と損失については、不認識 (unrecognized) ³⁷³の扱いを受けるとされる³⁷⁴。すなわち、取引が決済されるま

有価証券にかかる権利の交換において、その納税者には利得も損害も認識されるべきものではない。

(b) Agreement requirements (契約の必要条項)

この条項における要求に適合するために、契約書においては以下 ((1) から (4)) の条項が必要とされる。

- (1) 移転した有価証券と同種・同量の有価証券の譲渡人への返還が、予め取り決められていること
- (2) 支払いにおいては、すべての金利、配当、その他諸権利と同種のもものが譲渡人に引渡されること。それらの権利とは、譲渡人による有価証券の移転が行われている間、すなわち、譲渡人に同一の有価証券が移転により返還されるまで、有価証券の所有者に与えられたそれらを受けることができる権利であること
- (3) 移転された有価証券における有価証券の譲渡人の、損失のリスク若しくは利得の機会を減少させないこと、そして、
- (4) 官公庁 (監督当局) が規定するその他の要求に適合していること

(c) Basis (ベイス・基盤)

(a) 条項において規定される納税者が取得している所有権は、この (a) 条項により規定されている取引において、当該納税者に関し所有権が移転されたものと同じ基盤 (Basis) を持つものとされる。

(注) 内国歳入法典 1236 条 (c)

IRS Code § 1236. Dealers in securities (c) Definition of security では、” security” は、発行企業の株式持分、その企業の株式もしくは利回り証券、短期社債、債券等を意味する、と定義されている。

³⁷³ 米国内国歳入法典における課税対象要件たる所得の実現の概念としては「利得又は損失が財産の売却又は交換から生じる (実現する) と、その利得又は損失の金額は租税法上の所得として認識されて (shall be recognize)、課税所得の計算に算入するとしている。これが「認識」 (recognition) (利得又は損失の課税所得への算入) の一般ルール (原則) である。実現した利得又は損失は、原則として、租税法上「認識」され課税所得の計算に算入される。例外的に「不認識」 (non recognition) の規定がある場合には、実現した利得又は損失は、課税所得の計算に算入されない。…「不認識」とは、最終的な処分時点まで、当該利得又は損失を課税所得に算入するのを「繰延べる」ことを意味する。」(谷口智紀「知的財産権取引と課税問題」専修大学学術機関リポジトリ (2011) 101 頁) とされる。

³⁷⁴ ここで株券貸借取引が内国歳入法典 1058 条 (I.R.C. § 1058) に適合するためには、同法では、その契約書において「支払いに際し、すべての金利、配当、その他諸権利と同種のもものが譲渡人に引渡されること。それらの権利とは、譲渡人による有価証券の移転が行われている間、すなわち、譲渡人に同一の有価証券が移転により返還されるまで、有価証券の所有者に与えられたそれらを受けることができる権利であること」等の旨を

では tax ownership の移転についての認識は繰り延べられている³⁷⁵とされる³⁷⁶ものである。しかしながら、内国歳入法典 1058 条の制定後も、株券貸借取引にかかる tax ownership を巡る訴訟は続いている³⁷⁷。

このような私法における所有権の分離による所得の帰属（使用・果実収受権と所有権の分離）の議論として、中里実教授は「私法上、所有権の一部を分離させるものとして、欧米の使用・果実収受権をあげることができよう。これは、本来ローマ法由来のものである…… ローマ法における使用・果実収受権 (*ususfructus*) は、物の性質を変更する

記載し、権利関係と支配権を契約書上において明確化することを求めている。

³⁷⁵ 渕圭吾「所得課税における帰属 (Tax Ownership) をめぐる研究動向」学習院大学法学会雑誌 45 巻 1 号 (2009) 194 頁 参照。

³⁷⁶ こうした認識の繰延べについて、阿部雪子「資産の交換・買換えと課税繰延べに関する研究 (1)」一橋法学 第 8 巻 2 号 (2009) 615 頁は、「(米国内国歳入法における) 包括的所得概念のもとで、所得は包括的に構成され財産の含み益や値上り益も所得とされる。これらの利得は、実現したときに課税されるのが通常である。そのため、課税繰延べは、実現した所得について特例として課税の繰延べを認めるということであり……」、と説明している。

³⁷⁷ 例えば、Calloway 判決 (Calloway v. Commissioner, 135 USTC 3 (2010)) では、事実関係は、申立人 Calloway (P) は、Derivium 会社との間で、長年勤務しその雇用期間中に取得した IBM 普通株式 990 株 (時価 \$ 9.3 万) を差入れる契約をした。P はこの株式による資金化と納税後還付の最大化を得るため、この契約の付随合意書を結び、当該 IBM 株式を“担保”として、その価値の 90% に相当する額の資金を受取る取引を行った。この取引により P は、長期キャピタルゲイン課税が適用される直接売却よりも 10% 高いリターンを得る結果となった。その取引の条件としては、ノンリコース (返還請求不可) であり、このローン期間である 3 年間は、P は利息も元本の支払いもされないこととされていた。また、契約条項には、Derivium 会社は、株式の受取り後すぐに、株式を売却することが出来るものとされていた。そして、3 年後の契約満了時における P の貸借上の義務としては、利息をつけて元本を返還するか、新たに貸借期間延長の契約を結びなおすか、もしくは IBM 株式を受取る権利をすべて消滅させて、“Loan” (資金取引) を放棄するかオプションを持っていた。

この取引では、最終的に P は、IBM 株券の価値が著しく減価したことから、この“Loan” 契約を放棄し、また、P はこの取引、を売買として申告したわけでもなく、また、債務の消滅による負債所得として申告したわけでもない。判決は、P と Derivium 会社との取引は、株券の売却である判じた。すなわち、P は Derivium 会社に、この株券にかかるすべての利得と負担のオーナーシップを、\$ 9.3 万で、払戻し義務を負うことなく、移転させたとして、この取引は、I.R.C. §1058 が定める株券貸借取引契約に該当するものではないと判じている。

他にも最近の株券貸借取引を巡る米国での裁判として、Samueli v. Commissioner, 132 USTC 4 (2009)、Anschutz v. Commissioner, 135 USTC 5 (2010) がある。

ことなく、他者の物を使用し、そこから果実を収受する権利である」³⁷⁸と述べている³⁷⁹。この *ususfructus* に由来する取引として、ヨーロッパでは実際に、*dividend usufruct* という取引 – 財産の生み出す利益を、財産の所有権者と別の者に帰属させるという仕組み – を使い、株の残余財産分配権・議決権と、配当受領権を分離して、後者の配当受領権だけを、想定元本のもたらず利子とのあいだでスワップする契約を結ぶ取引による源泉税の回避が広範に行われていた³⁸⁰。しかしながら、この租税回避取引はフランス(スコットランド銀行事件)・イタリアの最高裁判所³⁸¹によって否認されている。スコットランド銀行事件におけるフランス最高裁判所の判断は「租税条約に規定する「受益者」要件の解釈として経済的帰属説的なアプローチを採用し、当事者が私法構成上主張した「用益権の設定」取引を、経済的実質に則して判断すれば、課税上は「貸付」取引であるとして、取引の性格を変更したものであると考えられよう」³⁸²とされる。

さらに、中里教授は日本における使用・果実収受権と、所有権の分離の事例の一つとして、名義上の株主と真の株主が相違するケースを挙げている。振替株式を採用していない株券発行会社においては、株主名簿が資格授与の効力を有するとされることから、株式の譲渡がされた後に名義書換が行われていなければ、形式的に株券の帰属と配当の

³⁷⁸ 中里実「信託税制の現状と課題 - 2011年トラスト60」信託法学会(2011)参照。

³⁷⁹ このような所有と果実収受権の分離と租税(年貢)の関係は、日本においても古くから存在していたとみられる。武家政権である鎌倉幕府によって制定された貞永式目(関東御成敗式目 制定貞永元年(1232年))の弘安7年(1284年)追加法では「枯却質権地ならびに他人和与所領の事：御家人等、所領をもって或いは枯却し質券に入れ流し、或いは他人に和与(贈与)するの時、子細を証文(契約書)に載するといえども、限りある公事(年貢その他以外の負担がない旨)は、本領主の後に相加わりて、その沙汰をいたさるべし。年貢等に至っては、文言に随い進済すべし。」と定められていた。この法で幕府はその質入・売買等の私的な契約は認めて安堵するが、公事はあくまで公的な義務であり、この年貢等の納税義務に関しては売主が責任を負うことを定めている。すなわち、この当時から所有権は異動しても、幕府(政府)は年貢確保のため、納税主体の移動を認めなかったことを示している(山本七平『日本人とは何か』祥伝社(2014)319-320頁参照)。

³⁸⁰ 中里実「特殊な金融取引についての課税上の問題点」租税研究(2012・10)121頁参照、ただし、この *dividend usufruct* 取引は、フランス・イタリアの最高裁判所が否認したことで「下火になっている(同121頁)」とされる。

³⁸¹ 岡直樹「第61回 IFA 総会 議題2 法の衝突と「所得の帰属」」税大ジャーナル6(2007年)では、「配当用益権(*ususfructus*)を利用することにより、資産(株式)の所有と収益を分離したスキームへの租税条約の適用が争われた例としては、スコットランド銀行事件(Bank of Scotland 事件：仏 Conseil d'Etat of 29 December 2006, No.283314)がある」とされる。

³⁸² 岡直樹(2007)・前掲注(381)152頁。

帰属が異なるが、会社は配当を株主名簿に記載された者に対して支払えば免責される。ただし、名義上の株主と真の株主が形式的に異なるとしても、真の株主によって不当利得返還請求が後にされれば、そういう意味では一体であるとして、ちょっと苦しい例³⁸³として挙げてはいる。このように、所有権と経済的持ち分の分離の問題は、議決権の所在の問題のみならず、課税上の視点が求められる問題³⁸⁴でもある。

(ウ) 債券貸借取引の課税上の性格

このように所得の帰属の判定では、課税上、その取引の性格がその判断の重要な要素となる。日本における裁判事例として、株券の貸借取引ではないものの、同様の法構成をもつ債券貸借取引（債券レポ取引）について、課税上の取引の性格を争った事例がある。この裁判は、債券レポ取引の対価 — いわゆる「レポ差額³⁸⁵」 — が所得税法上の源泉徴収の対象とされるか否か（この取引が金銭の貸付であるのか、売買取引であるのか）について争ったものである。

債券レポ取引では、売買と再売買を一体化した売買取引の法形式を採る文字通り「売買」と、消費貸借契約の法形式をとる取引が混在している。売買取引の法形式であっても、機能面から見れば買戻し価格が予め確定されることから、資金貸借取引と同じ機能を果たしている³⁸⁶ことになる。争点は、本件取引の法形式としては「売買」となっていた債券レポ取引について、売買（対価は売買差額）か、それとも貸借取引（貸付金利子）かの点が争われた、いわゆるレポ論争³⁸⁷である。

³⁸³ 中里実（2012）・前掲注（380）123 - 124 頁参照、その他の例として問屋（証券業者）の事例、匿名組合契約の事例、信託における名目上の財産の帰属と収益の帰属の分離の事例を挙げている。

³⁸⁴ Paul Landless=Gregory Lyons, *supra* note (819), *at* 14 によれば、ドイツ連邦金融裁判所（BFH）は2016年1月、2006/2007年にかけてSL取引を利用した租税回避行為について、「一般ルールに対する適用除外として、借り手に対する税務・経済的な帰属については、単なる税務対策としておこなわれたもの、すなわち、税法の濫用の視点からみた事実として、課税以前の取引において通常のなものから逸脱した取引では、その移転はされない」との見解が示されたとしている。

³⁸⁵ 実務的には、債券レポ取引では取引対価については、品貸料等と利子相当額を相殺した額をレポ差額として授受する処理をしている。

³⁸⁶ 中島将隆「日本におけるレポ訴訟」桃山学院経済経営論集 第51号2号240頁。

³⁸⁷ 東京地方裁判所 平成19年4月17日判決（判例時報1986号）。2002年8月、課税当局は住友信託銀行の1999年12月から同2003年6月までの間の外国法人との債券レポ取引（売買形式）によって支払ったレポ差額に対し、当該レポ差額が所得税法161条6号による貸付金利子に相当するものとして、源泉徴収義務を告知した。この処分に対

控訴審である東京高等裁判所³⁸⁸は、「(債券)レポ取引には資金調達的な面があることは確かであるが、レポ取引には債券の調達に資する面もあり、顧客に対して、空売りを行った債券ディーラーが、取引の決済日までに債券を調達するために、他者から債券を一時的に購入するということにも使われるから、金融機能的側面とともに、債券売買市場の流動性の確保も経済的機能としては考慮されるべきであり、これらを売買及び再売買という法律構成の下で実現しようとしているものである。」としてこの取引の経済的側面を認めつつも、法形式の面では売買取引と判断している。ここで「私的自治の作用する取引関係において当事者が上記のような法律形態を選択して取引関係に入り、その法律形態に特段不合理なものがない以上、その契約関係を基本にして解釈すべきものであって、本件各レポ取引において、買主がエンド取引において有する再譲渡価格相当額の代金債権は、あくまでエンド取引時において、売主に対して対象債券と同種・同量の債券を移転することと引換えに再譲渡価格相当額の代金の支払を請求する権利を意味するものである。」として、この取引における代金債権の性質を契約の内容から解釈している。

結論として「本件各レポ取引において、買主がエンド取引において有する再譲渡価格相当額の代金債権は、あくまでエンド取引時において、売主（被控訴人又は米国住友信託銀行）に対して対象債券と同種・同量の債券を移転することと引換えに再譲渡価格相当額の代金の支払を請求する権利を意味するものであり、本件各レポ取引のエンド取引における売買代金債権が消費貸借契約における貸付債権とその性質、内容等がおおむね同様なし類似するとはいえないものであるから、本件各レポ取引について所得税法161条6号の『貸付金（これに準ずるものを含む。）』に該当するものと解することができない。」と判示している。

この判旨から思考すれば、債券レポ取引にかかる課税判断は、その契約の内容（法構

し、住友信託銀行は「レポ差額は利子にあたらぬ」すなわち「売買形式による当該債券レポ取引は資金の貸借取引ではなく、売買である」として、東京地方裁判所に提訴したものである。ここで、現行の所得税法161条に定める「国内源泉所得」として同6号は「国内において業務を行う者に対する貸付金（これに準ずるものを含む。）で当該業務に係るものの利子（政令で定める利子を除き、債券の買戻又は売戻条件付売買取引として政令で定めるものから生ずる差益として政令で定めるものを含む。）」とされている。しかしながら、上記の下線部分は平成21年度の税制改正により変更（追加）された部分であり、当該課税当局による処分当時においては、外国法人との債券レポ取引におけるレポ差額にかかる源泉徴収義務の取扱いは法定されていなかった。

³⁸⁸ 東京高等裁判所 平成20年3月12日判決（金融・商事判例1290号）。

成)に視点を置いたものと考えられ、株券貸借取引における課税にかかる論点についても、この視点での考察は必要であろう。

2. 空売り決済株券の供給

株券貸借取引、主として個別銘柄を貸借する SC 取引は、株式市場に流動性を供給する役割をもつとされているが、それは株券貸借取引が空売り取引の決済機能を持つことに由来するものである。

(i) 空売り銘柄の決済措置

株式市場において株式投資をおこなおうとする投資者の多くは、投資の対象とすべき個々の銘柄(株券)を選別(調査・分析)し、その価値判断をもって、これを買付けもしくは売り付ける(空売り)取引を行う。買付けの場合には、買付け代金を賄えるだけの資金があれば可能であるが、売り付けの場合には、売り付ける株券(個々の銘柄)を確実に決済する措置(ネイキッド・ショート・セーリング規制)が求められており、この措置なしに空売り取引による売り付けは出来ない。すなわち、空売り取引を行おうとする場合、個別の銘柄ごとに当該株券の確保(借入れ・株券貸借取引)が求められている。このため、株券貸借取引(SC取引)では、取引可能な銘柄とその数量、いわゆる“品揃え”が極めて大きな取引要素となっている。こうした品揃えは、株券貸借取引における株券供給元(最初の貸し手)毎の状況により、様々な違いが生じることとなる。

例えば、近年の新興市場の活性化の議論では、マーケットメイク制度導入などが俎上にあげられているが、この制度では証券業者等のマーケットメイカーが顧客の買いに対して売り付ける株券(銘柄)を予め準備し、確実に受渡し決済がなされなければならない。株券貸借取引の存在を抜きには、成立しない議論である。このため、品揃えの視点で、各株券(銘柄)の供給元となる投資家の株券貸借取引の状況を整理する。

(ii) 生命保険会社等が投資する株券(銘柄)

(ア) 政策投資銘柄と純投資銘柄

わが国の株券貸借取引において、有力な株券供給元(貸し手)の一つに、生命保険会社・損害保険会社等の機関投資家が保有する株券がある。特に、従前より、わが国では

生命保険会社は有力な株券投資者であり、1970年代には、生命保険会社における有価証券投資の過半は株券で占められ、今世紀の初めでも、一般勘定資産の15%を占めていた³⁸⁹とされる。しかしながら、近年はその比率は大幅に低下している³⁹⁰ものと見られている。

このように、わが国の生命保険会社が株券を大きな運用資産としてきた要因としては、「純粋なる投資収益の獲得のために行われる「純投資」と呼ばれるものの他に、営業に付随した「政策投資」が存在していたことも理由として考えられる……」³⁹¹との指摘がされている。このようなわが国では生命保険会社等の機関投資家が行う、いわゆる政策投資は、株券を発行する会社の保険契約・年金契約等の営業の見返り³⁹²に、安定株主となることを各株券発行企業との間で了解（暗黙の了解を含め）し、これらの機関投資家がある程度の量の当該発行会社の株券（銘柄）を取得する投資であり、純粋に投資株券のインカムゲイン、キャピタルゲインを目的に投資を行う、いわゆる「純投資」とは一線を画した投資である³⁹³と思われる。

（イ）政策投資銘柄における株主名義

株券発行会社（上場企業）は、その決算期末（基準日）における総株主通知により株主の名義を確認する。生命保険会社が行う政策投資は、生命保険会社の本業の営業に深く結びついた投資であることから、生命保険会社を含む機関投資家は、株券の「名義」に極めてナーバスである。政策投資の銘柄では、例えば、総株主通知において了解した株数よりも少ない場合、生命保険会社は発行会社から、違約の可能性が問われることになる。こうしたことから、政策投資を行う生命保険会社等の機関投資家の多くは、名義上の株主と実質保有者とが複層化する仕組みでもある株券貸借取引においても、基準日における名義の確保（保有と名義の一致）を優先する。わが国の生命保険会社等の機関投資家にとって決算期末（基準日）における政策投資株券の名義の確保は、株券貸借取

³⁸⁹ 大野早苗「生命保険会社の利率保証と株式投資」 生命保険論集第135号（2001）82頁 参照。

³⁹⁰ 日本経済新聞「企業年金 進む株式離れ」 2016年6月17日記事。

³⁹¹ 大野早苗（2001）・前掲注（389）84頁。

³⁹² 筆者の経験では、発行会社は慣習も含め、株主名簿の順位により、企業保険・団体生命保険等の契約額順位を定めていたことを、生命保険会社等の運用サイドの担当者が強く意識していた感がある。

³⁹³ これら生命保険会社が保有する銘柄のどれが政策投資銘柄か、純投資銘柄かを外形から区分けはつかない。また、同一銘柄でも政策投資・純投資の双方で保有することもある。

引による貸借料等の獲得という経済的な収益に優先する事項である。生命保険会社等の機関投資家は、発行会社との安定的な関係を第一として、決算期末（基準日）において貸出している当該発行会社の株券（銘柄）を回収（返済を請求）し、名義を確保する行動に結びつくものである。

実務としては、こうした生命保険会社等の機関投資家は、貸し出した株券をその基準日の2週間程度手前³⁹⁴で返済請求をする取り扱いをすることが多く、基準日の近くにおいては、銘柄によっては株券貸借取引の需給をひっ迫（最終的には株式市場一空売り取引の需給にも影響が及ぶ）させる要因となるものである。

（iii）年金基金等が投資する銘柄

株券貸借取引における有力な株券供給元の一つとして企業年金基金等が投資する株券（銘柄）がある。企業年金基金を持つ各企業は、将来の年金給付原資を確保することを目的とした「年金資産の運用に関する基本方針」を定め、委託先機関に対して運用を指示している。この指針の多くは、各投資対象の資産種類毎に定める市場における収益率（いわゆる「ベンチマーク」）を指標として、各投資対象資産を政策アセットミックスをもって構成することで、各ベンチマークの組み合わせを長期的に上回る運用を目標としている。

企業年金連合会の「運用状況説明書（2015年）」によれば、企業の年金基金のポートフォリオは予定利率1.5%～2.5%の年金債務で、この予定利率を上回る期待リターンをできるだけ低いリスクで達成できるようなポートフォリオ運用を行っている³⁹⁵とされ、政策的な資産構成割合（「政策アセットミックス」と呼ばれる）³⁹⁵は、債券80%・グローバル（日本株を含む）株式20%で構成するとしており、株式は依然として重要な運用対象の一つである³⁹⁶。

³⁹⁴ 生命保険会社が結ぶ株券貸借取引の契約の多くは、契約ひな形の返済期日条項（第1章第2節 参照）と同様、請求日の四日目までに返済を実行する旨を定めている。この取り決めは当該銘柄の買い戻しの期間（T+3）を考慮したものであるが、買い戻しではフェイルの可能性があり、これらの期間を勘案して、2週間程度（10営業日）手前で、返済請求がされる取り扱いがされている。

³⁹⁵ 政策的資産構成割合（政策アセットミックス）とは、基本となる投資対象資産の期待収益率、同収益率の標準偏差、同収益率期間の相関関係を考慮した上で、将来にわたる最適な組み合わせと考える資産の構成割合である。

³⁹⁶ 年金運用資産の運用は1996年に自由化がされたが、それ以前には、資産配分に対する規制と運用委託先となる機関の採用に関する規制があった。資産配分規制は、債券等の安全資産5割、株式には3割、外国資産には3割、不動産には2割までの資産配分規制があり、運用委託先に関しては信託銀行と生命保険会社のみ限定されていた。

株式に関しては、多くの企業年金基金では、新興市場を含めた国内の取引所上場株式を投資対象資産の対象としているが、そのベンチマークは TOPIX 等の主要インデックスとしているところが多く、銘柄の選択にあたっては発行企業の経営内容等について十分な調査分析を求めている。こうした方針を受けて、多くの企業年金基金ではインデックスに連動するパッシブ運用を主体としており、その運用する株券（銘柄）の大半は、政策アセットミックスとベンチマークそして経営内容等を踏まえ選定することから、必然的に主要なインデックスを構成するブルーチップ銘柄が大勢を占めることとなる。

なお、こうした企業年金基金の運用銘柄は、上述した生命保険会社等の機関投資家の発行企業との営業関係等により保有する政策投資とは違い、紐付きの関係から運用対象とされるものではなく、名義の確保より収益確保が優先されるため、決算期末等（基準日）において返済請求等がなされることは少ない。

企業年金基金の運用株券と株券貸借取引との関係としては、企業年金基金の多くは運用する株券を貸し出すことで、運用効率化の実現を図っている。ただし、その運用する株券（銘柄）の大半は、上述したように主要インデックス構成銘柄であり、株券貸借取引により貸し出される銘柄もこうした銘柄に集中する。従って、株券貸借取引ではこうした主要インデックス構成銘柄は供給過多であることが多く、多くの企業年金基金では株券貸借取引により得られる貸付料収入利鞘は薄く、ほんの数 bp であることも少なくないものの、パッシブ運用では運用報酬料率は低いことから、この利鞘でもコストはカバーできるとされている。

空売りには株式市場の流動性供給の役割³⁹⁷が挙げられているが、空売りを行うためには、その決済のための銘柄株券が予め準備されている必要がある。この市場における流動性供給の課題（空売り取引の課題）として、新興市場銘柄の流動性不足の解消（すなわち、決済のための株券の供給）が挙げられている。例えば、主要インデックス構成銘柄では決済措置のための豊富な株券供給があり、十分な流動性が備わるのに対し、新興市場銘柄については、企業年金基金・生命保険会社等の投資家（貸出者（供給元））の運用実態からみると、彼らが保有する新興市場の銘柄は、品揃え・数量ともに少なく、需給は恒常的にタイトである。必然的に新興市場銘柄にかかる空売りコストは高い状況にはあるが、流動性不足を直ちに解消することは難しい³⁹⁸ものと考えられる。

³⁹⁷ 新興市場銘柄は、信用取引における信用売りが可能な銘柄（貸借銘柄）以外での空売り取引はほとんどない。

³⁹⁸ 新興市場の流動性不足解消策として、マーケットメーカー制度の導入がしばしば提唱

さらにリーマンショック以降、株券貸借取引への安定的な株券供給元である企業年金基金の株式離れ³⁹⁹が報じられており、投資家の株式離れの潮流のなかで、様々な株券の供給が維持されるべく、従来の機関投資家に限らず、株券貸借取引の取引参加者の裾野を広げることは急務であると考えられる。

(iv) 個人投資家からの株券借入（貸株サービス）

2000年代の初頭から、ネット証券業者を中心に個人投資家等の顧客に対し、貸株サービスとの名称で、株券貸借取引のスキームの提供が行われている。この貸株サービスの取引構造としては、ネット証券業者等の証券業者が個人投資家等のアマ取引者から株券貸借取引によって株券を借入れ、さらに、証券業者はこの借入れた株券を他に貸付ける（証券業者の他の顧客が行った空売り取引の決済措置に充当する）ことで、貸付料収入を得ようとする取引である。こうした個人投資家等のアマ取引者のなかには、年金基金・生命保険会社等のプロ取引者が投資することが難しい新興市場銘柄、IPO銘柄など、多様な銘柄に投資するものもあり、貸株サービスを通してこうした銘柄が供給され、株券貸借取引の銘柄“品揃え”に寄与しているといえる。しかしながら、貸株サービスを主な供給源とするこのような銘柄については、その供給株数は限界的な状況である。新興市場における取引の厚みを増す（空売り取引を通じた流動性の供給）ためには、実態として、多様な銘柄を保有する個人投資家（取引参加者）がより多くこのサービスを安心して利用する仕組みを提供する必要がある。

貸株サービスの取引参加者の裾野拡大は、銘柄品揃え・数量の充実に繋がるものであると思われる。一方で、このサービスにはアマ取引者保護にかかる問題も潜在する。この取引の裾野を拡大するためには、これらの課題を解決すること、そして、この取引の裾野拡大こそが、株式市場の活性化に直接的に繋がってくるものと考えられる。

（「新興市場のあり方を考える委員会報告書」日本証券業協会（2009. 5）6頁、13頁参照）されるが、マーケット・メーカーが売り付けるための株券（銘柄）は、株券貸借取引による借入れが必要である。

³⁹⁹ 日本経済新聞「企業年金 進む株式離れ」（2016. 6.17 朝刊記事）は、国内企業年金の株式での運用比率は初めて3割を割り込んだ（R&I推計）と報じている。

第4節 空売り規制と情報開示

1. 空売り取引と信用取引の規制関係

株券貸借取引の目的・代表的な利用ニーズとして、空売り（short selling）— 一手許にない株券の売却— のためにその原資となる株券を調達しようとする取引である。この空売りによる株券の売却は、株券を調達 - 借入れにより初めて実行可能とされるものであり、空売りと株券貸借取引・信用売りは一連の取引、すなわち、表裏をなす取引であるとされる。また、株券貸借取引による株券の供給量の多寡が株価に影響するとの見方⁴⁰⁰もある。

上述したように、わが国の空売り規制は、1948（昭和23）年に米国証券取引所法に規定する「空売り規制」条項を範にして制定されたが、規制にかかる実務対応がされないまま、いわば規制の実効性がない状況であった。1953（昭和28）年、証券取引法に信用取引の条項が設けられたが、空売り規制の実効性がない状況において、信用売りは、実質上の空売りとされていたのである。しかし、この取引が空売りであるのか否かを明らかにする必要性に乏しく、空売りと信用売りの関係は微妙であるとの言葉のとおり、仮需給の供給を目的とした信用取引が導入された当初には、信用売りは空売りではない— 空売り規制の範囲外の取引— とされてきた⁴⁰¹。こうして、この2つの関係は曖昧な状況が続いていた。

しかしながら、いくつかの金融・株式市場の混乱を経て、空売り規制の実効性が求められてきた。特に信用売りが空売り規制の抜け穴として利用されたこともあり、実質上の空売りである信用売りについて、空売り規制が適用されることとなった⁴⁰²。その後、強化から緩和の流れがあり、現在、信用売りにはネイキッド・ショート・セーリング規制を除いた空売り規制が適用されている。

⁴⁰⁰ Messod Daniel Beneish et al., “*In Short Supply: Equity Overvaluation and Short Selling*”, in ROCK CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE WP NO.165, 20-21(2013).

⁴⁰¹ 昭和60年（1985）10月、東証において債券先物取引が開始されるのにあわせ、先物取引や空売りにかかる政省令が整備された。ここでは先物取引が空売り規制の適用対象外とされ、信用取引についても省令において空売り規制の対象外として初めて明示された（「有価証券の空売りに関する規則第1号に規定する取引を定める省令」（昭和60年9月20日大蔵省令51号））（福光寛（2002）・前掲注（243）296頁参照）。

⁴⁰² 信用取引の空売り規制の適用の経緯は、「空売りの明示義務対象に、2001年1月にまず信用取引の売りが含められた。また、2001年3月には、証券金融会社による貸株料の徴収が発表された。そして最後に2001年8月には、遂に信用取引にも対象を限定しつつ価格制限の導入が発表された。」（福光寛（2002）・前掲注（243）318頁）とされる。

(i) 空売り規制と制度信用・貸借取引の制限措置の関係

信用取引には信用取引に対する法規制がされていることも、信用売りが空売り規制の範囲外の取引とされてきた理由の一つである。多くの論者は、信用取引の規制を委託保証金規制と捉えている⁴⁰³ように見える。顧客に対する信用取引の規制は、委託保証金規制の一つである増担保規制がある。取引所は信用取引の売買が過剰と認めた場合、信用取引全体もしくは個別の銘柄について増担保規制をかける場合がある。この増担保規制とは別に、信用取引に直接規制をかけるわけではないが、制度信用取引のバックアップ機能を担う貸借取引における貸株制限・停止の措置により、実質的に制度信用売りは制限・停止されることとなる。

制度信用の売りは、個別に株券を借り入れることが難しい個人の投資者にとって主要な空売りの手段であるが、空売り規制のうちネイキッド・ショート・セーリング規制は適用除外（取引規制府令9条の3第1項18号）とされている。特に制度信用取引においては、売りが可能な銘柄（貸借銘柄）であれば、原則として投資者は保有していない株券を事前に株券調達の有無を確認することなく、信用取引の売りを行うことができることとなる。

信用取引の本来の目的は、取引所現物市場に仮需給の供給をすることであり、信用取引の売りも取引所の現物決済のなかで株券の引渡が求められている。従って、信用取引の売りにかかる株券については証券業者がこれを供与して、取引所の決済機構（JSCC）において決済（株券の引渡）することとなる。証券業者がこの株券の供与が難しい場合には、証券金融会社の貸借取引制度（以下、この章においては「制度貸借」という。）を利用して株券を借り入れることとなる。すなわち、この制度信用売りにかかる株券供給の多くは、最終的には制度貸借に依存することとなる。このため、証券金融会社と取引所は、制度貸借において株券の調達が十分に可能な銘柄を選定（貸借銘柄）する。投資家が信用売りを出来る銘柄は、証券金融会社が貸株を行うことが可能なこの貸借銘柄に、実質上、限定される。

制度貸借における株券調達は、まず信用取引の買いに対応する融資担保株券が充当される。この充当において不足する株券は、別途、投資者等からの借入（入札）による調達が行われる。発行量が定められる株券では、貸付に回る供給量には限界⁴⁰⁴があ

⁴⁰³ 福光寛（2002）・前掲注（243） 294頁 参照。

⁴⁰⁴ この供給量の限界は、最大限に見積もっても、当該銘柄の浮動株と機関投資家の保有株数とみられる。

り、入札（需給）される株券の数量には自ずから限度がある。ここで借り入れられる株券の供給が不足し、需給に大きな不均衡が生じた場合、追加的に品貸料（株券借入料：一般的には「逆日歩」と呼ばれる。）が発生することがある。機関投資家にとっては、制度信用売りについては、こうした追加的な費用の発生機会が事後的にあることが、特にコスト管理面から使い勝手が悪いと指摘されるところである。一方、制度信用は、投資家 一個別に株券の調達することが難しい個人投資家 にとっては、貸借銘柄であれば株券調達の有無を確認することなく信用売りを行える有用な仕組みであると同時に、追加的に逆日歩の負担が発生するリスクのある取引である。

制度貸借においては入札方式によって株券が調達されるが、株券の発行量は有限であり、おのずとその調達（供給）量には限界がある。制度信用売りの量（売り残高）が多い銘柄など、貸借取引における株券調達の限界からみて、それ以上の調達が難しい銘柄について、証券金融会社は貸借取引（貸株）の新規申し込みを制限・停止することがある。こうした制度貸借における新規の貸株申し込みの制限・停止措置がなされた場合には、証券業者は当該銘柄について新たな制度信用売りを制限・停止することとなる。ここで証券業者に売買を委託する投資者（中心は個人投資家）は、実質的には、制度信用売りを行うことは出来ない。すなわち、個人投資家は当該銘柄を新規に空売りを行うことは出来ず、加えて、既にその銘柄を空売りしている投資家（建玉をもつ投資家）には、逆日歩の負担リスクが生じること⁴⁰⁵もある。

⁴⁰⁵ 株券の供給に関しては、決算期末等権利日（基準日）において生命保険会社等の機関投資家が、いわゆる名義の確保のため、株券の貸付けを停止（貸出中株券の返済請求）することから、需給は一気に悪化する。近年は、個人投資家を中心に株主優待の権利を確保しつつ、価格リスクをヘッジするために「（権利付き銘柄の）現物買い・信用売り」が行われることがある。この優待の権利は、権利基準日における株主に付与されるものである。最近の研究（瀬戸美希＝野瀬義明「株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響」証券経済研究第91号（2015）91頁）では「株主優待銘柄の中でも空売り制約のある銘柄において、個人投資家の楽観性から需給のアンバランスが発生し、これがオーバープライシングを招き株式超過リターンとして表れる可能性がある。すなわち空売りが制限されることで、株主優待が欲しい楽観的な投資家と悲観的なその他の投資家とのバランスが崩れ、楽観的な個人投資家による価格のつり上げが起こっているというものである。」と分析している。しかしながら、こうした場面で、そもそも空売り（信用売り）が制限される構造的な要因は、現物を買付けホールドした状況において、同時に信用売りが行われることで、多くの機関投資家からの供給がほぼ停止される基準日にかけて、株券の供給が一層タイトとなる優待取得を目的とした個人投資家自身の投資行動にある。すなわち、需給のアンバランスを発生させた要因は、楽観的な投資家と悲観的な投資家との需給ではなく、優待取得を目的とした個人投資家自身の投資行動に起因す

(ii) 空売り比率と信用売り残高の変化

空売り規制の緩和（2013年11月）以前、東証市場における売買代金の20%台前半で推移していたが空売りによるものであったが、この規制緩和の11月以降、この比率は上昇しており25%～30%超となっている。この比率は、株式市場の状況により変化するものである（経験的には株価の上昇局面ではこの比率は上昇傾向となるとされる）が、今般の比率の上昇は、規制緩和の影響がその一因とも考えられる。

一方、空売り規制の緩和後、増加すると考えられていた信用売り残高は、それ以前よりもむしろ減少している。すなわち、空売り売買の「フローは増加、ストックは減少」の傾向を示している。この要因としては、信用売り建てをその日のうちにポジションを解消（買戻し）する、いわゆる「日計り商い」の増加や高頻度売買取引（HFT）での空売りがあるものとみられる。

(iii) 信用売り残高と保証金規制の緩和

報告・公表が必要となる空売り情報の内容は、一定割合以上の個別銘柄の残高数量・残高割合であり、空売り全体の残高規模は統計資料もなく把握できない状況である。

残高規模の掌握が可能な、信用売り残高は、経験則として、株価が上昇トレンドにある場合には増加することが多い。今回の計測期間は短い期間であるが、株価が上昇トレンドのなかで信用売り残高は減少傾向をたどっている。

この要因の一つとして、2013年1月より改正保証金府令の施行によりなされた保証金規制の緩和の影響もあると考えられる。

この保証金規制緩和の内容としては、金融庁は2012年7月10日付「金融商品取引法第六十一条の二に規定する取引及びその保証金に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）」により、信用取引に係る保証金の算定基準時の合理化を図るための見直し案が公表されている。この見直しでは、信用取引の取引成立要件を要物的構成から諾成的構成への転換がなされている。

見直しの概要としては、

る事象である。この分析は、上述したような制度信用取引の基本的な構造と基準日近辺における需給関係の理解と認識に欠けたまま、表層的に楽観的投資家と悲観的投資家との行動に分類をしたもの、と考えざるを得ない。

① 信用取引に係る保証金の引出し等

信用取引について反対売買を行った場合には、その約定時点において、顧客が証券会社に預託している当該信用取引に係る保証金（当該反対売買による損失等を除く。）を引き出し、又は新たに行う信用取引に係る保証金として利用すること等を可能とすることとする。

② 反対売買による利益の取扱い

信用取引について反対売買による利益が生じた場合には、その約定時点において、当該利益を、信用取引に係る保証金の額に加算し、新たに行う信用取引に係る保証金として利用することを可能とすることとする。

こととされた。

上記の保証金規制の緩和を受けて、新規の信用取引を行い同日中にこれを返済する取引……信用取引を利用したいいわゆる日計り商い（以下、「信用日計り」という。）の利用が増加するとみられる。この規制の緩和前には、同一の保証金を利用した信用日計りは、新規・返済の“1回だけ”可能であった。しかし、緩和後には、信用日計りでは、同一の保証金を利用して何回でも繰り返し取引を行うことが可能となったため、いわゆるデイトレーダーと呼ばれる個人投資者の日計り商いの活性化があるものと思われる。一方で、こうした日計り商いについては、日々の残高記録に残らないため、空売り報告の対象となる銘柄は現れてこない。さらに、取引所システムの高度化により高速かつ高頻度売買取引（HFT）の存在も、空売りボリュームの増大の要因とみられるところである。

2. MSCB 発行と空売り・株券貸借取引

ここで、会社買収にかかる巨額ファイナンス（MSCB 発行）に際して、資金供給サイドである引受け証券業者が株券貸借取引と空売りを利用して供給資金の回収を図った事例の考察により、こうした一連の取引にかかる規制の必要性を検討する。

2005年2月8日 株式会社ライブドア（以下「ライブドア」という。）は、リーマン・ブラザーズ証券会社（以下「リーマン・ブラザーズ」という。）を引受先とする下方修正条項付転換社債（MSCB－Moving Strike Convertible Bond）800億円の発行を発表した。同日、同社は東証の時間外取引である TOSTONET 1 を使い、フジテレビ株式会社の筆頭株主であったニッポン放送株式の 29.6%に相当する株式を取得し、

従前からの保有分と合わせてニッポン放送株式の約 35%を保有することを明らかにした。このライブドアによるニッポン放送株式の取得（フジテレビ株式会社の経営権取得を目的とするいわゆる「ニッポン放送事件」）をめぐることは、ニッポン放送による買収防衛策、村上ファンドのインサイダー取引問題等で世間の注視を浴びることとなった。

MSCB は普通株式への転換権が付与された転換社債で、その転換価格が発行会社の株価が変動した場合に随時修正が行われる商品である⁴⁰⁶。通常は、株価の変動に伴い上方にも下方にも修正される仕組みになっているが、MSCB を発行すると、ヘッジファンド等投資家の空売り⁴⁰⁷により発行直後から株価が下落する傾向が強いことから、結果として下方にのみ修正されるケースが多いのが実情である⁴⁰⁸、とされる。

ここではライブドアのニッポン放送株式の取得のための資金の調達方法と目されるライブドア MSCB 発行と、その引受先であるリーマン・ブラザーズによるこの転換社債の下方修正条項を適用した株式への転換⁴⁰⁹、当時のライブドア社の堀江貴文社長（以下「堀江社長」という。）とリーマン・ブラザーズの株券貸借取引とこれを利用した空売りを組み合わせたスキーム（以下「本件 MSCB スキーム」という。）の状況を概観する。

（i）MSCB 発行のスキームと空売り取引

一般的に、MSCB を引き受ける証券業者は通常その MSCB あるいは下方修正条項付転換権（株式オプション）をヘッジファンドなどの投資家に販売することとなるが、この商品を購入する投資家にとって最小のリスクで最大の投資収益を確保できる方法は、株式を空売りすることとされる。すなわち、投資家にとっては、株式を空売り（借入）して、結果として株価が下落すれば、同時に転換価格も下がることになるので、株価（転換価格）が下がり切ったところで転換権を行使して、借入れた当該株

⁴⁰⁶ 横田裕「MSCB 等の取扱いに関する理事会決議の概要」商事法務 No.1805（2007）4 頁。

⁴⁰⁷ 取引規制府令上、新株予約権付社債券の一つである MSCB の引受けに伴う空売りについては、アップテック・ルールの適用除外とされていた。

⁴⁰⁸ 奥総一郎「事業再生企業を対象にした下方修正条項転換社債（MSCB）」銀行法務 21 No.656（2006 年 2 月号）43 頁。

⁴⁰⁹ その後、リーマン・ブラザーズは、800 億円を発行した当該 MSCB のうち、3 月 18 日時点で累計 550 億円分を株式に転換し、この結果、ライブドアの発行済み株式数は約 8 億 3000 万株となった（日本経済新聞 2005. 3. 26 朝刊）と報じられていた。

券を現渡し（株券を引渡して貸借関係を終了させる）を行えば、マージンを極大化させつつ収益を確定させることが出来る⁴¹⁰こととなる。

本件 MSCB スキームを巡る一連の流れを整理すると、800 億円のライブドア MSCB 発行を引受けたリーマン・ブラザーズは、MSCB 発行開示の直後に堀江社長から大量の株券を借入れてこれを売却（空売り）し、以後、下方修正条項を適用した株式への転換もしくは下方修正条項付転換権とライブドア株式の裁定取引として売却（空売り）することで、確定的に利益を得ることが可能となるスキームとなっている。

こうした MSCB を引受ける証券業者は空売りを組み合わせることで、最小のリスクで確定的に利益を得るスキームを策定し、特定の投資家に提供できるものである。裏返して言えば、既存の株主への影響を含む多くの投資家保護上の問題を惹起する懸念も想定される⁴¹¹スキームであると指摘がなされている。

本件 MSCB スキームでは、転換価額の下方向修正条項が存在しており、ライブドアの株価変動に伴い転換価額の修正が行われる。ライブドアの開示資料によれば、転換価額の下方向修正条項は、以下のとおりである。

- ① 当初転換価額は 450 円（第一回決定日⁴¹²）
- ② 毎週金曜日にその週の水・木・金曜日のそれぞれの売買高加重平均株価（VWAP）を足して 3 で割った値の 90% に転換価額を修正する。
- ③ 下限転換価額は 157 円

さらに、本件 MSCB スキームについては、ライブドア株式の大量保有報告義務者であるリーマン・ブラザーズは、報告義務発生日が 2005 年 3 月 1 日であったにもかかわらず、実際の変更報告書は本件 MSCB スキームの処理が完了したとみられる約半年後の 2005 年 10 月 14 日に提出されている。ライブドアによるニッポン放送株式の取得は、新興 IT 企業が既存の大手メディアグループに敵対的買収を仕掛けたこと、立会外取引という TOB 規制回避的な方法を利用した当該株式の取得手法への批判もあり、当時、世間の注視を集めていた。

しかし、このリーマン・ブラザーズのライブドア MSCB の引受けによる資金調達に

⁴¹⁰ 奥総一郎（2006）・前掲注（408）43 頁。

⁴¹¹ 横田裕（2007）・前掲注（406）8 頁。

⁴¹² 上記、リーマン・ブラザーズ変更報告書 2005 年 10 月 14 日提出（報告義務発生日 2005 年 3 月 1 日）の記載内容からすると、第 1 回決定日は 2005 年 2 月 24 日とみられる。

関しては、ニッポン放送株式の取得資金の出し手であるリーマン・ブラザーズが日本のメディア支配を狙ったものではないかとの報道⁴¹³、そして当該 MSCB の株式転換によるライブドア株式の発行株式数の急増の報道⁴¹⁴はあったものの、ライブドア株式の急落という株式市場への影響については、「リーマンがこの株式をマーケットで売却すれば、ライブドアはリーマンによって支配されることかなく、リーマンはマーケットで売却するでしょう」⁴¹⁵と見られるのみであった。本件 MSCB スキーム –MSCB の発行と株券貸借取引による空売りの組み合わせ – がもたらす既存の株主・投資家の利益にかかる構造的な問題については、一部に批判的な事例紹介はあった⁴¹⁶ものの、世間的には大きな注目を集めることはなかった。

このライブドア株式の保有状況を開示資料（変更（大量保有）報告書）から概観すると、堀江ライブドア社長（当時）からリーマン・ブラザーズに対し、株券貸借取引により大量のライブドア株式が貸し出され⁴¹⁷、リーマン・ブラザーズは同株式 MSCB 権利行使に応じて空売りすることで、確定的な利益を得る構図⁴¹⁸が明らかになる。

⁴¹³ 日本経済新聞 2005年2月27日 朝刊記事。

⁴¹⁴ 日本経済新聞 2005年3月19日 朝刊、同 2005年3月26日 朝刊。

⁴¹⁵ 滝川好夫『「大買収時代」のファイナンス入門』日本評論社（2005）48頁。

⁴¹⁶ 藤原総一郎「事業再生における MSCB の有効性と法的考察」 銀行法務 21 No.656

（2006年2月号）50頁では、「MSCB の発行後空売りが行われ、株価が一時的にせよ急落したと考えられる事案も存在している。」と述べている。

⁴¹⁷ 変更報告書（2005年2月17日（報告義務発生日 2005年2月10日）付）では、2005年2月10日、ライブドア株式を 220,975 千株（発行済み株数に対する保有割合 34.3%）保有する堀江社長は、株券貸借取引によりリーマン・ブラザーズに対して 46,728 千株（発行済み株数に対する割合 7.2%）を貸し付けている。一方、リーマン・ブラザーズ（リーマン・ブラザーズ ヨーロッパを經由）は、同年2月10日にリーマン・ブラザーズ コマーシャル コーポレート アジア（以下「リーマン・アジア」という。）に対し、当該株式 46,728 千株を転貸し、リーマン・アジアは同年2月10日から15日にかけて 11,709 千株を売却処分（空売り……うち 8,908 千株の売却価格 476 円その他は不明）した後、同年2月16日から23日にかけて差し引き 5,435 千株の借入を行っている。さらに、リーマン・アジアは、同年2月24日に当該ライブドア MSCB800 億円：177,777 千株分株式（当初転換価格 450 円による計算）を取得し、同日に 40,456 千株の借株をリーマン・ブラザーズに返還（リーマン・ブラザーズは堀江社長に同株数を返還）している。この後、リーマン・アジアは2月28日と3月1日に計 11,000 千株を売却処分（売却価格不明）し、リーマン・ブラザーズから同期間に計 11,000 千株の借入を行っている。

⁴¹⁸ 変更報告書（2005年10月14日（報告義務発生日 2005年3月1日）付）では、2005年3月1日現在、リーマン・ブラザーズは堀江社長から 19,274 千株借株し、同株数をリーマン・ブラザーズ ヨーロッパに貸株している。また、リーマン・ブラザーズ ヨーロッパはこの 19,274 千株に加え、別途機関投資家から借り入れた 3,435 千株（合計

このような本件 MSCB スキームについて、この引受証券会社であるリーマン・ブラザーズの桂木明夫在日代表は、ライブドアによるニッポン放送株式の大量取得と業務提携の提案という行動が、ライブドア株式の株価にどのような影響があるか見極められない部分も残り、下方修正条項をつけたのは資金提供者として損失を避けるための当然の判断である⁴¹⁹と説明していた。

一方、ライブドアおよびリーマン・ブラザーズの情報開示姿勢 - 恣意的とも思われる情報の非開示と本件 MSCB スキームと組み合わせられていた。すなわち、一連の取引が構造的にライブドア株式の既存の株主・投資家の利益を侵害し、その売買その他の取引について、一種の不誠実な手段、計画又は技巧を組み合わせることで、確定的に利益を得るスキームが構築されていたのではないかとの疑いが持たれても致し方がない状況であったものと思われる。

(ii) MSCB と空売り取引の複合的な不透明性と規制

MSCB を引受けた証券業者に確実に利益をもたらす“仕組み” - 下方修正条項を適用した株券への転換と空売りの組み合わせ - により複合的に株価を下落させ、他の株式保有者の損失を前提にしている仕組みでもある。こうした MSCB 保有者による空売りとの複合による相場操縦的な取引に対しては、この取引への警戒感などを理由に株価が下落する問題⁴²⁰も指摘されている。梅本剛正教授の先行研究では「この MSCB の問題の本質が、MSCB 保有者による相場操縦的な行為にあるなら、そのような取引が行われぬようにすればよい」⁴²¹として、空売り規制のほかにも、以下の各規制について検討している。まず、相場操縦規制（旧証券取引法 159 条 - 現金融商品取引法 159 条）については、変動取引要件は充足するにせよ、誘引目的が認められるとは限らず、この規制に該当しない可能性がある。次に、証券会社による作為的相場形成取引の禁止（旧証券取引法 42 条 - 現金融商品取引法 42 条の 2）は、一般投資家によるこのような取引の注文受託も禁じている。この規制では誘引目的が無くても、変動取引を行うことを規制することができるものの、一般投資家は取引分散による潜脱が容易であるとしている。

22,709 千株) をリーマン・アジアに対して貸し付けており、同株式の MSCB 権利行使と株券貸借取引による当該株券の処分（空売り）の状況が明らかになっている。

⁴¹⁹ 日本経済新聞 2005 年 3 月 19 日 朝刊。

⁴²⁰ 梅本剛正 (2006)・前掲注 (245) 882 頁、898 頁。

⁴²¹ 梅本剛正 (2006)・前掲注 (245) 900 頁。

個別規定である空売り規制の適用については、上述したようにMSCBの引受けに伴って投資家が行う空売りに対し、価格規制（アップテックルール）は適用除外とされている。梅本教授は「MSCBの不公平取引を規制するという目的だけを考えるなら、この場合にも空売り規制を適用するように規制を改めるべきだ」⁴²²と主張している。

さらに、不正行為を一般的かつ包括的に禁止するとされる規定（旧証券取引法157条 - 現金融商品取引法157条）について、梅本教授は「株価を引き下げようとする大量の売り注文により、市場外での取引関係を有利にしようとしたのであれば、包括規定で規制することが考えられる」⁴²³と、同条の適用を主張している。ただし、同条の適用範囲については、特に同条の「不正の手段、計画又は技巧」がどのような行為を指すのか、文言の不明確さが言われる⁴²⁴こともある。このため同法157条の運用に関しては、その抽象的規定ぶりが罪刑法定主義の明確性の見地からみて適用を思いとどまらせる方向に作用するのではないかと、立証の難しさ⁴²⁵から規制の効果を期待

⁴²² 梅本剛正（2006）・前掲注（245）901頁では、さらに空売り規制そのものの存在理由について「価格形成を歪めるなど、得られる利益よりも弊害の方が大きい……むしろ規制の撤廃も含めた再検討が必要である」と主張している。

⁴²³ 梅本剛正（2006）・前掲注（245）901頁。

⁴²⁴ 例えば、黒沼悦郎＝大田洋編著『論点体系 金融商品取引法2』第一法規（2014）360－367頁〔久保田安彦〕は、金融商品取引法157条の論点として「不正の手段」の意義とその解釈について幾つかを紹介している。最高裁判決（昭和40年5月25日 裁判集刑155号831頁）が判示した「有価証券に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められるいっさいの手段をいう。」とする説をあげている。この見解を支持する説としては条文の解釈が本条の文言に照らして素直であること、本条の趣旨にも最もよく合致していること主たる論拠としている。次に、その控訴審である東京高裁判決（昭和38年7月10日下級刑集5巻7＝8号651頁）は「有価証券の売買その他の取引について、詐欺的行為、すなわち人を錯誤におとしいれることによって、自ら、又は他人の利益を計ろうとすることである」として、上記の判示よりも狭い解釈を示している。更に、東京高裁判決（平成7年9月26日民集54巻6号1812頁）では「有価証券の取引に関連して他人を欺まんして錯誤におとしいれる詐欺的行為」をいうとしている。

⁴²⁵ 近藤光男ほか『基礎から学べる金融商品取引法』弘文堂（2011）163頁では、さらに「（同法157条が）金融商品取引法上最も重い刑罰が科されることから、運用に慎重にあらざるを得ない、という立場がある。」と述べている。

できず、個別規定でもって違法行為を摘発しよう⁴²⁶としているとの指摘⁴²⁷もある。

なお、本件 MSCB スキーム同様、同法 157 条の適用が主張された事案⁴²⁸として、

⁴²⁶ なお、こうした包括的要件に基づく同法 157 条の適用の難しさから、梅本剛正 (2006)・前掲注 (245) 902 頁では、同法 157 条に行政処分である課徴金制度を適用するような法改正により、違反行為の抑制を提案している。事由として「(課徴金) 処分や取消訴訟の事例が蓄積しているなかで、典型的に 157 条で禁じられている行為が析出されていくであろうし……そのような要件の明確化が……罪刑法定主義へ抵触する懸念を払拭させるのではないか。」と主張している。筆者は、安易な課徴金制度の導入には反対である。事由としては、処分の要件が刑事罰に比べて曖昧とされる行政処分(課徴金制度)により、一般的・包括的な処分が繰り返されることになれば、要件の明確化以前の問題として、多くの取引参加者に疑心・懸念が生じる。新たな種類の取引の開発意欲を失わせるばかりでなく、取引離れを招きかねない。違法行為と見られる取引については、まず、個別規定で対応する。これで対応が難しい重大な構造的詐欺行為等については、罪刑法定主義の原則を踏まえた適用を考えるべきである。

⁴²⁷ 個別規定の適用という点に関しては、株券貸借取引がインサイダー取引規制における特定有価証券等の売買等(金融商品取引法 166 条 1 項)に該当するかとの視点がある。同法では、売買等とは売買その他の有償の譲渡もしくは譲受けと定義されており、株券の貸借取引契約は貸借料の授受を伴う株券の所有権の移転でありこと、また、この取引の貸し手と想定される株主は大株主もしくは当該会社の役員であることが容易に想定されることから、インサイダー取引規制の適用も視野に入りうると考える。松本真輔『最新インサイダー取引規制』商事法務(2006) 179 - 180 頁では「借株料を支払う場合には、有償の譲渡又は譲受けに該当すると解される余地がある。」として、「貸株は、典型的に利益取得を目的としない行為であり、有価証券の権利者たる地位の移転と利息(借株料)との間に対価関係があるものでないことを理由に、有償の譲渡又は譲受けに当たらないとする見解(服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』商事法務(2001) 193 頁)」を紹介したうえで、「貸株料は株価をベースに決められる場合もあり、内部者がその地位ゆえに知った情報を利用して一般投資家には上げられない利益を上げることが全くできないか」というと理論的には必ずしもそうではないようにも思われる。」としている。筆者も通常の株券貸借取引では対価関係はないものとする。しかしながら、特に本件 MSCB スキームの場合については、通常では不可能と考えられたライブドアの巨額の資金調達のために、その大株主オーナーによる株券の貸出については、株券の貸出による地位の移転と貸株料に加えて巨額資金調達による経済的利益との対価関係が存在することに鑑みれば、「一般投資家には上げられない利益を上げる。」ことの該当性は高いものとする。

⁴²⁸ 郷原信郎「アーバンコーポ／BNP パリバ取引 疑惑の核心～金商法 157 条適用による刑事訴追が取引実態に合致する」金融財政事情 No.2814 (2008)、25 頁では、この事案について「……投資家を欺き、証券市場での取引によって利益を得ようとする行為こそ、「不正の手段、計画又は技巧をすること」を禁止する金商法 157 条の規定の適用と刑事処罰を検討する必要がある。」と主張している。さらに、大田洋「アーバンコーポレーション・BNP パリバ間の「CB・スワップ組合せ取引」に関する検討」商事法務 No.1865 (2009) 75 頁、77 頁でも、同様に、「(このアーバン・パリバ・スキームは)詐欺的要素が非常に強く」、「証券市場の公正性・健全性確保の観点からみて悪質」として

経営不振に陥った東証1部上場の不動産会社アーバンコーポレーション株式会社（以下「アーバン」という。）が、BNPパリバ証券を引受証券業者として2008年7月に発行した転換社債型新株予約権付社債（以下「本件転換社債」という。）（300億円）にかかるスキーム（以下「アーバン・パリバ・スキーム」という。）⁴²⁹がある。このアーバン・パリバ・スキームにおいては、アーバンはBNPパリバ証券との間で、本件転換社債発行により調達した資金と新株予約権をスワップする契約を締結したうえで、BNPパリバ証券はアーバン株式を空売りし、転換をかけた株式によりその決済の充当をした。この本件転換社債発行の直後（2008年8月）、アーバンは民事再生手続開始の申し立てを行っている。

一方、BNPパリバ証券は本件転換社債発行時において「アーバン社に対して、本件転換社債の発行と密接不可分であり、かつ投資者の投資判断において重要度が高い内容のスワップ契約を非開示にするよう働きかけを行うというきわめて不適切な行動をとった。」⁴³⁰との指摘がされている。この引受証券業者による情報の隠蔽ともされる行為は、一般投資家においてはアーバン株式の投資判断に際して「本件転換社債の発行額すべてがアーバン社において既存債務の返済に充てられたという誤解」⁴³¹を生じさせることとなった⁴³²。

米国においても、本件MSCBスキームのような、空売りと他の仕組みを組み合わせることで、構造的に他者の利益を侵害したとして争われたケースがある。石田眞得

金商法157条1号の適用すべき事案としている。

⁴²⁹ アーバン・パリバ・スキームについては、BNPパリバ証券が設けた外部検討委員会（委員長：松尾邦弘元検事総長）からは「インサイダー取引に該当すると判断している」（ロイター2008年11月11日記事）との報告がされている。しかしながら、金融庁からBNPパリバ証券に対しては業務改善命令（2008年11月）が発せられたものの、刑事訴追は行なわれていない。

⁴³⁰ 日本証券業協会 行動規範委員会「アーバンコーポレーション転換社債契約等を巡る事案に関する小委員会」報告書（2009）3頁。

⁴³¹ 行動規範委員会「アーバンコーポレーション転換社債契約等を巡る事案に関する小委員会報告書」（2009）・前掲注（430）4頁。本件転換社債の発行におけるアーバンから適時開示には「短期借入金を始めとする債務の返済に使用する予定」とのみ記載され、調達資金のほぼすべてがBNPパリバ証券に引き渡されるスワップ契約の存在は記載されていなかった。

⁴³² 行動規範委員会「アーバンコーポレーション転換社債契約等を巡る事案に関する小委員会報告書」（2009）・前掲注（430）5頁では、BNPパリバ証券について、後述する「MSCB規則（2007年施行）」の規制趣旨に基づく検討・協議等が不足しており、内部管理態勢面の欠如を指摘している。

教授の先行研究⁴³³では、米国の Convertible 証券に関する空売りの裁判事案を 2 ケース⁴³⁴が紹介されている。米国 SEC は、濫用的または相場操縦的な空売りは、連邦証券諸法の詐欺禁止規定に違反するとの見解を述べてきているが、具体的にどのような行為が濫用的または相場操縦的な空売りとなるのかの争いの例として挙げられたものである。1 つは、投資顧問会社が顧客のために、転換社債の転換価格を引き下げるよう原株券を空売りし、SEC から相場操縦的な空売りしたとして 34 年法 10 条 (a) 項および規則 10b - 5 違反に当たるとして民事制裁金の支払い等を求められた事案である。もう一つは、被告のファンドが転換優先株式を取得し、原告の発行する原株式を空売りして価格を下げた後、転換権を行使して割安に取得した多くの普通株式で空売りポジションの穴埋めをした点で、34 年法 10 条 (b) 項および規則 10b - 5 に違反するとして損害賠償を求めた事案である。この裁判において、巡回区の上級裁判所は、「空売りはそれ自体は、大量であっても、相場操縦的ではない」、「空売りが相場操縦的であるとして訴えの対象となるには、市場参加者に証券の価値の評価について誤った印象を与えるような更なる何かと意図的に結びつけられていなければならない。」、「下限のない転換証券の購入とそれ自体または空売りと結びついた転換社債の購入は、本質的には相場操縦的ではない。」と判断している。このように米国では、相場操縦的な空売りの該当性は相当に限定的に捉えており、本件 MSCB スキームもこうした見解の流れに沿って構築されたものであろう。

一方において、本件 MSCB スキームが批判された背景は、情報の構造的な不透明性、非対称性が市場を通して引受証券業者に利益をもたらすスキームであったことによるものと考えられる。すなわち、本件 MSCB スキームが、経営情報の一切を掌握する大株主でもある創業社長がその持ち株を引受証券業者に貸し出すことで成立⁴³⁵し、引受証券業者が空売りを使い、ほぼ確実に利益を取得するスキームであることによる

⁴³³ 石田真得「アメリカの空売り規制・規則 10b-5 規制の最近の状況」大証 金融商品取引法研究会（2013 年 6 月 28 日）。

⁴³⁴ SEC v. Rhion Advisors Inc. and Thomas Badian (S.D.N.Y 2003)、ATSI Comm. Inc. v. Shaar Fund Ltd. (2d Cir. 2007)（石田真得（2013）・前掲注（433）13 頁）参照。

⁴³⁵ 本件 MSCB スキームに潜在する問題として、会社経営者・大株主が自社株式を売買が行われることを認識したうえで貸し出す行為と金融商品取引法 163 条（上場会社等の役員等による特定有価証券等の売買等の報告の提出）、同法 166 条（会社関係者の禁止行為）等の、いわゆるインサイダー規制との関係整理が必要であると考えられるが、本論文では、これらの問題についてはその指摘にとどめる。

と考えられる。本件 MSCB スキームは、上述したような支配的大株主が株券を貸出すことで、引受証券業者の空売りを担保するというスキームでもある。こうした当事者の状況をみれば、この取引は「証券の価値の評価について誤った印象を与えるような何かと結びつけられる」取引であり、本質的には、意図的に相場操縦的な要素を内包する構造を構築した取引であると思われる。

(iii) MSCB に対する規制と株券貸借取引

MSCB は信用力に不安のある企業（信用リスクの高い企業）が、事業再生等のための資金を資本市場から調達するための有用な手段の一つである⁴³⁶。一方で、ライブドアによる MSCB 発行による巨額の資金調達では、引受け証券業者が大株主（オーナー経営者）から株券を借り入れ⁴³⁷て、下方修正条項により転換した株券を売却（空売り）することで構造的に株価が下落する“仕組み”の弊害が指摘されていた。このような MSCB は空売りとの組みあわせにより、一連の取引はインサイダー規制違反のみならず、構造的に相場操縦的な不公正な取引とも見られかねない取引であると考えられる。このような MSCB にかかる一連の仕組みが市場において認識されるなかで、MSCB による資金調達はいわゆる業績不振に陥り資金調達に窮した企業の最後のファイナンス手段、とも言われるようになった。

MSCB への批判と疑心の高まりのなかで、事業再生等への資金供給等の MSCB の有効な活用をも鑑み、日本証券業協会は、「会員における MSCB 等の取扱いについて

⁴³⁶ 企業再生や中小企業資金繰り等の手段としての MSCB による資金調達を肯定的に評価する見解として、奥総一郎（2006）・前掲注（408）、小林一郎『『良い MSCB』の推進を図るための法制度のあるべき姿』青山ビジネスロー・レビュー3巻2号（2014.3）がある。

⁴³⁷ この内部者が行う株券貸借取引が、インサイダー規制の構成要件である「売買等」該当性について、木目田裕＝上島正道『インサイダー取引規制の実務（第2版）』商事法務（2014）300頁は「例えば、貸株の対象となった株式の価値の大幅な下落をもたらす未公表の重要事実を知りながら、…貸株料を算定し、貸株を行うといった場合には、貸主は未公表の事実を知って不正に利益を上げることができ、このような行為は証券市場の公正性を害するおそれがある行為であるから、当該行為はインサイダー取引規制の対象とする必要がある。」としている。同著はここで「もっとも、実務的には、発行会社の内部情報を知りうる部署と貸株・借株取引を行う部署との間に情報隔壁（チェーンズ・ウォール）を設けることでインサイダー取引規制違反とならないように対応されていると思われる。」としているが、株券を貸株料を受け取って貸し出す貸し手は発行会社ではなく、株主であり、これがオーナー経営者の場合、情報隔壁を如何にして構築するのであろうか、疑問を持たざるを得ない。

（理議会決議）」（以下「MSCB 規則」という。）の制定⁴³⁸をし、2007年7月1日から施行している。

この MSCB 規則では、証券業者が MSCB を買受けするに際して、MSCB 発行会社の経営状況・資金使途とその理由・株券等貸借取引の予定・空売りの制限等の確認を行うべき最低項目⁴³⁹とされ、証券業者には市場の公正性及び既存株主に配慮した商品設計等が求められることになった。

この MSCB の引受けに伴う空売り⁴⁴⁰については、この発行会社・大株主・引受け証券業者が総合的・構造的に持つ情報と一般の投資家が持つ情報との非対称性は格段に違うこととなる。全ての MSCB・株券貸借・空売りの情報が個別に適法に開示されていたとしても、こうした情報を総合的に結びつけることは、ほぼ不可能であろう。本件 MSBC スキームにしるアーバン・パリバ・スキームにしる、情報の格段の非対称性を作り出すことで、一般の投資家が、必然的とも言える損失を被るという取引構造が構築されたこととなる。こうした構造的な情報非対称性の構築を阻止する仕組みを持たないマーケットは、公平・公正な市場とはいえないものと考えられる。

こうした構造的な情報の不公平性を解消するためには、情報の適正かつ総合的な開示が最も重要であるとされる。具体的には MSCB 規則では、特に、発行会社に対しては株券等貸借取引の予定の開示が求められ、さらに、証券業者には自己が保有している MSCB 等に係る空売りによるヘッジについては規制が掛けられ、不公平性 - 構造的な弊害性 - については一定程度、抑制されるものと思われる。一方で、株券等貸借取引の貸し手の本来的な主体である大株主に対しては、その開示予定は求められていな

⁴³⁸ この MSCB 規則の制定の経緯について横田裕（2007）・前掲注（406）4頁は、日本証券業協会は、MSCB に対する社会的関心の高まりを受けて「会員における引受審査のあり方等に関するワーキング・グループ」を設置し、2007年2月にその検討結果を報告書「会員における引受審査のあり方・MSCB の取扱いのあり方等について」として取りまとめた、と説明している。

⁴³⁹ MSCB 規則は、財政状態及び経営成績、調達する資金の使途、市場及び既存株主への影響等の一定の項目を定めること（第4条）、また、証券業者は発行会社に対し、調達する資金の使途、MSCB 等を発行する理由、発行条件の合理性、株券等貸借取引の予定、発行後の新株予約権等の行使状況等の所定の事項について適切な開示を行うよう要請すること（第5条）とされている。また、MSCB 等の観察期間中に、自己が保有している MSCB 等に係るヘッジのための空売りを行おうとする場合には、証券取引所の直近公表価格以下の価格において当該空売りを行ってはならない（第6条）としている。

⁴⁴⁰ MSCB の引受けに伴う空売りについては、アップティク・ルールの適用除外とされていたが、2013年の空売り規制見直しにおけるトリガー・ルール導入に伴うこの MSCB 規則の当該条項の手当については確認されていない。

い。この貸し手への視点がなければ、不公平性 - 構造的な弊害性 - にかかる抑制効果に欠けたものになるのであろう。

MSCBがもつファイナンス手段としての有用性を見てもみるならば、空売り等を利用した構造的な弊害性を縮減するためには、情報優位者に対し、情報の非対称性を出来る限り縮減するための手段・方法を適用させること、すなわち取引状況等の開示の拡大をすすめる手段の規則化が必要であると考ええる。

3. 高頻度売買取引（HFT）と空売り規制

（i）HFTの状況

高頻度売買取引（HFT）は2000年代半ばに米国で大きく存在感を高め、最盛期の2009年には米国市場の売買高の7割を占める状態になったとされる。日本では、国際的な取引所間競争のなか、近年のICT技術の急速な発達とも相まって、取引所売買システムは急速に高度化されている。東証では、2012年に高速売買取引システム（アローヘッド）が導入され、この取引システム高度化を契機に、HFTは活動を活発化させている⁴⁴¹。

HFTについては、現在、世界的に共通な定義は定められていないが、「東京証券取引所における High-Frequency-Trading の分析（以下「東証・保坂分析」という。）」⁴⁴²によれば、欧米各国の先行研究や規制において、HFTの定義や特徴として共通するものは、①HFTは売買の発注が多いこと、②注文の提示時間が短く、③取消を行う頻度が多いこと、④ポジションの保有期間も短いこと等⁴⁴³とされている。また、HFTは、一般的には、コンピュータ・アルゴリズムを用いて高頻度の売買注文発注⁴⁴⁴がされ

⁴⁴¹ 保志泰「HFTを巡る議論の動向」大和総研（2014.5）2頁参照。

⁴⁴² 保坂剛「東京証券取引所における High-Frequency-Trading の分析」日本取引所グループ『JPX ワーキング・ペーパー』（2014.5）9頁参照。

⁴⁴³ 宇野淳「HFTと流動性 ―グローバルな視点から―」証券アナリストジャーナル（2015. 4）20頁では、「HFTに固有の特徴としては、投資主体が証券会社の自己売買部門で、短期間に高頻度の売買を繰り返し、薄利を積み得る戦略に従事しており、ポジションは翌日に持ち越さない。」として、証券会社の自己売買部門がHFTの投資主体と指摘している。

⁴⁴⁴ 清水葉子「高頻度取引をめぐる規制動向」日本証券経済研究所 証研レポート No.1671号（2012.4）57頁では、「（高頻度取引（HFT）の定義として）一般的にはコンピュータ・アルゴリズムを用いて証券の発注から執行まですべて機械化することで、1秒の千分の一から百万分の一単位の超高速の取引を極めて頻繁に行うことを指す。」とされている

ており、情報を反映する速度がより早いことから、合理的な価格形成が期待される。同時に、流動性の供給量を増やすとともに、市場のボラティリティを縮減させる取引手法⁴⁴⁵でもあるとされる。

しかしながら、HFT については、2010年5月6日、NY市場において14:40から約20分間にダウ指数が約5%急落し、その後同幅だけ反騰するという急変動「フラッシュ・クラッシュ」にかかる議論がある。このフラッシュ・クラッシュでは、相場の急変動の間において、1セントという最低の価格での取引が多数成立していたことから、NY市場において広まっていたHFTの暴走がその原因の一つではないかとの推測がなされていた。その後、このフラッシュ・クラッシュの原因究明について、米国の証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）による共同報告書⁴⁴⁶が公表（2010年9月）されている。

共同報告書では、誤発注があったとか、HFTが暴走したといった単一の原因は特定されておらず、諸要因の複合的な結果というのが結論⁴⁴⁷とされるが、その要因分析において幾つかの興味深い事実が明らかにされている。その一つとして、このフラッシュ・クラッシュにおいて、前日の終値を基準としてみると、100%近く下落した約200銘柄のうち160銘柄以上はETFであり、14:40の価格から60%以上価格が下落して取引が取消された銘柄のうち5セント以下の低価格で注文を成立させたのが、空売りであった⁴⁴⁸とされている。

このようにHFTには、その特徴・特性から取引の公正性に対する懸念が指摘されている。すなわち、HFTはいったんトラブルが発生すると予想外に影響が拡大する懸念が拭いきれない。さらに、何らかの不正性の存在が指摘されるにも関わらず、それを

る。

⁴⁴⁵ Andreas Martin Fleckner, “Regulating Trading Practices” (Max Planck Institute for Tax Law and Public Finance Working Paper 2015-8) at 39, “High-Frequency trading is the best example: computers can absorb new information much faster and reflect more than human traders. The sooner prices reflect changes in market supply and demand, the better -prices will be more informative.” (HFTは最も良い例ではある: コンピュータは新たな情報をより早く解析し、トレーダーたちよりも、より早く(価格)に反映できる。マーケットの需給における価格の反映が早ければ早いほど、価格はより情報を映したものとなる。)。

⁴⁴⁶ CFTC&SEC, “Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010”. (2010.9).

⁴⁴⁷ 吉川真裕「フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書」日本証券経済研究所 証研レポート No.1662 (2010.10) 46頁 参照。

⁴⁴⁸ 吉川真裕 (2010)・前掲注(447) 48頁 参照。

明確に示すことは困難な模様であり、ここに“そこはかたない不安”が生じるものといえる⁴⁴⁹とされる。HFTに代表される高速・高頻度化した取引と空売りの関係については、市場の信頼性の向上のためにも、こうした取引構造にかかる実態に関し、より幅広い情報開示が求められようし、その情報提示にかかる具体的な方法等について検討する必要がある。

現在、公表されている資料（東証・保坂分析による）では、HFTによる注文・売買比率の一部が出され、株式市場におけるHFTの比重の大きさを示している⁴⁵⁰。HFTの注文シェアは、件数ベースで2012年9月23.4%・2013年5月55.0%であり、金額ベースで2012年9月27.3%・2013年5月51.6%である。また、売買シェアでは、件数ベースで2012年9月20.2%・2013年5月36.1%であり、金額ベース（カッコ内は売り・買い実額）で、2012年9月（340,530億円）の17.1%・2013年5月（164,550億円）の25.9%である⁴⁵¹。

一方、東証が公表する空売り比率（カッコ内は売り額）は、同時期の2012年9月（198,886億円）25.9%・2013年5月（81,491億円）19.9%⁴⁵²である。このHFTの取引額に、どれ程の空売りが含まれるかについて、確たる資料は存在しない。一方で、上記の東証・保坂分析によるHFT売買資料、空売り比率の資料からすれば、株式市場の売買において、これだけの比重を占めるHFTの取引の全てが現物取引であるとは考え難い。このため、米国においてはフラッシュ・クラッシュにおける空売りの存在が指摘されている⁴⁵³ところでもある。

さらに、2012年8月、顧客の発注スピードを極力向上させるHFTシステムサービスを提供していた米国大手証券仲介業者のナイトキャピタルは、システムトラブルによる大規模な誤発注問題を起こし、45分間という短い時間で460百万ドルの損失を計上した。このシステムトラブルの結果、ナイトキャピタルでは買付け代金の不足や売

⁴⁴⁹ 保志泰（2014）・前掲注（441）2頁参照。

⁴⁵⁰ 東証・保坂資料（保坂剛（2014）・前掲注（442））では、HFTによる価格形成・流動性等の分析をする趣旨から、HFT売買の少ない銘柄等を分析対象から除外しており、東証発表（JPXホームページ）

〈<http://www.tse.or.jp/market/data/karauri/archives.html>〉の空売り比率における売買代金額とは一致しない。

⁴⁵¹ 保坂剛（2014）・前掲注（442）19頁参照。

⁴⁵² 東証ホームページ〈<http://www.tse.or.jp/market/data/karauri/archives.html>〉空売り集計参照。

⁴⁵³ 吉川真裕（2010）・前掲注（447）48頁参照。

却証券の保有・調達確認の問題が発生していた。とりわけ、売却証券については Regulation SHO（空売り規則：Rule200（G））で必要とされる保有・調達確認がおこなわれないまま売り注文が発注されていた。空売り規則 Rule200（G）では証券を保有しな空売りの場合は報告を必要とし、空売り規則 Rule203（B）では空売り証券の調達見通し（locate requirement）を報告する必要があるが、ナイトキャピタルはいずれの報告もおこなうことなく、空売り注文を発注し続けた⁴⁵⁴とされる。

これに対し 2013 年 10 月、SEC は、同社に対して、マーケット・アクセス・ルールに違反したとして 12 百万ドルの民事制裁金を課すと発表した。この SEC の処分では、同社の空売り規制（SHO Rule200（G））に定める明示義務違反等も問われている⁴⁵⁵ところであり、HFT ではシステムの空売り（Regulation SHO の適合可否はともかく）が組み込まれて構築⁴⁵⁶されていたものと見られる。

その後も、2014 年 10 月、SEC はニューヨークを拠点とする HFT 取引業者であるアテナキャピタルを、HFT による株価の不正操作の事案で告発した。アテナキャピタルは“Gravy”と称されるアルゴリズムを使い、市場終了直前の数秒間で大量売買発注をすることで人為的に終値価格を作り上げた⁴⁵⁷とされる。SEC からは、アテナキャピタルがこのようにして“ゲームを支配”し、市場価格を不均衡化させていたとの指摘がされている⁴⁵⁷ところである。

⁴⁵⁴ 吉川真裕「ナイト・キャピタルのシステムトラベル」日本証券経済研究所 証券経済研究 第 85 号（2014）77 頁 参照。

⁴⁵⁵ 大塚剛士「米国市場の複雑性と HFT を巡る議論」日本取引所グループ『JPX ワーキング・ペーパー』（2014.7）121 頁 参照。なお、マーケット・アクセス・ルールとは、証券会社の名前のもとで、顧客が市場に直接発注できるアレンジメント形態をスポンサード・アクセスという。リスク・フィルター（スポンサード・アクセスにおいて、証券会社が顧客の取引状況を逐次チェックする仕組み）を持たないスポンサード・アクセスの形態は、特にネイキッド・アクセスと呼ばれる。SEC は 2011 年 11 月より、このネイキッド・アクセスを禁止する内容のルール「マーケット・アクセス・ルール（Rule 15c3-5 新設）」を完全導入している。なお、当該規制の導入にあたり SEC は、マーケット・アクセスを「免許のない友人に車の鍵を貸して、その車に同乗するような行為だ。」と批判している（同・117 - 119 頁、参照）。

⁴⁵⁶ HFT は、基本的には「安いものを買って高いものを売る・高いものを売って安いものを買う」ことを極短時間で注文執行する仕組みである。これをコンピュータが、株価を高いと見る・安いと見るかを瞬時に判断して、売買発注するシステムである。収益機会の最大化を確保するためには、必然的に空売りはこのシステムにビルトインされていると見るべきであろう。

⁴⁵⁷ SEC（For Immediate Release 2014-229, Oct.16,2014）“*SEC Charges New York-Based High Frequency Trading Firm With Fraudulent Trading to Manipulate Closing*”

(ii) HFT と空売り規制

このように HFT では僅かな価格差に着目し、空売り等を組み込んだ高速・高頻度化したシステム環境により取引が行われており、取引の実態が見えない透明性の低さ、そこに起因する市場全体を揺るがしかねないトラブルの発生が、他の市場参加者に“そこはかとない不安”を生じさせる一つの要因とも考えられる。

この HFT に起因する問題や不安に対し、米国・欧州では、HFT に対する規制の議論が活発になっている。IOSCO は、2011 年こうした ICT 技術の発達に伴う市場の堅牢性と効率性の問題に対する規制の考え方について取りまとめ公表⁴⁵⁸をしている。米国では、SEC は株式取引所の自主規制見直しを、FINRA (Financial Industry Regulatory Authority:米国金融業規制機構) は、市場規制の優先事項として HFT とアルゴリズムの悪用を掲げている⁴⁵⁹。また、欧州では、2014 年、HFT に対する規制導入が含まれる MiFID (Market in Financial Directive) の改正案が欧州議会で承認された⁴⁶⁰と伝えられている。

IOSCO の議論としては、市場機能等 (価格発見機能・流動性・取引小口化・ボラティリティ) の面から、HFT が市場の堅牢性 (Integrity) と効率性 (efficiency) に影響をもたらす、市場の①効率性、②公正性・堅牢性、③弾力性・安定性にかかるリスクを指摘⁴⁶¹している。

また、米国では HFT のシステムトラブルに起因する市場全体への影響懸念に加えて、HFT を利用するための技術、資金面の制約が、市場参加者の範囲を狭めること⁴⁶²などが言われている。すなわち、アルゴリズム等の技術競争に追いつくことが困難である個人投資家にとっては、市場参加が阻害され、また、取引機会の公平性に対する不信感が増せば、取引離れを引き起こすことも懸念される。このような HFT を巡る

Prices”.

⁴⁵⁸ IOSCO “Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency” (2011.10) .

[〈https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf〉](https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf)

⁴⁵⁹ 保志泰 (2014)・前掲注 (441) 4 頁 参照。

⁴⁶⁰ 保志泰 (2014)・前掲注 (441) 4 頁 参照。

⁴⁶¹ IOSCO (2011) , *supra* note (458) , at 28-32.

⁴⁶² 中山興・藤井崇史「株式市場における高速・高頻度取引の影響」日銀レビュー (2013.1) 5 頁 参照。

課題に対しては様々な対応策が挙げられている⁴⁶³。

このような指摘や懸念を受けてHFTを巡る議論として、米国SECからは、2015年11月に「代替的取引システムの透明性向上のための規制」案⁴⁶⁴が公表されている。その規制内容としては、米国の複雑な市場構造⁴⁶⁵を背景にした取引における情報の透明性向上の視点から、米国SECでは、NYSE等の登録（国法）取引所上場株券における、いわゆるダーク・プールと呼ばれる売買取引手法を含むATS（Alternative Trading Systems）における取引に関して、ATSを運営する証券業者等に対し、売買注文の回送方法・アルゴリズムの内容等や利益相反等にかかる詳細な情報の開示を義務付ける規制案が承認された⁴⁶⁶ところである。

わが国では、2016年4月から金融審議会において「日本の市場・取引所を巡る諸問題の検討」の一つとして、HFTに関する議論が始まることが伝えられている。麻生太郎金融担当大臣は、金融審議会に対する新たな諮問を行う旨の発言⁴⁶⁷のなかで「アルゴリズムを用いた高速な取引が大幅に増加し、“昨今の相場急落の要因の一つではない

⁴⁶³ 大崎貞和「HFT（高頻度取引）と複雑化する米国の株式市場構造」月刊資本市場 No.351（2014.6）10 - 11 頁では、「米国での制度改革論は、極めて複雑な市場構造とそれを生み出した過去 20 年余りの規制見直しの歴史を踏まえたものであり、日本にとって参考となる部分はすくなくないが、……リベート慣行を巡る問題のように日本市場に全く当てはまらない点も多い。今後の日本の市場規制のあり方を考える上では、HFTをいたずらに怪物視することなく、取引の実態と日米の市場構造の違いを十分に理解しながら、慎重な検討を進めていくべきであろう。」と、日本における HFT 規制議論について興味深い示唆をしている。

⁴⁶⁴ SEC（2015）“*Regulation of NMS Alternative Trading Systems*” SEC Release No.34-76474; File No. S7-23-15, Nov.18, 2015.

⁴⁶⁵ アメリカの証券市場の構造上の特徴としては、現在「アメリカには 11 の登録（国法）証券取引所と、40 あまりの代替的取引システム（Alternative Trading Systems）と呼ばれる取引所外取引システム（日本の PTS に相当する）とが市場（証券取引の場）として稼働しており、1 つの銘柄の株式が多くの市場で取引されている。」（清水葉子「米国ATS（代替的取引システム）の透明性向上のための SEC ルールの提案」日本証券経済研究所 証券レポート No.1693（2015）28 頁）とされる。実効的な最良執行義務が課せられた米国の証券売買取引では、各証券取引の場に最良の価格で売買執行が可能となるように注文が回送されて売買が行われており、市場運営者間での競争は取引の効率性を高めてはいる。一方で、このようなアメリカの証券市場は証券取引の場が分散した複雑な市場構造を持ち、その複雑さに由来する様々な問題があることも確かである。

⁴⁶⁶ U.S. SEC（2015.11）. *SEC Propose Rules to Enhance Transparency and Oversight of Alternative Trading Systems* (For Immediate Release No.2015-261).

⁴⁶⁷ 金融庁ホームページ 報道発表資料「今後の日本の市場・取引所を巡る諸問題に係る検討についての大臣発言について」（2016.4. 8）。

<http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160408>

か”、“中長期的な企業の収益性に着目した株価形成が阻害されるのではないか”、との指摘がされている。こうした点を踏まえ、取引の高速化が市場の公正性・透明性・安定性などに及ぼす影響について、検討していくことが重要……」と述べている。伝えられる議論⁴⁶⁸としては、金融庁は HFT 業者への登録制導入等によって、直接的にこれら業者を監視する規制のスタンス⁴⁶⁹である⁴⁷⁰。なお、欧州においては、HFT 等の金融取引を巡る規制に関する議論としては、金融取引税の導入によるコスト負荷⁴⁷¹などの提案が伝えられている。

こうした HFT を含めた取引システム環境に対する施策を考えるにあたっては、空売り規制との関係を踏まえた検討、すなわち、HFT と空売り（株券貸借取引）との関

⁴⁶⁸ 日本経済新聞「株の高速取引 実態監視」（2016.4. 9 朝刊記事）では、金融庁当局による取引の実態監視と規制導入に向けた議論に対する市場関係者（主にプロ参加者）からの過度な規制に対する懸念の声 - HFT が持つ市場への流動性供給の機能面から市場の厚みを失いかねない旨の懸念 - を伝えている。また、最近の日本経済新聞「超高速取引を直接監視 日本取引所 登録制導入を機に」（2016.11. 22 朝刊記事）の報道では、金融庁は超高速取引業者を登録制とする方針で金融商品取引法の改正案を準備中とされ、日本取引所グループでは、この金融庁が目指す超高速取引業者の登録制導入に合わせ、各業者の ID を基にどの業者がどうゆう注文を出しているのかを取引所自ら把握する、としている。これに対し、市場関係者の間では、過度な規制についての懸念があることを伝えている。

⁴⁶⁹ 日本経済新聞「株空売り比率が最高」（2016.7.8 朝刊記事）は、6 月 1 ヶ月の東証上場銘柄の売り注文に占める空売りの比率が 41.0%と過去最高になったとして、その要因として、日本株の根強い先安感、裁定取引からの需給要因に加え、高頻度取引（HFT）の台頭も比率上昇につながっていると報じている。この記事では、東証の取引に占める HFT の比率は、2010 年には 1 割程度だったが、足元では約条件数ベースで 4 割強、注文件数ベースで 7 割強を占めているとしている。

⁴⁷⁰ 改正金融商品取引法（2017 年 5 月 24 日成立）では、投資家の登録制・取引記録の作成と保存・証券業者による代理売買禁止が定められた。

⁴⁷¹ 欧州委員会（EU）は、2011 年 9 月に金融取引税（FTT）導入案を発表した。FTT は、1972 年にプリンストン大学のノーベル経済学賞受賞者であるジェームス・トービン（James Tobin）教授が提唱した外国為替取引に課す取引税（いわゆるトービン・タックスと呼ばれている）に類似している。この税の目的としては、①短期のノイズトレーディングを抑制し、市場の安定化を図るとともに、②税収を、IMF や世銀などの国際機関の財源とする構想で知られている。金融取引税は金融取引の果実に課される金融所得税とは性格を異にしており、所得税は所得を得たもののみから税を徴収するのであるから、所得再配分という「公平」の実現を主眼としているのに対し、取引税には市場機能の改善という「効率」の実現が期待されている。両税にはこうした「役割分担」の相違があるとされている（大野裕之「第 6 章 トービン税は市場の安定化に寄与するか」証券税制研究会編『金融税制と租税体系』日本証券経済研究所（2014）168-170 頁 参照）とされている。

係が、そこはかたない不安に由来する規制の議論 — 規制が市場機能を阻害することなく、空売りが相場操縦等の不公正取引に利用されるのを防ぎ、市場の透明性・公平性を確保する — ための情報提示の施策を考える必要がある。

4. 空売り規制と取引情報の展開

(i) 空売り取引の情報透明性の議論

従前より空売り規制の議論の中心であった価格規制については、今回の緩和措置により一応の決着がついたと思われる。しかしながら、空売りについては、いまだに“わからない取引（闇の世界）”との印象は拭い去れないものと思われる。市場参加者間における情報の公平性の視点から、すべての取引参加者に対し、同時に、有用な情報が提供されることで、市場はより効率的となる⁴⁷²ともされる。このような取引の適時・適切な明示・開示と効率的な市場の情報にかかる透明性確保の観点⁴⁷³については幾つかの議論がある。例えば、「従来の明示義務は、規制当局に対して、空売りの透明性を確保するものといえた。つまり、自主規制機関や規制当局が価格規制違反や空売りを利用した不公正な取引等を取り締まる目的との関係で設けられており、そのため、法律上はこの情報を公衆開示することは前提とされていない。これに対して…、空売りポジションの開示は、公衆開示を前提としているため、市場参加者に対す

⁴⁷² VIRAL V. ACHARYA & MATTHEW RICHARDSON, RESTORING FINANCIAL STABILITY (2009), at 270, “A highly desirable feature of financial markets is that they be fair to all participants who to trade. An aspect of this fairness is that these markets operate in transparent manner, making available information to all participants at the same time, so that the markets can be efficient.”（金融市場の最も望ましい姿は、取引を行うすべての参加者に公平であるということである。この公平の観点は、これらの市場が透明性をもって、すべての参加者が同時に有用な情報を取得できるように運営されることにある。結果として、市場が効率的であることが可能となる。）。

⁴⁷³ *Id.*, at 274, “These arguments presume that information is available to market participants in a timely manner. Thus, transparency in the form of *timely* reporting is precondition for efficient financial market. In most markets, such information is not always available to prevent potential, albeit rare, abuses that some believe are prevalent in the market.”（これらの議論では、情報は、時間軸でみて、市場参加者に対して有用であるとの仮説をたてるものである。つまり、適時報告において透明性は、効率的な金融市場とするための必須条件である。ほとんどの市場において、このような情報は、市場において広く認知された潜在的で、稀で、悪習とされるものを防ぐことには、常に有効とは言えない。）。

る情報提供も目的としているようである。」⁴⁷⁴との意見である。さらに、空売り情報の透明化が必要な理由として「株価が下落するなかで、特定の空売りを仕掛けている等の不確かな噂が流れると、市場が不安定になるおそれがあるが、正確な情報が伝われば、そのような無用な混乱は回避される。」⁴⁷⁵との指摘もされている。

金融庁は2010年に公表した「金融・資本市場に係る制度整備について」⁴⁷⁶において「空売り報告制度の整備」を挙げていた。そこでの考え方として「空売りポジション報告・公表制度については、……諸外国の動向等を踏まえつつ、将来における空売りポジション報告・公表制度の恒久化について、下記の点（①価格規制のあり方、②デリバティブ取引のポジションを報告とすること、③公表内容についてどう考えるか）も含め、引き続き、総合的に検討する。」⁴⁷⁷との方向性を打ち出している。この見解を踏まえ、金融庁は空売りポジション報告・公表のシステム構築についての委託調査をしている。その公表された報告書「空売り報告制度のシステム対応等に関する調査」⁴⁷⁸では、システム構築に必要な開発内容、課題及びその対応策、期間・費用と構築後の運用体制・費用等の試算が示されており、この試算では、システム開発等の規模はそれほど大きなものにならないと予測されている。

（ii）空売りの取引報告・公表

こうした取引情報の透明化に向けた運用体制の議論のなかで、担保金規制の緩和による日計り商いの増大やHFT・アルゴリズムなどを利用した集中的な売買がなされており、トリガー方式の採用と相まって空売りの売買量は相当に増加しているものと思われる。しかしながら、わが国の公表制度は、こうした売買量の増大にも関わらず、将来の買い戻しにつながる空売りポジションとしての“残高”情報は公表されてはいるものの、空売り取引により行われた売買量がどれほどの規模となるのか等の情報は公表されていない状況である。

上述したデイトレーダー・グループによる空売りを利用した違法行為一相場操縦の

⁴⁷⁴ 梅本剛正（2010）・前掲注（227）56頁。

⁴⁷⁵ 梅本剛正（2010）・前掲注（227）57頁。

⁴⁷⁶ 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」（2010）・前掲注（93）参照。

⁴⁷⁷ 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」（2010）・前掲注（93）17頁、なお、2013年11月の空売り規制の見直し改正により、空売りポジション報告・公表制度は恒久化している。

⁴⁷⁸ 株式会社ディーバ「空売り報告制度のシステム対応等に関する調査」報告書（要旨）（2012. 3）。

疑念の問題では、他人を当該銘柄の売買取引に誘い込むべく、売買が繁盛に行われているように見せかけたり、株価を故意に変動させるなどの変動操作等の手法を用いて、「日計り」取引により、空売りした株券はその日のうちに買い戻し、翌日にポジションを持ち越すことなく、日々利益を実現させていたとされる。こうした売買が繁盛に行われているように見せかけたり、株価を故意に変動させるなどの変動操作やこのような違法取引・不公正取引を行おうとする意図を予防し、公正な市場を確保するためには、空売り情報の報告・公表の内容の一層の充実を検討すべきであろう。

現在のHFTでは高度なコンピュータ技術であるアルゴリズムによって高頻度で取引が行われており、この取引では空売りを利用する取引もあると見られる。この空売り取引の情報提供の状況について考えると、例えば、ネイキッド・ショート・セーリング規制について、証券業者であれば自己の信用売りと申告することで規制を実質的に避けることが可能である。また、トリガー価格の範囲内において、高頻度で空売りを交えて買戻し取引を繰り返すことにより、売買取引が活発であると市場に認識させること（他の取引者を売買に誘引すること）、さらには、不公正取引の一つである変動操作や見せ玉的な取引を行うことが可能となる。

空売りへの規制の目的が、相場操縦等の不公正取引の予防であるとするならば、こうしたコンピュータ技術の発達等による規制の抜け穴的な売買手法に対しては、幅広くかつ適切な取引情報の報告・明示・公表の仕組みを構築する必要がある。

具体的には、空売りの報告・公表の内容は、一定規模以上の空売り銘柄でその日が終了した時点での残高 - “銘柄残高 (Stock Data - Net Position)” だけでなく、これに加えて、一定規模以上の空売り銘柄の“取引量 (Flow Data - Gross)” 状況の報告・公表される必要がある。これらの銘柄にかかる空売りが信用売りであるのか、それ以外の空売りであるのかの情報が、すべての取引参加者が時点のズレなく、知り得る仕組みが考えられるべきであろう。

空売り規制において、本提案のとおり、“残高 (Stock Data - Net Position)” ・“取引量 (Flow Data - Gross)” 状況および信用売りかそれ以外の空売りかの報告・公表がされることにより、売買が繁盛に行われているように見せかけたり、株価を故意に変動させる意図は、監督当局のみならず衆人のもとに監視されることになる。さらに、こうした取引量の報告データは、すこしでも取引の実勢を映し出すためのデータであり、他の投資者に誤認を生じさせかねない状況の解消にも役立つものと思われる。

一方で、現行の空売り取引にかかる明示情報の内容は、十分にその役割を果たしており、更なる項目の増加・幅広い情報の提示、例えば、取引当事者に関する個別情報を求めれば、実務に負担をかけること、また、この取引を委縮させてマーケットの流動性の低下を招くとの反論もあろう。この点についての再反論としては、取引報告・公表体制の構築において情報内容をより広範にし、公平に知り得る仕組みをすることで、こうした空売り取引にかかる情報格差を縮小させ得る。取引の公正性を担保するものは、適切かつ必要とされる情報の提示である。すなわち、取引量（Flow Data - Gross）等の情報の提示は、動きの速いマーケットの状況を的確に把握するためのツールのあり、この取引の透明性の向上、市場本来の目的である健全な価格発見機能が高められよう。このように、取引の予測可能性を高めることで、より多くの投資者の参加と取引の活性化が期待出来よう。また、相場操縦等の不公正取引の一般予防の観点から、空売り取引報告・公表範囲の拡大は有効な方法と考えられる、一方で取引当事者の匿名性への十分な配慮もまた必要であろう。

（iii）空売り取引と株券貸借取引の情報開示

（ア）空売り取引と大量保有報告書の関係

空売り取引は、大量保有報告書制度と直接的に結びつくものでなく、その関係は、株券貸借取引を経由した関係である。大量保有報告は本論文第1章でも説明したように、資本市場の健全性の確保および投資者保護を図る観点から、上場会社等の支配権や経営に影響を及ぼす可能性のある情報や、株式等の市場価格の形成に関わる情報を開示することにあるとされ、具体的には一定規模以上の株券の買い集め等の情報を投資者・市場に提供する制度である。

大量保有報告書制度における保有者の概念の整理としては、①自己又は他人の名義をもって株券等を所有する者、②売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する者として政令で定めるもの（株券等の売買の一方の予約を行っている者および株券等の売買に係るオプションの取得をしている者（同法施行令14条の6））－ 厳密には株券等は所有するものではないがこれに含まれる者、③金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使する又はその行使の指図する権限を有する者であって、当該発行者の事業活動を支配する目的を有する者－ すなわち、株券等を所有する者ではないが契約等を通して保有者に含まれる者の3段階となっている。このように大量保有報告書制度では、名義の如何に関わ

らず株券等を所有する者のほかに、議決権その他の権利の行使を通じて会社の支配権を変更したり、経営に影響を及ぼし得る立場にある者や株券等の需給に大きな影響を及ぼし得る立場にある者を含めた独自の保有者概念が採用されている。この保有者の概念について立法担当者は、基本は所有であり、いわば所有に準ずるものとして権利行使や処分権を有する者が限定的に含まれているものと整理できる⁴⁷⁹としている。さらに大崎貞和教授は「株券大量保有開示規制の最大の目的が、上場会社の支配権に影響を与えるような株式の保有状況に関する透明性を高めることにあるとすれば、開示されるべき「保有」は、法的な所有権の有無よりも、むしろ実質的な議決権行使権限の有無に着目して定義させるべきであろう。」⁴⁸⁰との意見を提示している。

消費貸借契約の法形式をとる株券貸借取引では、取引対象となった株券は貸し手から借り手に所有権が移転することから、株券貸借取引による株券の一定規模以上の異動があった場合、貸し手のサイドには大量保有報告書の“担保契約等の重要な契約”としての「大量保有Q&A」⁴⁸¹では詳細な報告の対象事項⁴⁸²とされているが、その実効

⁴⁷⁹ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）263頁参照。

⁴⁸⁰ 大崎貞和「株券大量保有開示規制の派生效果と機能不全」宍戸善一編著『「企業法」改革の論理』日本経済新聞（2011）284頁。

⁴⁸¹ 金融庁「大量保有Q&A」・前掲注（144）では、「問9. 株券等の貸借を行う場合、貸主及び借主の、大量保有報告書等の提出（法第27条の23第3項関係）」の問に対し、①貸主は、消費貸借の場合も貸借の場合も、貸し付けた株券等について引渡請求権を有するため株券等保有割合に変化はないが、既に大量保有報告書等を提出している場合、「当該株券等に関する担保契約等重要な契約」欄（以下「担保契約等重要な契約」欄」という。）に消費貸借又は貸借により貸し付けている旨並びに相手方及び数量等を記載した変更報告書を提出する必要がある、としている。また、②借主は、消費貸借の場合、借り受けた株券等について所有権を有するため、株券等保有割合が増加したものととして、増加後の株券等保有割合に応じ、大量保有報告書等を提出する必要があると考えられます。その場合、「担保契約等重要な契約」欄に消費貸借により借り受けている旨並びに相手方及び数量等を記載する必要があると、説明している。

なお、証券会社・証券金融会社等については、大量保有報告における5%超の保有に関しては、保有にかかる様態そして実務の要請を踏まえ、一部適用除外（金商法27条の23第4項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第4条）の取扱いがなされている。

⁴⁸² また、大量保有府令に定める大量保有報告書様式第1号（記載上の注意）として、株券貸借取引に加えて担保権の設定についても、「担保契約等重要な契約」欄において、担保契約等の重要な契約として、対象となる取引の記載実務の詳細を実態的に定めている。一方で、この記載上の注意においては、重要な契約等とは何かは示しておらず、さらに、契約の相手方という、この種の取引におけるセンシティブ情報を求めている。

さらに株券貸借取引および担保に関する「大量保有 Q&A」・前掲注（144）では、大量

性については疑義が残る事案⁴⁸³もあると思われる。なお、借り手のサイドには、借入れ等によりその保有株数が発行済み株数の5%を超えた場合には、同報告書による開示が求められることになる。

さらに、株券貸借取引と同様の法的・経済的効果のあるデリバティブ取引（トータルリターン・スワップ（TRS）のロングポジションを保有する者）についても、「大量保有Q&A」では、配当等の支払いを含め、原資産である株券等を保有する場合と同様の経済的利益及び損失を帰属させるものであって、かつ、当該デリバティブ取引におけるシュートポジションの保有者が、当該デリバティブ取引から生じるリスクをヘッジするために行う当該デリバティブ取引の原資産である株券等の現物の取得および処分などが、不可欠に結びついている場合⁴⁸⁴には、他人の名義をもって所有するもの

保有府令に定める大量保有報告書様式（記載上の注意）には、取引の機微に関する事項、例えば、取引の相手方（株券の貸出し先＝借り手）等のネームの開示等が求められている。

こうした開示が求められている背景としては、立法担当者の解説によれば、大量保有者の財政状況と背後で影響力を行使しうる者を明らかにできる情報を提供することにあるとされるが、大量保有報告書・変更報告書等の縦覧書類に記載された取得資金に関する事項について、当該資金が銀行等からの借入による場合には、内閣総理大臣は、当該銀行等の名称を公衆の縦覧に供しないものとし、当該縦覧書類を提出した者は、当該銀行等の名称を削除して当該縦覧書類の写しを送付するものとする（金融商品取引法 27 条の 28 第 3 項、大量保有府令 22 条）とされている。この取扱いについて、立法担当者は「この特例を悪用し、名称を開示されずに株券等の買集めに加担するものが出てくるのを防ぐため、当局の指導、検査を通じて貸付業務の適正が図られている免許等を受けた金融機関に限定したものである」と説明している。

⁴⁸³ 事案としては、(株)大塚家具株式の保有について、大株主である株式会社ききょう企画から提出された「変更報告書」（平成 25 年 11 月 1 日付（報告義務発生日同年 10 月 25 日））では、(6)【当該株券等に関する担保契約等重要な契約】「提出者は、平成 25 年 10 月 25 日、大塚久美子氏との間で譲渡担保設定契約に基づき、保有株式 1,892,000 株を、譲渡担保に供した」と記載されていたが、譲渡担保権者である大塚久美子氏からは大量保有報告書の提出はされていない。他方で、報道によれば平成 27 年 3 月 27 日に開催された(株)大塚家具の定時株主総会において、大塚久美子氏は当該株式の議決権（約 10%）の行使を指図したものと見られており、この開示制度の実効性に疑義が生じかねない事案であると考えられる。

⁴⁸⁴ この TRS におけるシュートポジション保有者にかかる実質保有者の認識 ― 当該デリバティブ取引の原資産である株券等の現物の取得および処分などが、不可欠に結びついている場合 ― については、米国における TRS を利用したウィリアムズ法の開示規制を回避した議決権行使にかかる訴訟事案（CSX Corp. v. Children’s Investment Fund Management (UK) LLP, 562 F.Supp.2d 511 (S.D.N.Y.2008), 654 F.3d 276 (2nd Cir, 2011)）からの示唆を受けての見解であろうと思われる。

として大量保有報告規制上の「保有者」に該当すると考えられる、としており、さらに、取引の実態に照らし、株券等の引渡請求権、議決権の行使についての指図する権限⁴⁸⁵または株券等に投資するのに必要な権限を有しているかを留意事項としての記載が求められている。

一方で、空売り取引との関係で言えば、この取引の決済措置のために、多くの株券は株券貸借取引によって準備されるが、株券貸借取引の借り手の全てが空売り取引の主体（投資者）となっているとは限らない。借り入れた株券を別に貸し出す（転貸・再転貸）取引の介在もあり、最終的に誰（取引主体）がどのような銘柄を借り入れて空売り決済に利用するのかを掌握することは極めて難しい。ここでは煩瑣な大量保有報告書の分析が必須であり、他のマーケット参加者（投資者）が短時間に、その取引

⁴⁸⁵ トータルリターン・スワップ（TRS）を利用した議決権行使（TOB規制）について、武井一浩弁護士の問題提起「現物決済がない場合であっても、議決権をスワップの期間中に行使することがあるとすると、貸株の場合と同じように、実質解釈で取得にあたるとしなければならない場合があるのではないかと……所有権という概念と買付けという概念を、もしリンクさせるといふことであれば、金商法施行令7条1項2号の議決権云々をどう見るか」に対し、三井秀範金融庁課長は「貸株と違って物が動かないので、先ほどののであれば、施行令7条だけで見るとどうかという疑念も1つあります。6条3項（有償の譲受けに類するもの）と一緒に見るということも考えられないかと思った次第です」として「TRSをどう定義するか」の点でTRSの類型化によるTOB規制の適用に言及している（岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』有斐閣（2011）312頁）。

金融商品取引法施行令7条（公開買付け規制の適用となる買付け等） 法第二十七条の二第一項第一号 に規定する所有に準ずるものとして政令で定める場合は、次に掲げる場合とする。

- 一 売買その他の契約に基づき株券等の引渡請求権を有する場合
 - 二 金銭の信託契約その他の契約又は法律の規定に基づき、株券等の発行者の株主若しくは投資主としての議決権を行使することができる権限又は当該議決権の行使について指図を行うことができる権限を有する場合
- （以下、略）

金融商品取引法施行令6条（公開買付けによらなければならない有価証券等） 法第二十条の二第一項 に規定する有価証券で政令で定めるものは、次に掲げる有価証券とする。

（略）

3 法第二十七条の二第一項 に規定する有償の譲受けに類するものとして政令で定めるものは、次に掲げるものとする。

- 一 株券等の売買の一方の予約
- 二 株券等の売買に係るオプションの取得
- 三 その他内閣府令で定めるもの

（以下、略）

主体を割り出すことは不可能に近いものと考えられる。

(イ) 米国の大量保有報告書制度と保有者の概念

米国の連邦証券規制における株券保有者に関する報告は、ウィリアムズ法（1968年）によって株券の公開買付けにかかる規制として導入され、同法では、公開買付けにおける情報の適時開示とともに、株券保有者に関する報告についての定めがされている。

米国における開示規則の法令構造は、4つの階層からなっている。まず、頂点として、1933年証券法・1934年証券取引所法により、基本的な開示要件である登録会社、開示様式の種類等が法定され、米国連邦法規集（United States Code）の Title 15 に編纂（第1層）されている。具体的な開示様式や内容等の決定権限は SEC にあり、様式・レギュレーション（第2層）として、SEC によって Code of Federal Regulations の Title 17（17 CFR）に編纂されている。その下位に、財務報告および会計監査執行のリリース（第3層）、そして産業ガイド・スタッフ勧告（第4層）から構成されている⁴⁸⁶。

株券の大量保有報告に関する様式・レギュレーション（第2層）について、SEC は 1934年証券取引所法レギュレーションとして、証券保有者報告書について定めるレギュレーション 13d（17 CFR part 240 - 13d : SEC 規則 13d）と、この証券保有者報告書に含まれる情報の内容を定めるスケジュール 13D・スケジュール 13G により、規定されている。

この SEC 規則（17 CFR part 240 - 13d）は、いわゆる公開会社の持分証券の（equity securities : 株券）の 5% を超える実質的な所有者（ここで実質的な所有者とは、SEC セクションズ 13（d）において定義⁴⁸⁷）に、SEC、関係する証券取引所、お

⁴⁸⁶ 山本紀生「アメリカ証券諸法開示規制と GAAP(1)」大阪国際大学紀要 国際研究論叢 20(2)（2007）26-26 頁 参照。

⁴⁸⁷ Michael Swartz, “Beneficial Ownership”, 2009 Private investment funds seminar, at 1, “ For the purposes of Sections 13(d) and 13(g) of the Act, a beneficial owner of a security includes any person who, directly or indirectly, through any contract, arrangement, understanding, relationship, or otherwise has or shares : (1) Voting power which includes the power to vote, or to direct the voting of such security ; and/ or (2) investment power which includes the power to dispose, or to direct the disposition of, such security.”（同法におけるセクションズ 13（d）と 13（g）の目的は、有価証券の実質的な所有者は、契約、同意、覚書、関係、その他保有にかかる全ての方法によって、直接的または間接的に、（1）その有価証券の議決権を行使するもしくは議決権の行使権限をもつもしくはその有価証券の議決権行使を指示する権限を含めた議決権の行使権限、または（2）この有価証券にかかる処分を決める権限もしくはこれを指示することが出来る権限を含む投資の権限を保有する者を含むものである。）。

よび当該証券の発行者に対し、スケジュール 13D による報告書（5%ルール）の提出を求めている⁴⁸⁸。

現在、米国の大量保有報告における株主側の開示義務および具体的な運用は、株主の投資行動形態によって適用ルールが違う。アクティブ株主（Active Shareholder）にはスケジュール 13D が、パッシブ株主（Passive Shareholder）にはスケジュール 13G が適用される⁴⁸⁹。

アクティブ株主として 5%を超えて株券を保有している場合は、スケジュール 13D による開示規制が適用される。具体的には「直接または間接に」5%超の上場株式を「経済的に所有（beneficial ownership）」したものは、5%を超えて取得した日から 10 日以内に SEC にスケジュール 13D で要求される情報⁴⁹⁰を登録しなければならないものとされている⁴⁹¹。このスケジュール 13D によるこのような報告義務を課した理由としては「将来支配権の変動がありうることを対象会社の株主に知られるためである」⁴⁹²との説明がされている。

パッシブ株主の場合は、スケジュール 13G が適用される。上場株式の 5%超を受動的（通常の経営の過程で取得したものであり、かつ、支配権取得の意図がない場合）は、スケジュール 13D の適用はされず、年 1 回で、より簡略化したスケジュール 13G による情報登録で足りるとされている。このように株主の保有意図・投資スタイルによって適用される開示ルールに違いがある。

（ウ）空売り主体（投資者）にかかる情報

空売り取引に関する最近の事案として、米国投資ファンドGlaucus Research Group（グラウカス）が提起した問題がある。グラウカスは“空売りファンド”とも呼ばれ

⁴⁸⁸ 黒沼悦郎（2004）・前掲注（217）182 頁。

⁴⁸⁹ 得津晶（2013）・前掲注（344）28-29 頁 参照。

⁴⁹⁰ 黒沼悦郎（2004）・前掲注（217）182 頁によれば、この要求される情報の内容については、「スケジュール 13D においては、保有者の同一性と背景、資金の出所、保有株式数、株式に関する契約、発行者に対する支配権の行使計画を含む「保有の目的」等を開示しなければならない。」としている。

⁴⁹¹ この報告の「5%超、10 日以内」については、当初は、SEC・ニューヨーク証券取引所、また、ウィリアムズ上院議員も「10%、7 日以内」という案を出していたが、結果的には「5%超、10 日以内」となった。この点について、ウィリアムズ上院議員は、Lucian A. Bebchuk and Robert J. Jackson Jr., “*The Law and Economics of Blockholder Disclosure*”, 2012 Harvard Business Law Review, Vol.2, at 45, “……carefully weighted both the advantages and disadvantages to the public of the disclosure requirements”（……開示についての優位と不利の両方について、注意深く測られる）と述べている。

⁴⁹² 黒沼悦郎（2004）・前掲注（217）183 頁 参照。

る空売りを主体に投資行動をする投資ファンド⁴⁹³である。この空売り取引の主体たるグラウカスは、投資対象銘柄の発行会社にかかる分析情報をレポートする。このレポートには当該企業の不祥事等を含めたグラウカスが問題と考える項目の指摘⁴⁹⁴もその分析に含まれている。また同時に、グラウカスは当該銘柄の空売りポジションを保有していることを公表している。

何が問題か、空売りポジションを保有したまま、当該銘柄にかかるネガティブな見解を含むレポートを公表し、同期して株価が値下がりしたところで、買い戻しにより利益を確定させる投資行動をとっている点であると考えられる。こうした分析情報のレポート内容が根拠のある合理的な見解に基づくものであるのか、株価を下落させる旨の虚偽あるいは根拠のない情報を発信した（風説の流布に該当）のであるのかの判断は難しいものと思われる。

こうした“空売りファンド”の行動について、米国SECのメアリー・ホワイト委員長は「空売り投資家は合法的」との立場⁴⁹⁵とされ、日本取引所グループ（東証）の清田瞭グループ最高責任は「若干、倫理的に疑問を感じるころもある」と否定的ながら慎重に言葉を選ぶ⁴⁹⁶、と報じられている。確かに、投資家独自の分析との主張がなされた場合、どこまでが根拠があり、どこからが根拠がないとさせるのか、その分岐点を明確にすることは難しいと思われる。ただし、確定的に言えることは、空売りファンドが空売りのポジションを持ったまま、自身が問題と考える項目に関して（断定的な表現を避けたとはいえ）レポートで公表している点、そして、株価が下落した時点で買い戻すことにより、その空売りファンドは利益を得られるところである。

⁴⁹³ グラウカス等の空売りファンドについて、『カラ売り屋』著者の作家黒木亮氏は「産経ニュース（2016. 8.25）」のインタビュー記事のなかで「2010年以降、空売り専門ファンドは、中国企業の空売りで膨大な利益を上げていた。企業の不正を暴くレポートを出して、株価が下がることで利益が確定する。中国企業の企業では違反事項がかなり多く、さまざまなファンドがターゲットにするのがブームだった。」述べている。

《<http://www.sankei.com/premium/news/160825/prm1608250004-n1.html>》

⁴⁹⁴ グラウカスのレポートについて、日本経済新聞「空売り投資家 日本標的 伊藤忠・サイバーダイナミクス株急落（2016. 9.8 朝刊）」のなかで「伊藤忠のレポートを一読した証券取引等監視委員会の幹部は『非常にうまい表現をしている』とつぶやいた。断定的な表現を避け、あくまで自身の分析を主張することで「風説の流布」とならない配慮を感じたという。」と報じている。

⁴⁹⁵ 日本経済新聞（2016. 9.8）・前掲注（495）参照。

⁴⁹⁶ 日本経済新聞（2016. 9.8）・前掲注（495）参照。

(エ) 空売り取引情報の匿名性・透明性

大量保有報告制度について従前より指摘された論点としては、①株主のプライバシーが侵害されるのではないか、②株主の匿名性を侵害しひいては資本市場の機能を損なうのではないか、③この制度の運用にかかるコストが非常にかかるのではないか、④この制度の目的達成のためには迅速な情報開示が必要であるが、それが実現には達成されていないのではないか、という問題点⁴⁹⁷が挙げられていた。

この論点の中で、特に、②の「株主の匿名性侵害に関する問題」として、株券貸借取引との関係では、資本市場機能の本質⁴⁹⁸とされる匿名性と、取引の透明性確保の関係にかかる論点であり、取引当事者の取引機密は資本市場の機能を損なわない⁴⁹⁹ための至上の問題⁵⁰⁰であるともされる。

こうした議論を鑑みると、空売り取引にかかる取引関係、その情報提供・報告に不足（取引透明性への疑義要因）を来すことなく、また、被提供対象者が情報提供において負担（取引の敬遠要因）が過剰とならないための実務が求められよう。さらに、報告の事務負担および過剰報告による取引敬遠の懸念も考慮すべきであろう。この空売り取引にかかる情報開示では、株券貸借取引にかかる大量保有報告書の開示として紐付き的にはあるものの、他の投資者が取引情報を有用に認識する等の実効性という面では疑問が残る。空売り取引にかかる情報は、主として空売り規制上の明示・報告制度が担っているが、他のマーケット参加者は、個別の取引主体等にかかる情報を取得することは難しい。株式市場における取引では、空売り取引のみならず、その個別取引にかかる情報（取引当事者・銘柄・数量等）について、匿名性の確保は十分な配慮が必要な事項である。空売り取引にかかる情報開示についても、株式市場における

⁴⁹⁷ 神作裕之（2008）・前掲注（113）10頁。

⁴⁹⁸ 神作裕之（2008）・前掲注（113）47頁で、神作教授は大量保有報告の記載事項に関する議論の中で「ヨーロッパでは割かし匿名性こそが資本市場のエッセンスである」と説明している。

⁴⁹⁹ 神作裕之（2008）・前掲注（113）10頁。

⁵⁰⁰ 証券取引規制の透明性向上と過剰規制の不経済のヨーロッパにおける議論については、清水啓典「グローバル金融規制の動向と日本経済」全国銀行協会 金融調査会報告書『金融規制の新展開』（2014）34頁では、「(EU) 金融商品市場指令 (MiFID : Markets in Financial Instruments Directive) がある。これは不透明なデリバティブ取引が金融危機を悪化させた原因であるとの認識に基づき証券取引規制の透明性向上を目指した抜本的改革を指向している。しかしこれに対しては、過剰な透明性は金融機関のコストアップになるし、また他の市場参加者が機関投資家のポジションを知るとその反対取引を促すことになるとして英国が激しく反対し、なお決着が着いていない。」状況であるとしている。

投資家への情報周知の有用性と匿名性との均衡を踏まえたものでなければならないと考える。

こうした取引の情報開示に関する課題は、情報速度の速い株式市場の目線からすると、空売り取引の報告のタイミングと対象とする情報の種類の問題もあるとも言えよう。少なくとも、個別銘柄の空売り取引の残高情報（Stock-Data）および取引量（Flow-Data）の報告・公表は、週間ベースでの報告・公表が求められるべき⁵⁰¹であり、さらに、例えば、この残高情報をもとに残高（もしくは発行済み株式の割合）の上位もしくは残高・割合が急増した銘柄については、日次ベースで空売りの取引量の報告・公表が迅速に、さらに日次ベースで空売り取引量の内容として、取引時間・形態による区分（コンピュータ・アルゴリズムによる極短時間で執行される高頻度売買取引（HFT）の量とそれ以外の取引量）した取引量の報告・公表がされるべきであろう。

また、大量保有報告書による開示においては、例えば、“担保契約等の重要な契約”の記載内容に目的条項等を加えること等により、特定の投資者が集中して大量に行う銘柄の空売り取引にかかる株券貸借取引の残高・取引量にかかる情報が報告されることとなろう。これにより空売り取引と株券貸借取引の関係性が示されるとともに、株式市場（マーケット）に参加する投資者（プロ・アマを問わず）に、投資判断の材料となろう情報が提供されることになるものと考ええる。

⁵⁰¹ この報告・公表案については、SC取引に限定することがより効率的ではあるが、上述したとおり、SC取引・GC取引の区分けが難しいことから、現実的には全ての取引がその対象となろう。また、報告・公表の時点については、少なくとも信用取引の開示時点（原則、週次）との平仄が採られる必要があろう。

第5節 小括

株券貸借取引は空売りと表裏をなす取引であり、空売り取引は、ファンデメンタルを反映しない・行き過ぎた株価の形成を是正し、市場に流動性を供給する有用な機能である。一方、空売りは、相場操縦的なそして欺瞞的な取引スキームを内包する、他の投資者の利益を不当に侵害し、市場の信頼性を毀損しかねない取引ではないか、という懐疑的な見方もある。この疑問の根底にあるものは、取引実態がよくわからない（情報の開示が欠如した）取引である株券貸借取引と、これに裏打ちされた空売りは「不当に相場下落を招きかねない投資手法」＝「悪」・「不透明」な取引との認識があるものと考えられる。さらに近時は、高速化・大量処理化とコンピュータ発達と相まって、取引アルゴリズムによる高頻度取引（HFT）にビルトインされた空売りに対し、構造的な不透明性への疑念が抱かれる。このようにイメージされる取引だからこそ、空売りに対しては、法令による規制管理がなされている、との意見があることも確かである。

こうした状況のもと、株券貸借取引の文脈からみた空売り規制について、取引参加者間の情報の取得機会の均衡の視点から、空売り取引の明示義務と情報提供の拡充、そして大量保有報告書制度における空売り取引と株券貸借取引の関連を整理した報告様式の見直しを提案したところである。少なくとも、空売りにかかる公表データを拡充させ、また、開示規制の対象となる取引については、空売り取引と株券貸借取引の連携・連動がわかる仕組み作ること、株券貸借取引に言われる潜在的な不透明感を少しでも払拭させ、この取引が安心できる・信頼される取引となることに繋がれば、と考える。そして、より多くの者がこの取引に参入しやすい環境が提供されることで、この取引の一層の活性化をもたらし、投資者の多様な価値観を反映する株式市場のより効率的な運営が促されるものとする。

第3章 株券貸借取引と担保金規制

本章においては、株券貸借取引のもつ有用性、効率性を出来る限り阻害させない仕組みを勘案したうえで、まず、取引主体（取引参加者）に着目した規制—有担保化・担保金率について検討する。

なお、本章では、委託保証金・証拠金・担保金等を表す用語として、金融商品取引法161条の2に規定する信用取引の担保にかかるものは委託保証金・委託保証金規制と表記し、米国のマージン取引にかかる担保および同規制については証拠金・証拠金規制⁵⁰²と表記する。委託保証金、証拠金および株券貸借取引における担保金・ヘアカット率⁵⁰³等を含む取引の債務・損失リスクに対する担保の性質をもつ金銭等を包括して表すことが適当を考えられる場合、その個別呼称・名称にかかわらず、担保金規制、担保金率、ヘアカット規制、ヘアカット率と表記し、その規制については担保金規制と表記する。

第1節 株券貸借取引の取引保全

1. 株券貸借取引の債務不履行リスク

(i) 担保に関する定め

株券貸借取引における担保に関して契約ひな型は、担保金等の差入および返還の条項に定めをおき「借入者は取引実行日に個別契約に定める担保金（貸借約定日に計算される基準担保金額）を差し入れるものとする。」としている。この担保金（追加担保金を含め）は「貸出者が定める基準により有価証券等をもって代用（代用有価証券等）することができる」としているが、設定担保権の手続きについては「代用有価証券等のうち株券に対しては、別段の合意がない場合には略式質の方法によるもの」としている。代用有価証券等となっている株券の法的性質を質権と明記していることから、再貸付・再担保の利用については、質権設定者の承諾が求められるものと考えられる。

⁵⁰² 米国の **Margin Transaction** は、「証拠金取引」と訳されることが多い。なお、東証ホームページ（証券用語）では、証拠金について、顧客が、先物取引オプション取引を行った場合、顧客は委託先の取引参加者に証拠金を差し入れなければならないと説明されている。

⁵⁰³ ヘアカット率とは、株券貸借取引において借り手が株券の借入の見返りとして、貸し手に現金担保を差し入れる場合、当初の契約時に当該株券の時価に対する差入れ現金担保の株券時価に対する割合 - 担保掛目 - （植月貢（2005）・前掲注（33）59頁参照）。

第 1 章で説明したように、株券貸借取引は契約ひな型をベースとするものの、実務的には、その取引の目的、ニーズ、利用方法により、個別銘柄の株券を指定して貸し借りする取引（SC 取引）と、いわゆる株券レポ取引とも呼ばれる、実務的には多種の銘柄を集散的に評価して、主に資金面の要請から貸し借りする取引である（GC 取引—株レポ取引）の 2 つに切り分けられている。

このうち GC 取引は、実態的には株式を担保とした資金の融資取引である。この取引では、授受される株券の法令上の位置づけとして、金銭貸付契約による譲渡担保権を設定⁵⁰⁴することで、その所有権を移転させる形式による譲渡担保との考え方⁵⁰⁵である。この場合、株券貸借取引の対象となる譲渡担保財産すなわち担保株券の帰属（資金取引における債務者〔担保権設定者〕＝担保株券の貸し手、債権者〔担保権者〕＝担保株券の借り手）を如何に捉えるか、どちらの側にあるかの問題となる。ある財産を担保として融資を受ける場合では、この財産の上に民法ないし特別法上の定める担保物権を設定するのではなく、信託的に債権者に譲渡するという手段をとることがある。こうした債権担保の目的で財産権を移転する担保方法は一般的に譲渡担保（いわゆる広義の譲渡担保）と呼ばれる⁵⁰⁶。

一般に譲渡担保の存在する意義の一つとして、担保目的物の多種・多様性にある⁵⁰⁷とされ、有価証券の担保取引でも多く利用されている。銀行取引の融資においても、株券や社債券のような有価証券を担保に徴する場合には、担保差入書には質入とも譲渡担保とも書かれていない場合が多く、通常、その性質は譲渡担保と解されている。こうした有価証券を目的とする譲渡担保の場合には、有価証券上の権利のみならず、その占有も債権者〔担保権者〕に移転するのが通常⁵⁰⁸とされている。

ここで譲渡担保に供された資産（有価証券）の所有権は、実態として担保権者か担

⁵⁰⁴ 水田耕一『銀行員のための民商法入門（第 3 版）』金融財政事情（1990）182 頁において「譲渡担保の設定は、当事者間の契約により効力を生じる（民法 176 条）」としている。

⁵⁰⁵ 植月貢（2005）・前掲注（33）32 頁では、株券貸借取引の契約を株券担保とする金銭貸付契約としない理由として、印紙税負担の問題に加え「株券を担保とした融資は金融機関にしか許可されませんが、株券の消費貸借取引である GC 取引は証券会社等でも取引が可能です。」と説明している。

⁵⁰⁶ 品川孝次「譲渡担保の意義・機能」金融・商事判例 737 号（1986）6 頁では、「譲渡担保の内容等について、法律に何ら規定されているところがないので、当事者は、設定契約において原則として自由にその内容を定めることができる」としている。

⁵⁰⁷ 吉田眞澄「譲渡担保の設定」金融・商事判例 737 号（1986）16 頁参照。

⁵⁰⁸ 水田耕一（1990）・前掲注（504）182 頁 参照。

保権設定者のどちらの帰属とするか、すなわち、所有権が移転したものとして構成するのか、担保権の設定による有価証券上の権利という財産的価値の移転を目的とするものと構成するのか、という問題に帰着⁵⁰⁹しよう。この問題について、譲渡担保に供された株券の共益権の行使権限が、担保権者と担保権設定者との間で、担保権設定者に帰属するか否かを争点とした刑事裁判を見てみる。この裁判において最高裁判所⁵¹⁰は「株式を譲渡担保に供した場合の株主共益権の帰属については、その株式の内容、譲渡担保契約に至る経緯、契約の内容等諸般の事情を考慮して、契約当事者の合理的な意思表示によって決すべきである」として「譲渡担保の設定に伴い、契約当事者間において、株主共益権を債権者に帰属させる旨の合意があったもの」と事実認定した上で、「所謂上場会社の場合は、当該株式に客観的な価格が付くのでその経済的価値を担保として把握することになる。」との見解⁵¹¹を示している。

また、株券を対象⁵¹²とした貸借取引そのものではないが、売買の法形式をとる債券レポ取引の法的性質についても、その取引実体や、経済的実質からみて、法的性質については譲渡担保権の設定に似た取引⁵¹³とする見方がある。

⁵⁰⁹ 竹内俊雄「株式の譲渡担保」亜細亜法学 13(2) (1979) 60 頁では、「株式の譲渡担保における株主権の帰属の会社法上の考え方として「譲渡担保の設定（株券の交付）により、担保権者には株主権が帰属し、設定者には物権的期待権（被担保債権の弁済によって、株主権を取得する設定者の地位をいう）が帰属するものと解している。この担保権の設定により、担保権者には株主権が移転することとなるが、株式担保の性質上から、特約のない限り、株主の利益配当請求権ならびに議決権は担保権設定者に留保されていると解するべき」と論じている。

⁵¹⁰ 最高裁判所平成 17 年 11 月 15 日決定（刑集 59 卷 9 号 1476 頁）。

⁵¹¹ 川原文敬「譲渡担保に供された株式の共益権の行使と公正証書原本不実記載罪について」白鷗法学第 15 卷 1 号（2008）176 頁 参照。

⁵¹² 株券を担保目的物とする譲渡担保に関するもう一つ議論として、譲渡担保権の設定もしくはその実行によって株券の支配者が移転する場合、インサイダー取引規制にいう「売買等」に該当するかの議論がある。譲渡担保権の設定については、設定時に所有権が移転すると捉える余地があるとされるが、所有権移転と対価関係にたつ経済的利益の供与がなく有償性はないものとされる。一方で、譲渡担保権者が担保権の実行として株券を第三者に売却処分した場合も担保目的物を自己取得する場合も、有償の譲渡若しくは譲受けに該当すると考えることは不可能ではない（木目田＝上島（2014）・前掲注（437）301 - 302 頁参照）とされる。このため、上場株券を担保目的物とする取引は他の有価証券を担保目的物とする取引に比べて、取引債権の回収性・担保性の面で劣後するとも考えられるが、本論文では議論の紹介にとどめる。

⁵¹³ 前述（第 2 章 第 3 節 1. (v)「株券貸借取引と所得の帰属」）した住友信託銀行債券レポ取引訴訟において、取引の対象となった債券を資金取引における「譲渡担保」であるとみる意見がある（「神田秀樹ほか「金商法セミナー（第 15 回）不公正取引」座談会

なお、担保の利用を巡る論点としては、最近の日銀レビュー「決済と担保—法と経済学の視点から—」⁵¹⁴では、流動性の高い金融資産の担保再利用について「担保の効率性を高める面がある一方、担保物のものもとの保有者がこれを取り戻せなくなるリスクを高める要因ともなる。これも、「担保の有効活用」と「担保物の所有者の保護」という2つの要請のバランスをいかに図っていくかという問題といえる。」との指摘がされているところである。

(ii) 債務不履行リスクと契約解除条項

契約ひな型では、銀行取引約定と同様に、債務不履行による解除および解除による清算の条項が設けられている。当該条項には、当然喪失条項として「一方当事者（債務不履行当事者）が、破産、和議開始、特別清算開始、会社整理開始又は会社更生手続き開始の申立てがあったとき⁵¹⁵等〔その他要件列挙〕のいずれかに該当することとなった場合は当然にすべての個別取引は解除されたものとする」とし、請求喪失条項としては「又、相手方への支払い債務の一部でも履行を延滞したとき等〔その他要件列挙〕のいずれかに該当することとなった場合は、解除当事者は、債務不履行当事者に対する通知により、全部又は一部の個別取引を解除することができる」としている。

また、この契約ひな型では、債務不履行等により個別解除された場合には、取引両当事者（解除当事者・不履行当事者）の全ての貸借対象株券の解除された時価に貸借料・遅延損害金等を加えた合計額を、差引き計算してその差額を授受することで、両当事者は、解除されたすべての個別契約に関して、当該契約が定める義務を除く一切の契約から免れる、とされている。

この取引におけるリスクとして、貸借取引期間中に貸借対象の株券の発行体がデフォルト（いわゆる「銘柄破綻」）する場合⁵¹⁶が想定されるが、こうした銘柄破綻があった場合、借り手が返還すべき“対象”はデフォルトした発行体の株券である。ここで、

(2011)・前掲注(49) 81頁【三井秀範金融庁企業開示課長】発言)。

⁵¹⁴ 山岡浩巳ほか「決済と担保—法と経済学の視点から—」日銀レビュー(2016-J-5) 7頁。

⁵¹⁵ 現在、一般に使われている銀行約定書における当然喪失の該当条項としては、「破産手続開始、民事再生手続開始、特別清算開始、会社更生手続開始又はこれらに準じる法的清算・再建手続きの申立てがあったとき」などがある。

⁵¹⁶ 株券貸借取引におけるリスクは、銘柄破綻リスク以外に相手先破綻(信用リスク)が想定されるが、信用リスクに対してはマージンコール、クリアリングシステム等による信用補完のほか「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律(一括清算法)」の制定(平成10年12月施行)により当該リスクの軽減措置がなされている。

銘柄破綻による貸借対象株券価値の大幅減価に対しては値洗い⁵¹⁷、マージンコールにより基準担保金額と貸し出し株券の価値均等が図られ、価格変動リスクをカバーする構造になっている。しかしながら、株券貸借取引では、その返還“対象”が返される先は貸し手である。すなわち株券貸借取引における“対象株券”にかかる究極のリスク所在は貸し手にある取引形態であるといえよう。

(iii) 一括清算条項

株券貸借取引の契約ひな型においては、債務不履行等による解除条項により契約が解約された場合には、少なくとも一方の取引相手が金融機関であれば、いわゆる一括清算条項による清算方法として、両取引当事者間の債権債務額の金額を差額計算し、当該差額分を相殺もしくは受払することとされる⁵¹⁸。こうした清算により両当事者は、解除されたすべての個別契約に関する義務から免じられるとされている。この一括清算条項は、金融機関等が行う特定金融取引の破産手続き等における取扱いを確定することで、この取引の決済の安定性の確保することを目的として1998(平成10)年に成立した「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律(以下「一括清算法」という。)」⁵¹⁹および2004(平成16)年の倒産法改正により施行された。

一方で、リーマンショックを契機とする金融危機に際して、日本においてもデリバティブ取引や株券貸借取引において債務不履行が発生したが、この一括清算条項に基づく清算が行われた場合、システムリスクを引き起こすもしくはこれを増幅させる懸念があり、取引の安定性に逆行するとの指摘⁵²⁰がある。すなわち、大きな金融機関等が破綻して一括清算が実施された場合、取引を解消された相手先はその取引の再構築を急ぐこととなり、これが巨額かつ急激に行われると、市場が機能不全に陥る危険性を孕ん

⁵¹⁷ 植月貢(2005)・前掲注(33)88頁では、「値洗い」とは、株価の変動で発生する現金担保金額と基準担保金額の過不足をチェックすることと説明している。

⁵¹⁸ 消費貸借取引において当事者が倒産した場合の取扱いとしては、「消費寄託または消費貸借と相殺等の組み合わせにより担保的機能を確保する場合は、債券や金銭を債権者は利用・処分できることとなるが、債権者倒産時には、債務者が相殺等の後に有する残額債権は一般債権になる(日本銀行金融研究所 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」日本銀行「金融研究」(2013)71頁)」と説明されている。

⁵¹⁹ 株券等を含むレポ取引が特定金融取引として政省令により一括清算法の対象となったのは、2001年である。

⁵²⁰ 伊豆久「破綻処理と店頭デリバティブ～一括清算をめぐる～」日本証券業協会 証研レポート1685号(2014.8)20頁参照。

でいるところにある。

(iv) 消費貸借契約と一括清算条項の論点

(ア) 東京高裁平成 22 年 10 月 27 日判決⁵²¹（東京都民銀行事案）

〈デリバティブ取引における国債の担保提供事案〉

株券貸借取引そのものではないが、消費貸借契約もしくは売買取引の法形式をとる債券レポ取引、デリバティブ取引の法的性質については、その取引実体や経済的実質からして譲渡担保取引、もしくはこれに類似した取引とする見方⁵²²がある。この株券貸借取引における担保を巡る問題提起として、株券貸借先、担保差入れ先が破綻した場合の返還にかかる問題が想定される。ここで株券貸借取引ではなくデリバティブ取引ではあるが、当該取引における国債の担保提供と返還にかかる契約の解釈についての本判例（東京都民銀行事案）から、一方の当事者が破綻した場合の消費貸借契約における取引の安定性の問題を検討する。

この東京都民銀行事案は、株券貸借取引や担保金代用有価証券そのものについての係争ではないが、消費貸借契約の法形式をとって国債を担保提供したデリバティブ取引に関する高裁判決（確定）⁵²³であり、消費貸借契約の取引の安定性にかかる問題として、取引先破綻時（民事再生手続き開始）における取戻権について争ったものである。

事案の概要としては、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ証券の破綻により、その日本子会社のリーマン・ブラザーズ証券会社（被告、以下「Y 社」という。）とデリバティブ取引を行っていた国内金融機関（原告（東京都民銀行）、以下「X 社」という。）との係争事案である。X 社は Y 社との間で、2006 年 12 月に国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）のマスター契約書式による基本契約書を締結して通貨オプション取引を開始し、翌年 9 月に、信用リスクを軽減するために取引の有担保化を可能とするための付随契約としてクレジット・サポート・アネックス契約（以下、「CSA 契約」という。）を締結した。この CSA 契約に基づき X 社は Y 社に額面 20 億円分の日本国債を交付した。その後、米国リーマン・ブラザーズ証券の破綻により、X 社と Y 社とのデリバティブ取引契約は、基本契約書の期限の利益喪失条項に基づいて期限前終了し、同日に、Y 社に民事再生手続き開始の申立てがされ、手続きが開始された。これを受けて、X

⁵²¹ 東京高裁平成 22 年 10 月 27 日判決（金融・商事判例 No.1360）53 頁。

⁵²² 神田秀樹ほか「金商法セミナー（第 15 回）不公正取引」座談会（2011）・前掲注（49）81 頁における[三井秀範金融庁企業開示課長] 発言。

⁵²³ 原審は東京地裁平成 21 年 11 月 25 日判決（金融・商事判例 No.1360）58 頁。

社は、Y社に対して交付した額面20億円の国債のうち、余剰担保部分（交付した国債にかかる被担保債権額を上回る部分）の12億円余の返還と、清算金等の支払いを求めて提訴したものである。

X社（原告・控訴人）は、このCSA契約は消費貸借契約の法形式をとってはいるものの、会計処理等を含めた実務の実態としては、譲渡担保取引であり当該余剰担保部分に関しては取戻権（民事再生法52条1項）⁵²⁴を行使し得る、との主張をした。

当該デリバティブ取引にかかる担保契約であるCSA契約を締結時においては、質権契約もしくは消費貸借契約の法形式の選択とされており、本件において消費貸借契約をとっていた。東京高裁判決は、この法形式による契約では余剰担保部分の返還について「Y社が返還義務を負うのは、本件国債のみに限られず、本件国債と同一の発行体、種類、発行回数、満期、利率及び元本金額の国債を含むということができ……」として「X社がY社に対して本件余剰部分の返還請求をしたことにより、X社に本件余剰部分の所有権が帰属することにならない」と、X社の訴えを却下している。

東京高裁は「（控訴人X社の「本件CSA契約は消費貸借形式を採用しているが実質は譲渡担保契約と同様である……」との主張に対し）しかし、本件CSA契約第2条(a)貸借のただし書きにおいて、当該保有貸付担保物が証券の場合、権利者は、その選択により、同価値の現金を返還することができる」と規定されており、これからすると上記担保機能を譲渡担保と同様あるいは類似の性質を有するものとまで認めることはできない」と判示し、本件余剰部分についてはその返還を認めなかった。

このような消費貸借契約方式による担保提供の目的としては、取引相手方の信用リスクを軽減するための方策の一つとして、取引の有担保化を図ることにある⁵²⁵と考えら

⁵²⁴ 民事再生法52条1項は「再生手続の開始は、再生債務者に属しない財産を再生債務者から取り戻す権利に影響を及ぼさない」と規定されている。

⁵²⁵ 神田秀樹「デリバティブに関する規則」日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会記録第39号（2012）における議論で、神田教授から「そもそもデリバティブ取引の私法上の契約として、なぜ消費貸借方式という方式が用いられているのであろうか」（21頁）との疑問に対し、野村証券の永井智亮オブザーバーは実務の立場から「これ（消費貸借方式）が実務上一番簡単だからです。消費貸借であれば、受け入れた証券をレポ等に利用でき、資金調達に使えて有効利用が可能です。登録手続きなどは不要ですし、また、質権では相手の同意なしにレポ等への活用が出来ないため、消費貸借の方法を実務では使ってきたのだと思います」と応じている。

また、この議論において松尾直彦教授は「（分別管理の問題において）金商法が果たして原理的に消費貸借と両立しないと考えているのかということ、そうではないのではないかと考えています」（29頁）と、金商法と消費貸借の関係についての問題提起をしている。

れる。消費貸借契約を用いた取引における「有担保化」に際して担保物を有価証券とした場合には、超過担保は発生しうるものであり、相手方の破綻時に際して、消費貸借契約の法形式をとる取引における超過担保の取戻権の有効性を問う問題はある。本取引はその法形式は消費貸借契約ではあるが、その経済実質も当事者の意識も、担保取引そのものである。神田教授も述べられている⁵²⁶ように、本事案では、何故、X社（東京都民銀行）が一括清算条項に基づく処理を行わなかったかの疑問が残るが、この東京高裁判決は、消費貸借契約の取引における法リスクを示唆しているものと思われる⁵²⁷。他方で、取引そのものの安定性、担保取引の有効性の観点から、その法形式のみならず、経済取引における実態および当事者の取引認識を含めた視点をもって判断されるべき事案ではないかと思われる。

（イ）一括清算条項の論点

一括清算法 3 条（一括清算と破産手続等との関係）は、金融機関等が一方当事者として行うデリバティブ取引や有価証券の貸借取引等における基本契約書に定める特定金融取引における破産財団・更生会社の債権者らとの関係、破産・再生等の手続きについて、この取引にかかる差引計算（ネッティング）を「…当該破産手続開始決定等に係る一括清算事由が生じたことにより、それぞれ、当該破産手続開始決定等がなされた者が当該約定に基づき有することとなった一の債権又はその相手方が当該約定に基づき有することとなった一の債権とする。」と規定している。

本条項では、一括清算ネッティングを行った後の債権を、倒産手続きにおいて一つの債権としての取り扱う旨を規定することにより、一括清算の有効性を明確にしてい

⁵²⁶ この東京都民銀行事案の裁判所の判断について神田秀樹教授は、この取引が消費貸借取引であることが明確であることから、正しいというか、やむをえないものと評している一方で、この破綻処理において一括清算条項に基づく処理がされなかったことへの疑問が呈されている（神田秀樹「判批」神田秀樹ほか編 別冊ジュリスト『金融商品取引判例百選』有斐閣（2013）177頁 参照）。

⁵²⁷ 当該取引において、消費貸借契約の法形式ではなく質権方式を選択した場合には、「担保目的物の所有権は担保権者に移転しないために、当該目的物は「再生債務者に属しない財産」として、余剰担保分は取戻権の行使対象となる。質権方式の場合、質権設定のつど質権設定契約書の確定日付を付す必要があり、転質する以外に、担保権者が自由に担保目的物を処分することができないこと、転質を巡っても様々な問題があり、会社更生手続において質権の実行が止まる等の問題もあること等から、我が国のデリバティブ取引当事者には敬遠され、その利用は少ない。」（岩原紳作（2013）・前掲注（346）432頁）とされる。

る。ここでは「当該破産手続開始決定等に係る一括清算事由が生じたことにより」との文言にかかわらず、その趣旨は、破産宣告等の効力発生より先んじて「当該約定に基づき有することとなった一の債権」への置き換え効力が発生したものと看做す趣旨である⁵²⁸とされる。

金融機関等の行う金融・為替・証券等の取引が拡大するなかで、これらの取引をヘッジするなどのためにデリバティブ取引等は不可欠である。しかし、デリバティブ取引等において、当事者の一方が破綻したときは、相手方当事者は破綻者への反対債権を行使できない信用リスク（エクスポージャー）をもつことになる。一括清算にかかる法令が必要となった背景としては、デリバティブ取引やレポ取引等においてその基本契約に基づく取引や担保等の全てを、その時点の時価で1本の債権債務の関係に整理することで、信用リスクの削減、市場参加者破綻時の決済金額の削減を通じたシステミック・リスクの低減、さらにはデリバティブ取引等の活性化等の効果がある⁵²⁹ためと考えられる。

一方において、最近の米国における議論として、一括清算ネットティングが金融危機を増幅させた可能性があるのではないかと、との指摘がされている。米国連邦倒産法では、デリバティブ取引やレポ取引等における倒産手続き申立てについて、倒産法に定める原則的規定の適用除外条項の定めにより、一括清算ネットティングの有効性が確保されている。これら取引の当事者は、カウンターパーティーに問題発覚の兆候がみられたとしても、カウンターパーティー倒産後の否認リスクを怖れることなく、追加担保を要求し、取引の継続できること、そして倒産手続き申立て時には、ただちに一括清算ネットティングを行い倒産処理するという優遇が定められている⁵³⁰。こうした定めは、デリバティブ取引やレポ取引等の取引当事者にとっては取引安定性の向上に寄与するものであると思われる。一方で、この優遇は同じ経済効果を持つ取引であっても一括清算ネットティングが適用される取引が偏重される。例えば、有担保の資金取引であればレポ取引に偏重して選択される。そしてこうした取引では過度に担保に依存したリスク回避措置がとられている。現実には、今般の金融危機に際しては、相手方の信用力下落－追加担保要求－受取担保の現金化圧力のための証券売却－資産の市場価格

⁵²⁸ 柴崎暁「一括清算の対抗力・更改力」早稲田法学 84 巻 3 号（2009）70 頁参照。

⁵²⁹ 山本慶子「デリバティブ取引等の一括清算ネットティングを巡る最近の議論」IMES ディスカッションペーパー（2013）2 頁 参照。

⁵³⁰ 山本慶子（2013）・前掲注（529）7 頁参照。

下落という負のスパイラル効果を生み⁵³¹、市場の混乱に拍車をかけたのではないかとの指摘である。株券貸借取引（レポ取引等）における担保金および担保金規制を考えるに際しては、この一括清算法・一括清算条項がもつ倒産手続きの簡素化等のメリットと取引の安定性のバランスを如何に考えるか、の視点が必要であると考えられる。

2. 米国のマージン（証拠金）取引とレポ取引

（i）マージン取引とレポ取引の規制

米国における株券貸借取引（貸株/レンディング）市場の歴史は、1900年代初頭には個別の株式を対象とした取引が始まっていたとみられる。その後、1929年の株式市場大暴落（暗黒の木曜日）の背景として過当投機が存在が指摘されていたことから、1934年証券取引所法において、投機資金の抑制を目的として、この証拠金取引にかかる規制が導入（現 15USC § 78G—Margin Requirements）されている。このマージン（証拠金）取引は、上記の 1934年証券取引所法第 7 条、8 条と、これを受けた FRB 証拠金規則（Regulation T/U/X）、さらに、分別管理規制として証券取引委員会（SEC）規則 15c3-3 により、また、空売りに関しては Regulation SHO により規制されている。

マージン取引は、顧客投資家が証券業者から信用供与を受けて行う売買取引であり、顧客が買付け代金の一部を借り入れて買付けを行う取引（＝証券業者は買付け証券を担保とする）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（＝証券業者は売付け証券の代金も担保とする）を空売り（short selling）という。この証拠金取引については、顧客投資家と証券業者との取引、すなわち証券業者が顧客に対してなす信用供与に関する規制＝Regulation T のみならず、証券業者が顧客からの担保を再担保化して外部の銀行等から調達に関する取引に関する規制＝Regulation U、および借り手に関する規制＝Regulation X、すなわち、証券業者以外の者による信用供与を含め、すべての信用供与が規制の対象とされ、また証券業者の借入についてはその相手方などについての制限も設けられている⁵³²。

15USC § 78G—Margin Requirements は、証拠金取引における当初信用供与額（initial extension of credit — 買付け代金と拠金に差額）の基準について、①当該証券の市場価格の 55%、または②過去 36 カ月間の当該証券の最低市場価格の 100%（た

⁵³¹ 山本慶子（2013）・前掲注（529）7 頁参照。

⁵³² 日本証券経済研究所編『アメリカと日本の証券取引法（下巻）』商事法務研究会（1975）369 頁。

だし、現在の市場価格の 75%を超えない額)のうち、いずれか高いほうの額より多くならない額と定めている。FRB (Regulation T— Part220・Credit by Brokers and Dealers) は、証拠金買付 (margin buying) における当初証拠金所要額 (initial margin requirements) を 50% (§ 220—12) と規制している。

FRB は、株券の空売り (short selling) における当初証拠金所要額を市場価格の 150% (株券の売却代金分を含んでいることから、実質的な証拠金は 50%と、証拠金買付 margin buying と平仄がとられている) に規制している。また、90 日以内に当該空売り証券と交換可能な証券を保有している場合には、市場価格の 100%となっている。

Regulation T における規制対象は証券業者であり、証券業者が顧客にその開設した証拠金勘定を通じて信用供与をする量を証拠金所要額率(50%)によって規制している。また、Regulation U は Regulation T を補完するものされ、銀行等が行う証券の購入・保有・運用を目的とする資金・証券の貸付にかかる信用供与量を同様に規制するものである。ただし、Regulation T においては、証券業者の取引口数や取引規模、当該証券業者の証拠金取引にかかる信用リスクへの影響を考慮した一定の基準⁵³³を満たす証券業者が行う信用供与については、証拠金規制の適用が除外される。また、Regulation U においても、上記の一定の基準を満たす証券業者が信用供与を受ける場合⁵³⁴にも、同様に規制の適用除外とされる。

米国において株券貸借取引はマージン取引 (short selling) への株券供給を中心に発達してきたが、規制の緩和等を受けて拡大してきた。証券業者とファンド・証券業者間で行われる株券貸借取引の取引形態としては、個別銘柄を対象に貸借するオンデマンド (SC 取引に相当) がある。一方で、複数銘柄をバスケットにして貸借するエクスクルーシブ (GC 取引に相当) の取引形態の一つとして、資金の運用・調達を目的としたエクイティ・レポ取引がある⁵³⁵とされている。

⁵³³ Regulation T では、以下①～③のいずれかの基準を満たす証券業者については、その業者が行う信用供与を証拠金規制の適用除外としている。① 当該証券業者と証券業者の関係者以外の者との間で行われている取引勘定口座 (Active なもの) の数が、少なくとも 1000 口座以上であること、② 当該証券業者と証券業者の関係者以外の者との間で行われている取引における年間総収入が 1000 万ドル以上であること、③ 当該証券業者の年間総収入の 10%以上が当該証券業者と証券業者の関係者以外の者との間で行われている取引による収入であること。

⁵³⁴ Regulation U では、証券業者が Regulation T による顧客への信用供与のための顧客の証拠金買付担保証券を再担保として、銀行等から信用供与を受ける場合についても適用除外としている。

⁵³⁵ 第 1 章 第 1 節 3. 「米国マージン取引とグローバル・レンディングの概要」参照。

こうした証券業者等が行う株券貸借取引は、1960年代には受渡不履行や空売りをサポートするバックオフィスの業務として取引の本格化⁵³⁶により、さらに企業のヘッジニーズに対応するため、1970年代からは、後述する規制の緩和を受けて、年金基金などの機関投資家が積極的に取引に参加したことから拡大を続け、現在では世界最大規模の市場となって⁵³⁷いる。

規制とその緩和に関しては、取引量の多い資金取引的なエクイティ・レポ取引もマージン取引の一種であることから、借入者保護のための証拠金規制⁵³⁸が適用されて、ブローカーにとっては株券を原資に効率的な資金調達をすることは難しかった。この資金調達を目的としたエクイティ・レポ取引については、証券市場改革法（The National Securities Markets Improvement Act of 1996）の成立と、これを受けた1997年のFRB証拠金規則（Regulation T）の借入者保護のための規制の変更が行われたことで誕生した⁵³⁹とされている。また、改正前FRB証拠金規則では、一定の基準を満たす証券業者の資金借入先は同規則の Sections 8 により連邦準備制度加盟銀行等に限定されていたが、この改正では資金借入制限に適用除外が設けられたことで、米国においても株券レポ取引にかかる法規制の障害が取り払われたこととなる。実務的には、こうした法令改正を受けた1998年SIFMA⁵⁴⁰の標準契約書が整備・公表されたことで、実務上、株券レポ取引が可能となっている⁵⁴¹。

当該SIFMA標準契約書は、当時すでに確立していた“債券レポ”取引の標準契約書—買戻し条件付売却契約（Master Repurchase Agreement）を基本様式として、これに株券特有の処理が求められる配当金処理等を定める条項を備える別紙（Annex VIII）を付随させたものであり、これが「株券レポ取引（Equity Repo）」契約書のひな型となった。すなわち米国においては、法形式的には「売買と買戻し売買」の形態をとるSIFMA標準契約書を受けた「株券レポ取引」の契約様式は、当然のことながら「売買」の法形

⁵³⁶ 三木まり（2002）・前掲注（36）11頁。

⁵³⁷ 日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場』（2010）・前掲注（35）292頁。

⁵³⁸ 第1章 第1節3. 「米国マージン取引とグローバル・レンディング」で述べたとおり、改正前 Sections 7 and 8 of The Exchange Act では、株券時価相当額以上の証拠金の差入を要求していたため、実際的に、株券を対象とした資金取引的な取引は行われていなかった。

⁵³⁹ 三木まり（2002）・前掲注（36）12頁 参照。

⁵⁴⁰ SIFMA (Securities Industry and Financial Market Association).

⁵⁴¹ SIFMA Archived Information Guidance Notes – Annex VIII Transaction in Equity Securities、at1 以下における説明による。

式をもって行われて、売買による所有権の移転（処分権の移転）と再移転となることになる。また、もう一つの株券貸借取引拡大の背景としては、1981年にERISA法改正により、米国における最大の株券保有者（機関投資家）である年金基金からの貸出しが可能となったことにもよるとされる。

(ii) バイラテラル・レポとトライパーティー・レポ

現在、米国では、証券業者等は証券の在庫ファンディングへの利用を含めてレポ取引を積極的に利用しており、その多くが取引の翌日には返済する一 オーバーナイト (O/N) のレポ取引が一般的である。ただし、オーバーナイト (O/N) の取引の多くはロールオーバー(延長)されている。この米国のレポ取引の形式としては、バイラテラル (bilateral) とトライパーティー (tri-party) の2つの方式で行われている。

バイラテラルは、取引当事者間の相対で取引されるものであるが、担保の管理、例えば、レポ取引では担保株券の売買に備えるため、これら株券のサブスティチューションが必須であり、取引当事者にとってはこの事務負担が大きいとされる。このように、バイラテラル・レポは、市場業務に長けた参加者の市場で、リスクの変化に対してヘアカットによる調整がきめ細かく行われている⁵⁴²取引である。

一方、トライパーティーでは、取引当事者の間にコラテラル・マネージャーとして清算機能を提供するクリアリング・バンクが入り、このクリアリング・バンク内に開設された取引参加者の口座間でレポ取引の決済が行われる。さらに、クリアリング・バンクは担保の価値評価、資金の貸し手の担保基準に照らした担保の適合性の確認を含む担保管理、決済サービスを提供⁵⁴³することから、レポ取引の参加者（特に資金の出し手となる顧客投資家）にかかるこれらの口座管理一日々の担保の所要額計算等⁵⁴⁴の有効性が求められる仕組みがとられている。また、トライパーティー・レポで

⁵⁴² 宮内惇至 (2015)・前掲注 (206) 130 頁。

⁵⁴³ 小立敬「シャドーバンキングの発展とそのリスクの蓄積、日本のシャドーバンキング・セクター」金融庁金融研究センター (2013) 17 頁 参照。

⁵⁴⁴ Swap 取引に関するトライパーティーのマージンに関しては、Craig Stein = Paul N. Watterson, Jr. “New Margin Requirements for Uncleared Swaps” HARVARD BUSINESS LAW REVIEW (2015), at 126, “Collateral account control agreements with third-party custodians will need to be negotiated. Systems will need to be updated to support the new margin calculations, and reporting capabilities will need to be enhanced to track collateral.” (サードパーティーの常任代理人を伴う担保口座の管理契約はしっかりと取り決めされる必要がある。新たに計算されるマージン (日々の所要額) を維持するためのシステムが必要であり、そして結果の伝達により、担保価値を追跡することが出来る。) と説明されている。

は、取引当事者の間にクリアリング・バンクによる決済がされることから、取引の関係者が多くなり、取引コストはバイラテラル・レポに比べ高くはなるが、取引・決済の安定性は高く、また、証券の借り手による証券の再利用が限定的となることから、証券の貸し手にとっては、透明度が高い取引形態ともされる。

しかしながら、こうしたトライパーティ・レポのオペレーション負荷の軽さは、資金投資家の裾野を広くする一方で、画一化したオペレーション上の制約もあって、バイラテラル・レポに比してリスクの変化に対し、ヘアカットなどの取引条件に敏感に反映され難い取引であるとの指摘⁵⁴⁵もされている。

米国におけるレポ取引は、当初、個別銘柄調達－セキュリティー・レンディング（SC取引）－の側面の強いバイラテラルが中心であったが、事務管理負担の軽減面からトライパーティ・レポのサービスにより資金取引・調達の役割が台頭することとなった。

トライパーティ・レポは、ほとんど GC 取引に限られているが、この資金調達取引における貸し手として、中小金融機関や事業会社、それにマネーマーケット・ファンド（MMF）のレポ取引市場への参加が促進された。その取引担保としては、当初は、信用度の高い米国国債等が中心であったが、その後は住宅ローン債権（サブプライム）等やこれをベースに作成した複雑な仕組債など、信用リスクが高くその流動性に疑問が付くような担保が使われるようになり、これが大手証券業者の高レバレッジ経営⁵⁴⁶を可能にした一因とされている⁵⁴⁷。

米国におけるセキュリティー・レンディング取引（SC取引）は、株券に関しては SEC が Regulation SHO において規定するネイキッド・ショートの禁止によって発展した⁵⁴⁸と言われている。その背景には、上述したように、証券市場改革法（The National Securities Markets Improvement Act of 1996）に基づく、マクロプルーデンス視点からの FRB 証拠金規則（Regulation T）における規制の変更（マージン取引における株券担保による資金借入制限の撤廃等）と実務標準契約が整備されたところであり、また、

⁵⁴⁵ 宮内惇至（2015）・前掲注（206）130頁では、こうしたトライパーティ・レポの構造特性から「ひとたびリスクが高まると、資金の投資家はレポ以外の市場に運用先を振り替える、取引を絞ったり、打ち切ったりする動きが生じやすい。」とその特性に由来するリスクを指摘している。

⁵⁴⁶ Singh, “*The(Other)Deleveraging*” IMF WORKING PAPER WP/12/179 (2012), at 10. によれば、米国におけるトライパーティ・レポ取引の規模は 2011 年で 1.6 兆ドル、欧州のそれは 1.1 兆ユーロとされている。

⁵⁴⁷ エリック・ファンドリッチ「金融危機の反省－トライパーティ・レポの改革」金融 IT フォーカス NRI (2010) 12 頁。

⁵⁴⁸ 小立敬（2013）・前掲注（543）20 頁参照。

米国では SEC 顧客保護規制など比較的厳しい法規制がされていた。こうした米国の規制状況等から、国境を跨るクロスボーダーの株券貸借取引は、法規制の障壁が低い欧州、特にロンドンにおいて行われていた。破綻したリーマン証券によるクロスボーダー取引にかかる破産手続きとその訴訟の多くは、ロンドン（英国法）においてされている。

(iii) マージン取引とマクロプルーデンス規制

前述したように、米国における証拠金規制は、暗黒の木曜日の証券・金融市場の混乱を教訓として、過剰な投機資金の抑制、市場の安定性確保の視点から、1934年証券取引所法7条・8条において Margin Transaction（証拠金取引）規制が定められ、連邦準備制度理事会（FRB）に規制権限が委ねられている。

この FRB における金融政策としての証拠金規制については、その機能・有効性等に関して、従前より様々な議論があった。

この FRB への規制権限の委任とこれにかかる議論について、福光寛教授の先行研究⁵⁴⁹を引用すれば、「中央銀行（FRB）が、信用全体ではなく特定の信用である、株式市場での貸付けについて統制を行うという「選択的信用統制」という問題が生じた。……中央銀行における貨幣量の調整のような全体的で量的な統制（quantitative control）と選択的あるいは質的統制（qualitative control）との関係は、金融政策論の上では注目されていた」とされる。1950年代のシカゴ大学ミルトン・フリードマンによる中央銀行の金融政策手段としての証拠金規制へ正当性にかかる問いかけをきっかけに、80年代にかけて FRB に委任された証拠金規制の目的と有効性にかかる議論がなされ、特に1960年代から70年代にかけては否定の議論⁵⁵⁰が続いた。その後、1980年代初頭からこうした否定の議論への反論がされはじめる。まず、アイオワ大学のラケットの議論は、証拠金規制の目的に相場への影響を挙げることを否定し、証拠金コールの広がりによる阻止 - 広範な証拠金コール（回収行動と担保処分）により起こされる株価の急激な下落の防止 - こそが証拠金規制の根本的な目的であるとしたものである。さらに、ルイ・ロスの『現代米国証券取引法』（1983 - 1987）によれば、連邦準備制度の1984年の報告書は

⁵⁴⁹ 福光寛「市場と規制－証拠金規制をめぐる」成城大学経済研究 161（2003）115頁。

⁵⁵⁰ 福光寛（2003）・前掲注（549）119 - 135頁によれば、論争の出発点は、シカゴ大学のミルトン・フリードマンが「実証的経済学の方法と展開」（1953）において、「証拠金規制のような選択的統制は中央銀行の金融政策手段として正当性がない」としたことにより始まり、これは証拠金規制の有効性を批判したものではないが、中央銀行が証拠金規制を行うことへの痛烈な批判としている。

証拠金規制についてこれまで指摘されていた目的にそれぞれ疑問があることを認めたい。なお残されている目的として「ブローカーまたはより一般的には市場機構の保護」を指摘したとされた。すなわち貸し手を損失から保護する視点、すなわちリスク管理の手法としての役割を挙げている⁵⁵¹。その後、米国では株券貸借取引については、FRB等による一元的・包括的 — マクロプルーデンス⁵⁵² — 規制が行われており、こうした規制の状況は、日本における株券貸借取引の規制体系を考える場合、ここでも示唆されるところが多い。

こうした米国における規制の議論と日本の状況を比べると「日本法上の規制対象は証券業者の行う信用供与のみであり、しかも一定の取引に伴う信用供与だけに限られる。つまり、日本にはアメリカ 1934 年法 7 条 d 項＝U.G 規則および§8 に相当する規制が欠けており、7 条 c 項＝T 規則に相当する規制もその対象はきわめて狭い」⁵⁵³ 対象を規制するものであった。

⁵⁵¹ 福光寛 (2003)・前掲注 (549) 136 - 140 頁 参照。

⁵⁵² 佐藤隆文「金融規制改革の潮流と望ましいプルーデンス政策への展望」17 頁 一橋ビジネスレビュー (2011 AUT.) によれば、「(「マクロ健全性監督 (マクロプルーデンス政策)」とは)「個々の金融機関の健全性の確保を通じて金融システムの安定をめざす伝統的な「ミクロプルーデンス政策」に対して、「全体としての金融システムの安定」をより直接的な政策目標とし、金融機関行動の歪みや市場における不均衡の蓄積に対し、早めに是正を促していくアプローチである。」とされる。

⁵⁵³ 日本証券経済研究所編『アメリカと日本の証券取引法 (下巻)』・前掲注 (532) 369 頁。

第2節 株券貸借取引と担保金規制の論点

1. 株券貸借取引と担保金規制

(i) 委託保証金規制と株券貸借取引

わが国における株券貸借取引（貸株）の始まりは、第1章（概要）で述べたとおり、第二次世界大戦（太平洋戦争）後、株式市場が再開された後に導入された信用取引の「売り」により供給されるものであった。

そもそも日本における信用取引は株式市場に仮需給を供給するため、顧客への資金・株券の信用供与を主な目的としているが、信用取引制度に対する法的規制としては前述⁵⁵⁴したとおり信用供与をコントロールするための委託保証金（担保金）による規制がなされている。この担保金規制は、主に現行の金融商品取引法の規制体系においては、「第六章 不公正取引規制」に位置づけられた同法161条の2（信用取引等における金銭の預託）による信用取引にかかる委託保証金規制によって行われている。

信用取引は、アメリカのマージン取引（Margin Transaction—証拠金取引）に“範をとり”、証券市場に仮需給を導入するための方法として導入された制度である。この信用取引は株券貸借取引の一つの形態ともいえるものであるが、委託保証金規制の側面では、顧客が信用取引を行うためには、当該顧客は証券業者に対し法令に定める保証金を下回らない額の金銭を預託しなければならないと定められている。この保証金の目的としては、上述したように、過大な投機の抑制、証券業者の保護、薄資投資者の排除等とされている。

信用取引では、売買取引において売り方・買い方の間で、相互に信用を供与することは行わず、すべて決済日において売付株券、買付代金を相手方に引渡を行う（現実に受渡決済を実行する）と説明される。すなわち、この売り方・買い方の間には貸借関係は生じることなく、受渡決済の段階において互いの売り方の売買代金と買い方の担保株券とを利用しあう（食い合い）取引である。この信用取引を利用しようとする顧客は、口座開設先の証券業者に信用取引で売買する旨を申告し、売買を行う。信用売りを行う場合は売付株券を、信用買いを行う場合は買付代金を、証券業者から借りることによって、信用取引の売買の受渡決済は完了する。これにより、信用売り・買いの顧客と証券業者の間には貸借の関係が発生し、反対売買等による決済（手仕舞・現引き・現渡し）までの間、この関係は残ることになる。信用取引は「要するに、売買関係と貸借関係が分離

⁵⁵⁴ 本章 第1節 2. 「信用取引担保金等の法的性質」参照。

した形」⁵⁵⁵の取引とされる所以である。

(ii) 信用取引本担保の法的性質

顧客が信用取引において買い建てした場合（信用買い）、証券業者は当該買付け株券を貸付金銭の担保（以下、「信用本担保」という。）として預かる形となる。顧客はこの株券を売却（反対売買）することで、買付け価格と売却価格の差額が売買益（損）を得る⁵⁵⁶こととなる。すなわち信用買い建てによる借入債務と当該株券の代金引渡請求権とを相殺してその差額を決済することで、この差額が売買益（損）となることから、実態的には、差金決済の取引と同様の経済効果をもつ取引ともされている。

受託契約準則 41 条は、信用取引による買付けを、当該買付有価証券（信用本担保）及び委託保証金を担保として当該買付約定価額の全額に相当する金銭の貸付けを行うものとすることから、この信用取引買い建ての法的性質については、特に当該買付け株券を信用売り建て株券に充当する場合（以下「食い合い」という）もあり、買付け株式を特定することが出来ない。とするならば、従前（後述する株券電子化に対応する紙ベースの株券においても）より、この食い合い後の信用本担保となる株券自体の法的性質は何であろうかという問題があった。

一つには、信用取引の実務からすると、食い合い部分は、証券業者の中で売り注文と買い注文が相殺されるので、そもそも対応する株券がなく、買付け株券を特定できない⁵⁵⁷。従って、買付け株券は顧客の所有となることはなく、顧客は証券業者に対して買付けの数量に相当する一定銘柄・一定数量の株式の返済請求権を持っているだけであり、この場合、証券業者の方は、この返済請求権の上に質権（顧客に対する買付代金相当額の貸付金の担保）を持つことになる⁵⁵⁸との説である。すなわち、信用本担保となる株券自体の法的性質は、この信用本担保株券に関して生じた債権である返済請求権上に、顧客に対する買付け代金相当額の貸付金の担保のために質権を有する証券業者に留置さ

⁵⁵⁵ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）327頁。

⁵⁵⁶ この他に信用取引の売買損益には、売買手数料、信用金利、品貸料等が加減される。

⁵⁵⁷ 福本葵（2011）・前掲注（354）51頁。

⁵⁵⁸ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）337頁。ここでは「（この返済請求権上の質権について）もっとも、このような法律構成も、きたるべきペーパーレス化（株券電子化）によって大きく変わることになる……」とされているが、株券電子化においても証券業者は信用本担保を特定することは出来ない、信用本担保の法的性質については、その特定性等からみた検討を後述する。

れているもの（民法 295 条第 1 項）との考え方⁵⁵⁹である。

もう一つの考え方としては、信用取引の取引関係が「売買関係と貸借関係が分離した形」⁵⁶⁰になっており、買付け顧客からみれば、証券業者から株券（信用本担保と委託保証金）を担保に貸借契約により貸付を受けた取引であることからみる考え方である。信用取引口座設定約諾書は、顧客が信用取引口座を通じて買付けた有価証券は、証券業者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に使用することが出来るもの（同約諾書第 4 条）としている。さらに、顧客の期限の利益の喪失が規定（同約諾書第 8 条）されている。こうした条項および受託契約準則第 41 条からすれば、信用取引買い建ての法形式は、金銭消費貸借契約⁵⁶¹と解されるところであり、信用本担保は、顧客が信用取引によって当該株券について所有権を取得し、これに基づいて証券業者は当該株券を簡易引渡によって占有する担保物権 - 譲渡担保と見る考え方⁵⁶²である。この 2 つの考え方について、実務においては必ずしも明確にされていないが、一般的には、譲渡担保⁵⁶³と解されている⁵⁶⁴とされている。

(iii) 委託保証金の法的性質を巡る議論

(ア) 委託保証金の法的性質

顧客が株券貸借取引と類似した機能を持つ信用取引を行うためには、信用取引委託保証金を証券業者に差し入れる必要がある。この委託保証金の法形式、規制環境巡る議論を整理する。

金融商品取引法 161 条の 2 は信用取引等の保証金を規定している。信用取引の実務は同法に基づく各政省令と証券取引所等による諸規定により整備されている。同法 161

⁵⁵⁹ 鈴木＝河本（1984）・前掲注（164）508 頁。

⁵⁶⁰ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）327 頁。

⁵⁶¹ 「分別管理 Q&A（第 3 版）」（2011）・前掲注（159）の Q72：「信用取引の分別管理についての考え方」の回答において「信用取引の建玉に相当するいわゆる本担保証券及び本担保現金は、分別管理の対象となりません。これらは、契約により金融商品取引業者が消費できる性質のものであるため、分別管理の対象から除外されている」旨が説明されている。

⁵⁶² 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）134 - 135 頁。

⁵⁶³ 福本葵（2011）・前掲注（354）51 頁。

⁵⁶⁴ 証券会社における信用取引の会計処理としては、信用取引に係る各勘定科目を一か所にとりまとめて、大科目として借方勘定及び貸方勘定にそれぞれ同一名称の「信用取引勘定」を設けて処理をしている（日本証券業協会内経理研究会編『統一経理基準による証券会社の経理と決算（平成 10 年版）』（1998）13 頁、194 頁 - 203 頁 参照）。

条の2は、証券業者は、内閣府令で定めるところにより、顧客から……内閣総理大臣が定める率を乗じた額を下らない額の金額の預託を受けなければならない、と規定している。この金銭で預託された場合の保証金の法的性質について、通説は、証券業者は保証金の所有権を取得するとともに、顧客の債務が弁済されたときは、全額を返還しなければならないが、顧客に債務不履行があれば、証券業者はその金額を控除した差額についての返還債務を負うものとされることから、敷金と同性質のものと解するべきである⁵⁶⁵、とされる。なお、証券業者の破綻が相次いだ1990年代以降、顧客保護の観点から分別管理規定が整備され、金銭で預託された保証金についても分別管理の対象とされている。

信用取引を行うにあたり顧客は、信用取引による売買約定と申告して必要な委託保証金を差し入れる。これにより、当該売買の成立と同時に受渡しに必要な資金または株式を証券業者から借り入れて決済を済まされる。この約定申告により、証券業者と顧客との間には貸借関係が諾成的に成立することとなる。顧客は、信用取引による約定（買い・売り）申告することで、売買の受渡しに必要な資金または株式を証券業者から借り入れてその決済が済まされ、その後は、証券業者と顧客との貸借関係が成立する。すなわち、信用買い建て・信用売り建てを行った顧客は、証券業者から貸付を受けた金銭や株式について、証券業者に一定の期限以内に返還⁵⁶⁶義務を負う取引である。

信用取引委託保証金の目的からみたその法的な性質についての学説は、金融商品取引法第161条の2の旧法である証券取引法49条について、証券会社のための担保的機能のみならず、過当投機の抑制の機能も、大きく有することを指摘しておかなければならない⁵⁶⁷という以下のような指摘があった。

- ① 信用取引において顧客の損失が拡大したとき、当該損失について顧客からの補填がされない、もしくは十分にされない場合に、証券業者の財務が悪化する危険を担保する機能
- ② 信用取引の投機的機能（レバレッジ機能）がもたらす過当投機を抑制し、株式市場の過熱を防止する機能
- ③ 投機的な取引への薄資の投資家の参加の防止（または、投資家が不測の損失を受

⁵⁶⁵ 鈴木＝河本（1984）・前掲注（164）506頁参照。

⁵⁶⁶ 制度信用取引においては、返済期限は6カ月以内とされ、一般信用取引では、返済期限は証券業者と顧客との間での取り決めとされている。

⁵⁶⁷ 河本一郎「証券取引法第四九条に違反して委託証拠金なしに信用取引がなされた場合における証券業者と委託者との間の契約の効力」民商法雑誌53巻6号（1966）962頁。

ける事態の防止) 機能⁵⁶⁸、 が指摘されていたところである。

現行の金融商品取引法の規制体系において同法 161 条の 2 (信用取引等における金銭の預託) は「第六章 不公正取引規制」に位置づけられている。旧証券取引法制定後しばらくは、この金銭の預託にかかる規制は、同法 49 条として「第三章 証券取引機関の規制」、すなわち証券業者への規制法規としての位置づけがなされていた。この旧来の位置づけは、その後 1998 年の金融システム改革のための関係法律の整備等において、条文はそのままに、旧証券取引法 161 条の 2 に移行されて不公正取引規制の範疇に変更がされている。

委託保証金規制の基本的性質を表象するものとしては、旧証券取引法における「証券取引機関に対する規制」として位置づけから由来するとされるのが自然であろう。すなわち、この規制法規の趣旨の第一の目的としては、直接には証券会社の利益に配慮したものとして、証券会社の財務状態が悪化する危険の予防をあげており、第二として、証券市場の健全性を配慮したもの、第三に投資者の保護としている⁵⁶⁹という意見にも不合理はない。

また、上記②、③において述べたように、委託保証金の仕組みには過大な投機の抑制機能および薄資投資者が投機的な取引に参加することへの抑制機能があるとされる。そもそも、この仕組みの本源的機能である信用供与のレバレッジ機能は、投機に結びつく機能である。この規制によって約 3 倍まで信用供与がされ (約 3 倍に制限され) ており、この制限は直接的に投機を抑え込むのではなく、過大な投機を制限内に抑制するものと考えられる。そこでこの規制の抑制機能を考える上では、取引所が、その市場における売買取引 (市場取引の全体もしくは個別銘柄取引) に異常があると認める場合、またはそのおそれがあると認める場合は、信用取引等の委託保証金の率を引き上げる措置を行うものとしている。この措置自体が、信用取引等における保証金の預託が抑制の機能を有することを前提とするもの⁵⁷⁰とされている。

なお、証券業者における信用取引にかかる業務の法令上の位置づけは、同法第 35 条第 1 項 2 号⁵⁷¹により、証券業者は信用取引を金融商品取引業務に付随する業務として

⁵⁶⁸ 本多正樹「判批」神田秀樹ほか編 別冊ジュリスト『金融商品取引判例百選』有斐閣 (2013) 139 頁。

⁵⁶⁹ 神崎克郎『証券取引法 (新版)』青林書院 (1987) 397 頁 参照。

⁵⁷⁰ 神崎克郎 (1987)・前掲注 (569) 397 頁 参照。

⁵⁷¹ 金融商品取引法 35 条第 1 項 1 号において、当該業務は「有価証券の貸借又はその媒介若しくは代理」業務とされている。すなわち、株券貸借取引については附随業務としている。

行うことができると規定されていることによる。

(イ) 委託保証金代用有価証券の法的性質

金融商品取引法 161 条の 2 第 2 項に定める保証金は、内閣府令（保証金府令）で定めるところにより、有価証券をもつて充てることができる（同）と規定されている。この金銭に代わり保証金に充当される有価証券を保証金代用有価証券という。

信用取引において、この委託保証金の有価証券により差し入れられた場合「保証金代用有価証券の担保関係の法的性質をどう見るかについてはかつて議論があった」⁵⁷²とされる。従前は、顧客から差し入れられたこの代用有価証券を証券業者が任意に他に貸し付けたり、担保等の目的に使用ができる⁵⁷³とされていたことから、消費寄託とする見解、譲渡担保とする見解、そして根質権とする見解、についての議論があった。

消費寄託とする見解の根拠としては、1999 年（平成 11 年）の分別管理義務の実施に伴う改訂前の信用取引口座設定約諾書において、差し入れられた保証金代用有価証券について、同一銘柄数量の有価証券を返還できる旨が規定されていたことから、受寄者が受寄物の所有権を取得して消費し、同種・同等・同量の物を寄託者に返還することを約する（返還義務を負う）消費寄託⁵⁷⁴の性質をもつものであるとの説であった。

また、譲渡担保とする見解については、旧破産法第 88 条（2004 年（平成 16 年）廃止）において、譲渡担保に供された財産の取戻し禁止を規定していたことから、顧客資産の保護の視点からの問題があるとされていた。

一方において、根質権とする見解の根拠としては、証券会社の破産時に顧客に委託保証金代用有価証券の取り戻し権が認められ、顧客の保護にもっとも厚いということで、この根質権説が多く支持を集めていた。さらに、1998 年（平成 10 年）の証券取引法改正により顧客資産について証券業者の分別保管（管理）義務が明確化⁵⁷⁵され、委託保

⁵⁷² 笠原武朗「判批」神田秀樹ほか編 別冊ジュリスト『金融商品取引判例百選』有斐閣（2013）82 頁。

⁵⁷³ 「旧取引所信用取引口座設定約諾書」においては、「私が信用取引に関し貴社に預入した金銭・買付有価証券および委託保証金代用有価証券は、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また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がない」との定めがされていた。

⁵⁷⁴ 藤岡康宏ほか（2009）・前掲注（220）194 頁。

⁵⁷⁵ 現行の金融商品取引法においても、証券業者は、顧客から預託を受けた金銭や顧客の計算に属する金銭については、顧客分別金として顧客に返還すべき額に相当する金銭を管理することにおいて、国内において、信託会社等に信託しなければならない（法 43 条の 2 第 2 項）と定められている。

証金代用有価証券も、顧客分別金信託による分別管理義務の対象とされた。このような、分別管理義務を負う委託保証金代用有価証券については、法律上もこのような分別管理の対象とされた後は、受寄者が受寄物の所有権を取得して消費し、同種・同等・同量の物の返還義務を負う消費寄託として法的性質を捉えることは無理ではないにしろ、かなり困難であろう⁵⁷⁶との指摘がされるようになった。こうした法制上の議論を踏まえ、いわゆる現物（券面のある）株券等における委託保証金代用有価証券の預託関係は、根質権とすること⁵⁷⁷とする見解が通説として支持されてきていた。しかしながら、後述する株券電子化による実務の要請によって、この見解は変更されることとなる。

（ウ）委託保証金を巡る判例

この信用取引にかかる委託保証金の法的な位置づけ等について争った最高裁昭和 40 年 4 月 22 日判決⁵⁷⁸（委託保証金を欠く信用取引の私法上の効力⁵⁷⁹）から、委託保証金にかかる規制への示唆を検討する。

（事案の概要）

顧客 X は、A を通じて、証券業者 Y に対して委託証拠金（＝保証金）代用有価証券を差入れ、信用取引により B 社他株式の買付け委託を行っていた。その後、B 社他株式の値下がりにより、X の信用取引が損失勘定となったことから、Y は X に対し委託保証金の追加差し入れを請求したが、X はそれに応じなかった。このため、Y は当該信用取引の未決済勘定を手仕舞（＝反対売買・転売）するとともに、委託証拠金代用有価証券を処分した結果、計 23 万円強の差損金が生じたことから、Y が X に対し、その支払いを求めて提訴したものである。

これに対し、X は、上記信用取引の一部については、A を通じて Y に委託したことはなく自己に帰属することはないと主張（第 1 審、原審とも X に帰属すると判決）し、例え委託にかかるものとしても、その時点で X が差し入れていた証拠金は証券取引法 49 条 1 項（現金融商品取引法 161 条の 2）および受託契約準則が求める金額の 5 分の 1 にもみたくないものであり、これに違反した取引は取消されるべきとして、上告した。

最高裁は「……証券取引法 49 条に定めるいわゆる委託証拠金⁵⁸⁰は主として証券業者

⁵⁷⁶ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）336 頁。

⁵⁷⁷ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）337 頁。

⁵⁷⁸ 最高裁判所 昭和 40 年 4 月 22 日第一小法廷判決（民集 19 卷 3 号 703 頁）。

⁵⁷⁹ 本多正樹（2013）・前掲注（645）139 頁 参照。

⁵⁸⁰ 本件判決当時の証券取引法 49 条 1 項は、「証券業者が顧客に信用を供与して行う有価

が委託者に対し委託契約より生ずる債権の担保のためであるから、かりに証券業者が所論のごとく委託証拠金なしに信用取引による株式の売買をなしたとしても、右証券業者と委託者間の契約及びこれに基づく法律関係の効力に影響を及ぼすものではない」として、この上告は棄却された。

委託保証金規制の目的・機能を考える場合、この最高裁判決は「委託証拠金は主として証券業者が委託者に対し委託契約より生ずる債権の担保のためである」とその目的を述べている⁵⁸¹。

一方で、学説の多くは証券業者の債権保護のために法によって担保差入れの率を強制するのは無理があるとして、委託保証金の目的を過当な投機の抑制機能と薄資者の参入防止という点を挙げている。この当時の委託証拠金の規制根拠となる旧証券取引法 49 条における規制目的の議論では、その立法趣旨から証券業者のための担保的機能を目的とすることについては副次的にあるとしても、委託保証金規制の主な目的とするのは、無理があるとされていた。同法 49 条の趣旨としては「証券業者の担保を確保してそれを保護する趣旨を含んでいないとはいえないけれど、それは従であって、むしろ主として過当投機を抑制して、それに入ってくるおそれのある投資者を保護し、かつ、相場の不当な変動を防止して国民経済の安定を図る」⁵⁸²という証券市場全体の安定に着目した議論が、同条の母法である米国証券取引所法（1934 年法）7 条の制定趣旨を踏まてなされていた。すなわち、本判決における同法 49 条の証券業者の債権保護の理由づけには疑問が呈していた⁵⁸³ところである。

こうした議論からすると、旧証券取引法 49 条に定めるいわゆる委託証拠金の目的について昭和 40 年最高裁判決が示した「主として証券業者が委託者に対し委託契約より生ずる債権の担保のためである。」と判示には、学説は分かれていた判決当時において

証券の売買その他の取引（信用取引）その他の大蔵省令で定める取引については、当該証券業者は大蔵省令で定めるところにより、当該顧客から当該取引に係る有価証券の時価に大蔵大臣が 100 分の 30 を下まわらない額の金額の預託を受けなければならない」と規定されていた。

⁵⁸¹ また、信用取引における手仕舞い義務を争った事案（最高裁判所 昭和 62 年 4 月 2 日 第一小法廷判決（判例時報 1234 号 138 頁））では、委託保証金の追証の仕組みにおいて、主に当該保証金の不足による証券業者の損害防止を目的としていること理由に、証券業者は反対売買義務を負わないものと判じている。

⁵⁸² 矢沢惇「証券取引法第四十九条に違反して委託保証金なしに信用取引がなされた場合における証券業者と委託者との間の契約の効力」法学協会雑誌 83 巻 1 号（1966）110 - 111 頁。

⁵⁸³ 本多正樹（2013）・前掲注（645）138 頁 参照。

も、異説が多かったものとする。さらに、この事案当時と比べ、証券業者の財務内容が格段に向上した現在においては、証券業者の債権について法の強制をもって保護する必要性は一層薄らいできているものと考えられる。

(iv) 振替株券と委託保証金代用有価証券

2009年1月振替法⁵⁸⁴の施行により、わが国の内国上場株券は、紙・券面のある株券（現物株券）が廃止され、ペーパーレス化（いわゆる株券電子化）した。この振替法では、有価証券（社債、国債、株式、新株予約権ほか）の種類にかかわらず、証券決済の安全性・効率性・利便性の向上に資するための統一的な証券決済法制を定めたものであり⁵⁸⁵、振替法の適用による株券の電子化は「（株券）振替制度」と称される。この振替制度により、上場株券等では券面が全て廃止⁵⁸⁶され、従前は券面の存在を前提として行われてきた株主権などの権利管理については、「振替機関（証券保管振替機構）」（振替法3条ほか）とその下位にある「口座管理機関（証券業者）」（振替法44条ほか）に開設された振替口座において電子的に行われることとなった⁵⁸⁷。

振替制度において株式は振替株式として、その権利の帰属は振替口座簿の記載又は記録により定まるものとされ（振替法128条1項）、権利の発生・移転・消滅については、振替口座簿における口座振替をその効力要件とする仕組み⁵⁸⁸がとられている。

(ア) 振替法施行以前（保振法）

従前の現物株券については、1983年に施行された「株券等の保管及び振替に関する

⁵⁸⁴ 有価証券のペーパーレス化は、当初、「短期社債等の振替に関する法律」（2001年6月施行）として、株券の電子化に先行して短期社債を対象に行われ、その後、社債・国債そして株券とその対象を広げていった。

⁵⁸⁵ 小出篤「有価証券のペーパーレス化と分別管理・対抗要件」ジュリスト No.1460（2013. 2）33頁参照。

⁵⁸⁶ この券面の廃止による外観の消失とペーパーレス化について、日本銀行金融研究所「電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会 報告書」（2015）8-9頁は「株券等の、権利の譲渡に証券の交付が必要とされる紙ベースの有価証券においては、権利の紙の証券という「外観」が備わり、証券の所持人・占有者に権利者としての推定が働くとされる。……これに対して、有価証券のペーパーレス化を実現した社債・振替法は、振替口座簿の記録に加入者の権利推定効を付与し、善意取得を認めているものの、振替口座簿の記録の性質としては、基本的には自己の権利についての記録の確認を行いうるにすぎない。」と説明されている。

⁵⁸⁷ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）467頁参照。

⁵⁸⁸ 振替株式の譲渡の場合には、株券等振替法140条が適用。

法律（以下「保振法」という）」に基づく株券保管振替制度により実質的にはペーパーレス化がされていた。株券保管振替制度においては、ペーパーレス化とはいっても、株券という物理的存在が世の中から消滅したわけではなかった⁵⁸⁹。株券保管振替制度では、世の中に存在している顧客投資家等が保有する現物株券券面が、証券業者等の参加者口座を通じて保管振替機関（証券保管振替機構）に預託され、同機構において、これらの現物株券が混蔵保管（参加者・顧客ごとに分別されない）されていた。保振法では、参加者・顧客は同機構に預託された株券に対する共有持ち分を有するものとの法構成をとっていた。

参加者・顧客において、株券が売買もしくは担保提供等がされた場合には、同機構に預託された株券自体は移動せず、同機構の口座に数量的な記帳がされることにより、その効力が発生するものとされた。株券の株主権（名義書き換え）の保全に関しては、預託された株券は同機構名義に書き換えられ、同機構は株券発行会社に対し、真の株主名を実質株主として通知することとしていた。

このように株券保管振替制度は、有価証券を存在させたまま、その権利移転を「帳簿化」することで「ペーパーレス化」の仕組みを実現していた⁵⁹⁰ものとされていたが、この仕組みについては、株券にかかる権利関係が同機構と真の株主の二重構造であることから、実質株主を確定するための事務手続きが複雑でありこのための時間を要すること、最終的には株券という物理的存在が必要とされる（実質株主に株券の発行請求権が存在）ことが指摘されていた。

（イ）株式等振替法の適用（株券電子化・振替制度）

2009年の振替法の施行によるいわゆる株券電子化（振替制度）⁵⁹¹により、振替法の適用をうける振替株式は、金融商品取引法第2条第2項による「有価証券表示権利」として有価証券が発行されていないものの有価証券とみなされる権利である。顧客の有価証券がこのような有価証券表示権利である場合、金融商品取引法は分別管理による保護を求めている。すなわち、金融商品取引業等に関する内閣府令第136条第1項5号は、顧客の有価証券とみなされる権利について「第三者をして当該権利を顧客有価証券とし

⁵⁸⁹ 小出篤（2013. 2）・前掲注（585）34頁参照。

⁵⁹⁰ 小出篤（2013. 2）・前掲注（585）34頁参照。

⁵⁹¹ 2009年1月「社債、株式等の振替に関する法律（以下、「振替法」という。）」の施行により、上場株券は全面的に電子化（ペーパーレス化）され、振替法に基づく口座管理簿への記録・記載が株券の効力要件とされた。

て明確に管理させ、かつ、その管理の状況が自己の帳簿により直ちに把握できる状態で管理する方法」とされている。現実的には、証券業者が振替制度上の直近上位機関⁵⁹²に開設している振替口座簿上において、自己の分（自己口座）と顧客の分（顧客口座）の有価証券を明確に分けて、かつ、証券業者自身が記帳する帳簿によって顧客ごとにその属する有価証券を直ちに把握できる状態で管理できるようにしておくこととされる。また、この証券業者の自己口座は、証券業者自身が当該有価証券を保有している「保有欄」と証券業者が有価証券の質権者となる「質権欄」とに分かれて記帳される。さらに、この「保有欄」には証券業者自身が当該有価証券を所有する「自己口」と担保として保有する「担保口」・「担保専用口」に分かれることとなる。通常、顧客の保有する有価証券は振替口座簿上の「顧客口座」において管理される。

（ウ）振替制度における課題

このような振替制度における有価証券表示権利について、法による保護制度の整備はされてはきたものの、法的な課題は残されている。その一つが、株券等の売買委託先（証券業者）の倒産時における委託者（顧客投資家）による取戻しの可否の問題である。

顧客の株券売買の委託を受ける証券業者は、教科書的に言えば、典型的な商法上の問屋であり、問屋である証券業者が受けた紙ベースの現物株券の売付では、委託者（顧客投資家）は証券業者に処分権を与えたにすぎず、倒産手続き開始時には取戻権を行使できるものとされてきた⁵⁹³。

問題として指摘されるところは、顧客投資家が売付を委託した場合、振替制度においては、その売付株券は証券業者の顧客口座から証券業者の自己口座に振替（記録）され、決済によって、買付顧客が委託した証券業者の自己口座に振替えられることとなる。例えば、この売付委託により株券が証券業者の自己口座に振替られた時点で、この証券業者が倒産した場合、顧客投資家にその株券の取戻権が認められるかの点である。顧客投資家に株券を当該証券業者に譲渡する意思はないことから取戻権は認められるという意見がある一方で、決済プロセスの実態に沿った整理からすると、株券にかかる権利

⁵⁹² 振替法において「直近上位機関」とは、加入者にとってその口座が開設されている振替機関等をいう（振替法2条6項）。

⁵⁹³ 鈴木淳人「証券なき証券」を巡る法制度のあり方について」日本銀行 Research LAB No.15 - J-6 (2015) 参照。また、買付けにかかる証券業者倒産時の買付株券についても、最高裁 昭和43年7月11日判決（民集22巻7号1462頁）は、その取戻権を認めている。

は証券業者に移転すると解釈されるため、売付株券・買付株券のいずれについても顧客投資家に取戻権は認められないという見解である。いずれの見解も確定的なものではなく、顧客保護重視の視点からすれば、わが国においても立法措置による対応が必要⁵⁹⁴とされる。

この振替制度における売買委託にかかる決済プロセス（証券業者の自己口座を經由する振替株券の動き）は、株券貸借取引の決済においても同様のプロセスを辿るケースもあり、委託売買取引と同じ問題（ただし、株券貸借取引の約定から決済までの時間は短く、このリスクは相対的には売買取引に比べ小さい）を内包している。このため法的な保護措置を考える場合、多様化する取引形態を視野に入れた方向⁵⁹⁵で考える必要がある。

（エ）振替制度下の担保の取扱い

振替制度における株式の担保化においては、その手続き（口座の管理区分の設定）の違いから、これまで銀行の担保実務では、曖昧にしてきた担保の性質—質権か譲渡担保かを明確に区別しなければならないこととなった。また、旧保振法下における手続きとの大きな違いとしては、質権の場合には質権設定者ではなく、質権者の請求によって登録質となること（振替法 151 条 3 項、4 項）であり、譲渡担保の場合には、質権とは反対に、原則は登録譲渡担保となり（振替法 140 条、会社法 151 条 1 項）、さらに担保権者が特別株主の申し出をすることで略式譲渡担保とすること（振替法 151 条 2 項 1 号）ができる⁵⁹⁶仕組みが採用されている。

この仕組みでは信用取引等を行うに際して、委託保証金代用有価証券として証券業者が差し入れを受けた場合、担保権者が倒産した場合に担保設定者に取戻権が認められるためには、当該有価証券の担保としての位置づけを振替口座簿上で明確（特定性）にされている必要がある。実務としては、証券業者は、自己口座において、特別株主（顧客）

⁵⁹⁴ 鈴木淳人（2015）・前掲注（593）は、立法措置の提案として、権利が証券業者を介さずに顧客から顧客へと直接移転することを規定する方法と、当該売買委託をした顧客に特別な優先権を付与する方法を提示している。ただし、後者に関しては、実体法上の権利関係とは異なる取扱いとなることから、取次一般ではなく、証券業者による証券売買の取次に限定した規定が望ましいとしている。

⁵⁹⁵ ここで特別な優先権を付与する立法を考える場合に指摘された、実体法上の権利関係の整合を考えると、例えば、証券業者のもつ口座区分として新たに「決済専用口座」を設定し、様々な種類の取引決済を優先させる実務の仕組みを作ることも考えられる。

⁵⁹⁶ 福本葵「株券電子化後の株式担保」日本証券経済研究所 証研レポート No.1649（2008.8）49 頁 参照。

597の申出により略式譲渡担保として保有することを表す「担保専用口」に記載される。このように株券電子化後の実務では、担保権者が専用口座を開設し、その中で担保権の設定された証券を保有する場合には、特定性は認められると解されている。

また、株式の担保に関しては、担保権者が、口座管理機関に対して、担保の目的物である株式について、担保設定者を株主として総株主通知（振替法 151 条 2 項 1 号）をすることを求める旨の申し出を行ってれば、担保設定者は譲渡担保であることを証明でき、被担保債務を弁済して取戻権を行使できる⁵⁹⁸とされる。

すなわち、委託保証金代用有価証券の法的性質にかかる従前の議論にかかわらず、振替制度の実務は、顧客から差し入れられた委託保証金代用有価証券の特定性は明確に確認できる。その特定性ゆえに、譲渡担保の法構成によっても、担保権者の倒産等における担保設定者の法的な安定度は向上するものと考えられる。

さらに、譲渡担保に供された財産の取戻し禁止を規定していた旧破産法第 88 条が 2004 年（平成 16 年）廃止されており、また、委託保証金代用有価証券については、顧客保護の観点から分別管理の規定が整備されたことを受けて、受寄者（証券業者等）は分別管理の義務を負うこととされている。こうした法整備に加えて、2009 年の振替法の施行による、いわゆる株券電子化では、委託保証金代用有価証券の相当部分を占める上場株式が、電子的な帳簿の口座区分において、受寄者の自己口座により管理される振替株式となった。

こうした法整備、取扱い等を鑑みれば、委託保証金代用有価証券の法的性質については、従前の見解である根質権から、譲渡担保とすることに問題はないものと思われる。加えて、こうした保証金代用有価証券の管理実務・実態からすれば、その法的性質については、担保権者たる受寄者の消費利用に制限がかけられる譲渡担保とすることが妥当と考えられる。

他方で、信用取引の買付け株券である信用取引本担保の法的性質については、上述したとおり、従前より議論がある。株券電子化による信用取引本担保株券の振替法上の実務取扱いとしては、証券業者の「保有欄」にある担保として保有する有価証券を管理す

597 この特別株主の申出（社債、株式等の振替に関する法律第 151 条第 2 項第 1 号）について立法担当者は、「担保の目的で株式を譲渡した場合（株式を譲渡担保に供した場合）等においては、譲渡担保権者ではなく譲渡担保設定者を株主として権利行使させることができるようにこの制度がとられるのである。」（高橋康文＝尾崎輝宏編著『逐条解説 新社債、振替法』金融財政事情研究会（2006）342 頁）と説明している。

598 「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」（2013）・前掲注（518）72 頁 参照。

る「担保口」にて振替記載されており、譲渡担保としての取扱いがされている⁵⁹⁹。このような譲渡担保の見解からすれば、信用取引本担保株券を利用して売付株券に充当することについての整合は取られることとなる。

このように、株券貸借取引の取引対象株券の法的性質は譲渡担保⁶⁰⁰と捉えた場合、株券貸借取引の対象となる譲渡担保財産すなわち担保株券の帰属（資金取引における債務者〔担保権設定者〕＝担保株券の出し手、債権者〔担保権者〕＝担保株券の受け手）を如何に捉えるかの問題となる。すなわち、ある財産を担保として融資を受ける場合などにおいて、この財産の上に民法ないし特別法上の定める担保物権を設定するのではなく、信託的に債権者に譲渡するという手段を取ることにある。こうした債権担保の目的で財産権を移転する担保方法は一般的に譲渡担保（いわゆる広義の譲渡担保）と呼ばれる⁶⁰¹ものであり、株券貸借取引の取引目的物の法的性質を譲渡担保と考えることも可能ではないかと思われる⁶⁰²。

⁵⁹⁹ 「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」（2013）・前掲注（518）104）における注219参照。

⁶⁰⁰ 水田耕一（1990）・前掲注（504）182頁は、譲渡担保の設定は「当事者間の契約により効力を生じる（民法176条）」としている。

⁶⁰¹ 品川孝次「譲渡担保の意義・機能」金融・商事判例737号（1986）6頁では、「譲渡担保の内容等について、法律に何ら規定されているところがないので、当事者は、設定契約において原則として自由にその内容を定めることができる」としている。

⁶⁰² この株券等に担保権を設定した場合の情報開示について「大量保有Q&A」・前掲注（144）は、担保権者及び担保権設定者にかかる大量保有報告書等の提出について、「当該担保権が質権であるか譲渡担保権であるかにかかわらず、担保権者は、担保権を取得しただけでは、通常、「保有者」（法第27条の23第3項）には該当しないと考えられます。ただし、譲渡担保権については、当事者の目的や権利内容等の点において担保権としての実質を備えているもの（例えば、担保権設定者について特別株主の申出（社債、株式等の振替に関する法律第151条第2項第1号参照）が行われるなど）でなければならないことに留意する必要があります。また、議決権の行使について指図を行うことができる権限を有していないかなど（法第27条の23第3項参照）に留意する必要があります。」と回答されている。すなわち、特に譲渡担保権の取扱いについては、特別株主の申出により他の加入者（担保権設定者）を株主として通知するなど担保権としての実態が備えられていない場合や、議決権の行使の指図がある場合等の実態に留意すべき旨を記載している。

これに対し、担保権設定者に関しては、「担保権を設定しただけでは、通常、株券等保有割合は変化しませんが、既に大量保有報告書等を提出している場合、「担保契約等重要な契約」欄に当該担保権の設定に係る契約に関する事項を記載した変更報告書を提出する必要があります（大量保有府令第9条の2第1項に定める軽微なものを除きます。）」と

なお、ここで問題となるのは、振替株式について譲渡担保とした場合の取戻権の問題である。この取戻権を行使するための要件は対象となる財産の特定性にある⁶⁰³とされるが、「特定性が取戻権の要件であるというとき、それが真に意図する内容は、取戻権の目的財産が特定されない限り、当該目的財産に対し、取戻権を基礎づける実体法上の権利を行使することができない」⁶⁰⁴ことから、有体物においては物理的な形の分離などの方法により外形上の特定によることとされている。一方で「振替制度が口座簿上の記載・記録をもって有体物としての証券の占有・交代に代替するものを取り扱う」⁶⁰⁵ことをもってすれば、振替証券のような無形の財産の権利については、「権利として他の財産からの識別可能性が客観的に担保されていれば足りる」⁶⁰⁶ものとする⁶⁰⁷のが自然であろう。

この識別可能性を客観的に担保するものとしては、振替口座管理簿における記録又は記載、および、総株主通知制度により発行者に対し株主として総株主通知を求める申出によること⁶⁰⁸が考えられる。ただし、振替口座管理簿は証券業者自身により管理されており開示されないこと、また、振替証券の種類（銘柄）と数量（金額）が記録されているのみである。さらに、総株主通知制度（振替法 151 条）⁶⁰⁹は、基準日等の特定日にお

の回答がされている。

⁶⁰³ 「電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会 報告書」（2015）・前掲注（586）32 頁。

⁶⁰⁴ 「電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会 報告書」（2015）・前掲注（586）32 頁。

⁶⁰⁵ 神作裕之「電子化された有価証券の担保化—『支配』による担保化」全国銀行協会 金融法務研究会第 1 分科会報告書（2013）21 頁。

⁶⁰⁶ 「電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会 報告書」（2015）・前掲注（586）33 頁。

⁶⁰⁷ 電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会「振替証券・電子記録債権の導入を踏まえた法解釈論の再検討」日本銀行 金融研究（2015. 7）30 頁では、振替証券の特定性の証明に関して、信託財産の取戻権を参考として「(信託法が定める) 分別管理に従って実体法上の権利の内容と所在を確定する場合、……それ自体として「外形」が存在しない振替証券については、倒産者と取戻権を主張する者の各々に帰属する振替証券の種類と数量（金額）を、計算上明らかにすることで足りるのではないか……」と説明している。

⁶⁰⁸ 「電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会 報告書」（2015）・前掲注（586）34 頁。

⁶⁰⁹ 振替法 151 条は、会社法（132 条、133 条）の定める本来は発行会社が行う株主名等の記録または記載による株主名簿の管理について、特例として、振替機関は予め口座管理機関から株主の氏名、株数等の必要な通知を受けて、基準日等において発行会社に対し、全ての株主についてこれらの通知事項について通知（総株主通知）することを規定

いて振替口座簿の記録事項が通知されるに過ぎない⁶¹⁰ことから、連続性についての問題がある。この点については、振替株式の増加の記載がされるべき口座が振替元の記録(振替法 132 条 3 項 4 号)により明らかとはなるものの、株主名簿の記載という会社への対抗要件が必要な場合(少数株主権等の行使)が想定される。この対抗要件の具備に関して振替法は、会社法の特例として、振替株式による少数株主権等の行使にあたっての株主名簿の記載を会社への対抗要件とする会社法の規定(会社法 130 条 1 項)を適用しない(振替法 154 条 1 項)旨の規定 一 個別株主通知(振替法 154 条 3 項) 制度⁶¹¹による株主情報の取得の規定が設けられている。

以上のとおり、振替制度下における担保の取扱い等を勘案すれば、株券貸借取引の取引目的物の法的性質を、譲渡担保的な構成をとったとしても特段の問題・障害が生じるものではないと解する。

(v) 貸株/レンディング市場整備の議論

日本においては、1997 年(平成 9 年)に証券市場の抜本的改革についての検討がされた。当時の証券取引審議会・総合部会「市場ワーキング・パーティー報告書「信頼できる効率的な取引の枠組み(以下、「証取審 WP 報告書(1997)」という。)」において貸株(レンディング)市場の整備にかかる議論の内容が公表された⁶¹²。

証取審 WP 報告書(1997)では貸株/レンディング市場の整備について「証券市場が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には、厚みのある貸株(レンディング)市場を整備し、株式の流動性を向上させる必要がある。」として「これまでのわが国における貸株は、証券金融会社による信用・貸借取引制度を中心とし

している。なお、発行会社は総株主通知を受けて、株主の株数等を株主名簿に記録または記載することになる。

⁶¹⁰ 高橋=尾崎(2006)・前掲注(597) 347 - 348 頁では、この点について「総株主通知は、原則として、株主総会の議決権の行使……等すべての株主に一斉に権利を行使させる場面で行われるため、それ以外の場面で株主名簿に振替口座簿の記録の内容が反映されることがない。」と説明している。

⁶¹¹ 当該制度については、証券保管振替機構ホームページ「個別株主通知制度の概要・Q&A」参照。

http://www.jasdec.com/download/ds/QA_kobetu.pdf#search='%E8%A8%BC%E5%88%B8%E4%BF%9D%E7%AE%A1%E6%8C%AF%E6%9B%BF%E6%A9%9F%E6%A7%8B+%E5%80%8B%E5%88%A5%E6%A0%AA%E5%BC%8F')

⁶¹² 証券取引審議会「証券市場の総合的改革—豊かで多様な 21 世紀の実現のために—」(1997)・前掲注(29) 参照。

て行われている。……しかし、今や、この枠組みに納まらない貸株・借株ニーズが出現しており、このようなニーズに対応していくことが証券市場の一つの課題となっている。」との指摘がされていた。この貸株/レンディング市場の具体的設計にあたっては、証券業者による機関投資家等からの借株や証券会社間の貸借の自由化を前提として、市場の公正性・透明性の確保の観点からの、担保の徴求・値洗いの励行、取引状況等に関する適切な情報提供等が図られることが望ましいとされ、また、その際、証券取引法において保証金率の下限を画一的に定めていた規定については、見直すことが適当としていた。証取審 WP 報告書（1997）が、このように担保の徴求・値洗いの励行、保証金率の見直しに言及したことからすると、証取審が枠組みに納まらない貸株・借株ニーズとして考えたものは、主にプロ間の貸株取引（株券貸借取引）を想定していたものと考えられる。

この証取審 WP 報告書（1997）を受けて、法令規制が強く働く制度的な信用・貸借取引（「制度貸借」とも称される）に加わる形で、いわば制度の外側—証券取引法による規制の外—で、“一般”株券貸借取引（「一般貸借」とも称される。）が加わることになる。すなわち自由化された貸株市場と制度的な貸株市場が併存する構図による貸株/レンディング市場が作り上げられていくことになる。具体的には、1998年に東証・日証協を事務局として証券業者等から構成される「貸株（レンディング）市場整備に向けた研究会」から貸株の市場ルールについての提案報告が出された。この提案の骨格は、「一般貸借の市場はできるだけ自由度の高いものにすることが適当であり、具体的には、借り手および貸し手の間で、その合意に基づき、自由に消費貸借契約を締結することとする」そして担保については「原則として、貸付株券の時価相当額以上の担保を徴求し、日々値洗いをおこなうことによりこれを維持するもの」⁶¹³されていた。この提案を受けて、日証協から株券貸借取引にかかる規則等⁶¹⁴が公表され、株券貸借取引は私法上の取引として行われてきている。

こうした経緯から、日本の“一般”株券貸借取引は、発足当初より、主に機関投資家等や証券業者間を対象とした取引（プロ間取引）であるとの認識前提から、市場慣行（ルール）ベースによる取引⁶¹⁵として行われてきている。一方で、こうした日証協

⁶¹³ 植月貢（2005）・前掲注（33）39頁。

⁶¹⁴ 日本証券業協会「株券等の貸借取引の取扱いに関する規則（制定1998年）」およびこれを受けた「契約ひな型」が公表された。

⁶¹⁵ 株券貸借取引の法令上（現行）の位置づけは、金融商品取引法35条1項1号に定める第1種金融商品取引業者の附随業務として定められている。

規則に基づく市場慣行（ルール）では、証取審 WP 報告書（1997）において提言された市場の公正性・透明性の確保の観点から取引状況等に関する適切な情報提供等、そして保証金率にかかる信用・貸借取引制度との法令上の均衡・平仄に関しては手を付けられていない状況が続いている。

このプロ間取引を想定して構築されてきた一般貸借の市場に、近年は個人を中心とした顧客（投資家）が貸株サービスと称する証券業者との取引において参加している。この取引における顧客保護や信用供給とそのリスクについては、金融商品取引法等の法令による規制・保護を受けることがない状況の下で行われることとなる。このため“一般”株券貸借取引として行われる貸株サービスでは、基本的には、株券の借り手である証券業者は貸し手である個人の顧客に担保を差し入れることなく（無担保）で、取引が行われている。

2. 規制アービトラージと有担保規制

（i）株券貸借取引と信用取引の規制アービトラージ

株券貸借取引による貸株・借株という取引行為において、信用取引と株券貸借取引との経済的な効用は、非常に類似している。一方、金融商品取引法等をベースに制度的に構成される信用取引と、私契約をもとに法的な規制がほとんど存在しない株券貸借取引の間には、規制の格差（ギャップ）が存在することは事実である。天谷知子教授は、このような様々な金融取引と規制の関係について「金融規制においては、時として、同様の経済的な実質をもつ取引や業務について、適用される規制のレベルに大きな違いが存在する。」⁶¹⁶と指摘されている。どのような金融取引であっても、同じ経済実態・成果をもたらすものであれば、規制が緩い部分・方向に取引に流す行動は至って自然である。しかしながら、こうした流れ（regulatory arbitrage（レギュレトリー・アービトラージ：規制を見据えた取引の裁定））が広まれば、その規制の実効性が形骸化するばかりでなく、そうした取引を扱う市場の参加者にリスクテイクの“歪み”をもたらす⁶¹⁷

⁶¹⁶ 天谷知子（2012）・前掲注（188）107頁参照。

⁶¹⁷ 宮内惇至（2015）・前掲注（296）11 - 12頁では、レギュレトリー・アービトラージによるリスクテイクの偏りについて、「最も典型的なのは、「リスクに対する備えとして金融機関がリスク管理上必要とする自己資本」（経済資本：economic capital）より「規制上のリスク評価に基づく所要自己資本」（規制資本：regulatory capital）が小さいケースを利用するものである。……つまり規制のコストを抑えながらハイリスク・ハイリターン収益を稼ぐチャンスを与えることができる。リスクを適切に反映していない規制は、

ことになる。

信用取引における委託保証金率は、当初取引では取引対象額に対して30%以上（取引額＋保証金＝130%）が法定され、取引所等の規則により最低保証金率（同20%）の維持が定められ、証券業者の信用補完がなされている。この信用取引の委託保証金規制の機能・目的として、学説・判例は、①信用取引における顧客の損失が拡大したとき、証券業者の財務が悪化する危険を担保する機能、②信用取引の投機的機能がもたらす過当投機を抑制し、株式市場の過熱を防止する機能に加えて、③投機的な取引への薄資の投資家の参加の防止機能、の3つが挙げられている。これらの規制目的をプルーデンス規制の考え方に当てはめてみると、①は、証券業者の経営健全性の維持という、ミクロプルーデンスの考え方に近い。②は、過当投機を抑制し、株式市場の過熱を防止する機能とされ一見はマクロプルーデンスの考え方とも見えるが、この過熱とは一義的には株式市場の売買取引の過熱・投機を指すものであり、委託保証金率の引き上げによる信用供与の抑制を通じ、投資家が過当投機に走ることを抑制するという顧客保護の側面が強い。③も同様に、顧客保護を目的とするものであり、②も③も信用の拡大による金融市場全体の不安定性の抑制（システムック・リスクの防止）というマクロプルーデンスの考え方で採っているとは思えず、主に信用取引を行う顧客とその周辺の投資家の保護を目的とする規制であると思われる。

一方で、法令による担保・保証金規制のない株券貸借取引は、私契約としてプロ間取引を前提として取引ルールが構築されている。有担保での取引をベースとして、例えば、GC取引の資金調達サイド（株券の貸し手）ではヘアカット5%（取引額－担保金＝95%）およびマージンコールを取り決めて、資金供給サイド（株券の借り手）は5%分の担保を確保して取引がおこなわれている。このヘアカット率（担保金率）は、マージンコールにより維持され、取引参加者間で取引相手方リスクの補完がなされる構造となっている。こうした経済的に似通った取引があり、別々のルールが存在する場合、取引参加者が相対的に規制の少ないルールの取引を選好するのは、自然の理と言えよう。

別の視点として、証券業者と主に個人投資家との間で結ばれた消費貸借契約もしくは消費寄託契約による取引である貸株サービスと呼ばれる取引は、その多くは証券業者が提供するインターネット取引システムを介して行われる非対面での取引である。プロである証券業者とアマ取引者である個人顧客間の取引（ほとんど証券業者が株券を調達

レギュレトリー・アービトラージの機会を生み、金融機関のインセンティブを歪め、結果的にリスクテイクの偏りにつながる。」と述べられている。

する SC 取引) では、アマ取引者に対してはほとんど無担保で株券を調達する取引として行われており、信用リスクの認識力(情報格差の存在)が劣るであろうアマ取引者への信用補完が欠如している状況である。

こうした個人投資家が負うリスク状況、プロ間の取引を前提に作られたルールの下での取引であることを鑑みれば、この「プロ⇄アマ」間の取引(貸株サービス)については、アマ取引者がさらされる信用リスクを軽減させるため、有担保(株券の貸し手であるアマ取引者への担保差入れ)規制化も規制方法の一つであると考えられる。しかしながら、こうしたアマを相手とする取引に対して、単純に有担保義務を課せば、例えば、日々のマージンコールの授受(値洗い清算)などの実務は煩瑣化し、取引の縮小を招きかねない。顧客の保護と実務の煩瑣化とのバランスを考えた規制の適用を考えてみるべきであろう。

(ii) 有担保化規制

株券貸借取引は、金融商品取引法等による取引者保護法規の対象ではなく、無担保の取引では借り手の破綻リスクを貸し手が負う取引である。証券業者・ヘッジファンド等での「プロ⇄プロ」間では、こうした信用リスクを補完するため、借り手から貸し手に現金等の担保が差し入れられる取引(有担保取引)が主流である。その取引ルールもプロ間での取引慣行に依拠している。

他方で、「アマ⇄プロ」間の取引である貸株サービスでも、その取引ルールはプロの取引慣行に依拠しており、取引のほとんどは貸し手であるアマ取引者に対して担保が差し入れられることがない無担保での取引であり、プロ間取引に比べ、アマ取引者がより高いリスクを負うことになる。

一般にプロ(業)として株券貸借取引を行うもの()の間での取引では信用リスクにかかる取引者間のリスク認識の差は小さい⁶¹⁸とされ、リスク管理厳格化の趨勢もあり、この取引でも多くは必然的に有担保での取引に向うもの⁶¹⁹と考えられる。他方で、株券

⁶¹⁸ プロの間での取引では、取引相手方の信用リスクを十分に監視し、認識すること、すなわち、プロ間においては取引カウンターパートの信用リスクにかかる情報の認識は容易に共有されるものである。

⁶¹⁹ 自己株式の貸株(株券貸借取引)が行われた場合の既存株主の利益毀損の問題について、岩原紳作教授は「借株者が破綻・倒産して貸株の返還がなされず、十分な株式の対価の支払いなしに自己株式が社外に流出するリスクが生じる。取引開始時に借株者が株式発行会社に貸株の対象となる自己株式の時価相当額を担保として提供しておけば、これらの問題は生じないように考えられる。(岩原紳作(2013)・前掲注(346)(444-445

貸借取引において、多様な取引者（プロにもアマの取引者にも）に画一的に有担保化を求めれば、この取引の持つ実務の効率性を縮減させ、売買市場に対する流動性供給⁶²⁰の機能を制約する可能性が高いと思われる。

このような、プロ・アマ間の取引は、取引の多くがアマ取引者を貸し手とする SC 取引（実態的にはプロがアマから株券を借入れる取引）であり、マージンコール等の値洗い清算金の取り扱いの難しさなど、様々な実務上の阻害的要素が存在することから、実態は無担保での取引がほとんどである。このためアマ取引者に対しては担保金による信用リスクの補完機能が働き難い取引である。

日本証券業協会の規則では、証券業者等に対して無担保での取引となるアマ取引者に、その信用リスク等の説明を求めている。しかし、アマ取引者保護の視点からみると、株券貸借取引はコストの削減、取引の円滑化といった効率性は先行されている。プロを念頭に置いたルールであり、その保護の観点を見落とした、プロに偏在した取引であるともいえる。一般に、金融取引ではプロとアマの間には情報の非対称性⁶²¹があるとされる。ここに取引の歪みがあるとすれば、その行きつくところは、いわゆる情報弱者であるアマ取引者にしわ寄せが来ることは容易に予測される。このようなプロとアマ取引者が混在する取引にかかる規制を検討するうえでは、取引の有用性・効率性とアマ取引者の保護との均衡を踏まえる必要があるものとする。

問題は取引相手方に対する信用リスク認識に格差のあるプロとアマの間の取引のほとんどが、アマのサイドに担保が差入れられない取引（無担保取引）であるという点に

頁）」として、買い戻し時価相当額の担保金の差し入れが、時価での売却したものと同様であるとの考えを示している。

⁶²⁰ 売買市場における流動性供給について、太田亘ほか（2011）・前掲注（219）11頁では、「流動性供給が市場にとって重要なのは、価格発見が完了せず、本源的価値（すべての投資家が情報を共有し、情報の非対称性がない場合の均衡価格をさす）がわからないときであるが、投資家間で情報の非対称があり、本源的価値について優れた情報をもっている投資家が市場にいるとき、流動性を供給すると損失を被る可能性がある。例えば大口の買い注文が入ったとき、本源的価値が変化していなければ、流動性供給者は、元の本源的価値に基づいて流動性を供給することで、利益を獲得できる。しかし、本源的価値が変化している場合に、元の本源的価値に基づいて流動性を供給すると、流動性供給者に損失が発生する。」と説明している。

⁶²¹ 有馬秀次『金融用語辞典』〈<http://www.findni.com/yogo/0021.htm>〉によれば、情報の非対称性とは「取引の参加者の間で、取引相手方の情報が得られないことによる情報の偏りのこと」とされ、具体的な事例として、金銭の貸借取引において相手方の信用度にかかる情報を取得できない（情報の偏り）がある時、その返済リスクが取引の障害となる旨が説明されている。

ある。この無担保取引にかかる議論では、システミック・リスク抑制・取引の安定性確保の側面よりも、信用リスクへの補完機能がない取引における顧客保護を目的とした規制にかかる議論が重要であると思われる。すなわち、貸株サービスに代表される証券業者等（プロ）が不特定多数のアマ取引者から株券等を借り入れる取引については、信用リスクに対するプロとアマの間の情報認識の差を鑑みれば、アマ取引者保護の視点では、有担保での取引もしくは分別管理を義務付ける⁶²²蓋然性は高いものとする。

もっとも、証券業者が顧客（貸し手）に対し現金担保を差入れた場合、経済行為的には株券を担保とした金銭の貸付取引⁶²³との見方もできる取引であり、現金担保による株券貸借取引を金銭の貸付取引と位置づけるとなれば、別途の金融規制（貸金業法規制等）が適用されることが考えられる。その場合、金利規制・総量規制によって、この取引自体が成り立たなくなることは容易に想定される。

3. 取引参加者別の担保金規制の検討

(i) 投資家属性による区分

金融商品取引法は、顧客（投資家）の属性により「特定投資家」（以外の投資家を「一般投資家」として）という概念を定め、これまでの個人・法人を問わない画一的な取扱いを改め、特定投資家に対しては行為規制の一部免除をしている。金融商品取引法 2 条 31 項⁶²⁴は、特定投資家を適格機関投資家、国、日本銀行および内閣府令で定める法人としている。このうち適格機関投資家の定義については、旧証券取引法を引き継いでおり、有価証券投資にかかる専門知識および経験を有する者（法 2 条 3 項 1 号、定義府令

⁶²² この取引においては、借り手は貸借対象株券を他への転貸借や再利用（リハイポ・リユースと呼ばれる）等の様々な取引に繋がることから、アマ取引者の保護の観点から、信用リスクの補完方法の選択が出来るべきと考える。

⁶²³ 「金銭の貸付けまたは金銭の貸借の媒介のみを業として行うなら貸金業者（貸金業法 2 条）として登録すればよい（同法 3 条）」（大垣尚司（2010）・前掲注（2）278 頁）とされている。

⁶²⁴ 金融商品取引法 2 条 31 項で定める特定投資家としては、適格機関投資家（同法 2 条 3 項 1 号に定める証券業者・銀行・保険会社等）の他に国・日本銀行・投資者保護基金が定められ、これに加えて金融商品取引法第 2 条に規定する定義に関する内閣府令（以下、「定義府令」という。）により、取引所上場銘柄の発行会社や資本金 5 億円以上の株式会社、特定目的会社等が含まれることとされた。また、定義府令により特定投資家となり得るものについては、選択、申し出等により一般投資家への移行が可能とされている。

10条)と規定⁶²⁵している。なお、同法2条31項は、旧証券取引法においては、当初、開示規制上の概念⁶²⁶として定められていた「適格機関投資家」(金融商品取引法2条3項1号)、国、日本銀行、投資者保護基金およびこれら以外で内閣府令により定める法人であった。

このように現行の金融商品取引法は、規制による保護対象となる投資家を主にその属性により区分し、この特定投資家と一般投資家という区分概念を使って、これに応じた規制の適用⁶²⁷をするという特定投資家制度を採用している。この特定投資家制度では、自己責任の意識をもってリスク選択できる年金基金に代表される機関投資家等という概念を使い、いわゆるプロである特定投資家と特定投資家以外の一般投資家とに区分して、自己責任を負える特定投資家に対しては一般投資家に適用される証券業者の行為規制の多くについて適用除外とすることで、規制を柔構造化する仕組みと説明されている⁶²⁸。この制度は、主にEU(欧州連合)の制度を参考にして、金融商品の販売・勧誘にかかる横断的ルールとして策定されたものである。

この投資者を区分する趣旨としては、①適切な利用者保護とリスク・キャピタルの供給の円滑化を両立させること、②特定投資家は、その知識・経験・財産の状況等から適

⁶²⁵ 定義府令により規定される適格要件としては、自己責任による投資判断ができる(十分な情報・分析判断能力を有する)ものについて、①第一類型として属性から当然に該当(証券業者・銀行・保険会社等)、②第二類型…属性を有し届出(大規模な年金基金・法人・個人等)(定義府令10条3項、8項)が定められている。さらに、この内閣府令で定める法人は、特定目的会社、上場会社、資本金5億円以上の会社、証券業者、特例業務届出者、外国法人等(定義府令23条)とされている。

⁶²⁶ 1992年の旧証券取引法改正により設けられた適格機関投資家の概念は、この制定以降4回の定義府令改定を経て、「この語が本来使われる目的(所定の要件を満たす者の間における未開示証券の流通)から異なる文脈で使われる場合も多い(「転用」としたい)。ある程度の規模のホールセール市場関係者のグループを示す語として便利だからであろうが、本来の目的から異なる文脈で用いられる場合、当初の目的を不明確にするそれがある」(青木浩子「プロ・アマ投資者の区分」証券経済研究 第52号(2005)39頁)との指摘がなされていた。青木教授はこの「プロ・アマ投資者の区分」のなかで「法令における「適格機関投資家(証取法2条3項1号)」の使用」として(証取法系)では発行開示型での使用と行為規制型での使用を列挙(同40頁)し、用語使用の転用からくる概念の混在を指摘している。さらに実務においても「日証協自主規制における「適格機関投資家」の使用については「その多くは、勧誘時の業者の義務に関するものであり、本来の規制目的(プロ私募)からは出て来ない効果を与えるものである」(同41頁)との指摘もしている。

⁶²⁷ 松尾直彦(2011)・前掲注(111)362頁参照。

⁶²⁸ 神田秀樹「金融商品取引法制施行5年の軌跡と展望」日本証券経済研究所 証券レビュー 第52巻第12号(2012)18頁、46頁参照。

合性原則の下で保護が欠けることにならず、かつ当事者も必ずしも行政規制による保護を望んでないこと、③特定投資家について、行政規制ではなく市場規律に委ねることにより、過剰な規制による取引コストを削減し、わが国の金融・資本市場における取引の円滑を促進することが挙げられている⁶²⁹と説明されている。こうして特定投資家（いわゆるプロ）であれば、プロとして当然に理解できるような情報・事項等については、一般投資家（いわゆるアマ）にかかるような規制の対象から外し、プロ投資家による取引手続き等を簡素化することで、業務の合理化を図ることと可能とするための法整備がなされたものであるとされている⁶³⁰。

このような特定投資家を利用したルールは、開示規制上のみならず行為規制上においても使用される。しかしながら、実務への適用については、旧証券取引法における定義府令が改定を重ねてきたことで、その定義自体が拡張⁶³¹されていた適格機関投資家の概念を新たに特定投資家の定義として使われたこと⁶³²で、その運用を難しくしている面は否定できない。

（ii）投資家区分による規制柔構造化

特定投資家制度における規制の柔構造化の内容としては、証券業者に課される行為規制のうち、主に証券業者と投資家との間の情報格差の是正を目的とする金融商品取引法 45 条各号の行為規制が除外されるところにある。例えば、契約締結前交付書面の交付

⁶²⁹ 金融審議会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（2005）・前掲注（187）17頁。

⁶³⁰ 一方において、青木浩子「特定投資家・一般投資家について」日本証券経済研究所 証券取引法研究会研究記録第 19 号（2007）19 頁で、青木教授は「（特定投資家を構成する）適格機関投資家要件は緩和し過ぎだと思います。しかも、それをプロ顧客要件、しかも移行不可類型に組み込んである。私にはとても不自然に見えるのです。もっとストレートに、投資家が自分がいかなる保護ポジションにあるかが、わかるような形で規定したほうがいいと思います。」と述べている。

⁶³¹ 青木浩子（2005）・前掲注（626）38 - 39 頁では、「適格機関投資家は、……（証券取引法第 2 条に規定する定義に関する内閣府令の 4 回にわたる改定により）定義自体が拡張されたほか、証取法の公募・私募に関する法規は無論、信託業関連法規や投信関連法規でも用いられ、日証協自主規制でも多用され……」また、「この語（適格機関投資家）が本来使われる目的から異なる文脈で使われる場合も多い」と説明している。

⁶³² 川口恭弘『現代の金融機関と法[第 4 版]』中央経済社（2012）248 頁では、こうした状況について「金融商品の投資者のなかには、その知識・経験・財産の状況などから、行為規制による特別の保護を受ける必要性が認められない者がいる。このような投資者については、金融商品取引業者の行為規制は市場規律に委ねることが適切である」と述べている。

義務（同法 37 条の 3）、適合性原則（同法 40 条 1 号）等の規制についての免除等であり、また、行為規制だけでなく、開示規制の一部についても緩和⁶³³されたものである。この金融商品取引法で定める特定投資家は、一般的に「プロ」と称されている。しかしこうした特定投資家、特に定義府令においてプロとなることを選択することが出来るものについては、外形的には有価証券投資について習熟しているものとみなされ、特定投資家として規制構造の柔構造化の対象となっている側面がある。

この規制の柔構造化の経緯としては、1992（平成 4）年のいわゆる金融制度改革によって旧証券取引法下において適格機関投資家制度が導入され、資金調達が多様化等の目的のもと、有価証券の発行場面において詳細なディスクロージャーによる必要がないと認められる場合には、その発行にかかる開示義務が免除される⁶³⁴こととなった。一方で、旧証券取引法では、法の目的たる投資者保護について、その対象とする投資者としては、個人、法人の別を問わず、画一的に取扱いがなされていた⁶³⁵ところである。

（ア）金融審議会「中間整理（第 1 次）」報告

この後、1999（平成 11）年 7 月に、21 世紀を展望した金融サービスのあり方を検討した金融審議会から「中間整理（第 1 次）」報告が出された。この報告において金融商品の販売・勧誘ルールとプロ・アマ区分のあり方⁶³⁶の議論が提示されている。ここでは、金融に対する利用者のニーズの多様化・高度化するなかで、適切な利用者保護と金融のイノベーションをともに実現していくためには、金融取引の特性に応じた区分を設け、それぞれに対応するルールを明らかにしていくことが重要となるとしていた。いわゆる

⁶³³ 第 1 項有価証券（金融商品取引法 2 条 1 項）について、特定投資家等のみを相手として勧誘もしくは特定投資家等に対してのみ譲渡されない等々の条件がすべて満たされる場合、有価証券の募集または売り出しから除かれる（同法 2 条 3 項 2 号ロ、4 項 2 号ロ）ことから、有価証券届出書の提出義務は課されない（同法 4 条 3 項）。この開示義務に替わり、より簡易なインターネットの利用をも可能とする特定証券情報の提供又は公表の義務（同法 27 条の 31 第 1 項）によることとされている。

⁶³⁴ 金融法委員会（事務局 日本銀行）「プロ向けルールに関する中間論点整理」（2010）2 頁 参照。

⁶³⁵ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）238 頁 参照。

⁶³⁶ 金融審議会第一部会「中間整理（第 1 次）」（1999）11 頁。

http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003a.pdf#search='%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%AF%A9%E8%AD%B0%E4%BC%9A%E7%AC%AC%E4%B8%80%E9%83%A8%E4%BC%9A%E3%80%8C%E4%B8%AD%E9%96%93%E6%95%B4%E7%90%86%EF%BC%88%E7%AC%AC1%E6%AC%A1%EF%BC%89%E3%80%8D%EF%BC%881999%EF%BC%89'

「金融サービス法」の検討に当たっては、自己責任意識をもって主体的にリスクを選択できる利用者像を基本とした上で、他のさまざまな性質を持った利用者についても考えていくという方法をとるべきである⁶³⁷と方向性が示されていた。また、規制に関しては、最終的な目標として、業の概念をサービスの機能主体から取引行為そのものに係る機能面に重点を移して整理していく考えが示されていた。そこで取引の利用主体に着目することで、これを区分し、ルール適用を考えていくことが、金融の公平性と効率性をともに実現していくうえで重要であるとしている。具体的な区分の基準のあり方については、明瞭性や客観性の確保等に留意しつつ、取引の利用主体に着目した区分を中心に、その細目を検討する必要がある⁶³⁸、としている。

その投資家の属性による区分規制を策定するためには、(情報)優位者と劣位者の区分基準を定め、各々に対していかなるルールが適用されるか明確にすることが重要となる⁶³⁹との指摘もされている。また、わが国における担保金規制法規の対象である信用取引においては、その担保金による保護の目的として、前述したように証券業者の損害防止、過当投機の抑制、薄資者の保護が挙げられている。さらに、こうした規制の考え方も踏まえれば、株券貸借取引における一方の当事者が自己責任の原則を負えない個人投資家等“アマ”である場合、その個人投資家等には、プロ間の取引とは違う一情報格差から来るリスクに対する保護を手厚くする規制一を策定すべきである。ここではプロとアマを区分けして、このリスクに応じた責任負担に応じた規制を行う(担保金規制レベルに差をつけること等)、すなわち投資家の属性に応じたリスクへの責任からくる規制の区分が必要である。

また、中間整理(第1次)では、この区分について、具体的に以下の3つの方法からの基準策定を示唆している⁶⁴⁰。

① 金融商品の利用者という取引の主体に着目する方法

⁶³⁷ 金融審議会第一部会「中間整理(第1次)」(1999)・前掲注(636)10頁参照。

⁶³⁸ 金融審議会第一部会「中間整理(第1次)概要」(1999)3頁。

⁶³⁹ 金融審議会第一部会「ホールセール・リーティルに関するWGレポート」(1999)11頁参照。

http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kinyusin/tosin/kin003b.pdf#search=%E3%83%9B%E3%83%BC%E3%83%AB%E3%82%BB%E3%83%BC%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%83%AA%E3%83%BC%E3%83%86%E3%82%A4%E3%83%AB%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E3%83%AF%E3%83%BC%E3%82%AD%E3%83%B3%E3%82%B0%E3%82%B0%E3%83%AB%E3%83%BC%E3%83%97

⁶⁴⁰ 金融審議会第一部会「中間整理(第1次)」(1999)・前掲注(636)11頁。

② 金融商品の取引類型に着目する方法

③ この2つの組み合わせに着目する方法

こうした区分を行う際の基準は、(i) 明確性・客観性、(ii) 取引主体・金融商品・金融商品の多様性に応じたきめ細かさ、(iii) 実行可能性、(iv) 選択の自由の確保、を念頭において、作成されなければならない、と提示している。

中間整理(第1次)では、金融商品の横断的な販売・勧誘ルールを検討していくにあたり、リスク選択の主体性からその利用者像を想定している。大きくは、利用者が特段の条件なしに自己責任を貫徹しうる場合(ホールセール・プロ分野)と、利用者が一定の情報提供等を前提として自己責任の下でリスクを負担できる場合(リーティル・アマ分野)に区分したアプローチから検討を行っている。ホールセール・プロ分野とリーティル・アマ分野のそれぞれに適用されるルールとしては、金融の公正性と効率性をともに実現していくことが重要であるとして、この区分の基準の具体的なあり方については、取引の主体に着目した区分を中心として検討する必要があると報告されている。

(イ)「ホールセール・リーティルに関するWG レポート」

この「中間整理(第1次)」報告における規制の区分については、1999年に金融審議会第一部会「ホールセール・リーティルに関するWG レポート」において議論の整理がされている。同WG レポートでは、ホールセール・リーティルについて「金融に対する利用者のニーズが多様化・高度化するなかで、適切な利用者保護と金融イノベーションを共に実現していくためには、金融取引の特性や類型に応じた明確な区分を設け、それぞれに対応するルールを明らかにしていくことが必要である。」⁶⁴¹として、ホールセール・リーティル区分・プロ・アマ区分の重要性を指摘している。

同WG レポートは、「ホールセールの分野については、プロ対プロといった対等の情報を持つ当事者間において取引することになることから、当事者は「買い手責任」の原則により自己規律で行動することが求められる。他方、リーティルの分野では、プロ対一般の利用者といった情報格差のある者の間の取引となる。そこでは当事者の自己責任を基本としつつも、情報優位者に対して「売り手」の責任の要素が加味されうる。」⁶⁴²と報告している。さらに同WG レポートは、このプロ・アマ区分について「その区分

⁶⁴¹ 金融審議会第一部会「ホールセール・リーティルに関するWG レポート」(1999)・前掲注(639)3頁。

⁶⁴² 金融審議会第一部会「ホールセール・リーティルに関するWG レポート」(1999)・前掲注(639)2頁。

に曖昧さが残ると、利用者保護やモラルハザードに係る問題が増幅されたり、取引の当事者双方が委縮して、円滑な金融取引が実現されなくなる可能性もある。具体的な区分およびルールに対応を考えていく際には、こうしたバランスに十分留意していく必要がある。」としている。

この区分に関する議論の展開において小川宏幸教授が述べている「区分論の究極の目的は、一方で「投資家保護」を図りながらも、他方で「金融取引市場の効率性」を害さないようにする - 不要な規則による余分な費用を市場仲介者に負担させずに経済合理性を確保する - ことにある。」⁶⁴³との主張は、まさしく的を得た議論である。

1999年の中間整理（第1次）の内容は、その後、2005年の金融審議会における投資サービス法（金融商品取引法）検討に引き継がれ「プロ・アマ区分の趣旨、取引の実態、EU等の国際的動向や選択の自由確保（当事者の意思の尊重）等を踏まえると、例えば、アマに移行できない「純粋プロ」、プロに移行できない「純粋アマ」、選択によって移行可能な中間層に分類してはどうか」⁶⁴⁴との議論がされていた。

こうした議論を踏まえ、2006（平成18）年に旧証券取引法を受けて制定された金融商品取引法では、金融・証券取引の国際化、投資商品の多様化・複雑化に対応するため、新たに特定投資家とそれ以外の一般投資家に区分して、投資者の適性に応じた規制を設けている。この区分には特定投資家・一般投資家間の移行の選択が可能とする層（上場会社・中小法人等・一定の要件を満たす個人）を設けている。金融商品の販売・勧誘ルールについて、これまでの全ての投資者について画一的な取り扱いを改め、この区分に応じて、一般投資家には適正な投資家保護を確保し、特定投資家には行政規制ではなく市場規律に委ねることにより過剰規制による取引コストを削減するという、規制の柔構造化が採用されている。特定投資家が相手方となる取引等について、証券業者に課される一定の規制が適用除外とされている。

（iii）パターン・デイトレーダー（投資者区分）と担保金規制

米国の担保金規制では、いわゆるデイトレーダーに対し特別な規制を置いている。NYSE Rule 431 (Margin Requirements) において、パターン・デイトレーダー (Pattern Day Trader) を定義している。パターン・デイトレーダーとは、まず連続する5営業日

⁶⁴³ 小川宏幸『金融規制改革』日本評論社（2014）236頁。

⁶⁴⁴ 金融審議会金融分科会第一部会（第35回）資料1「プロ・アマ区分について」（2005）4頁。

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051020_d1sir/01.pdf

の間に4回以上のデイトレードを行うものとされるが、その期間におけるデイトレードの割合が取引全体の6%を越えない場合には、パターン・デイトレーダーとはされないものと規定している⁶⁴⁵。

顧客がこのパターン・デイトレーダーに該当すると、通常は\$2,000である最低委託証拠金額は特別に\$25,000となる。この特別な証拠金追加の規制は、パターン・デイトレーダーに該当しなくなったとしても、その日から90日間は引き継がれることとされている。このデイトレーダーに対する特別な規制は、新興IT企業（ドットコム企業）の多くが上場していたNASDAQが導入（2001年）した仕組みである。2000年前後のいわゆる“ドットコムバブル”の崩壊による株価の急落により、当時、米国において急拡大していたデイトレーダーに多額の損失が発生し問題化した。その後、デイトレーダーのリスクを軽減するためとして、NYSE等の取引所も追随してこの規制を導入したものである。この規制に関しては、自己責任であるはずの証券投資に対する行政による過干渉であるとの批判もあるが、現在まで継続されている。

このようなパターン・デイトレーダーの定義と投資者を区分して規制を行う方法もまた、日本の株券貸借取引におけるプロ・アマを区分した規制を考えるうえで、示唆するところがあるものと考えられる。

（iv）規制柔構造化と規制設計

証券業者にとっては、投資者を区分して、その区分ごとに規制が分かるといった二重基準の顧客管理による実務の複雑化と非効率性を指摘する意見⁶⁴⁶がある。金融商品取引法による投資者の区分の制度（特定投資家制度）に関しては、「法による保護をあまり考えなくてよい投資者の概念としては三種類あって、ディスクロージャー制度との関係で二つが使い分けられ、業者規制との関係でまた二つが使い分けられているという状況」⁶⁴⁷の指摘がある。同法制定の当初は、プロの概念としては、開示制度に

⁶⁴⁵ See NYSE Rule 431 (f) (8)(b).

⁶⁴⁶ 青木浩子（2007）・前掲注（626）23頁 [永井智亮 OBS]発言として「（山田剛士准教授からの、証券業者のほうで特定投資家に誘導しているのかとの質問に対し）業者からの誘導はあまりないかと思えます。一般投資家に対する対応を一律におこなうことのほうが実務的には処理しやすい、間違いが生じにくいというのが、実務からの意見です。この人に対しては書面交付義務がないけれども、渡すべきだろうか渡すべきではないだろうかと迷うのは不合理で、効率の面からは全ての投資家に渡してしまうほうが処理しやすいというのが実態です。」と実務の煩雑性を指摘した意見を述べている。

⁶⁴⁷ 神田秀樹「金融商品取引法制施行5年の軌跡と展望」証券レビュー 第52巻第12号

における適格機関投資家の概念と、証券業者が説明義務を負う行為規制の適用を免除するプロ顧客としての特定投資家の概念が使われてきたが、その後の幾度かの法改正・制度改正を経て、この概念は複雑なものとなっている。

その事例とされるのは、特定投資家の概念を使ったいわゆる「プロ向け市場」としての参加者をプロ投資家に限定した市場の創設である。このプロ向け市場について金融庁は「現行の開示規制を免除し、プロ投資者に対するより柔軟・簡易な情報提供の枠組みを新設し、一般投資家への転売制限」⁶⁴⁸をすることで多様な資産運用と調達機会の提供がされると説明している。この構想をもとにして東証ではプロ向け市場「TOKYO PRO Market」が創設されたものの、直近の取扱い実績は1日あたり売買代金で数百万円にとどまっており、低迷した状況が続いている。この状況を神田秀樹教授は法制面から「……平成20年改正で特定投資家という概念（対顧客向けに証券業者が負ういろいろな行為規制の適用を免除する概念……相手方がプロという特定投資家である場合には不要）をディスクロージャー制度（開示制度）のほうにも使うようになりました。また、次の21年改正の中でディスクロージャー制度の中で売出しの規制が改正され……。現在の金商法の制度の中では、開示制度の中にいわゆるプロの概念が二つあって、適格機関投資家という概念と特定投資家という概念があり伝統的な意味での私募の部分には前者が使われ、プロ向け市場……規制の部分で後者が使われている。両者が混在しており、規制は非常に複雑になっています。」⁶⁴⁹と説明されている。ここでは、仕組みの簡易化を目指した制度設計が、かえって複雑化させ、実務がワークしない状況となってしまったものと思われる。このような投資家をその属性により区分し、この区分に応じた規制を設計する場合、その規制法規の建付けによっては実務の煩雑化を招き、取引の機能を不全化させる状況に陥らせる危険性がある。

他方で、柳川範之教授は、金融取引では多くの場合に情報の非対称性（格差）が存在すること⁶⁵⁰を指摘されている。株券貸借取引を考えた場合でも、プロとアマ間の取引で

(2012.12) 15 頁。

⁶⁴⁸ 金融庁「平成20年 金融商品取引法等の一部を改正する法律の概要」参照。

<http://www.fsa.go.jp/common/paper/20/zentai/02.pdf#search='%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%BA%81%E3%80%8C%E5%B9%B3%E6%88%9020%E5%B9%B4+%E9%87%91%E8%9E%8D%E5%95%86%E5%93%81%E5%8F%96%E5%BC%95%E6%B3%95%E7%AD%89%E3%81%AE%E4%B8%80%E9%83%A8%E3%82%92%E6%94%B9%E6%AD%A3%E3%81%99%E3%82%8B%E6%B3%95%E5%BE%8B%E3%81%AE%E6%A6%82%E8%A6%81%E3%80%8D'>

⁶⁴⁹ 神田秀樹（2012）・前掲注（647）14 頁。

⁶⁵⁰ このプロとアマとの情報の非対称性（格差）の問題について、経済学の立場からみた

は取引相手方の信用度にかかる情報の偏り・格差があれば、取引マーケットそのものの信頼性を毀損する危険⁶⁵¹が考えられるところである。こうしたプロとアマ間に情報力の格差がある以上、情報、交渉力、判断能力等の一方の劣位者と考えられるアマに対しては、前出の日本銀行「金融取引における公正 (fairness) の概念」⁶⁵²において提示された機会の平等 —取引環境整備— の考え方を採るべきであろう。こうした文脈からすれば「劣位者を保護するために、事前的であると事後的であるとかかわらず何らかの措置を採ること」が、そして「(情報) 弱者のために成果・分配の平等を確保しようとするものと (する)」⁶⁵³枠組みが求められるべきであろう。

こうした枠組みの概念から、株券貸借取引に対する担保金等の区分規制を考える⁶⁵⁴に

金融取引における消費者保護の議論として「金融取引のひとつの大きな特徴は、業者と消費者（投資家）の間には、多くの場合極端な情報の非対称性がある」（柳川範之「経済学における消費者保護」ホールセール・リーティルに関する WG レポート（1999）75 頁）との指摘をされている。

⁶⁵¹ 脇田安大「情報の非対称性と金融取引」日本銀行 金融研究 第 13 号（1986）25 頁では、資金不足主体の負債を本源的証券と表象したうえで「一国経済全体を考え、最終的な資金の貸し手（本源的貸し手）と最終の借り手（本源的借り手）との間の本源的証券の取引における情報の非対称性から生じる問題」について、「本源的貸し手の主たるものは家計であり、家計はそうした（本源的証券の品質を見分ける）能力を持っていないことが一般的であるとみられる……。……「一般の貸し手」は運用可能な資金のロットが小さく、市場に存在するすべての本源的証券の品質を調べた後に投資先を決定することは調査コストを考慮すればペイしない。したがって、本源的貸し手と本源的借り手とが「全く自由な市場」で取引しようとする、一部の借り手による情報の歪曲的開示や契約不履行によって、一般の貸し手が被害を蒙るだけではなく、良質の借り手も円滑に資金を調達することが出来なくなってしまう危険が大きい。」と説明している。

⁶⁵² 日本銀行「金融取引における公正 (fairness) の概念」・前掲注（11） 52 頁。

⁶⁵³ 酒井良清『金融システムの経済学』東洋経済新報社（2004）132 頁では、銀行の債権者としての零細預金者を自分で銀行の資産内容に関する情報を集めることが困難な情報弱者として「通常の預金者であれば、自分で情報を集めて、その結果銀行の資産の悪化が認められれば、預金を引き出すなどして自分の資産を守ることになる。しかし、情報弱者はそのように振る舞いすることができないので、銀行が破綻したときには、損害を被ることになる。このような情報弱者を守るために、規制やセーフティーネットと呼ばれる枠組みが存在する。」と説明されている。

⁶⁵⁴ この投資者区分と規制に関しては、青木浩子（2007）・前掲注（630）23-25 頁における青木浩子教授（委員）と黒沼悦郎教授（委員）の議論と、前田雅弘教授（副会長）のコメントが参考になると思われる。多少長いが引用する。

「**黒沼委員** 適格投資家向けの私募証券を別として、特定投資家に対してのみ勧誘する商品を設けるなど、商品で特定投資家と一般投資家を分けることは出来るのですか。

青木委員 おっしゃっていることの意味がわからないんですけど。

は、個人投資家（アマ）の保護と市場の効率性、そして取引ルールの実現性の面から考える⁶⁵⁵必要があると思われる。

（v）取引の情報開示とプロ・アマ区分

株券貸借取引は消費貸借契約であり、通常、株券の所有権は借り手に移転し、また、自主規制により証券会社にはリスク説明が課されており、アマ取引者を含む個人投資家との取引においては貸し手（顧客）の保護を考える必要はないとの反論はあろ

黒沼委員 つまり、ある商品は特定投資家にしか売りません。この商品を買ったかったら、特定投資家になってください。

青木委員 いえるのではないですか。

黒沼委員 とすれば、メリットですよ。

青木委員 もちろん。そこが投資家にとってのメリットというか、「限られた顧客向けサービスがそろっています、この素晴らしいメリットを享受するために特定投資家になりなさい」というのではないですか。

黒沼委員 ルールを定めておいて、同じ商品について特定投資家に優先的に割り当てるとか、そういうことはできるのですか。

青木委員 できないという理由が、全然わからないのですけど。日本では、やはりやっちはいけないんでしょうか。

黒沼委員 いや、どこまでが許されて、どこまでが許されないか、よくわからないものですから。

青木委員 そんなのは、ひとの自由ではないかと思います。

黒沼委員 一般投資家と特定投資家の区分というのは、どこまでのことを想定した制度なのかということです。つまり、書面交付義務がなければ手数料は安くなる。それはよくわかるのですけど、そういう手数料とかコストにかかわらないことについて区別をつけることが、できるかできないかという話だと思います。

青木委員 投資家側のメリットについては、要するに、一般投資家には出さない商品を特定投資家には出す。それにほぼ尽きると思います……。

前田副会長 業者が顧客によって売る商品を分けるという扱いは、余りに恣意的なことをすれば、場合によっては、誠実義務違反という問題が生じる可能性があるとは思いますが、特定投資家と一般投資家とで商品を分けるという区分はまさに特定投資家の場合は業者にとってのコストは低いわけですから、合理的な区分として認められると思います。」との議論がされている。

⁶⁵⁵ 森田果『金融取引における情報と法』商事法務（2009）96－98頁において、金融取引における取引主体間の情報の格差に対し、「優先権の付与－財産分離の実現－という法的アレンジメント」への「モニタリングの分担仮説の拡張」による効率性の改善の実現性の検討から、その付与を認める法ルールを提案している。すなわち「財産分離が実現するポイントは、ビジネスごとに異なるリスクが存在しており、それに応じてより低コストでモニタリングできる主体が異なっている場合には、そのような主体ごとに財産を分離して割り当てたほうが社会的に望ましい……。」と主張している。

う。再反論をするならば、この取引では借り手には処分権があるとはいえ、貸し手には返還請求権がある。しかし、この返還請求権が付随した株券について、その借り手が借入株券をどのような用途・リスクで、再使用されているか、貸し手に対してはこれにかかる説明はなく、その必要もない。無担保の取引では、貸し手の返還請求権を担保するものはなく、また、貸し手には株券の利用状態についての情報はもたらされない。このような状況における取引当事者の関係整理、特に情報弱者の立場となるものに対する保護について検討する必要がある。

株券貸借取引は年金基金等の機関投資家、ヘッジファンドそしてプライム・ブローカー業務を行う証券業者等のいわゆる“プロ”が主体の取引ではあるが、他方、貸株サービス等を通じて個人投資家等“アマ（アマ取引者）”も参加している取引である。現行の株券貸借取引における市場慣行ルールはこの取引主体である“プロ”の視点から作られてきたものであり、“プロ”と“アマ”とは情報のモニタリング能力・信用リスクに対する感応度に格差⁶⁵⁶があるとされる。以上のような議論を踏まえると、“プロ”と“アマ”とが同じ土俵、同じルールで取引することが、適当であろうかとの疑義が生じる。

この取引では、取引の当事者がニーズに応じてその法的構成や契約内容を選択し、効率性が求められるが、一方で、信用リスクにかかる顧客資産の保護もまた取引の重要な構成要素である。顧客資産の保護については、後述するように松岡啓祐教授が主張する、顧客資産の分別管理が機能していれば、全額返還できるはずであり、投資者保護基金の補償は発動されないのが本筋⁶⁵⁷、ということに異論はない。しかしながら、分別管理のみでは、実態的に信用リスクすべてを回避することは難しい。有担保化によるカバー仕組みの併用を考える必要があるものと思われる。また、実務的な煩瑣性を回避しつつ顧客保護を確実にするため、取引主体の特性に応じたルール作りが

⁶⁵⁶ 森田果準教授は、モニタリングと分別管理について、信託における優先権の説明において「分別管理義務の存在が信託を認定する際の重要な前提として（少なくとも一部において）考えられてきた根拠は、それが優先権付与を基礎付けるモニタリングの分担を実現するための前提を形作っているからであるであると考えられる。すなわち、信託財産が受託者の個人財産と一体となってしまうような場合には、当該信託財産に対するモニタリングという行為を観念することができず、モニタリングの対象は必然的に受託者の財産全体となってしまう。信託財産に対してのみモニタリングを集中できるようにするには、モニタリングの対象を切り出す前提作業 — それが分別管理になる — が必要なのである」（森田果（2009）・前掲注（655）129頁）と述べている。

⁶⁵⁷ 松岡啓祐『アメリカの投資者保護基金制度について』証券経済学会年報49号別冊（2014）1-1-8頁 参考。

求められるべきであり、また、それぞれの主体に見合う有担保化・分別管理等の保護の仕組みが適用されることが望ましいと考えられる。

こうした株券貸借取引に対する取引主体に応じた担保金ルールを検討するに際しては、リスクに応じた責任負担、すなわち、情報取得の力の差に由来するリスク負担の均衡を考えるべきであり、取引主体およびその取引行為に応じて規制のレベルを区分する制度（金融システム）設計⁶⁵⁸が考えられる。また、これらの取引の安定そして参加する者の予測可能性を高めるため、この投資者を区分した取引ルールの策定と、その適用を明確化させることは不可欠である。

加えて、株券貸借取引がもつ信用創造機能とこの機能に潜在するシステミック・リスク発生の抑制を視野に入れた場合、この金融バブルの発生にかかるプロとアマ取引者の予測可能性の違いとその評価について、その実像を捉えるためには、市場参加者の主観的側面から捉え、プロの投機家と素人投資家を同じに扱うべきではない⁶⁵⁹との意見がある。ただし、その法規制の構築において規制対象となる取引主体者の転換に関しては、「取引当事者こそが、転換の適否を判断するのに必要な情報を最も有しているのである。よって、法がこの点の選択肢を当事者から奪うことがないようにしなければならない。」⁶⁶⁰との意見を重視する必要がある。

⁶⁵⁸ 金融規制の様態・あり方を検討するときには、「非対称情報と契約理論を利用して個々の経済主体のインセンティブを考慮する必要がある。金融システムを設計する際に、念頭に置かなくてはならないのは、政策当局の規制と市場規律のバランスをどの様にとるかという問題である」（池宮城尚也「信用リスクと証券化：非対称情報下の証券スキーム」沖繩国際大学 産業情報論集 1 (1) 135 頁 (2005)）とされている。

⁶⁵⁹ 北山修悟「金融危機と事情変更法理（二・完）」成蹊法学 80 号 (2014) 116-117 頁では、「金融バブルには、経済学的説明が後知恵的に可能な部分と、その渦中にいなければ体感できない部分とがある」として、「バブルの生成とその崩壊は、伝統的な経済学理論からは、客観的な経済条件の変化として観察され説明されるが、しかしその本質においては、市場参加者の主観的な側面が大きく影響している。… 同じくバブルに参加した者であっても、プロの投機家は市場価格の急騰がバブルであることを十分に認識しており、かつ、その崩壊についても対処の準備ができている。」と説明している。

⁶⁶⁰ 小川宏幸 (2014)・前掲注 (643) 263 - 264 頁では、この主張の理由として「なぜならば、「プロ」から「アマ」への転換は、「アマ」を「プロ」の範疇に妥当するルールで規律しようという方向性とは異なり、そもそもお互いに合理的意思決定が可能な「プロ」として、対等な当事者同士として（プロからアマへの契約内容の変更という）交渉に臨む場合なのであり、とすれば、たとえ「プロ」の利用者であっても第三者に投資助言を求めるのではなく、反対当事者（市場仲介者）にその判断をまかせたほうが「合理的」と考える自由を認めること、そして、市場仲介者のほうにも、一方で対価を十分に得ることによる利益と、他方でモラル・ハザードの生じる危険性やその他の費用とを、総合的に勘案させることを可能とする枠組みのほうが、「金融の効率性」が図れるはず

実務の取扱いを考えても、特定投資家制度とは違った“プロ”と“アマ”を区分した顧客保護の規制を適用によって、規制の複雑化を回避し、より効率的な規制効果を実現できるものとする。

(vi) 区分の境界線

金融システムを設計するにあたりこの規制区分の具現化（プロ・アマの境界）をどこに置くかを検討しなければならない。

プロとアマの間の具体的な区分（境界線引き）は、取引における公正の概念を具現する取引環境の整備とアームス・レングスの視点⁶⁶¹も考える必要がある。さらに、情報の非対称性からの明瞭な線引きを考えた場合、投資者をその外形的な属性から定義するよりも、投資行為として客観的かつ行為形態的に認識されるべきと考える。具体的には、株式市場や株券貸借取引へのアクセス機会（情報の取得機会と売買取引および株券移動の回数）の多寡によって区分の境界線を設定する方法を考えてみる。例えば、株式投資を中長期的なターム収益を目指して行う個人投資家と瞬時の株価動向を情報端末から取得し、僅かな価格差に着目して利鞘の獲得を目指すディトレーダーとの関係から検討してみる。

一般に“アマ”と称される顧客・個人投資家のなかでも、観念的ではあるが中長期志向の個人投資家と株式取引を反復・継続して行い、いわば株式投資を生業にしているともいえるディトレーダーとに分けられよう。ただし、このような形態をもつディトレーダーについて、金融商品取引法は、その規制を概念するための想定をしていないように思われる⁶⁶²。この両者（ディトレーダーとそれ以外の個人投資家）の間には、投資への

である。」と説明している。

⁶⁶¹ RALPH K. WINTER, JR.: ECONOMICS OF CORPORATION LAW AND SECURITIES REGULATION (RICHARD A. POSNER & KENNETH E. SCOTT (1980)), at 99, “A “fairness” standard, of course, provides restraint only in egregious cases but closer judicial scrutiny may not be consistent with economic function. Fairness in this context is based on more than personal values since it involves objective comparisons with commercial arrangements of a known arms-length nature and the economic health of the enterprise.” (“公正”の基準は、当然のことながら、目に余る場合にのみ抑制力を有するが、法的な監視により近いものは、経済的な機能と整合するものではない。この文脈における公正とは、私的な価値以上のところに根ざすものであり、それはアームス・レングス（対等な当事者間）の性質として知られる取引の定めと企業の経済的な健全性を、客観的に比較することを含むものである。）。

⁶⁶² こうした個人とはいえ投資家自身による反復・継続した株券の売買については、「金融商品取引法上においては、自己勘定での「有価証券の売買」（いわゆる自己売買）は、こ

参加（売買回数・売買量）と市場情報に接する機会に大きな差がある。取引の主体に着目する方法を、情報格差の視点から見れば、株券貸借取引において、ディトレーダーと中長期志向の個人投資家とを区分⁶⁶³した規制設計を考える必要がある。

ディトレーダー⁶⁶⁴のほとんどは、外見上は個人ではあるが、例えば、一日何十回もの売買注文を行い株式の売買取引を生業としているものと見られる。ディトレーダーはこうした売買取引を通じて日常的に株式市場に接しており、情報の非対称性の視点では、IT 技術と情報端末機器の普及により情報取得コストは著しく低下し、いわゆるプロとの間の情報格差は確実に縮小している。

また、この投資者保護の議論、特にディトレーダー等に対する保護については、松尾教授は「一般的な投資家（特に個人投資家）の保護といっても、いわゆるディトレーダーのような短期利益志向のセミプロ的な投資者や投機者（スペキュレーター）の保護ではなく、主として中長期志向の個人投資家を想定すべきとの議論もあり得る。しかしながら、短期志向の投機者であっても、売買を通じて市場に流動性を供給する機能を担っており、投資者保護の対象から排除して考察することは適当でない。」⁶⁶⁵との意見を述べられている。

れを「業として行う」場合、第一種金融商品取引業者（いわゆる証券業）の登録が求められている（金融商品取引法 2 条 8 項 1 号、28 条 1 項）。もっとも、これは、典型的には、債券のような店頭取引・相対取引を中核とする市場における仲介業者を想定したものと考えられる。上場株式のように流動性が高く、オークション（競売買）市場において取引がなされる金融商品（HFT は、通常、こうした金融商品を対象とする）について（顧客の注文等を伴わない）純然たる自己勘定での売買のみを業としておこなうことは、必ずしも想定されていないように思われる。」（横山淳「MiFID II のアルゴリズム（HFT）規制とわが国金融商品取引法へのインプリケーション」証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』日本証券経済研究所（2016）240 頁）と分析している。

⁶⁶³ 金融審議会第一部会「ホールセール・リーティルに関する WG レポート」（1999）・前掲注（639）18 頁では、区分の方法として取引主体の取引反復・継続性について「金融取引を反復・継続して行っている場合については「プロ」として区分するほうが相応しい場合もありうる。」とはしている。

⁶⁶⁴ ディトレーダーの状況として、彼らはその売買取引の多くをインターネット取引で執行している。日本証券業協会「インターネット取引に関する調査結果（平成 26 年 3 月末）について」（2014 年 6 月）5. トピック的事項の任意回答（28 社）によれば、個人投資家によるインターネット取引において、1 カ月間に 100 回（1 日当たりほぼ 5 回約定に相当）超売買約定のあった売買代金は、2014 年 3 月中では 11 兆 6 千億円であり、同期間の全売買代金 18 兆 4 千億円に占める割合は、63.3%と報告されている。このように、月間 100 回超もの売買取引を反復・継続するいわゆる個人の投資家 ディトレーダーの存在が、株式の売買市場において非常に大きな存在になっている。

⁶⁶⁵ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）6 頁。

確かに、デイトレーダーのような短期志向の投資者であっても、売買を通じて市場に流動性を供給する機能の一翼を担っており投資者保護は必要である。また、インターネット等の情報の高度化と取得コストの低下に伴い、投資にかかる情報の多くは誰にも容易に取得が出来、また、これを分析するツールの発達は著しいものとする。

ここで、米国における投資家の行動により規制を区分している事例をみってみる。米国では取引所の規則として、パターン・デイトレーダー（Pattern Day Trader）への最低証拠金額〈NYSE Rule 431 Margin Requirements〉ルールがある。このルールでは、連続する5営業日の間に4回以上のトレードを行う顧客投資家をパターン・デイトレーダーとするが、ただし、その期間におけるデイトレードの割合が取引全体の6%を越えない場合、これにあたらないものと規定されている。顧客がこのパターン・デイトレーダーに該当すると、通常は\$2,000である最低委託証拠金額は特別に\$25,000となる。この規制はITバブルの崩壊によりデイトレーダーに多額の損失が発生し、このデイトレーダーに対するリスクを軽減⁶⁶⁶するため各取引所の規定によって、この規制が導入されたとされる。米国のこのルールは、顧客（デイトレーダー）のリスク軽減を目的としたものであるが、日常的に株式市場に接しているプロ（デイトレーダーを含む）と、中長期志向の個人投資家との間には、投資行動に参加する機会、時間に大きな違いがあることは確かである。

具体的なプロ・アマの線引きの置き方として、こうしたデイトレーダーを含め証券業者の区分にかかるシステム対応負担を勘案すれば、例えば、単純に1カ月間で100回超売買取引⁶⁶⁷を行った投資者を切り分けてプロとする⁶⁶⁸。この区分けにより、従前は個人投資家として外形上はアマと概念されていたもののなかでも、プロに区分されるもの（株式の売買を生業とするデイトレーダー等）には、その保有する株券について、効率を重視した運用が可能となろう。また、このように売買および移動回数の多寡による線

⁶⁶⁶ 日本の信用取引にかかる目的の議論からみると、デイトレーダーの損失への備えとともに、これにより被る証券業者の損失可能性を低減させる意図もあると思われる。

⁶⁶⁷ 日本証券業協会が行っている「インターネット取引に関する調査」では、調査の対象とされた証券業者は、月間100回超の売買取引を行う顧客をデイトレーダーとして、その売買状況・分析を報告している。このデータ収集の状況からみると証券業者は、顧客ごとの月間の売買取引回数のカウントを、システム的に対応しているものと見られることから、この新たな区分を設定することによるシステム負担は比較的軽減させるものと見られる。

⁶⁶⁸ この案では、一旦、プロに区分されたものが、売買等が少なくなったときの議論がある。筆者は一定期間基準値以下が継続するものについては、アマ取引者としての保護がされることが適当と考える。

引きでは、現行法令上の適格機関投資家等・特定投資家の多くはプロに区分されよう。一方で、こうした法令によってプロとされたものであっても、株式市場やこれに関連する取引等へのアクセスが希薄な投資者には、この取引において、アマとしての規制が適用されることが適当と考えられる。こうした規制対象とする取引者を区分することによって、規制コストに見合う実効性のある規制が実現できるものとする。

実務的には、プロ間の取引には、取引の安全性・安定性を確保するため、上述⁶⁶⁹した FSB が提言する証券取引における担保金規制案、BCBS、IOSCO の非清算店頭デリバティブ取引に対する証拠金規制案の方法が参考になろう。具体的には、プロ取引者間のリスク管理面の主体性を鑑み、例えば、一定規模以上の取引に対し、FSB が示した最低へアカット率、を適用した担保の差し入れを求め、貸付株券の時価評価と担保金との“勝ち・負け”を清算させる方法が考えられる。また、取引の透明性を確保するため、GC 取引と SC 取引との区分を契約書類（個別明細書）上で明らかにすることで、個別取引の内容・性質の明瞭化⁶⁷⁰を図ることも必要とする。

一方、プロ・アマ間の取引である貸株サービスでは、実態的には主にインターネットを専業とする証券業者が不特定多数の顧客・個人投資家等のアマから、ほとんど無担保で株券を借り入れる取引であり、アマの側に一方的に相手方の信用リスクを負わせる取引である。しかしながら、その取引ルールはプロ間取引の市場慣行を踏襲したもの⁶⁷¹であり、個人投資家等のアマ取引者は一方の当事者であるものの、取引相手方の十分な信用リスク情報の取得に関しては劣後⁶⁷²する。特に、この取引のほとんどが非対面・非書

⁶⁶⁹ 第 1 章 第 2 節 1. 「株券貸借取引の契約と規制」参照。

⁶⁷⁰ 株券貸借取引は、GC 取引と SC 取引の 2 つに種類に区分されるが、契約ひな型の表面的な記載事項からは実態的な取引の目的・利用方法等を区分することは出来ない。実務の取扱いとして、個別明細書上で担保となる株券等の銘柄種類・量・分布と基準担保金率から、初めて識別することができる。

⁶⁷¹ 上述したように、アマ取引者に対しては取引の相手方当事者の破綻リスクを説明することは求められている。他方で、信用取引に対しては、金融商品取引法や取引所規則等による規制があり、一定の投資者保護がなされているが、貸株サービスにはこうした保護規制は存在しない。

⁶⁷² 信用リスクと信用情報の取得の関係を、銀行貸出と貸出債権の証券化の關係に例え、池宮城尚也（2005）・前掲注（658）138 頁では、「貸出は銀行の本来業務である。銀行は融資先の審査を行い、融資条件を決定し、貸出を行う。この貸出債権を証券化する場合、証券化商品を購入する投資家は、その信用リスクを測るために銀行の融資先の調査を行う必要がある。しかし、各投資家がそのような審査を行うことは非現実的である。そのような審査の必要性が生じれば、当該証券化商品の購入者は現れない可能性もある。融資の審査は銀行の情報生産機能が駆使されたものであり、銀行機能そのものである。証券化商品の信用リスクに関する情報を投資家に明らかにするために、通常は格付け会社による格付けを取得することになる。」と説明している。

面のインターネットを通じた取引であることから、証券業者に信用イベントが発生する状況時には投資家の持つリスクが一斉に顕在化するが、アマ取引者が損失を被ったとしても、法的な保護の仕組み⁶⁷³は備えられていない。このため、貸株サービスに関しては、取引の安全性・安定性そして信頼性の観点では、例えば、証券業者等がこのサービスによって借入れた株券に対し時価評価額相当分の担保金（現金）を、貸し手（アマ取引者）に差し入れれば、当該借入れ株券を再利用（再貸付・再担保）時に証券業者等が破綻したとしても、当該貸出し株券の太宗は保全される。ただし、担保（現金）を貸し手に差し入れることは煩瑣等であり、実務的には難しい状況も想定される。このため株券の再利用についても、実務の要請としてしかるべき対応を考えるべきであろう。

（vii）担保金規制の区分適用

株券貸借取引における取引環境の整備、ルールの策定を考えると、取引額の大きいプロ対プロの世界の取引であれば、規制環境と市場全体のリスクに対し、例えば、急激な信用収縮に伴うテール・リスクの発生とその抑制を主眼とした規制を考える必要がある。同時に、この取引のもつ経済的な有効性を縮減させず、かつ、取引の適切なコントロールを可能とする機能を考慮する必要もある。

こうした考えのもと、株券貸借取引に対し取引参加者の株式売買等の行動（株券の移動の回数等）によって区分してその取引主体に応じた規制方法を提案したが、貸借ではなく売買という違う取引フィールドの行為を根拠にすべきではないとの議論があろう。しかしながら、株券貸借取引と流通（売買）市場は、両者は密接に関連し補完し合う取引機能であり、株券の取引に関してはいわば車の両輪である⁶⁷⁴と言えるものである。取引フィールドの議論は当たらないものとする。

また、多様な取引参加者をその取引行動によってプロとアマとに線引きし、その区

⁶⁷³ このような法的な保護の仕組みの例として、森田果（2009）・前掲注（655）96頁では「一見、ある主体に属する財産であるように見えても、別の主体が当該財産について優先権を主張できる……場合がある。優先権と呼ばれる法的アレンジメントであり、約定担保権が設定されている場合に」担保権者が担保財産について他の無担保一般債権者や財産所有者に優先して換価して被担保債権の弁済を受けられることがその典型例である」ことを挙げている。

⁶⁷⁴ 大村敬一教授は発行市場と流通市場の関係として、「たしかに、発行市場と流通市場は、市場が果たす機能という観点で見たとき、新たに証券を発行する機能と既発行の証券を売買する機能として区分される。しかし、実態的には、両者は密接に関連し合う、いわば車の両輪である。」（大村敬一＝俊野雅司『証券論』有斐閣（2014）12頁）との指摘をされている。

分に応じて規制内容を違えることは、公平なルールとは言えないとの意見もあろうし、現行の株券貸借取引における担保金率の取扱いは、市場慣行として定着・機能しており、いまさら有担保化の規制をしても、実効性に乏しいとの批判もあろう。こうした意見に対しては、参加者間のリスク情報の取得にかかる不均衡を考慮することなく、許容リスク限度の高いプロの取引慣行によって確立されたルールを、この取引との関わりが遠いアマ取引者に対して一律に適用することは適さないと考える。取引との関わりの遠近を株券移動回数という行動によって線引きし、これをプロ・アマとして区分する提案をしたところである。

さらに、有担保規制の適用について、取引参加者をその取引の行動によって区分し、それぞれ規制の内容を違えることは、規制の公平性・均一性の観点からも問題であろうとの指摘もあろう。このような指摘に対しては、株券貸借取引のようなプロの取引慣行をベースとしたルールのもとでの取引では、当事者間の契約による規律のみでは、取引参加者間の情報力の格差⁶⁷⁵、交渉力等の格差に起因するこの取引における顧客保護にかかる問題を乗り越えることは難しいものと考ええる。

このようにアマ取引者を含めた参加者が多様化するなか、株券貸借取引の安定のためにも、取引リスクにかかる説明、とりわけ担保金に関するルール明確化の必要性は高まっているものと思われる。さらに、法的な規制のかからないこの取引においては、アマ取引者へのいわゆる顧客保護の視点を取り溢してはならない。そのためには、担保金を単一的に規制するだけでは不十分であり、次章で検討する顧客分別金（分別管理）との連携を踏まえ、これら担保金・顧客分別金等を包含した取引者保護の仕組み・方法等の建て付けを、具体的に提示することとしたい。

⁶⁷⁵ 上述（第2章第4節4. (iii)）したように、米国の保有開示規制では、大量保有開示規制の対象となる開示の内容について、その対象者の投資行動によって区分（アクティブ株主・パッシブ株主）する取り扱いがなされている。

第3節 小括

株券貸借取引には法令上の規制はなく、その取引は市場慣行のもと、プロの取引参加者を前提に作られた自主規制ベースのルールにより行われており、多様な取引者が参入してきたなかで、必ずしも取引者参加者間の公平やアマ取引者保護の仕組みが確保されているとは言えない取引である。

プロ間では、信用リスク管理面からの要請として取引は有担保が慣行となっているが、貸株サービス等のアマ・プロ間の株券貸借取引ではアマ取引者が信用リスクを負う取引構造となっている。多様な取引者参加者がいる株券貸借取引のもつ有用性・効率性を阻害せずに、アマ取引者保護の仕組みを考える必要がある。ここで取引者の行動・行為に着目し、その取引の回数により線引きした区分（プロとアマ）に応じた取引ルールを適用する方法について提案した。

この区分のもとで株券貸借取引は、プロ間の取引には主体的なリスク管理による取引の安定と担保株券の再利用による取引の効率性維持と、同時に、貸株サービスに代表されるプロ＝アマ間の取引におけるアマ取引者の保護の関係を整理することで、担保金と顧客分別金等を連携させる仕組みを提示する必要があると考える。

第4章 株券貸借取引と分別管理・顧客分別金

第1節 株券貸借取引と分別管理・顧客分別金の概要

1. 株券貸借取引と分別管理・顧客分別金

(i) 分別管理

1998年(平成10年)金融システム改革法による証券取引法の改正がされ、投資者が安心して投資できる金融資本市場を整備する観点から、有価証券等管理業務⁶⁷⁶を行う証券業者に対しては受託者責任⁶⁷⁷として、証券取引法(当時)において顧客資産の分別管理の義務付け等(金融商品取引法第43条の2(現行))がされ、これを補完するものとして投資者保護基金制度が設けられた。

この法令による義務付けの背景としては、この1995年に起きた英国の有力投資銀行であったベアリング証券の破綻危機に際しての、その先物取引における委託保証金等の顧客への返還リスク顕在化の問題⁶⁷⁸があったとされる。

証券業者に金銭または有価証券を預託した投資者は、これらの返還について債権的な権利を有するが、証券業者が破綻した場合、投資者は破産財団に対する債権者となり、他の債権者と平等の立場で配当を受けるに過ぎない。これに対して、投資者が預託した金銭または有価証券について、証券業者が投資者のために特定して保管していることが明確な場合(分別管理されている場合)には、投資者は排他的な物権的権利を主張しうることから、投資者の利益は十分に保護される⁶⁷⁹。

⁶⁷⁶ 金融商品取引法2条8項16号、同法28条5項。

⁶⁷⁷ 松尾直彦(2011)・前掲注(111)359頁では、金融商品取引法における証券業者の行為規制の基礎となる概念として「受託者責任」を挙げ、この受託者を広くとらえ「他人のために仕事をする者」としている。そして「受託者責任」の中心的な義務として「注意義務」、「忠実義務」、「自己執行義務」、「分別管理義務」の4つの義務を挙げている。ここで、他人のために有価証券管理の仕事をする業務においては、受託者責任たる分別管理義務は必然の行為である、との見解であろう。

⁶⁷⁸ 河本=大武(2008)・前掲注(14)298頁では、「(1995年ベアリング証券)倒産した場合にその顧客の権利が保全されるかどうかが大きな問題となった。現実的にはINGグループが債務を引き受け解消したが、これを契機に顧客資産の管理方法の検討がせまられた」と、その改正の背景が説明されている。

⁶⁷⁹ 神崎克郎ほか(2012)・前掲注(242)722頁参照。

この分別管理を定める金融商品取引法 43 条の 2 は「金融商品取引業者等は、次に掲げる有価証券（次項の規定（信託設定等の方法）により管理する有価証券を除く。）を、確実にかつ整然と管理する方法として内閣府令で定める方法により、自己の固有財産と分別して管理しなければならない。」と規定している。

その対象とされる有価証券としては、まず、同法 119 条（取引所市場デリバティブ取引の取引証拠金）の規定により金融商品取引業者等（証券業者等）が顧客から預託を受けた有価証券、または同法 161 条の 2（信用取引等における金銭の預託）の規定により証券業者が顧客から預託を受けた有価証券（同条第 1 項 1 号）が対象とされている。

また、有価証券関連業⁶⁸⁰又は有価証券関連業に付随する業務⁶⁸¹（対象有価証券関連取引）として……、顧客の計算において金融商品取引業者等が占有する有価証券又は金融商品取引業者等が顧客から預託を受けた有価証券（同条第 1 項 2 号）とされている。

一方、店頭デリバティブ取引にかかるこの顧客から預託を受けた有価証券については、主として機関投資家等のプロ等を相手とする取引であったことから、分別管理の対象から除外されている。ただし、2009 年（平成 21）年の改正金融商品取引法では、分別管理の対象を店頭デリバティブ取引のうちでも、金融機関間の取引その他投資者保護に支障がないと認められる取引以外に拡大している⁶⁸²。この分別管理の対象の拡大の背景としては、店頭デリバティブ取引が、従前の金融機関・機関投資者等のプロのみならず、個人の顧客への浸透・伸張を踏まえうえで、その保護の対象を広げたもの⁶⁸³とさ

⁶⁸⁰ 有価証券関連業は、①有価証券売買もしくはその媒介・取次ぎ・代理、②取引所金融商品市場における有価証券売買の委託の媒介・取次ぎ・代理等を業として行うことなど同法 28 条 8 項各号に規定する業務である。

この「有価証券関連業」という概念について、河本＝大武（2008）・前掲注（14）27 頁は「……旧証取法では、金融機関が「証券業」に該当する行為を営業することを禁じていた（旧証取法 65 条 1 項）。金商法では、『証券業』に該当する行為をまとめて『有価証券関連業』という新たな概念を設け（同法 28 条 8 項）、これを金融機関に禁止する形をとった（同法 33 条 1 項本文）。そのわけは、従来の『証券業』に代わって設けられた『金融商品取引業』の範囲が広くて、その中には通貨等に関するデリバティブ取引まで含まれている。これは、従来金融機関が登録を受けて行ってきたものである。これを禁止するわけにはいかないので、以上のような有価証券関連業という概念を新たに作って、これを金融機関に禁止した」と、旧証取法 65 条の「銀・証分離」から、その事由を説明している。

⁶⁸¹ 第 1 種金融商品取引業者が行える付随業務は、同法 35 条 1 項に定める、有価証券の貸借またはその媒介もしくは代理、信用取引に付随する金銭の貸付 等である。

⁶⁸² 神崎克郎ほか（2012）・前掲注（242）723 頁 参照。

⁶⁸³ 神崎克郎ほか（2012）・前掲注（242）724 頁（注 3） 参照。

れている。

さらに、従前の保護預かり業務（旧証取法 34 条 1 項 1 号）にかかる有価証券の管理は、証券業者の本来の証券業ではなくその付随業務とされていた。現在、証券業者等の有価証券の管理は、振替法による顧客口座の開設とそれに基づく振替制度（株券電子化）によって行われている。この振替制度による有価証券の権利等の管理や決済に係る業務である有価証券等管理業務（同法 2 条 8 項 17 号）について、証券業者等は分別管理義務を負うこととなっており、金融商品取引法 40 条の 3 により、証券業者等において、分別管理がなされていない場合、もしくは、権利または有価証券に係る契約等その他の法律行為において確保されていない場合（契約により証券業者等が消費できる有価証券を除くとする適用除外条項の規定がおかれている。）には、その有価証券等の売買・消費等は禁止されている。

（ii）顧客分別金と顧客分別金信託

分別管理の方法として証券業者等は、対象有価証券関連取引等に関し顧客から預託を受けるなどした金銭または有価証券について、金融商品取引業を廃止などした場合に、顧客に返還すべき額に相当する金銭（いわゆる顧客分別金）を、自己の固有財産と分別して管理し、……国内において、信託会社等に信託をしなければならない（同法第 2 項）と規定されている。すなわち、顧客分別金とは、証券業者が廃業等した場合に顧客に返還しなければならない額に相当する金銭をいい、法令は、証券業者等が当該金銭を信託会社等に信託することを義務付けている。ここで顧客に返還すべき額に相当する金銭（顧客分別金）とは、顧客に返還すべきネット債務であり、有価証券については分別管理させることにより顧客に優先的に取戻権を与え、顧客分別金については保護の範囲が曖昧な取戻権の効果ではなく、信託設定から発生する効果により⁶⁸⁴、設定者の責任財産から分離（信託の倒産隔離機能）することで、顧客財産の保護を図ろうとするものである。

このような分別管理、顧客分別金信託が徹底されていれば、例え、証券業者が破綻した⁶⁸⁵としても、また顧客資産が利用・処分されていた場合においても、当該資産の金銭

⁶⁸⁴ 松岡啓祐『証券会社の経営破綻と資本市場法制』中央経済社（2013）315 頁 参照。

⁶⁸⁵ なお、2016 年 9 月より施行されたデリバティブ取引等に対する証拠金規制では、当初証拠金に関して、信託の設定等の安全な方法により管理されている場合に限り、証券業者等は金銭の当初証拠金については利用・処分をすることを認めているが、有価証券のそれについては認められていない。（第 1 章 第 2 節 5. (vii)「デリバティブ取引等に対する証拠金規制」参照）。

換価額は顧客に返還されるはずである⁶⁸⁶。

なお、こうした分別管理の管理状況について、証券業者等は、定期的に、公認会計士又は監査法人の監査を受けなければならない（同法第3項）ものとされている。しかしながら、破綻するような証券業者のほとんどは資金繰りが切迫していることは想像に難くない。このような破綻証券業者においては顧客資産が流用されていた事例もあったことから、分別管理による顧客資産の保全には限界がある⁶⁸⁷と考えられている。このため分別管理義務を補完する制度として投資者保護基金制度が新設され、一般顧客の保護のため、証券業者は必ず投資者保護基金に加入しなければならない（同法79条の27第1項）とされている。

（iii）信用取引と分別管理

（ア）信用取引の法形式と分別管理

信用取引における分別管理の対象としては、この取引にかかる顧客資産（委託保証金現金およびその代用有価証券⁶⁸⁸）とされており、他の顧客資産と同様に顧客資産とされるものに関しては、分別管理により保全するという基本的な考え方に変わりはない。一方、信用取引の本担保証券（信用取引による買付けにより、顧客が証券業者にその信用供与の担保として差し入れた証券）および本担保現金（信用取引による売付けにより、顧客が証券業者に借り入れた証券の担保として差し入れた売却代金）は、有価証券の消費貸借契約と同様に、分別管理の対象からは除かれている。さらに、当該信用取引の評価益についても分別管理の対象から除外⁶⁸⁹されると解されている。

この分別管理の対象とされる信用取引の委託保証金の法的性質について、委託保証金が金銭で預託された場合には、その法律上の性質は敷金とみられている。証券業者は

⁶⁸⁶ なお、当初証拠金にかかる顧客資産の利用・処分にかかる規制に関しては「信託財産が金銭である場合と有価証券である場合とで、質的な差はないのではないか（日本銀行金融研究所 金融取引の多様化を巡る法律問題研究会「金融規制の適用範囲のあり方」日本銀行「金融研究」（2017.4）47頁）」との意見があるが、同時に、この論文では、「当初証拠金の再利用を認めないという国際的な合意の文言を重んじるという観点からみれば、……この規定振りも十分に理解できるものである（同48頁）」とも述べられている。

⁶⁸⁷ 森下哲朗「判批」神田秀樹ほか編 別冊ジュリスト『金融商品取引法判例百選』有斐閣（2012）152頁 参照。

⁶⁸⁸ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）367頁では、証券業者は、有価証券等管理業務を行う場合、有価証券関連デリバティブ取引・信用取引等または「対象有価証券関連取引」に関して預託を受けた有価証券について分別管理義務が定められている、としている。

⁶⁸⁹ 「分別管理 Q&A（第3版）」・前掲注（159）37頁（Q72）参照。

この委託保証金について所有権を取得するけれども、信用取引が終わったときには金額を返還しなければならないとされている。

ここで、もし顧客に債務不履行があれば、証券業者はその金額を控除した差額についてだけを返還すればよいものとされてはいる。他方、証券業者は、金融商品取引法第43条の2第1項、金融商品取引業者府令第136条の規定により顧客から預託を受けた金銭・有価証券及び顧客の計算に属する金銭・有価証券については、顧客分別金として管理しなければならないとされている。そのため、証券業者は自己の固有財産とこれら顧客分を区分し、顧客分別金としての管理義務⁶⁹⁰を負うことになる。この分別にかかる具体的な実務としては、当該委託保証金相当の金銭を信託銀行等に信託（分別金信託）設定することで顧客の所有物であることを明確にしている。

信用取引等の委託保証金が代用有価証券により預託された場合には、金銭のそれとは、その法的な性質が異なるため、分別管理方法にも当然違いがある⁶⁹¹。有価証券の場合は券面（振替株式の場合には口座管理上）により所有者の権利関係を明確に区分することが可能であることから、金融商品取引法は当該有価証券を「確実かつ整然と管理しなければならない（同法第43条の2（柱書）」とされている。

（イ）信用取引における分別管理と適用除外

信用取引口座設定約諾書（現行第3条 委託保証金の取扱い）では、保証金代用有価証券については、分別して保管され、書面により同意した場合には他に担保に供し又は貸し付けることができるとしている。ただし、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分別して保管することを定めている。

この規定について、前出「分別管理 Q&A（第3版）」Q72.では、信用取引に係る顧客資産の具体的な分別管理の方法を次のとおり説明している。

- （1）委託保証金現金（追証部分を含む）は、全て顧客分別金の計算対象とされ、差替計算基準日の残高について信託することとされています。
- （2）委託保証金代用有価証券（追証部分を含む）については、次のとおり取り扱うこととされています。
 - ① 委託保証金代用有価証券のうち、自社で保管等する場合は、「顧客から預託を受けた有価証券」として分別して管理することとなります。
 - ② 自己の運転資金を借り入れる等のために借入先（銀行、証券金融会社等）へ担

⁶⁹⁰ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）329頁参照。

⁶⁹¹ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）298頁参照。

保として差し入れた場合には、その時価相当額を、顧客分別金として計算し信託しなければなりません。

- ③ 貸借取引又は信用取引の目的で証券金融会社又は母店金融商品取引業者等へ担保として差し入れたときには、「府令」140 条 1 項各号⁶⁹²の特例要件を具備⁶⁹³している場合に限り、当該担保に差し入れた有価証券の時価は、顧客分別金の額に算入しないこととされています。万一この要件を満たしていない場合には、②と同様に時価相当額を顧客分別金として計算し信託しなければならないこととされています。（以下省略）

分別管理による顧客資産の保護については、松岡啓祐教授が指摘されているように「顧客資産の分別管理等が機能していれば、全額返還できるはずである。投資者保護基金による補償は発動されないのが本筋である」⁶⁹⁴とされる。信用取引に係る顧客資産の分別管理の実務は、証券業者が保証金代用有価証券を貸借取引又は信用取引の目的で証券金融会社等へ担保として差し入れたときには、上記の特例要件を具備している場合に限り、当該担保に差し入れた有価証券の時価は、顧客分別金の額に算入しないこととされている。すなわち、業者府令は実務を勘案して、証券業者が破綻した場合でも顧客資産の毀損を起し難い仕組みが取り入れられているとされることから、分別管理の適用除外としている。こうした信用取引に係る顧客資産の分別管理の取扱いには、分別管理の機能と実務の要請を上手に均衡させたものであると考える。

⁶⁹² 金融商品取引業者等に関する内閣府令第 140 条（調達取引に係る特例）。

⁶⁹³ 当該具備すべき特例要件とは、以下の①から③である

① 証券金融会社又は母店金融商品取引業者等に担保として提供された信用取引保証金代用有価証券（以下「特定代用有価証券」）の所有権が当該顧客に留保されているとともに、証券金融会社又は母店金融商品取引業者等において、その特定代用有価証券が、非調達取引に係る有価証券の管理と明確に区分されており、かつ、金融商品取引業者において、顧客ごとの所有に係る特定代用有価証券の種別及び数量が帳簿により明確に判別できること。

② 金融商品取引業者と証券金融会社又は母店金融商品取引業者等において、金融商品取引業者が調達取引において調達した金銭及び有価証券の時価に相当する金額の合計額と、それに相当する担保の額（本担保）との差額が毎日算出され、かつ、授受されることとされていること。

③ 契約により、証券金融会社又は母店金融商品取引業者等が、非調達取引に関して金融商品取引業者に対して有する債権の金額に充当することを目的として特定代用有価証券を処分しないこととされていること。

⁶⁹⁴ 松岡啓祐（2014）・前掲注（657）1-1-8 頁。

(iv) 株券貸借取引の法形式と分別管理・顧客分別金

金融商品取引法では分別管理の規制が定められるにも関わらず、この取引のように当該規制の適用が及ばないことから、預かり資産が実質的に顧客に帰属するとの価値判断がなされ得る取引であっても、金融取引の内容や金融資産の性質によっては、預かり資産が証券業者等の自己資産と十分に区分されないケースがある。こうした取引では、証券業者等の倒産時に預かり資産の取扱いが不明確になるとの指摘がある。このような金融取引として、担保の効率的利用や取引コスト抑制等の観点から、証券業者等に資産の利用・処分権を認め、分別管理規制がかからないかたちで取引が行われる場合⁶⁹⁵が挙げられている。

分別管理制度では、契約により証券業者等が消費できる有価証券をその対象から除く旨の規定がおかれている。すなわち、証券業者等が、有価証券等に係る契約等その他の法律行為により消費・処分権を確保している場合には、その有価証券等の売買等を行うことが出来るものとされている。

株券貸借取引の法形式は有価証券の消費貸借契約であり、その貸借される株券・現金については、基本的に授受された貸借対象物の所有権は授受先に移転することから、当該対象物は顧客資産から外れることとなる。そこで金融商品取引法は、顧客資産の受託者責任たる分別管理の義務の対象外となるものとして、有価証券等に係る契約等その他の法律行為により消費・処分権を確保している場合を規定してものと解されている。

上記のような消費貸借契約の形態による取引はプロ間の金融取引にしばしば利用されている⁶⁹⁶が、この消費貸借契約による取引においても、取引相手方の信用リスクの認識が問題となる。この信用リスクを軽減するための方策の一つには、貸付・借入物に対当する担保の授受による取引の有担保化、担保取引化があると考えられる。一方、このような担保取引については、取引当事者がニーズに応じてその法的構成や契約内容を選択

⁶⁹⁵ 「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」(2013)・前掲注(518) 27頁 参照。

⁶⁹⁶ 神田秀樹報告「デリバティブに関する規則」日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会記録第39号(2012.9)における議論で、神田教授からの「そもそもデリバティブ取引の私法上の契約として、なぜ消費貸借方式という方式が用いられているのであろうか」(21頁)という疑問に対し、永井智亮 OBS(野村証券常務)は、実務の立場から「これ(消費貸借方式)が実務上一番簡単だからです。消費貸借であれば、受け入れた証券をレボ等に利用でき、資金調達に使えて有効利用が可能です。登録手続きなどは不要ですし、また、質権では相手の同意なしにレボ等への活用が出来ないため、消費貸借の方法を実務では使ってきたのだと思います」と応じている。

し得ることが金融取引の効率性を確保するうえでは重要であるとされ、あらゆる担保取引において担保目的物の利用・処分を制限したり、規制によって担保取引について一律の法的構成をとることは、金融取引の効率性を著しく損ねることにもなりかねない⁶⁹⁷との意見がある。

実務では、こうした金融取引における効率性を重視する立場から、無担保による消費貸借契約に基づく取引も行われている。いわゆる“プロ”間の取引（特定投資家等間の取引）においては、通常、取引相手方の信用リスクに応じたリスク限度額を設定し、無担保取引はこの限度の範囲内において行われている。一方、個人顧客を対象とする株券貸借取引であるいわゆる貸株サービスのほとんどは、アマ取引者の証券業者（プロ）への無担保による株券の貸出しであり、当然のことながら、個人顧客の多くは相手方信用リスクとその限度額設定という概念やそのノウハウは著しく低いものと考えられる。この取引においては、授受された貸借対象物の再利用を前提とした消費貸借契約による取引と、顧客資産の受託者責任たる分別管理の関係について、この両立できないのではないかと、との問題提起⁶⁹⁸がされている。

（ア）貸株サービスと担保金

一部の証券業者（大手証券会社の一部およびいわゆるインターネット取引を専業とする証券会社）では、個人投資家を中心とした顧客との間で、いわゆる貸株サービスと称する株券貸借取引を行っている。この貸株サービスでは、証券業者が顧客から株券を借り入れ、それを運用し、一定の対価（品貸料：株券の貸付・借入料）を顧客に支払う取引である。取引の形態としては消費貸借契約もしくは消費寄託契約であり、その取引のほとんどは無担保による株券の借入である。証券業者はこの消費貸借契約による無担保で借り入れた調達株券を、再利用（再担保・再貸付等）して資金調達⁶⁹⁹

⁶⁹⁷ 「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」（2013）・前掲注（518）67頁 参照。

⁶⁹⁸ 神田秀樹報告（2012.9）・前掲注（696）において、神田教授は「原理的に考えてみますと、分別管理と消費は……両立すると考えられます。」（24頁）との見解を示している。また、松尾直彦教授も「（分別管理の問題において）金商法が果たして原理的に消費貸借と両立しないと考えているのかということ、そうではないのではないかと考えています（事例的に金商法府令136条1項4号を例にして、外国の第三者をして保管させるものについて）外国において消費されていても、同種同量のものが保全されていればいい」（29頁）と、金商法と消費貸借の関係についての見解を示している。

⁶⁹⁹ 当該貸株サービスにより調達された株券を証券業者では、直接、担保に提供して資金調達する方法以外にも、これらの株券を担保にして国債等を調達し、この国債をさらに

し、証券業者自身の運営資金に充当することが行われている。

貸株サービスの規模としては、大手ネット証券業者の貸株サービス分計は 3,500 億円超（2015.3 末）と推計され、また、この他にも大手証券業者の貸株サービスの分を含めると、貸株サービスによる無担保の株券貸借取引の総計は 4,000 億円を超える取引量があるものと推定⁷⁰⁰される。

そもそもこの取引は、2002 年頃から一部インターネット専門の証券会社で行われるようになったが、当初、先行の証券業者では、無担保により借入れた株券の保全のため、分別管理義務の趣旨を尊重し、借入株券の時価相当額を分別信託していたとされる。しかしながら、その後、後発した証券業者の多くは、こうした分別信託をすることなく、借入株券を原資として GC 取引（株レポ）等による資金調達、SC 取引による株券運用を行うようになっている。すなわち、証券業者は顧客に対して担保を差し出すことがない（無担保）ので、顧客は証券業者に対して、貸付をしている株券の時価相当額の信用リスクを負っていることになる。

日本証券業協会は証券業者に対し、主に個人顧客と行う株券貸借取引（貸株サービス等）にかかる信用リスクについての実質的な説明を自主規制において行うことを求めている。こうした個人投資家の信用リスクを負担する取引が拡大していくことに対し、日本証券業協会「個人投資家向け株券等貸借取引の取扱いについて（2003 年 5 月 27 日付通知）」を発出し、この通知を原型に、「株券等の貸借取引の取扱いに関する規則」⁷⁰¹として規則化し、証券業者に対し信用リスクにかかる説明を求めている。

一方において、以下のように、過去、“昭和 40 年（1965 年）の山一証券危機”⁷⁰²を引き起こしたともされる「運用預かり」と呼ばれた取引の存在、すなわち有価証券の借入先証券業者の破綻危機により、有価証券の返済の履行が危ぶまれ、そのリスクが

債券レポ市場、コールマーケット等において運用・担保に供して、資金の調達する方法も行われている。

⁷⁰⁰ 上場証券業者各社（ホールディング等を含む、特にネット証券業者）の有価証券報告書・事業報告等からの推計、第 1 章 第 1 節 4. 「株券貸借取引の市場規模」参照。

⁷⁰¹ 日本証券業協会「株券等の貸借取引の取扱いに関する規則」（第 1 章第 1 節 2. 「株券貸借取引の成立経緯」参照）および「有価証券の寄託の受入れ等に関する規則（平成 22 年 4 月 1 日最終改訂施行）」参照。

⁷⁰² 草野厚『山一証券破綻と危機管理－1965 年と 1997 年』朝日選書 605（1998）151 頁－155 頁によれば、「(運用預りにより多額の資金調達を行っていた当時の 4 大証券会社の一つであった“山一証券、近く経営再建策発表”の新聞報道をきっかけとして) 山一証券の各支店に運用預かりの解約が殺到し、事実上の取り付け騒ぎ」の発生状況が描かれている。

顕在化し、事実上、その取扱いが禁じられてきた経緯がある。

(イ) 運用預かり問題

① 旧山一証券危機と運用預かり

従前、その弊害性の高さから廃止された「運用預かり」と呼ばれる取引は、貸株サービスに極めて類似した構図をもった取引⁷⁰³である。この運用預かりとは「証券会社が資金調達の担保とする目的で、対価（品借料）を支払って、不特定・多数の顧客から、有価証券（主として割引金融債）の消費寄託を受ける業務」とされ、「証券会社の金融手段として自然発生的に生まれてきたものを兼業承認の対象として規制することとされたものであるが、証券会社の資金繰りと割引金融債の販売の便宜に合致したため、急速な拡大をみることとなった」⁷⁰⁴とされている⁷⁰⁵。運用預かりと上述した貸株サービスとは、極めて類似したスキーム構造をもった取引である。

1965（昭和40）年当時、運用預かり業務が拡大した背景には、長期産業資金の供給を使命とした日本興業銀行等のいわゆる長期信用銀行等の存在があった。この長期信用銀行等には利付金融債・割引金融債の発行が認められ、長期信用銀行等の原資は、これらの金融債の発行に依存していた。一方、長期信用銀行等は支店の設置が極めて少なく、これらの金融債の販売力に欠けるところがあったことから、金融債の受託販売をしていたのが証券業者であった。当時、証券業者は金融債の委託販売を行うだけでなく、顧客が購入した金融債を預かり、これを証券業者自身の資金繰りのために利用し、その利用対価を顧客に支払う仕組みが運用預かりであった。この仕組みは、当時の証券業者にとっては有力な資金調達的手段となるものであったが、金融債を預けた顧客にとっては、経済的には預金と同様に対価は受けられるものの、金融債自体もしくはその見返りとなる担保現金は証券業者により消費利用されていた。

⁷⁰³ 1965年（昭和40年）施行の改正証券取引法において、当時登録制であった証券会社の免許制への移行（移行時期は1968年4月、なお、現行金商法は届出制となっている）に際し、証券会社の免許の要件が定められ「旧証取法下で効果的に取り締まれなかった、保護預かり株券の流用……が、この法改正により禁止（草野厚（1998）・前掲注（702）174頁）」されることになった。

⁷⁰⁴ 大蔵省証券局『証券局年報（昭和43年版）』（1968）178頁参照。

⁷⁰⁵ 従前（旧証券取引法）は有価証券の保護預り業務と呼ばれ、本来の証券業ではなく、その付随業務とされていたが、その性質からみて本来業務と不分離の関係にあることからこれを金融商品取引業のうちの有価証券等管理業務（金融商品取引法2条8項16号、同法28条5項）とした（河本＝大武（2008）・前掲注（14）201頁参照）。

この運用預かりの具体的な仕組み・実態としては「運用預かりを認められた大手4社を含むいわゆる運用19社は、運用預かりによって手にした借入有価証券をコール市場でコール・マネーを取り入れるための担保に使用したり、日本証券金融、都市銀行その他の金融機関などから資金調達のための担保とすることになる。こうして得られた資金により……（証券会社は）自己で株式を買付け、その買付け済みの株式を担保として、掛目7割で資金を借り、株式を買い付けることもあった。このようにして、『買付け株式 → 担保差入れ → 銀行借入金 → 株式買付け』の循環は当時、必要に応じ、何回も繰り返された。」⁷⁰⁶という状況であった。

こうした運用預かり業務について大蔵省は、1949（昭和24）年から、大手証券業者に対し兼業承認を行ったものの、その業務方法等に関する基準・規制は特に設けられることはなかった。その後、証券業者の資金需要の増大を受けて運用預かりの規模の拡大したこと、また、この業務の不健全な運用の事案が出てきたことから、その運営方法等について具体的な基準を設けることで、量的な規制がされることとなった、とされていた。

ここで、1963（昭和38）年のいわゆるケネディ・ショックを境として株式市況が反落に転じると、運用預かりは「その性格を著しく変質させた……証券各社は運用預かりによって得た資金を単なる運転資金としてだけでなく、借入金返済用に利用し始め……急ピッチで増え続けた」⁷⁰⁷とされる。こうした状況において、仮に顧客が一斉に運用預かり分の金融債の返還を求めてきた場合、証券業者の資金繰りは極めて短期間に破綻を来すことにもなる。

その後も株価の下落が続いたこと、また、売買流通市場の整備がされていない公社債投信の人気離散と、証券業者がこれら投信を買い取らざるを得ない状況は、証券業者の財務を蝕んでいった。大手証券業者のうちでも、その財務内容を急速に悪化させた証券業者（山一証券ほか）が出てきた。山一証券には1965（昭和40）年、関係金融機関の支援や合理化による経営立て直し等の措置がなされる状況にいたっていた。こうした状況下、後に証券局年報（昭和43年版）⁷⁰⁸は、山一証券再建策について新聞報道を引用し「このような措置をとったこと自体がその経営内容に対する不安を招来し、運用預かり証券等の払い戻し要求を激発させる結果となった。……顧客からの

⁷⁰⁶ 草野厚（1998）・前掲注（702）33頁。

⁷⁰⁷ 草野厚（1998）・前掲注（702）33頁。

⁷⁰⁸ 『証券局年報（昭和43年版）』（1968）・前掲注（704）179頁参照。

運用預り証券の払い戻し要求が殺到した場合には銀行における取り付けと同様の状態となり、証券市場に甚大な影響を与えるとともに、信用機構全体を混乱に陥れることが危惧されるにいたった。」と運用預かりが、いわゆる“山一危機（証券恐慌）”⁷⁰⁹の要因の一つであることと、金融当局の危機連鎖への危惧を、記している。

この山一危機の原因として板谷敏彦氏は「自己売買益への過度な依存とともに、他社比較で借入れと支払い利息の多い点が指摘されていた。当時は『運用預かり』という制度があり、現在からみると信じられない制度なのですが、品貸料を支払って顧客から借りた国債、公社債を担保に証券会社が借入をする制度でした。この資金で流動性の悪い資産を買ってしまい、顧客からの担保証券返還要求に応えられないケースが山一の問題だった」⁷¹⁰と指摘している。その後、当時の大蔵省は「もはやこういう制度は証券金融としてはとらないという基本体制でもっていきたい（昭和41年2月16日衆議院大蔵委員会における証券局長答弁）。」⁷¹¹として、1968（昭和43）年3月をもって、この運用預かり制度は廃止されることとなった。

こうした経緯のある「運用預かり」については、“信じられない制度”との認識がある一方で、不特定・多数の顧客からの借入れ、すなわち、預りの対象とする有価証券を、国債・公社債から株券と置き換えるだけで、「貸株サービス」とまったく同じスキームが出来上がる事実がある。さらに、“流動性の悪い資産”を、CDO等のシンセティック証券等と言い換えれば、リーマンショックにおける流動性枯渇による金融危機と、同じ構図が浮かびあがることとなる。

このような、行ってはならない・信じられない制度とまったく同じ構図のものが、顧客へのリスク説明を課すことを条件として行われている。また、こうした顧客保護に欠く取引とも見られる貸株サービスでは、リスク説明義務に関しては、その具体的・個別的な事実関係、また、過去にこのスキームと同様のもの（運用預かり）による問題が、その経緯・影響等が説明されることなく行われている。

② 運用預かりと証券業者の開業規制

⁷⁰⁹ この旧山一証券の危機は、当時の田中角栄蔵相（1965年5月28日深夜）の「日本銀行による特別融資（日本銀行法25条）の措置等による対応」の声明等により、取り付けは終息にむかい、金融危機の連鎖は食い止められた（草野厚（1998）・前掲注（700）20頁、165頁参照）。

⁷¹⁰ 板谷敏彦『金融の世界史－バブルと戦争と株式市場－』新潮社（2013）216頁参照。

⁷¹¹ 『証券局年報（昭和43年版）』（1968）・前掲注（704）180頁参照。

1965（昭和40）年の改正証取法により、証券業者の開業規制として登録制から免許制への移行に伴い「運用預かり」は、この免許要件から外されたことで廃止⁷¹²されている。しかしながら、その後、再び、貸株サービスとの名称によって、再び運用預かり類似した業務が行われるようになった経緯を検証してみる。

1965年（昭和40年）の免許制移行においては、証券業者には証券業の業務の種類ごとに、所定の免許を取得することが義務付けられた。業務の種類としては、有価証券の売買業務（ディーラー業務）、有価証券売買の媒介・取次・代理および委託売買の媒介・取次・代理（ブローカー業務）、有価証券の引受け・売出し業務（アンダーライター業務）、有価証券の募集および売出しを取扱う業務（セーリング業務）の4種類であった。この免許制移行に際しては、既存の証券業者は、改正証取法が定める要件を具備しなければ、免許を取得できないものであった。要件とは、上記4種類の業務が行える証券業者（「総合証券」とも呼ばれていた）の最低資本金額を30億円とするなどの財務等の要件のほか、預り金、借入金等はその金額や条件が資産の状況からみて不健全でないこと、顧客から受寄した有価証券はその数量過当でなく、安全な施設に整然と保管されていること等が定められていた。

ここで問題となった「運用預かり」の取り扱いは、明示的に禁止されていないが、免許要件に適合しないもの、とってはならないもの、として排除されることとなった。

その後、金融の国際化・規制緩和の議論を受けて、1998年の金融システム改革法を受けた改正証取法では、証券業者の参入について、免許制から原則登録制へと、規制の緩和が行われた。現行、金融商品取引法では、金融商品取引業は内閣総理大臣の登録を受けなければ行うことはできない（同法29条）とされ、内閣総理大臣は登録拒否要件に該当しない場合、これを登録しなければならない（同法29条の4、同法施行令15条の6～9）とされた。証券業者は免許制のもとの「一般的な事前予防規制」から、登録制のもとの「事後チェック規制」への転換が図られてきた⁷¹³が、同時に、

⁷¹² そもそも運用預かりは、大蔵省（当時）当局が兼業承認として認めてきたものであり、これを直接的に違法とすれば、当局の監督責任が問われかねない。こうしたことから、開業規制の強化（免許制への移行）に併せ、明確に禁止するのではなく、要件の適用外とすることで廃止したものと思われる。この監督当局の責任回避的な曖昧な廃止のプロセスが、後に、再び信用リスクを顧客に負荷させるスキームを生み出させる遠因と考える。

⁷¹³ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）359頁、320頁。

規制緩和の緩みが出て健全な市場の確立に歪みが生じるおそれがある⁷¹⁴との指摘もされている。すなわち、この金融システム改革法では、開業・参入にかかる規制の緩和と同時に、分別管理および投資者保護基金の創設という顧客保護にかかる制度の導入が盛り込まれていた。しかしながら、証券業者が行う貸株サービス等の消費貸借契約に係る取引に関しては、その保護の対象外である。

この免許制の導入による「一般的な事前予防規制」において免許要件に適合しないものとして排除された「運用預かり」は、規制緩和と「事後チェック規制」への転換の中で、時間的な経過による問題認識の希薄化等により、類似スキームが復活したものと考えられる。

こうした参入規制の緩和等を受けて、証券業者が「貸株サービス」・「預株」等の名称で、このような消費貸借契約による無担保での顧客からの株券を借入れ運用する業務を各証券業者のウェブサイト上で確認⁷¹⁵できるのは、2000年前後からである。

2. 分別管理と投資者保護基金

(i) 投資者保護基金制度の概要

先に述べたように、投資者保護基金制度は一般投資家たる顧客が安心して証券市場における取引が行えるような仕組みを整備することで、顧客を保護し、もって証券市場の信頼性を確保すべく、分別管理義務を補完するものとして、1998（平成10）年の金融システム改革法による証券取引法の改正によって、新設された制度である。

金融商品取引法では、金融商品取引業者の破綻に際して投資者の保護を図り、もって証券取引に対する信頼性を維持することを目的として、投資者保護基金という制度を設けている（同法79条の20以下）。この投資者保護基金の補償の対象となる顧客は、金融商品取引法上の一般顧客（同法79条の20第1項、同法施行令18条の5）であり、また、証券業者に対する当該顧客の債権を全て保護するものではない。投資者保護基金

⁷¹⁴ 河本＝大武（2008）・前掲注（14）207頁。

⁷¹⁵ マネックス証券ホームページ（貸株サービス）

[〈https://www.monex.co.jp/StockLending/00000000/guest/G1900/lend/index.htm〉](https://www.monex.co.jp/StockLending/00000000/guest/G1900/lend/index.htm)

松井証券ホームページ（預株サービス）

[〈http://www.matsui.co.jp/service/yokabu/〉](http://www.matsui.co.jp/service/yokabu/)

SBI証券ホームページ（貸株サービス）

[〈https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=service&dir=service&file=home_stock_lending.html〉](https://www.sbisec.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=service&dir=service&file=home_stock_lending.html)。

による補償の対象となるのは、証券業者と対象となる有価証券関連取引を行っている者で、一般顧客が証券業者に対して有する債権のうち、当該一般顧客の顧客資産に係るもの（同法 79 条の 56 第 1 項）とされている。

ここで金融商品取引法上の「一般顧客」⁷¹⁶とは、

- i) 有価証券関連業（同法 28 条第 8 項）を行う金融商品取引業者の本店その他の国内営業所または事務所の顧客であって、当該金融商品取引業者と対象有価証券関連取引をする者をいう（同法 79 条の 20 第 1 項）。
- ii) 「一般顧客」に該当する者であっても、①適格機関投資家、②国または地方公共団体、③日本銀行等については、一般顧客の定義から除かれる（同法施行令 18 条の 5）。
- iii) 対象有価証券関連取引とは、有価証券関連業または有価証券関連業に付随する業務として内閣府令で定める取引（店頭デリバティブ取引に該当するもの等）をいい、内閣府令では、金融商品取引業に付随する業務のうち、信用取引に付随する金銭の貸付を行う業務などが定められている（同法 43 条の 2 第 1 項 2 号、同法施行令 1 条の 8 の 6 第 1 項 2 号イロ、金商業府令 137 条、137 条の 2 等）とされる。

また、基金制度における「顧客資産」とは、

- ① 信用取引等を行う場合に金融商品取引業者に預託する保証金や同代用有価証券、
- ② 有価証券関連業に係る取引に関し、一般顧客の計算に属する金銭や有価証券（典型的な事例としては、売買買付け後に顧客に引き渡される前の有価証券など）等、
- ③ 振替法に基づく口座管理機関として業務等に関して預託を受けた金銭、有価証券、等がこれにあるとされる。

この投資者保護基金制度が補償の対象とする取引は、証券業者に対する当該顧客の債権を全て保護するものではなく、基金による補償の対象となるのは、証券業者とその対象となる有価証券関連取引を行っている者で、一般顧客が証券業者に対して有する債権のうち、当該一般顧客の顧客資産に係る有価証券⁷¹⁷とされている。すなわち、この有価

⁷¹⁶ 神田秀樹報告「投資者保護基金制度」日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会 研究記録第 47 号（2014. 9）8 頁において、神田秀樹教授は、補償の対象となる一般顧客について「要するに、基金の会員である証券会社の国内の営業所または事務所の顧客であって、会員である証券会社と対象とするような有価証券関連取引を行う者、または商品デリバティブ取引を行う者ということになります。ただし、適格機関投資家と国または地方公共団体等は補償対象から除かれるということになります。」と説明されている。

⁷¹⁷ 日本投資者保護基金のホームページ（「補償制度の仕組み Q&A」：Q4）では、「◎補償の対象となる顧客は、法律上の『一般顧客』です。つまり、会員（いわゆる証券会社）

証券としては、顧客が売付けの委託ために預託した有価証券、顧客に引き渡される前の有価証券や保護預りにより預託を受けた有価証券等は含まれる。一方で、契約により証券業者が消費できる有価証券は除かれる（同法 79 条の 20 第 3 項第 3 号）。

この有価証券の貸借またはその媒介もしくは代理（法 35 条第 1 項第 1 号）に類似する業務について投資者保護基金の適用が除外された理由として、それらが通常プロの取引によるためと考えられている。ここでは、行為者の属性ではなく、行為の性質を問題としている⁷¹⁸、とされる。

また、投資者保護基金の補償対象については、顧客が証券業者に預託したり、証券業者が顧客のために受領した金銭・有価証券の顧客に対する返還請求権を保護するものであることから、例えば、証券業者の説明義務違反や契約違反等による損害賠償請求権は補償の対象にならないと考えられる⁷¹⁹。

（ii）投資者保護基金の補償対象と分別管理

投資者保護基金の補償対象としては、顧客が証券業者に預託したり、証券業者が顧客のために受領した金銭・有価証券の顧客に対する返還請求権を保護するものであるもので、例えば、証券業者の説明義務違反や契約違反等による損害賠償請求権は補償の対象にならないと考えられている⁷²⁰。

すなわち投資者保護基金制度が補償の対象とする取引は、制度の概要でも述べたように、証券業者に対する当該顧客の債権を全て保護するものではない。基金による補償の対象となるのは、証券業者とその対象となる有価証券関連取引を行っている者で、一般顧客が証券業者に対して有する債権のうち、当該一般顧客の顧客資産に係るものとされている。

一方、2012 年 9 月に成立した改正金融商品取引法は、投資者保護基金の補償対象を拡大し、商品関連市場デリバティブ取引も補償対象としている。この補償対象拡大は、上記の基金の補償対象の区分けから考えれば、顧客に対する返還請求権を保護するもの

の営業所等の顧客であって、会員と、対象となる有価証券関連取引を行っているもので、適格機関投資家等・国・地方公共団体等は除かれる……。◎補償の対象となる取引は、補償対象となる顧客が、有価証券関連業に係る取引に関して、会員に預託した金銭・有価証券等が補償の対象となる。」旨の説明がされている。

<http://jipf.or.jp/q&a.html>

⁷¹⁸ 神崎克郎ほか（2012）・前掲注（242）740 頁（注 11）参照。

⁷¹⁹ 森下哲朗（2012）・前掲注（687）152 頁参照。

⁷²⁰ 森下哲朗（2012）・前掲注（687）153 頁参照。

以上の、証券業者と顧客の取引にかかるものまで拡大している。この改正の背景としては、商品関連市場デリバティブ取引が、従前の機関投資者等のプロ投資者のみならず、個人の顧客への浸透・伸張があり、その補償の対象を広げたものと考えられる。

株券貸借取引の法形式である消費貸借契約の形態による取引は金融取引にしばしば利用されている。この消費貸借契約方式による担保提供は、取引相手方の信用リスクを軽減するための方策であるが、分別管理・投資者保護基金制度との関係の整理⁷²¹が必要であると考えられる。

上述（本章第1節1. (vii)「株券貸借取引の法形式と顧客分別金・分別管理」）したように、相手方の破綻時に際して、消費貸借契約の法形式をとる取引における超過担保部分の取戻権が有効であるか否かが問題となった東京高裁判決⁷²²がある。この取引の法形式は消費貸借契約ではあるが、その経済実質も当事者の意識も、担保取引そのものであるものと推認される。このケースの争点は、法形式の事実認定で争うのではなく、取引の安定性、有担保取引の有効性の観点から問題となったものと思われる。

そもそも投資者保護基金制度の創設経緯として、証券市場の抜本的改革（いわゆる日本版ビックバン）について検討がなされた証券取引審議会・総合部会⁷²³では、証券市場における制度的な安定性の維持や信頼の確保のため、証券業者が破綻した場合に投資家に予期せざる損害を生じさせないため、「証券会社の顧客資産の分別義務の徹底等により、顧客資産が顧客に適切に返還されるための整備をすることが、市場に対する信頼を維持する上で不可欠である。」ことが示され、「分別された顧客資産の顧客への的確な返還を担保するための制度」⁷²⁴として、寄託証券補償基金制度（当時）の拡充⁷²⁵が挙げら

⁷²¹ 神田秀樹（2014）・前掲注（716）45頁「報告者レジュメ」では、投資者保護基金制度の趣旨について「証券会社は、金商法上、分別管理義務を負い、顧客の有価証券および金銭を保管・管理するが、証券会社が破綻した場合において、何らかの理由により顧客の有価証券および金銭を返還できない場合に、投資者保護基金が顧客に対して金銭による補償を行う……。このような日本の制度は、投資者保護基金による補償の対象を分別管理の不備にかかる顧客の損害と限定しており、その点でアメリカの制度に近い。」と説明している。

⁷²² 東京高裁 平成22年10月27日判決・前掲注（521）参照。

⁷²³ 証券取引審議会「証券市場の総合的改革―豊かで多様な21世紀の実現のために―」（1997）・前掲注（29）参照。

⁷²⁴ 寄託証券補償基金（1998年当時）は、「自主的な基金」であり証券取引所法上の法人ではなかった。（大蔵省証券局「ワーキング・パーティー主査報告」（1998））。

⁷²⁵ この旧寄託証券補償基金についてはあるが、その補償の対象にかかる事案（丸荘証券事件 東京地裁 平成13年10月31日判決（控訴、後控訴棄却・確定）判例タイムス No.1118（2003.7.1）168頁）がある。

れていた。すなわち万一の場合でも、証券業者がその受託者責任において顧客資産を自己資産と分別して管理していることで顧客はその資産が保全されることが期待されてはいるものの、これが出来ない場合でも、投資者保護基金制度によりカバーされる仕組みとなっている。投資者保護基金制度が分別管理を補完することで、投資者の証券取引に対する信頼を担保する仕組みが作りあげられていると考える。

しかし分別管理においても投資者保護基金制度においても、その対象となる顧客資産・取引等にかかる法令の定めは複雑であり、これらを一般顧客が法令の定める顧客資産の範囲を厳格に理解することは容易ではないものと推測される。一般に証券業者は顧客に対し、顧客が預ける資産にかかる説明として、分別管理による安全性を説明している。こうした顧客の証券取引・資産の安全性に対する信頼を担保するためにも、その制度は顧客が保全を期待するものでなければならない。

(iii) 投資者保護基金等の補償対象についての判例

ここでは投資者保護基金等の補償の対象にかかる2つの最高裁判決（最高裁平成18年7月13日判決⁷²⁶・最高裁平成19年7月19日判決⁷²⁷）を検討する。

(ア) 最高裁平成18年7月13日判決（南証券事件）

本事案は、投資者保護基金への補償金請求事案であるが、事案の概要は、平成11年（1999年）、X（原告、控訴人、上告人）らは、A証券会社（南証券）に対し、訴外各社が発行する社債（以下、「本件各社債」という。）の引受け申し込みをし、社債金額の払込を行った。A証券会社は、本件各社債の発行会社名義による預り証を交付した。その後（平成12年3月）、A証券会社について、内閣総理大臣（金融監督庁）による破産の申し立て（金融機関等の更生手続きの特例等に関する法律第178条第1項）がなされた⁷²⁸。Y（被告、被控訴人、被上告人：日本投資者保護基金）は、A証券会社への破

⁷²⁶ 最高裁 第一小法廷 平成18年7月13日判決（民集60巻6号2336頁）。

⁷²⁷ 最高裁 第一小法廷 平成19年7月19日判決（民集61巻5号2019頁）。

⁷²⁸ 2000年3月6日付 金融監督庁 関東財務局『南証券（株）に対する破産申し立て等について』では、「金融監督庁は、関東財務局監理の南証券（株）に対し、同局が実施している検査の際に掌握した資料等により、同社の財務内容が債務超過であると思料されるため顧客資産の保全を図るとともに会社財産の更なる費消を防ぐとの観点から、司法上の財産保全手続きが必要と判断し、……破産申し立てを行い、併せて、……財産保全の申し立てを行った。……なお、証券取引法上補償されるべき顧客資産については、日本投資者保護基金による確認等所要の手續が終了した後、返還されることになる。」旨を公

産の申し立てを受けて、旧証券取引法 79 条の 54 の規定に基づき、顧客資産の返還にかかる債務の円滑な履行が困難であるとの認定をした。

ここで、X が A 証券会社に支払った本件各社債の買付け代金は、補償対象債権であると主張して、Y に対してその支払いを求めた、Y は、当該買付け代金については、本件各社債の発行会社の計算に属している金銭であり、A 証券会社が X から預託を受けている金銭ではないとして、請求を拒んだ。

これに対し、X らは、本件各社債発行会社と A 証券会社との間の本件各社債募集取扱契約は実態がなく不成立又は無効であるので、X が支払った金銭は本件各社債発行会社の計算に属する金銭ではないことなどから、本件各社債取引が私法上有効であるか無効であるかを問わず、証券業に係る取引に当たるとして、証券業に係る取引に関して一般顧客から預託を受けた金銭に該当し、これら金銭は補償の対象となる顧客資産であると主張した。原審（札幌高裁 平成 17.3.24 判決）は、本件各社債取引が、実体のない無効なものであれば、その証券取引の形態を仮装したものに過ぎず、証券業に係る取引にあたるということとはできない、として X らの請求を退けている。

最高裁は、まず「本件各社債取引は、飽くまで A 証券と本件各社債取引者らとの間の取引であり、本件各社債取引者らが発行会社と A 証券との間の本件各社債募集取扱契約とは別個の取引であるから、同契約が不成立又は無効であったとしても、そのことから当然に本件各社債取引が証券業に係る取引の該当性を有しないことにはならない」として、原審が示した「実体のない無効な契約により募集された本件各社債取引は、証券業に係る取引に当たらない」とする事由を否定した。

さらに、基金設立の目的・趣旨について「……基金は、会員である証券会社が顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行をすることが困難であると認定した場合に、認定証券会社の一般顧客の請求に基づいて、……補償対象債権につき一定の金額を支払う等の業務を行うことにより投資者の保護を図り、もって証券取引に対する信頼性を維持することを目的として設けられたものである」と解している。

最高裁は「認定証券会社が一般顧客から預託を受けた金銭であっても、顧客資産、すなわち証券業に係る取引に関して預託を受けた債権でなければ補償対象債権にはあたらない（法 79 条の 20 第 3 項 2 号、法 79 条の 56）が、……（上記）基金が設けられた趣旨等に鑑みると、証券会社が、証券業に係る取引の実体を有しないのに、同取引のように仮装して行った取引も含まれると解するのが相当である。もっとも、顧客に仮装

表している。

の事実を知っていたか、あるいは知らなかったことにつき重大な過失があるときには、証券業に係る取引の該当性は否定される。」と判示して、原判決を破棄して札幌高裁に差戻している⁷²⁹。

(イ) 最高裁 平成 19 年 7 月 19 日判決 (アイコム事件)

本事案は、商品先物取引法の委託者保護基金制度の補償対象事案である。事案の概要としては、東京穀物取引所 (被告 Y1) の会員である A (アイコム…平成 14 年破産宣告) にて商品先物取引をしていた X (原告) が、A との委託契約にかかる債務不履行又は不法行為 (A の外務員である従業員らの不当な勧誘および無断売買等) により A に対して取得したとする損害賠償請求権 (以下「本件債権」といい、本件債権に対応する A の債務を「本件債務」という) について、被告 Y1 に対しては、「委託により生じた債権」に当たるとし、指定弁済機関である委託者保護会員制法人日本商品委託者保護基金 (被告 Y2) に対しては、本件債務が「受託にかかる債務」⁷³⁰に当たるとして、旧商品取引所法に基づき、Y らに対し債務の履行を求めて提訴した。

最高裁は、「旧法97条の3第1項は、委託者が、当該会員に係る受託業務保証金について、直接取引所に対し、その払渡しを請求することを認めるものであるが、… 受託業務保証金の大部分を占めるのは流動部分であり、流動部分は委託者が会員に預託した委託本証拠金の額に見合うものであって、会員に対し受託業務保証金を取引所に預託させるのは、委託者資産を構成する委託本証拠金を取引所に分離保管させ、委託者の委託本証拠金を保全するという趣旨によるものと解される。……このことから、受託業務保証金の預託が委託者資産を構成する委託本証拠金を保全する趣旨のも

⁷²⁹ 本判決の差戻し控訴審 (札幌高裁 平成 19 年 5 月 18 日判決) では、X らに本件取引が仮装された取引であることを知らなかったことにつき重大な過失はなかったとして、X らの請求を認容している。

⁷³⁰ 旧商品取引所法に基づく受託業務保証金制度では、法商品取引所の会員は、商品先物取引を委託する多数の委託者から、委託取引の担保として現金や有価証券 (以下「証拠金」という) を預り、商品先物取引の委託を受けて取引を行っている。商品取引所の会員は、その受託業務につき委託者のために受託業務保証金を商品取引所に預託しなければならない (旧法 97 条の 2 第 1 項)。会員に対し商品市場における取引を委託した者は、その委託により生じた債権の弁済を受けるため、当該会員に係る受託業務保証金について、取引所に対し、その払渡しを請求することができる (旧法 97 条の 3 第 1 項)。商品取引所における取引を委託した者は、その会員が当該受託に係る債務を弁済することができないときは、指定弁済機関に対し、その契約弁済額につき弁済すべきことを請求することができる (旧法 97 条の 11 第 3 項)。

のであることが明らかである。したがって、取引所による受託業務保証金の払渡しは、委託者資産を構成する委託本証拠金の引渡しの実質を有するものである。」としている。「取引所の受託業務保証金の払渡しは、当該会員に係る受託業務保証金という額の限度のあるものの払渡しであり、……『委託により生じた債権』は、委託者資産の引渡請求権を指すものと解するのが相当である。会員の債務不履行又は不法行為に基づく委託者の損害賠償請求権は、たとえ会員の受託業務と相当因果関係を有するものであっても、委託者資産を構成するものとはいえない。上記の損害賠償請求権も『委託により生じた債権』として受託業務保証金の払渡しの対象とすれば、その分、当該会員に対し商品市場における取引を委託した他の委託者の委託本証拠金の引渡請求権を犠牲にすることになりかねず、委託本証拠金を保全するという受託業務保証金預託の制度の趣旨に反することになる。したがって、上記の損害賠償請求権は、『委託により生じた債権』には該当しないと解するべきである。」と判示した。さらに、日本商品委託者保護基金の補償対については「法97条の11第3項の規定に基づき委託者が指定弁済機関に対し弁済を請求することができる債権も、委託者資産の引渡請求債権であり、債務不履行又は不法行為に基づく委託者の損害賠償請求権を含むものではないと解するべきである」として、原告の請求を棄却し、原審に差し戻している。

(ウ) 2つの最高裁判決からの考察

南証券事件（平成18年判決）で最高裁は、A証券会社との取引は証券業に係る取引の実体を有しないのに、同取引のように仮装したものであり、外見上は、証券取引としての外観が備わった取引であり、金融商品取引業における証券取引とみることができるものとの見方をとっている。

最高裁は、投資者保護基金の本質的な意義・制度趣旨を、証券取引に対する信頼性を維持という本来的な目的という面から捉えている。取引の事実認定については顧客保護を広くとらえる考え方から、例え、その取引が仮装されたとしても、外面的に該当補償の対象とされる証券取引と見られる蓋然性が高い取引については、顧客に故意もしくは重過失があることを除き、補償の対象を広くとらえその対象取引として認容している。前田雅弘教授はこの判決を証券取引に対する信頼の観点から肯定的に評価⁷³¹している。

⁷³¹ 神田秀樹（2014）・前掲注（716）34頁〔前田雅弘副会長〕発言として、「……確かにこの制度はあくまで分別保管を補完する制度であると言われてきました。そして、分別管理義務との関係を厳密に要求しますと、最高裁の平成18年判決を批判する学説のように、そもそも分別管理義務が生じないような場合には、この制度を使えないという議論

一方、この判決に対しては「投資者保護基金が設けられた趣旨が顧客資産の分別保管を補完することにあつたことを考慮すると、分別保管を観念しがたい詐欺的行為について、その被害者を救済するために投資者保護基金による支出を認めることは困難なように思われる」⁷³²とする意見、また、「分別管理義務を補完するのが基金の主な目的であることから、会社ぐるみで投資者を騙した場合に投資者の救済を図ろうとする本判決には疑問が残る」⁷³³などの批判もなされている。さらに「投資者保護基金による投資者の救済は、本件社債の勧誘・販売が客観的な行為の外形からみて正当なものである場合であっても、基金には証券業者による外観作出についての責任や監督権限はなく、この外観を信じた者の保護ために用いることは適当でない」⁷³⁴との見解も示されている。

南証券事件（平成18年判決）の1年後、アイコム事件（平成19年判決）では、旧商品取引所法に基づく受託業務保証金制度の補償対象については「当該会員に係る受託業務保証金という額の限度のあるものの払渡しであり、……『委託により生じた債権』は、委託者資産の引渡請求権を指すものと解するのが相当」として「損害賠償請求権は、『委託により生じた債権』には該当しないと解するべきである。」と、損害賠償請求権を補償請求の範囲から除かれると判示している。

このアイコム事件（平成19年判決）では、南証券事件（平成18年判決）で最高裁が示した「補償対象債権は、……証券会社が、証券業に係る取引の実体を有しないのに、同取引のように仮装して行った取引も含まれると解するのが相当」との判示とは、相反するようにも見える。この判決では、受託業務保証金制度が、商品取引所の会員が商品先物取引の委託にかかる担保として預った現金や有価証券（「証拠金」）につき、委託者のために受託業務保証金を商品取引所に預託することで、その委託により生じた債権の弁済を受けるため、商品取引所に払渡しを請求することができる制度であり、商品取引所における取引を委託した者は、その会員が当該受託に係る債務を

にまでいくことになるのだろうと思います。しかし、この制度は、導入の経緯はともかくとして、そこまで分別管理義務との関係を強く見なければいけないのか。証券取引に対する信頼というときの「信頼」とは、……預けたものは返してもらって当然であるという信頼であって、この当然の信頼を保護するための制度ですから、余りに補完性を厳重に要求するよりは、分別管理義務の制度と投資者保護基金の制度との2本立てで、預けたものを返してもらえるとこの当然の信頼を保護しようとしていると考えているのではないのでしょうか。」と述べている。

⁷³² 神崎克郎ほか（2012）・前掲注（242）739頁（注8）参照。

⁷³³ 近藤光男ほか『金融商品取引法入門』商事法務（2010）488頁。

⁷³⁴ 森下哲朗（2012）・前掲注（687）153頁。

弁済することができないときは、指定弁済機関に対し、その契約弁済額につき弁済すべきことを請求することができる、ものとして設計された制度であるとされている。この旧商品取引所法における受託業務保証金制度は、商品取引所の会員が破綻した場合において委託者が差し入れた証拠金が委託者に弁済されること、この弁済を指定弁済機関が補完するものであるとしている。

この判決は、こうした受託業務保証金制度の制度構造として、旧商品取引法下の受託業務保証金の取引所への預託は、委託者資産を構成する委託本証拠金を取引所に分離保管させることで財産の混同を防止するとともに、流用等による損害を防止し、委託者の委託本証拠金を保全するという目的・趣旨でおこなわれるものであるとの見解をとっているものと思われる。受託業務保証金制度が、委託者の委託本証拠金を保全するという目的から導かれたものであるとしていることからすれば、受託業務保証金制度における補償・救済の範囲は当然、限定されるものであろう。

すなわちアイコム事件（平成 19 年判決）で示された旧商品取引法下の受託業務保証金制度と金融商品取引法下の分別管理と投資者保護基金の制度と対比しても、の受託業務保証金制度も一義的には分別管理に相当する仕組みである。また、投資者保護基金制度とは名称と同様に、分別管理制度に類似した構造のものと考えられる。

しかしながら、南証券事件（平成 18 年判決）は「外面的に該当補償の対象とされる証券取引と見られる蓋然性が高い取引」については、顧客は“自己に当然帰属すると考える資産”として、これが分別管理により保全されるべきものと認識するであろうし、証券取引としての外観を備えていたことに対する信頼の維持、保護するための制度であるとの見解から、投資者保護基金の補償の対象としている。一方で、アイコム事件（平成 19 年判決）では、当該会員の債務不履行又は不正行為に基づく損害賠償請求権については、委託者の委託本証拠金を保全する目的により作られた受託業務保証金制度の対象外としている。

この 2 つの判決は、受託業務保証金制度と投資者保護基金制度との制度設計における根本的な構築思想の違いから、その判示に違いがでてきたものとも考えられる。アイコム事件（平成 19 年判決）が従業員による不正流用に対する損害賠償請求権の制度対象の検討からアプローチされたものであり、南証券事件（平成 18 年判決）では不法行為に関する外形理論を信頼性から適用の検討されたものであるとすれば、アイコム事件（平成 19 年判決）が南証券（平成 18 年判決）の考え方を否定するものではないものであろう。

(v) 米国のマージン取引における顧客保護規制

米国の株券貸借取引については、1934年証券取引所法とこれを受けたFRB証拠金規則(Regulation T/U)・NYSE(FINRA)による信用供与等の規制が設けられている。

一方、SECの規則(15c-3-3 = Customer Protection Rule)では、顧客分別管理規制の一つとして、証券業者が顧客投資家の証券を利用した自己勘定のファンディングを行うことに対して制限を設けている。このSEC規則(15c-3-3)では、証券業者が自己ファンディングに利用できるマージン口座の証券は、顧客資産全体の額までか、もしくは個々の顧客の証券業者に対するdebit balance(債務額)の140%までに制限されている⁷³⁵。

SEC規則(15c-3-3)が制定された背景としては、米国におけるこうした顧客保護にかかる規制は、証券取引所法8条(d)項の制定により、証券業者が預っている顧客の使用について、顧客の同意を得ずに使用することが禁止されていた。しかしながら、ほとんどの証券業者はこの規制の制定当初より、顧客が勘定口座を開設する際に署名する標準的取引契約書のなかに、その旨の同意文書をすでに含ませていることが多く、この規定の実効性を失わせるための実務的な取扱いが行われていた⁷³⁶とされる。

こうした取扱いにより、証券業者による顧客資産の表面的な同意による流用の問題は潜在的に継続され、証券会社が破綻した場合、顧客資産が保全されない状況が存在していた。この状況に対しSECは、証券業者等の強い抵抗にあったものの、顧客保護ルールとも呼ばれるSEC規則15c-3-3を制定し、証券業者による顧客資産の利用に関し実質的な制限⁷³⁷をかけて、その資産を保全する仕組みを構築している。

さらに、米国においては日本の投資者保護基金制度に相当する制度として、証券投資者保護法(Securities Investor Protection Act、:SIPA)により規定させている。このSIPAの目的としては、証券業者の破綻または経営的不安定から生ずる損失から顧客を

⁷³⁵ Manmohan Singh and James Aitken, “*Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypothecation*” IMF Working Paper WP/09/42 (2009), at 5
(<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0942.pdf#search=Singh+and+Aitken+%2C%E2%80%9CDeleveraging+after+Lehman+%E2%80%93+Evidence+from+Reduced+Rehypothecation%E2%80%9D++IMF+Working+Paper+WP%2F09%2F42>)

⁷³⁶ 松岡啓祐(2013)・前掲注(684)307頁参照。

⁷³⁷ 松岡啓祐(2013)・前掲注(684)310頁参照。

保護⁷³⁸すること、あるいは、破綻した業者に預託していた金銭や有価証券が紛失していた、あるいはその取戻に長ったらしい破産手続きを経なければならないといった顧客を保護し、投資者の信頼を回復することである⁷³⁹とされる。こうした規制により、証券業者による顧客資産の利用に関し実質的な制限⁷⁴⁰をかけて、その資産を保全する仕組みを構築している。この状況下、顧客投資家の資産を利用した株券貸借取引によるファンディングは米国市場ではなく主に欧州市場で行われている。第3章で述べたように、世界金融危機を拡大させた要因として、シャドーバンキング・システムの一つとして株券貸借取引□証券貸借・株レポが潜在的にもつ急速な流動性の枯渇とこれに由来する金融市場の混乱が指摘されているが、この混乱の要因の一つとして FSB が指摘したのは、主に規制に緩い欧州市場で行われていた顧客投資家の資産を利用した株券貸借取引によるファンディング（リハイポ）に由来する流動性の急激な枯渇であり、米国市場においては、リハイポに由来する混乱は指摘されていない。

上述したように、リーマン・ブラザーズの破綻に際しても、この顧客保護の仕組みは有効に機能し、一般顧客の資産口座については、その口座の多くが他の証券業者に移転され、数日のうちに証券取引を再開することができた⁷⁴¹とされる。このように米国においては、投資者をその投資行動によって規制の程度を区分する仕組みが置かれており、また証券業者が顧客投資家の資産を利用した自己勘定のファンディングに対して制限をかけられていることから、金融危機深刻化の回避と投資者保護が有用に働いていたものと思われる。日本において、「プロ・アマ」のような投資者をその投資行動によって規制の程度を区分するルールを導入したとしても、国際的な平仄に欠けるものではないと考える。

米国の SEC 規制の顧客保護ルールと SIPA は、日本における貸株サービス等における証券業者の自己ファイナンスと顧客保護の関係を再構築する上で示唆するものが多

⁷³⁸ この保護を必要とする顧客の属性について「SIPA は、ブローカー・ディーラーや銀行を同法による補償をうける顧客に該当しないとしている。これらのものは「積極的かある自衛能力のある投資家」であるので、SIPA の保護が必要ないとされるのである。そうだとすると、アメリカ法のもとで顧客財産の保護が議論される場合、「顧客」として想定されるのは専門知識に乏しい投資家（消費者としての性格を有する投資家）であると考えることができる」（加毛明「ドイツにおける顧客財産保護にかかる法制度」日本銀行金融研究所 IMES デスカッション・ペーパー（2014）29 頁）との見解がある。

⁷³⁹ 萬澤陽子「わが国における投資者保護基金制度」日本証券経済研究所 証券レビュー 第 53 巻 12 号（2013）128 頁 参照。

⁷⁴⁰ 松岡啓祐（2013）・前掲注（684）310 頁 参照。

⁷⁴¹ 森下哲朗（2013.7）・前掲注（54）42 頁。

いと考える。貸株サービス等はその貸付先である証券業者と出し手である個人投資家の間には、信用リスク情報にかかる非対称性が常に存在する。一方で、貸株サービス等は分別管理の対象外であり、顧客保護が及ばない。こうした状況を勘案すれば、筆者は証券業者が貸株サービス等により個人投資家から調達した株券は分別管理の対象とする、もしくは、これを用いた自己ファイナンスの一定割合を顧客分別金の対象とするべきであると主張する。

(vi) 米国証券投資者保護法 (SIPA) における補償

米国では、ブローカー業務を営む証券業者の破綻処理については、証券投資者保護法 (SIPA: Securities Investor Protection Act.) のもと、顧客名義で登録された証券 (registered securities) については当該顧客に返却される取扱い⁷⁴²となっている。

SIPA の主目的は「その条文の中心は証券業者の破たん処理手続きにおける顧客保護に関するものとなっている …… SIPA の目的とは、…… 破たんした業者に預託していた金銭や有価証券が紛失していた、あるいはその取戻しにながつたらし破産手続きを経なければならないといった顧客を保護し、投資者の信頼を回復することであり、同法によって設立された SIPC も当然その業務が中心である」⁷⁴³とされる。SIPA の考えている顧客の保護とは「可及的速やかに、顧客名義の有価証券を当該顧客に返還すること、および顧客資産 (顧客口座に預託されていた金銭又は有価証券) を分配し、(事前又は同時に) 顧客の純持分 (net equity) の請求を満たすこと」⁷⁴⁴であるとされる。

SIPA は、原則として証券業者に金銭・有価証券を預託していた者を保護するが、この補償の対象とする金銭はあくまでも、その者が「証券を購入するために」証券業者に預託したものとされる。しかしながら、証券を購入しよう、証券市場に参加しようという意思がなく、単に利息を得る目的で金銭を預託した者は、SIPA に基づく顧客の定義に入るかとの問題がある。ここで、一般的には、顧客から証券業者に対して預託された現金は証券の購入目的であると推定されることから、これを覆すためには相当な反証が必要とされ、実際に顧客からの請求が否定されることはほとんどない⁷⁴⁵とされる。

今般の、リーマンショックを機とした金融危機時に際し、グローバル・レンディング

⁷⁴² 森下哲朗 (2013.7)・前掲注 (54) 41 頁。

⁷⁴³ 萬澤陽子 (2013)・前掲注 (739) 128 頁。

⁷⁴⁴ 萬澤陽子 (2013)・前掲注 (739) 128 頁。

⁷⁴⁵ 松岡啓祐 (2013)・前掲注 (684) 110 頁。

746を行っていたリーマン・ブラザーズ証券の破綻処理において、リーマン・ブラザーズ証券の一般顧客の資産の口座の多く（11万口座超、約890億ドル相当）が他の証券業者に移転され、これによって、多くの顧客が数日のうちに証券取引を再開できた⁷⁴⁷、と伝えられている。また、米国においてわが国の投資者保護基金に相当する機関としては、SIPAの規定に基づき設立された非営利法人のSIPC（Securities Investor Protection Corporation）という機関の存在がある。

ここで、米国の証券投資者保護法・同基金（SIPA・SIPC）における補償の対象となる取引形態についての事案を検討する。

- ① Bevill, Bresler & Schulman Asset Management Corp 事件（67 B.R.557, (D.N.J.1986）⁷⁴⁸の事例では「政府証券の買戻し取引（レポ取引）についてはSIPC(SIPAに基づき設立された非営利法人)の補償が肯定されている。この事案では証券業者による詐欺や契約違反行為等を原因とする損害賠償請求権は裁判上最も争われている点である。これに関しては、経営破綻による『直接的結果（direct result）』として発生したことにならない等を理由として、……証券業者が顧客に虚偽情報を提供したケースや、……顧客の株式売却注文の執行を証券業者が放置し、株価が下落したケース等でSIPCによる補償が否定されている（一般債権者としての請求は可能）。しかし、損害賠償請求権を有する顧客への補償についても『投資者の合理的期待』として肯定すべきと考える見解も有力に唱えられている」⁷⁴⁹とされている。

一方で、SIPAにおける補償の対象として証券の貸借取引と顧客適格性についての争

⁷⁴⁶ 証券業者等は、セキュリティ・レンディングやレポ取引（SL/Repos）で証券の在庫ファンディング等のために、リハイポセケーション（re-hypothecation）と称される顧客資産が再担保に供する方法によって資金を調達することがある。リハイポセケーションによる資金調達のスキームとは、証券業者がプライム・ブローカー業務において顧客から差し入れられた担保を利用して、別の取引での資金調達等をする行為を指すものである。すなわち、顧客から差し入れられた証券を証券業者が自己資金調達のために担保（再担保・貸借取引への再利用）として利用されている。

この証券業者等によってリハイポセケーションが許されるものは、顧客の買いポジションをファイナンスするためのものとショート・ポジションをカバーするためのものとされている。さらに証券業者等は、セキュリティ・レンディング取引において担保として受け取った現金を、トライパーティー・レポ等を利用して再担保化し、レバレッジを高めていた。

⁷⁴⁷ 森下哲朗（2013.7）・前掲注（54）41頁。

⁷⁴⁸ 松岡啓祐（2013）・前掲注（684）120頁。

⁷⁴⁹ 松岡啓祐（2013）・前掲注（684）271頁。

点となった証券業者に証券を貸した者についての“顧客該当性”を否定した判例がある。

② SEC v. F.O.Baroff Co.判決 (497F.2d 280, (2d Cir. 1974)) の事案では、「…本件の請求者は、投資や取引と関係なく証券を貸した者であり、請求者と当該証券業者との間には、証券業者と顧客との間に存在する信認関係の要素がない。それはせいぜい通常の債権債務関係である。よって、顧客該当性は否定される」⁷⁵⁰と判示している。この判決では、SIPA は証券業者に対して預託していた金銭にかかる請求権にかかる見解として「証券市場での売買目的ないし証券市場で実際に参加する意図を有することなく、当該証券業者に単に金銭などの貸付をしていた者は、SIPA が適用されるべき顧客として扱われたいとする立場が支配的」⁷⁵¹であることを示しているとされる。

さらに、近年、リーマン・ブラザーズ証券の破綻処理における Repo 取引についての SIPA 適用の可否 —顧客該当性— に対する破産裁判所の判断が公表されている。この判決では、「SIPA における顧客該当性を充足するためには、ブローカー・ディーラーは、証券を売買するための証券もしくは金銭を受け取る、取得するもしくは支配下におく必要がある。資産（証券もしくは金銭）の実態的な預託が必要であり、そして、このような預託を提示することが出来なければ、SIPA 下における顧客性を証明することは出来ない。」⁷⁵²としている。そのうえで、裁判所は「リーマン・ブラザーズ証券が契約において買付けた証券を戻さねければならないとしても、この義務は顧客の証券の在庫目録をリーマン・ブラザーズ証券が実態的に支配下に置くことに代わるものではない。」として、SIPA の補償適用を認めていない。

このような顧客該当性にかかる米国の裁判所の視点としては、「裁判所は、『証券市場における取引』が目的の『金銭・有価証券の預託』、当該預託の『証券業者としての通常の業務の過程』性、『信認関係』に準ずる関係の存在などを、『顧客』であるか否かを決めるうえで、重要な要素として考慮してきた。」⁷⁵³との指摘がされており、近時の裁

⁷⁵⁰ 萬澤陽子 (2013)・前掲注 (739) 131 頁では、証券業者と顧客との間に存在するこの信認関係について「当事者の一方が、もう一方から信頼を受け、その者の利益を念頭において行動、助言しなければならないという関係であり、当該関係が存在する当事者間では、信頼をする方の保護が図られるように法が発展してきた」と注記している。

⁷⁵¹ 松岡啓祐 (2013)・前掲注 (684) 111 頁。

⁷⁵² See, *In re Leman Brothers Inc.*, No.08-01420 (JMP)(SIPA)(Bankr.S.D.N.Y.June 25, 2013), at 21.

⁷⁵³ 萬澤陽子 (2013)・前掲注 (739) 133 頁。

判においてもこの考え方は一貫しているものと思われる。しかしながら、こうした米国の裁判所の視点を、証券の買戻し取引（レポ取引）と貸付取引との類似性と相違点からみると、買戻し取引の法形式が“売買 - 再売買”であるとすれば、補償の対象となる顧客該当性について、証券の貸付け取引とは違った結果となることも想像に難くない。

また、「証券業者による詐欺や契約違反行為等を原因とする損害賠償請求権は裁判上で最も争われている点である。この点に関しては、経営破綻による『直接的結果 (direct result)』として発生したことにならない等を理由として、……証券業者が顧客に虚偽情報を提供したケースや、……顧客の株式売却注文の執行を証券業者が放置し、株価が下落したケース等で SIPC による補償が否定されている（一般債権者としての請求は可能）。」⁷⁵⁴ともされている。

一方で、米国においては「損害賠償請求権を有する顧客への補償についても『投資者の合理的期待』として肯定すべきと考える見解も有力に唱えられている」⁷⁵⁵との考え方もあるとされている。この損害賠償請求権を有する顧客への補償にかかる『投資者の合理的期待』と、南証券事件（平成 18 年判決）が言う「基金が設けられた趣旨等に鑑みると、証券会社が、証券業に係る取引の実体を有しないのに、同取引のように仮装して行った取引も含まれる」との考え方は、米国における投資者の合理的期待への見解と同一線上のものであると考えられる。

こうした米国における SIPA による補償適用の議論では、証券業者に預託された顧客の株券の実質的な支配にかかる取引契約上の考え方に対する判断があり、また、補償に対する投資者の合理的な期待を何処まで捉えられるかにある。この議論をわが国の顧客保護法規についての適用を考えるならば、取引相手先の信用リスクに過敏な機関投資家等のプロが補償を期待することは合理的とはいえない。しかし、信用情報の取得に関しプロとの間に大きな格差がある個人投資家等のアマ取引者については、その期待には合理性があるものとする。投資者の期待と配慮の視点からすれば、投資者補償に関しては、プロ・アマ区分を考え、担保金規制との平仄をとった規制整備の検討が必要であろう。

(vii) IOSCO 顧客資産保護の提言

有価証券の消費貸借契約は、その貸借される株券・現金について、基本的には授受さ

⁷⁵⁴ 松岡啓祐（2013）・前掲注（684）271 頁。

⁷⁵⁵ 松岡啓祐（2013）・前掲注（684）271 頁。

れた貸借対象物の所有権は借入先（借り手）に移転し、貸し手には株券の返還請求権が残る。株券貸借取引のような消費貸借契約の形態による取引は金融取引にしばしば利用されており、この消費貸借取引においても、取引相手方の信用リスクの認識にかかる問題はある。

国際的な証券監督の連携機関である IOSCO は、2014 年 1 月に規制当局による顧客資産を保管する市場仲介者に対する監督の向上を目的とした「顧客資産保護に関する勧告」の最終報告書⁷⁵⁶を公表している。本報告書では、顧客資産を保管する市場仲介者の役割を明確にするとともに、規制当局に対し市場仲介者に対する監督強化のための 8 つの原則⁷⁵⁷を示している。その原則の柱として、市場仲介者は顧客の権利を保護する適切な取り決めとその透明性を確保する旨が掲げられている。

顧客保護にかかる金融商品取引法の建て付けは、顧客資産たる有価証券等が契約等その他の法律行為により消費・処分権が移転した場合、当該顧客資産から外れ、受託者責任たる分別管理の義務の対象外となることを前提としている。また、投資者保護基金制度が補償の対象とする取引は、上述したように、証券業者に対する当該顧客の債権を全て保護するものではなく、基金補償の対象は、証券業者とその対象となる有価証券関連取引を行っているもので、一般顧客が証券業者に対して有する債権のうち、当該一般顧客の顧客資産に係るものとされている。一方で、商品関連市場デリバティブ取引などでは、近年の機関投資者等のプロ投資者のみならず、個人顧客を中心とした投資者層への取引の浸透・拡大を鑑みれば、IOSCO 提言の柱である顧客の権利を保護する適切な取り決めとその透明性を確保するためには、その顧客保護の対象を再考する必要があるものと考えられる。

⁷⁵⁶ IOSCO “*Recommendations Regarding the Protection of Client Assets Final Report*” (2014.1).

<http://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS318.pdf#search=IOSCO%E2%80%9C+Recommendations+Regarding+the+Protection+of+Client+Assets+2014>

⁷⁵⁷ 8 Principles : 8つの原則では、①市場仲介者は顧客資産の適時に正確な記録を維持する。②証券仲介者は各顧客にかかる規定に則った報告書を備える。③市場仲介者は顧客の権利を保護する適切な取り決めを維持する。④海外法域に置かれた顧客資産について、市場仲介者は当該法域法令を理解し考慮する。⑤市場仲介者は顧客資産保護に係る透明性を確保する。⑥規制法規において顧客資産保護の程度を修正するには明瞭な方針と記録等を措置することで許される。⑦規制当局者は市場仲介者のコンプライアンスを監督する。⑧海外法域に置かれた顧客資産について、規制当局者は、必要な情報を取得して国内と同じ水準の監督をする、ことを求めている。

第2節 株券貸借取引と顧客分別金・分別管理の論点

1. 株券貸借取引のリスクと説明

(i) 貸株サービスについてのリスク説明

貸株サービスの多くは、このサービスを契約した顧客投資家が非対面の取引であるインターネットを介して、証券業者に預けている株券のうち、貸し出しを認めるものを画面上で選択（個別銘柄ごとにクリック）することで貸し出しが実行される取引である。

金融商品取引法は貸株サービスを含めて、証券業者が金融・証券取引を投資家との間で行う（契約する）に際しては、当該契約の締結勧誘後における販売の段階において、顧客に対する情報提供の義務を求めており、証券業者に説明義務を課している。

具体的には①契約締結前交付書面の交付義務（金融商品取引法37条の3第1項）、②実質的説明義務（金融商品取引法37条7号、金商業等府令117条1項1号）などが定められている。こうした金融商品取引法が求める説明義務は、基本的には金融取引に関する投資者の投資判断に必要と考えられる重要情報の提供義務として捉えられるが、提供された情報についての投資者側の理解または納得という意味も含めて捉えられる場合もある。こうした説明義務は、投資者の自己責任原則を成立させるための前提として、金融取引について証券業者と投資者との間に存在する構造的な情報格差を是正する趣旨のもの⁷⁵⁸であるとされている。

そこで、証券業者には投資者が当該金融取引契約を締結するか否かを判断するための必要な実質的な情報の提供が求められている。このような観点から、金融商品取引法は契約締結前交付書面等の交付に関して実質的な説明義務を定めている⁷⁵⁹。

このように、金融証券取引では投資家に対しては自己責任が原則とされるが、この自己責任の原則が妥当とされるには、投資家への説明義務等のいくつかの前提がおかれている。これら投資家には、十分な判断能力を備えた機関投資家等のいわゆる合理的投資家から、例えば、年金収入を原資にその目減り防止のために投資行為をする個人投資家までいる。この自己責任の原則においては、こうした投資家の属性に則した

⁷⁵⁸ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）377頁参照。

⁷⁵⁹ 松尾直彦（2011）・前掲注（111）378頁では、この実質的な説明義務について「いわゆる『広義の適合性原則』（業者が利用者の知識・経験・財産・目的に適合した形で販売・勧誘を行わなければならないとのルール）の考え方を説明義務に取り込むものである。」と解説している。

適用が求められており、その在り方を模索し続けてきた歴史であった⁷⁶⁰。

貸株サービスを個人投資家が利用することによる信用リスクについて、日本証券業協会は、上述した「個人投資家向け株券等貸借取引の取扱いについて」の通知を发出した。この通知の原型は「株券等の貸借取引の取扱いに関する規則（以下、本章では「取扱い規則」という）」であり、個人投資家への説明責任を明示している。

まず、取扱い規則第4条では、特に個人投資家を対象とした無担保の株券貸借取引である貸株サービスについては、証券業者による株券貸借取引にかかる仕組み・手続き・契約形態・リスク等に関する事項にかかる説明内容を示している。

説明等の対象とする「顧客」を個人投資家等として、同第4条では、

- ① 金融商品取引法2条31項に規定する特定投資家や特定投資家とみなされる者等（プロ投資家）を除いた者を、個人投資家等としている。
- ② 外国人投資家等にはいわゆる個人投資家等を対象とした説明を求めている。

さらに、取扱い規則第4条2項では、株券貸借取引に伴うリスクについて個人投資家等の理解を得るように努め、その判断と責任において当該取引を行う旨の確認を得なければならない、ことを求めている。

主な説明内容として、取扱い規則第4条が求める事項は、

- ① 株券等貸借取引の基本的仕組みに関する事項として、i) 担保の有無とその取扱い、ii) 貸借期間満了前の株券返却の可否とその手続き、iii) 品貸料の計算方法と支払時期、iv) 契約形態や締結方法等
- ② 株券等貸借取引に伴うリスクに関する事項として、i) 貸出先証券業者の破綻等により株券の返済が履行されないリスク、ii) 貸出先証券業者の債務不履行・信用事由発生時における個人投資家による契約解除の方法、iii) 貸出先証券業者の株券貸借取引からの撤退リスク、転貸先の破綻により貸出先証券業者が受ける可能性のある影響、iv) 貸出先証券業者の経営・財務状況、自己資本比率等 の説明を求めている。

こうした説明を行うにあたっては、「株券等貸借取引に伴う危険について当該個人投資家等の理解を得るように努め、当該個人投資家等の判断と責任において当該取引等を行う旨の確認」として、当該個人投資家等からの書面等による了解を求めている。

また、この取扱い規則では、貸株サービスを指すところの「無担保による株券等

⁷⁶⁰ 吉川純「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」商事法務 No.2002（2013）32頁。

貸借取引」については、同規則第6条（担保金等の受入）に定めを置いている。

内容としては、① 会員（証券業者）は、株券等貸借取引においては借入者となる担保金については、貸出者（投資家）との合意のもとに決定するとし、ただし、貸出者が個人投資家等である場合は、当該個人投資家等から担保の差入れを必要としない旨の確認をあらかじめ又は同時に書面で得た場合を除き、担保を差し入れなければならない。また、②無担保で取引を行う際は、貸出者の属性を問わず、会員は貸出者に対して、当該無担保での取引に伴うリスクに関する事項について十分説明しなければならない、としている。

貸株サービスにかかる日本証券業協会のルールが証券業者に対して求める具体的な説明の内容をみってみる。これは証券業者が実際に、貸株サービスの契約締結にあたっての「貸株サービスの注意事項」として掲載しているものである。

①「貸出先証券業者の破綻等により株券の返済が履行されないリスク」については、『当社（借入者）の信用リスク』…貸株サービスご利用にあたり当社と締結いただく契約は「消費貸借契約」であり無担保契約となります。したがって、お客様は当社が倒産した場合などの信用リスクを負います。

②「貸出先証券業者の債務不履行・信用事由発生時における個人投資家による契約解除の方法」および iii)「貸出先証券業者の株券貸借取引からの撤退リスク、転貸先の破綻により貸出先証券業者が受ける可能性のある影響」については、『当社（借入者）からの貸出先に対する信用リスク』……貸出先に万一のことがあり、株券が返済されない場合、当社があらかじめ貸出先から確保している担保で株券を調達し、お客様が貸出していた株券をすべて返却いたしますが、その場合でも返却が難しい場合には、基本契約書に定められた遅延損害金としてお客様にお支払いすることになります。その場合には、株主として得られる権利（株主優待、議決権等）に相当する内容は、その保証対象とはなりませんので、予めご了承ください、と記載している。

そこで、貸株サービスのリスク等にかかる説明として、日証協規則は無担保による株券等貸借取引については、貸出者が個人投資家等である場合は、当該個人投資家等から担保の差入れを必要としない旨の確認をあらかじめ又は同時に書面で得なければならないこと、また、無担保で取引を行う際は、貸出者の属性を問わず、証券業者は貸出者に対して、当該無担保での取引に伴うリスクに関する事項について十分説明しなければならない、としてはいる。

しかしながら、あるネット専門証券業者のホームページ⁷⁶¹では、貸株サービスについて以下のように記載されている。貸株サービスとは「お客様が保有している株式を当社に貸出すことで、銀行にお金を預ける（貸す）と利息がもらえるように、貸出した株式に応じた貸株金利を受け取ることが出来るサービスです」と、預金⁷⁶²と誤認させかねない説明がされている⁷⁶³。金融取引は最終的には自己の責任において行われる取引であるが、実態として、外形的に銀行預金との誤認を招きかねない説明がなされている。

また、このリスクについての実質的な説明項目として、個人投資家向け株券等貸借取引の取扱いにかかる日本証券業協会の通知⁷⁶⁴では、貸出先証券業者の破綻等により株券の返済が履行されないリスク（信用リスク）、貸出先証券業者の株券貸借取引からの撤退リスク、転貸先の破綻により貸出先証券業者が受ける可能性とその影響についての説明を求めているものと見られる。

日本証券業協会編「分別管理 Q&A（改訂第3版）」Q8. は、金商法 43 条の 2 第 1

⁷⁶¹ SBI 証券ホームページより：

https://www.sbisecc.co.jp/ETGate/WPLETmgR001Control?OutSide=on&getFlg=on&burl=search_home&cat1=home&cat2=service&dir=service&file=home_stocklending.html。

⁷⁶² この「預金」について小山嘉昭（2012）・前掲注（158）116 - 117 頁では、「預金の基本的性格は、法律的にみて消費寄託契約である。」として、「預金について、銀行法上に定義規定が置かれているわけではないが、取引慣行を中心とした解釈によって……一般には、不特定多数の者を相手に……、金銭を受入れ……、元本保証があり……、預け主の便宜のためになされるもの……」との説明がされている。預金と貸株サービスとの違いとしては、金銭の受け入れが株券等の受け入れとなるとと元本保証の有無である。株券等は換金性が高く、また、貸株サービスは同種・同量・同等の返済を約する消費貸借契約であることから証券業者の倒産等の事由以外では貸出した株券等は返済される。このような点からすると、類似した取引と考えられる。

⁷⁶³ 預金業務を行うことができる者は、銀行法等に規定される銀行等であり、「銀行業の本質は預金を受け入れる点にあり、それゆえに免許が要求させる。逆に預金類似の行為は出資法によって厳格に禁じられているが（出資法第 2 条）、金銭の貸付けまたは貸借の媒介のみを業として行うなら貸金業者（貸金業法 2 条）として登録すればよい。」（大垣尚司（2010）・前掲注（2）278 頁）と説明されている。この出資法第 2 条では「銀行等以外に業として預り金をしてはならないとしているが、預り金が成立するには、現実に金銭の受入れを要する。」（小田部胤明『出資の受け入れ、預り金及び金利との取締りに関する法律と判例の解説』東洋企画（1999）61 頁）とされており、預金への該当性は低いものと考えられる。

⁷⁶⁴ 「個人投資家向け株券等貸借取引の取扱いについて（2003 年 5 月 27 日付、日本証券業協会通知）」参照。

項で分別管理の対象から除かれる「契約により金融商品取引業者等が消費できる有価証券」についての設問に対し、「信用取引におけるいわゆる本担保証券、消費寄託契約に基づく有価証券等がこれに該当」するとの説明がされてはいるものの、貸株サービスとの関係やその信用リスクに関する説明はされていない。取引のカウンターパートである証券業者による信用リスクにかかる説明が、十分に周知され、顧客がそのリスクの存在を認識しているか、疑義があるところである。

(ii) 取引の説明責任と判例

さらに、ここで金融証券取引における証券業者等金融機関の適合性原則・説明責任と投資者等の自己責任について、2つの最高裁判決（平成17年7月14日判決、平成25年3月7日判決）を検討する。

平成17年最高裁判決は、証券業者に課された適合性原則違反による不法行為責任を判断した初めての最高裁判決である。また、最近の最高裁判決は、金融機関と顧客との間での金利スワップ取引に関するものであり、顧客がこの取引契約を締結した際の当該金融機関に説明義務違反による不法行為責任について争った事案である。

(ア) 最高裁 平成17年7月14日判決⁷⁶⁵（以下「最高裁17年判決」という。）

顧客（第1審原告・被被告人）は水産卸売業者であり、昭和59年から、その5億円の余剰資金運用をするため証券会社との間で証券取引を開始した。顧客は平成元年に、証券業者担当者から売り取引では損失が無限に拡大する場合もあるとされる株価指数オプション取引について取引概要・説明を受けたうえで、日経平均株価オプション取引を開始した。その後、専ら当該オプション取引の売り取引を行い、平成5年の取引終了までに通算2億円強の損失を発生させた。

顧客は、適合性原則や説明義務の違反等による証券業者の不法行為責任を主張して提訴した。最高裁判所は「証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である」としたうえで、顧客の取引、運用姿勢、取引経験や株価指数オプション取引のリスク管理等の取引実態から、当該オプション取引の売り取引は自己責任で行う適性があったと判示した。

⁷⁶⁵ 最高裁平成17年7月14日第一小法廷判決（民集59巻6号1323頁）。

(イ) 最高裁 平成 25 年 3 月 7 日判決⁷⁶⁶ (以下「最高裁 3 月 7 日判決」という。)

顧客 (第 1 審原告・被上告人) は金融機関からの資金借入れが 15 億円にもなる相当規模のパチンコ店を経営する会社である。この金融機関からの借入れの一部が変動金利によるものであることから、こうした変動金利借入の金利上昇時のリスクヘッジとして変動金利を将来の調達コストを実質的に確定できる固定金利と交換し、その金利の差額を決済する取引—金利スワップ取引(「プレーン・バニラ・金利スワップ」と呼ばれる取引) 契約を金融機関との間で締結した。

その後、顧客は、当該プレーン・バニラ・金利スワップ取引契約に基づき、当該金融機関に対し変動と固定の差額 800 万円強の支払いをすることとなった。顧客は、中途解約時の清算金の具体的算定方法等について十分な説明がなかったとする説明義務違反があったと主張して、当該金融機関に対し不法行為に基づく損害賠償を請求し、提訴に及んだものである。

最高裁判所は、「本件取引は、……基本的な構造ないし原理自体が単純で、少なくとも企業経営者であれば、その理解は一般に困難なものでなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることに何ら問題のない」取引であり、「……変動金利が一定の利率を上回らなければ、融資における金利の支払いよりも多額の金利を支払うリスクがある旨を説明したのであり、基本的に説明義務を尽くしたものである」と判示している。さらに、この事案における説明すべき義務について判決は、「本件取引は単純な仕組みのものであって、本件契約における固定金利の水準が妥当な範囲にあるか否かというような事柄は、被上告人(顧客)の自己責任に属するべきものであり、上告人(金融機関)が被上告人に対してこれを説明すべき義務があったものとはいえない。」として上告を棄却している。

(ウ) 説明責任の所在の議論

証券業者の担当者の勧誘姿勢について、最高裁 17 年判決は「顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となる」と示し、適合性原則の規範形成に積極的であった⁷⁶⁷。

⁷⁶⁶ 最高裁平成 25 年 3 月 7 日第一小法廷判決(金融法務事情 No.1973 (2013) 94 頁)。

⁷⁶⁷ 青木浩子「ヘッジ目的の金利スワップ契約と銀行の説明義務」 NBL No.1005 (2013) 33 頁。

一方で、最近の最高裁判所判決は、いわゆるデリバティブ取引であるプレーン・バニラ・金利スワップの基本的な構造ないし原理自体について、具体的・個別的な事実関係を提示し、その仕組みの単純性を認定している。その上で、相当規模の企業経営者としての顧客属性を踏まえたうえで、金融機関による具体的な説明の内容を検討し、説明義務を尽くしたと判じている。ここで、最近の2つの最高裁判決がいう説明義務と自己責任の関係について、顧客にいかなる説明がされることでその義務が「尽くされた」こととなり、顧客の「自己責任に帰する」こととなるか、が論点とされている。判例評釈の一つ⁷⁶⁸は、これらの最高裁判決の意義を「証券金融取引をめぐる係争事案においては、法律判断に際しても、いたずらに概括論的・硬直的な思考に陥るのを避け個別具体的事情を重視すべきである。最高裁各判決は、上告審であるにもかかわらず、スワップ取引の条件・内容・、金融機関側の説明等の個別具体的事情に相当詳しく言及している。このことは、適合性や説明義務等に関しては、「個別具体的事情を離れては適正な法律判断をなし得ない。」とし、さらに自己責任との関係については、「証券金融取引における自己責任は、単純に投資家保護とトレードオフの関係にあるものではなく、相互補完の関係にあるものと解すべき。」と解説している。

このデリバティブ取引にかかる最高裁判決の射程をどこまで捉えるかは「難しい」⁷⁶⁹とされるが、最高裁3月7日判決は一般に難解とされるデリバティブ取引に関してさえ、「基本的な構造ないし原理自体は単純で、少なくとも企業経営者であれば、その理解は一般に困難なものではなく、当該企業に対して契約締結のリスクを負わせることにつき何ら問題のない。」と判じている。こうしてみると企業経営者でなくとも、構造的に単純な株券貸借取引に関する説明責任について不法行為責任を問い得る余地は極めて少ないものと考えられる。

このような最高裁の証券業者等の説明責任にかかる不法行為責任上の判断要素⁷⁷⁰から考えた場合、個人投資家等のアマ取引者が無担保である貸株サービスにより株券を

⁷⁶⁸ 吉川純（2013）・前掲注（760）36頁。

⁷⁶⁹ 青木浩子（2013）・前掲注（767）34頁。

⁷⁷⁰ 青木浩子（2013）・前掲注（767）34頁では「適合性原則・説明義務違反の論理関係については、前者には「狭義広義の適合性」があり、また「説明義務が尽きたところ（に適合性原則がある）」と説明されてきた。しかしながら、適合性原則違反と説明義務違反とを、金融商品売買に係る民事責任追及に際して双方とも援用できることに実務上疑いはない。援用する場合、単に適合性原則違反があるといった主張では不足であり、さらに具体的な事実を権利根拠事実あるいは障害事実として主張立証することが必要となる。」と説明している。

貸出すことは、当然のことながら、自己の意思・判断により行う取引であることが前提となる。証券業者は無担保の旨の確認をあらかじめ又は同時に書面で得ることで、その意思の明確な確認を取ることは当然であろう。もっとも実務として、証券業者と顧客、特に証券業者自体の信用リスクに関する認識の程度に問題が見られかねない個人投資家との間で行われる金融証券取引に関しては、その取引意思の確認に際し証券業者による個別具体的事情を踏まえた信用リスクに関する説明が尽くされるべき必要があるものと考えられる。

(iii) インターネット取引の説明

貸株サービスが提供される証券業者の太宗はインターネット専門証券業者である。インターネット取引の特性は、非対面性と非書面性にあるとされるが、無担保契約の株券貸借取引である貸株サービスのほとんどは予め貸株サービス契約を締結した顧客が、非対面でパソコン画面上の貸出銘柄をクリックすることで、実行される取引であり、その意味では顧客の意思確認はなされている。しかしながら、インターネット取引の非対面性・非書面性の特性から、そのリスクにかかる説明についても、顧客はパソコン画面等に表示された説明を形式的に承諾することが求められるものの、顧客が十分に理解したうえでの承諾がなされているか、疑義が残るところである。さらに、この無担保の取引では、顧客の株券を担保に提供した資金の調達に依存する証券業者が破綻した場合⁷⁷¹、問題が一気に顕在化する怖れが強い取引である⁷⁷²。

インターネットを通じた取引については、一 株式の売買取引にかかる適合性原則の適用についてはあるが、従前より議論がある。近年、インターネット取引における適合性原則違反の有無を争った大阪高裁判決⁷⁷³から検討する。

⁷⁷¹ 従前にも昭和 40 年のいわゆる「山一破綻危機」の要因の一つとして、貸株サービスに類似したスキームである「運用預かり」の取付け問題が指摘されていた。大蔵省証券局年報（昭和 43 年版、178 頁）によれば、運用預かりとは、「証券会社が資金調達の担保とする目的で、対価（品借料）を支払って、不特定・多数の顧客から、有価証券（主として割引金融債）の消費寄託を受ける業務……、証券会社の金融手段として自然発生的に生まれてきたものを兼業承認の対象として規制することとされたものであるが、証券会社の資金繰りと割引金融債の販売の便宜に合致したため、急速な拡大をみることとなった」と説明されている。

⁷⁷² 日本証券業協会「個人投資家向け株券等貸借取引の取扱いについて（2003 年 5 月 27 日付通知）」により、証券業者には株券等貸借取引のリスクに関する説明が求められている。

⁷⁷³ 大阪高裁 平成 23 年 9 月 23 日判決（金融法務事情 No.1973（2013）124 頁）。

(ア) 大阪高裁平成 23 年 9 月 23 日判決

大阪高裁は金融商品取引法 40 条 1 項および旧証券取引法 43 条 1 項にて適合性原則を解したうえで、適合性原則違反による不法行為については「証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせるときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である」と、前述の最高裁平成 17 年判決を引用し、適合性原則違反における不法行為の構成要件を示している。

この大阪高裁 23 年判決には一部に批判⁷⁷⁴はあるものの、その判旨からすれば、非対面・非書面のインターネット取引における能動的投資者に対する適合性原則については、金融商品の販売の勧誘がなされていないとされることから、狭義の適合性原則（顧客の属性に照らした金融商品の販売等の判断）の適用はなく、広義の適合性原則（顧客の属性に照らした顧客への説明義務）は適用されるものと考えられる。すなわち、例えば、信用リスクに関する説明がなされていれば、取引のリスク理解力の面から不適合と考えられる高齢者等との取引についても、非対面であろうが一定程度の説明がなされていれば、適合性原則の面から投資家が救済を主張することは、現実的には難しいものとする。ただし、インターネット取引における高齢顧客との取引について、その勧誘と本人確認等の視点から自主規制機関において、現在、議論が行われているところでもある。

(イ) インターネット取引における自主規制のあり方報告書

インターネット取引に関する高齢顧客への勧誘の議論（インターネット取引における自主規制のあり方に関する懇談会（中間報告書）⁷⁷⁵では、インターネット取引にお

⁷⁷⁴ 倉重八千代「インターネット取引に対する適合性原則・説明義務と私法上の責任」明治学院大学法学研究 96 号（2014 年 1 月）74、76 頁では、「……対面取引であれ非対面取引であれ、業者は顧客に対し、実質的説明義務（金販法 3 条 2 項、金商業等府令 117 条 1 項 1 号）を負うこととなる。」として、「……実質的説明義務が課されているのに対し、インターネット取引においては、原則として、業者には、どのような顧客に対しても一律の結果となりうる説明義務が課されるだけでよいということには疑問が残る。」と指摘している。

⁷⁷⁵ 日本証券業協会「インターネット取引における自主規制のあり方に関する懇談会」中間報告書（2014.12）3 - 4 頁。

http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/net_kondankai/netkon_chuukanhoukokusyo.pdf

ける「高齢者ガイドライン」の適用⁷⁷⁶について明確化を図るとしている⁷⁷⁷。その論点として、本人確認のあり方、ウェブサイト上の広告について議論を挙げている。例えば、本人確認のあり方では、インターネット取引については実効性のある本人確認がされているかの疑問、口座の実質的保有者の判断、継続的な本人確認等について、犯罪収益移転防止法の改正にかかる検討とあわせて検討するとしている。

この議論では、インターネット取引に関する高齢顧客への勧誘のあり方の問題から出発しているが、議論の本質としては、高齢顧客への勧誘のみならず、インターネット取引における勧誘そのものについての問題にかかる議論である。さらに、その根底にあるところは、顧客に対する取引リスクの説明とこれを顧客に理解周知させるためのアプローチの適否にかかる問題であり、インターネット取引を行う顧客投資家の全てにかかる問題であると思われる。

貸株サービスも主にインターネットを通して取引経験・職務経験・取引理解力等の様々バックボーンを有する個人投資家に対して提供される取引である。また、無担保の取引である貸株サービスは貸付先証券業者に対する信用リスクが潜在する。インターネット取引を巡る判例等の状況を踏まえれば、一律的ではあっても、ある程度の信用リスクの説明により行われている場合には、狭義の適合性原則の適用はされないこととなろう。そうであるならば、貸株サービスには、その潜在するリスクの存在を鑑みれば、顧客保護面の欠落が生じる点があるのではないかと考える。判例等で示された状況と顧客保護の視点からみて、株券貸借取引のうちでも個人投資家との取引である貸株サービスについては、その潜在する証券業者の信用リスクを一方的に顧客が被ることのないよう、制度的な手当がなされるべきであると考ええる。

⁷⁷⁶ 日本証券業協会 「協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則第5条の3の考え方」(高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン) (2013.12) 施行。

⁷⁷⁷ 「インターネット取引における自主規制のあり方に関する懇談会」中間報告書 (2014)・前掲注(773) 1頁では、「高齢者ガイドラインにおいては、高齢顧客への「勧誘」を「個別商品の買い付けに関する説明」と定義し、そのような説明が行われないインターネット取引は同ガイドラインの対象外と整理したところである。」としている。しかしながら、同ガイドラインの制定過程(パブリック・コメント等)において、高齢顧客によるインターネット取引に関し、(様々な)意見が複数の会員より寄せられた。」こと等、この懇談会の設置趣旨が説明されている。

2. 顧客分別金信託のプロ・アマ規制区分

(i) 株券貸借取引と顧客分別金信託

株券貸借取引の一形態である貸株サービスは、個人投資家等の顧客が証券業者にその所有する株券を貸し出す消費貸借契約であり、顧客の株券等取引対象物の所有権は証券業者に移転する。実務としては、証券業者が有価証券等管理業務として預かった顧客の株券等は、証券業者の振替口座中の顧客口で管理されており、顧客が貸株サービスを利用（消費貸借契約が成立）すると振替株券は証券業者の自己口に振り替えられ、証券業者はこれを資金調達の際に利用したり、空売りの決済に利用するなど消費されることとなる。

一方で、このサービスについての証券業者の商品案内・説明は、最後部分で注意事項として、日本証券業協会が定める『株券等の貸借取引の取扱いに関する規則（平成10年12月1日施行）』に定められた信用リスク - 取引先証券業者の破綻時の株券の返却可能性、分別管理および投資者保護基金の対象外となる旨⁷⁷⁸のほか、ほか株主の権利義務・税制の取扱いに関する一連の説明事項が網羅的に記載されているものの、その類似行為が厳格に禁じられている銀行預金を連想させる説明がされている。このように貸株サービスは、形式的には、信用リスクをアマ取引者が負担する取引との説明はされているものの、実態的には、アマ取引者は銀行預金に類似した取引と認識しているものではないかと思われる。一方で、上述した最高裁が説明義務として求めるような具体的・個別的な事実関係とその説明はなされていない。

さらに、歴史的にも、この取引に類似したスキームである従前の「運用預かり」と呼ばれた取引事案では、貸出先証券業者の破綻危機に際し、有価証券の返済の履行が危ぶまれ、そのリスクが顕在化し、事実上、その取扱いが禁じられた。このため、運用預かりもしくはこれに類似したアマ取引者との取引は、暫く、証券業者が行うこと

⁷⁷⁸ この説明の内容としては、「当社（借入者）の信用リスク ……貸株サービスご利用にあたり当社と締結していただく契約は『消費貸借契約』であり無担保契約となります。したがって、お客様は当社が倒産した場合などの信用リスクを負うこととなります。」・「当社（借入者）からの貸出先に対する信用リスク …… 貸出先に万一のことがあり、株券が返却されない場合、当社があらかじめ貸出先から確保している担保で株券を調達し、お客様が貸出していた株券をすべて返却いたしますが、その場合でも返却が難しい場合には、基本契約書に定められた遅延損害金としてお客様にお支払いすることとなります。」・「投資者保護基金の対象とはなりません ……お客様が貸出す株券は通常の保護預りとは異なり、証券会社が自社の資産とお客様の資産を区別して管理する分別管理の対象とはなりません。したがって、当社が倒産した場合などに投資者保護基金による保護の対象とはなりません。」との記載がされている。

はなかったが、近時、貸株サービスの名の下で、こうした類似の取引が行われるようになり、その取引規模は看過できない水準にまで積みあがってきている。こうした背景から、この取引については、事実上の取扱い禁止期間中にその法整備がなされた分別管理義務との関係、顧客保護との関係を如何に扱うかの議論がなされた形跡はなく、単に、消費貸借取引、所有権の移転、分別管理の対象外との取扱いがされている状況であると思われる。

この分別管理は文字通り、現物の株券（有価証券）であれば、証券業者が自己分の株券と顧客から預託を受けた株券及びその計算において証券業者が占有する株券を分別して保管、管理することが求められる業務である⁷⁷⁹。このため消費貸借取引では、所有権が借り手に移転することから、管理の対象となるべき顧客の株券は存在しないこととなり、こうしたことから、消費貸借取引は分別管理の対象としない旨を定める金融商品取引法⁷⁸⁰の建て付けは十分に理解できるものである。一方で、消費貸借取引は貸し出され所有権が移転した株券について貸し手への返済義務（返還請求権）を伴う取引である。法的な分別管理義務の対象外である消費貸借取引においても、この返還請求権に対し、顧客分別金と同様の信託を設定することで、返済義務の履行を担保する、すなわち消費貸借取引の貸し手には、例え、借り手が破綻したとしても、顧客分別金と同様の信託により倒産隔離された返還請求権に見合う債権部分— 返済されるべき株券と等価の金銭— の返戻は確保されていることとなる。

（ii）プロ・アマ区分

第3章（担保金規制）では、この貸株サービスに関して、有担保化によるアマ取引者への保護と取引の安定を求めた。株券貸借取引の一つである貸株サービスは、実態的にはプロである証券業者が不特定多数の顧客・個人投資家等のアマ取引者から、ほとんど無担保で株券を借り入れる取引であり、アマ取引者の側が一方的に相手方の信用リスクを負う構図の取引である。このため証券業者に信用イベントが発生する状況時には投資家の持つリスクが一斉に顕在化するが、アマ取引者を保護する備えはない。そこで担保金に関してはプロとアマの区分の線引きし、プロ間取引ではそのリスクは取引当事者に委ね、プロ・アマ間取引については有担保化の提案をした。他方、

⁷⁷⁹ 振替制度（株券電子化）においても、振替口座簿上にて現物同様に管理される。

⁷⁸⁰ 金商法第43条の2第1項2号は、分別管理の対象を有価証券関連業等に関し証券業者等が顧客の計算において又は顧客から預託を受けた有価証券としているが、証券業者等が消費できる有価証券を除く、と定めている。

実務の要請からすると、アマとのマージンコール（日々の値洗い清算金の授受）は、担保（現金）をアマ取引者に差入れることは事務的に煩瑣であり、特にこの返戻には処々の問題が生じることが考えられる。有担保化を単純に義務化すれば取引自体を消失させてしまうことも考えられる。また、証券業者等がこの借入れ株券の容易な再利用を意図する場合もあろう。

こうした状況を踏まえれば、証券業者等には、アマ取引者が差し入れる株券の返還請求権上に、時価評価額相当分を顧客分別金と同様の仕組みで信託⁷⁸¹させることで、アマ取引者の資産の安全性をより高めるとともに、証券業者等にとっては限られた株券を有効に利用（再貸付・再担保）できるものと考えられる。

分別管理の目的には、顧客の保護のみならず、潜在的には、株式売買市場の取引秩序の維持・取引の安定の視点があると思われるが、貸株サービスを直接に分別管理の対象とすることは難しい。そこで、倒産隔離により分別管理と同様の保護の仕組みをもつ顧客分別金と同様に信託の利用を明確化⁷⁸²することで、この取引に対する包括的な顧客保護の効果をもたせることは可能であるとする。

それには、担保金規制のプロ・アマ区分の考え方と平仄をあわせた区分（主体の行動・行為により線引きした区分）によって、証券業者等のプロとアマ取引者との貸株サービス契約（消費貸借契約）においては、プロが借入れた株券は顧客分別金と同様の信託の対象として保全する条項を新設すること、また、プロが株券の貸し手（アマ取引者）に対し時価相当額の担保金を差し入れる場合（顧客分別金と同じ計算方法⁷⁸³による有担保の取引とする場合）には、顧客分別金信託との選択できる旨を契約条項に明記する方法が考えられる。一方で、プロ間の契約では当該条項を外した、従前ど

⁷⁸¹ 顧客分別金について信託方式をとる理由として「有価証券の現物は金融商品取引業者等の内部で固有財産と明確に分別管理することによって顧客の所有物であることがはっきりするが、顧客分別金の方は金銭なので、金融商品取引業者等の内部に置いたのでは顧客の所有物であるという法的性格を与えることができない。そこで顧客分別金は信託業務を営む会社等に信託させることにした（河本＝大武（2008）・前掲注（14）298－299頁）」との説明がされている。なお、正確を期そうとすれば、分別管理の対象ではないものについて、顧客分別金信託と称するべきではないとの議論もあろうが、その目的の類似性等に鑑み、ここでは顧客分別金信託の名称を使う。

⁷⁸² 担保金規制・顧客分別金信託ともに、現行の金融商品取引法等の法令規制ではなく、自主規制機関による規制として、リスクの所在説明の徹底とアマ取引者との消費貸借契約書上において有担保化もしくは信託の利用による取引者の保護の方法を明確にする旨を規定する建て付けが考えられる。この規定を自主規制機関の監査対象とすることでその遵守が担保されるものとする。

⁷⁸³ 金融商品取引業等に関する内閣府令 第141条（顧客分別金信託の要件）参照。

おりの契約体系とすることで取引の効率性が阻害されることはなく、この取引の有用性・効率性の確保とアマ取引者の保護をバランスさせることは可能と考える。

(iii) 顧客分別金信託と投資者保護基金制度

分別管理の目的は、万一の証券業者の破綻という非常時における顧客資産の保全にあるとされ、投資者保護基金は分別管理を補完する制度であり、証券業者に万一の場合があったとしても、証券業者がその受託者責任において顧客資産を自己資産と分別して管理していることで顧客はその資産が保全されるとされている。そして、これが出来ない場合でも、投資者保護基金制度により、この保全がカバーされる仕組みとなっている。投資者保護基金制度が分別管理を補完する仕組みとなっている。

証券業者等のプロとアマ取引者との間で行う取引について、その“資産”が分別管理の対象外とされ、証券業者等の破綻時においてその資産保全がなされていないとなれば、例え、このリスクにかかる説明があったとしても、顧客の証券業者等との証券取引に対する信頼の期待に反し、その信頼を揺るがすことにもなりかねない。

上述した南証券事件における最高裁判決⁷⁸⁴にあるように「外面的に該当補償の対象とされる証券取引と見られる蓋然性が高い取引」については、顧客は“自己に当然帰属すると考える資産”として、これが分別管理により保全されるべきものと認識するであろうし、これを補完する制度である投資者保護基金の補償の対象としてアマ取引者は期待するものとする。上述したように、株券貸借取引におけるアマ取引者の保護について、担保金規制、そして信託の倒産隔離によって分別管理と同様の保護効果をもたらす顧客分別金信託の利用を契約上に明記することでこれをカバーの仕組みを提案した。投資者保護基金の補償対象については、この仕組みが契約ベースの保護の仕組みであること、また、アマ取引者の期待を鑑みれば、プロ＝アマ間の消費貸借取引に対しては、その適用対象とすることを考える必要があるだろう。

⁷⁸⁴ 最高裁平成 18 年 7 月 13 日判決（南証券事件）。

第3節 小括

本章では、担保金規制とならび株券貸借取引のもつ有用性・効率性を阻害せずに、アマ取引者保護を図る仕組み、分別管理と顧客分別金信託スキームの適用の可否を考えた。消費貸借契約の法形式をとる株券貸借取引では、株券の所有権は貸し手から借り手に移転され消費される。借り手が破綻した場合、貸し手には貸付株券が戻らないことがある。株価は変動するものであり、担保のヘアカット等により担保のみでは相手先の信用リスクの全てをカバーすることは難しい。マージンコール（担保値洗いの清算）にかかる実務は非常に煩瑣であり、アマ取引者には取引の阻害要因ともなりうる。

このような構図を担保金規制に続き、分別管理・顧客分別金の課題として捉えた。まず、この課題の解決法として、担保金規制では画一的に有担保規制化を求めることは取引の効率性を毀損する懸念が残る。一方で、貸株サービスにかかるアマ取引者の保護は看過できないものの、消費貸借取引に分別管理を求めることは、対象株券の所有権が移転するこの取引の基本的な性質からすると難しい。そこで、そこで貸株サービスに代表されるプロ＝アマ間の取引では、アマ取引者が直面する信用リスクをカバーするため、契約上において取引の有担保化もしくは顧客分別金と同様の信託を利用すること、さらに投資者保護基金の補償対象の拡大による保護の仕組みの導入を提示した。ここでは、担保金規制と平仄を合わせ、その参加者の外形属性よりも行動・行為によるプロ・アマの線引きしたルールが必要との認識を示した。これは取引参加者（投資者）をその取引行為・機会に応じて一 株式市場での取引やそれに関連する取引の実行回数の多寡によって一 線引きし、各々該当する取引主体に適した担保金ルールの必要性と顧客分別金ルールとの連携である。すなわち、プロ＝アマ間取引においては、取引の有担保化もしくは消費貸借取引の返還請求権上に顧客分別金信託に範をとったスキームによる信託設定を契約上に明記すること等によって、担保金規制・分別管理と同様の保護効果が期待できるものと考えた。

終章 株券貸借取引規制の将来展望

1. まとめ（課題と提案）

わが国において株券貸借取引は、株式市場に厚み（流動性を供給）をもたらす空売りの決済株券を供給する役割や資金調達的手段となる、いわば、株券の流通と深く結びついた有用な機能をもつ取引である。一方で、株券貸借取引は空売りと表裏一体の取引であり、相場操縦的なそして欺瞞的な空売りを助長しているのではないかという懐疑的な見方がある。その根底にあるものは、実態がよくわからない（取引情報の開示が貧弱）取引である空売りは「相場を不当に下落させる投資手法」＝「悪」であり、「不透明」な取引との認識があるものと考えられる。

この株券貸借取引は、消費貸借契約の法形式をとり所有権が移転する主にプロとプロの間の取引であるが、近年は、株券貸借取引にアマ取引者を含む多様な取引者が参加し、看過できない規模にまで膨らんできている。この取引には明確な法的規制はなく、実務的には“プロ”の取引を前提とした証券業者間における市場慣行をもとに形成されたルールにより行われている。このため、取引者に対する保護の枠外の、アマ取引者保護（顧客保護）の視点を欠いた取引であるとの見方もある。

（課題 1）株券貸借取引と空売り規制

取引の透明性を確保するためには、アマ取引者を含めた一般の投資者が取引（株券貸借取引・空売り等）の情報を適時にそして的確に取得できる仕組みの構築が不可欠であると考えられる。本論文では、現行の空売り規制の一つである空売り残高（Stock -Data）情報の明示・公表義務に加え、空売り取引高（Flow -Data）の明示・公表の仕組みを示した。また、大量保有報告書制度（開示規制）における株券貸借取引等の契約に関する事項等、開示の様式と情報の提供方法など、詳細な実務にかかる見直しを提起した。

それは、この取引に向けられている潜在的な不透明感を払拭し、多様な投資者が市場における取引動向をより容易に掌握させるためには、開示・公表・明示にかかる詳細な実務が見直されるべきであると考えたからである。

（課題 2）担保金規制と顧客分別金信託

株券貸借取引では、取引者相互の信用リスク情報が均衡するプロ間の取引に関しては、リスク管理と取引の効率性確保の観点からしても、担保金の取扱い等は、出来る限り取

引当事者の意図に任されるべきであると考え。他方で、貸株サービスに代表される証券業者等（プロ）が不特定多数のアマ取引者から株券等を借り入れる取引は、証券業者等のプロの信用リスクをアマ取引者が負担する構図は是正されるべきと考える。

株券貸借取引には、近年、取引の規模も信用リスクに対する情報力も全く異なる多様な取引参加者が参加するようになってきている。そこで貸株サービスに代表されるプロ＝アマ間の取引では、アマ取引者が直面する信用リスクをカバーするため、貸株サービスの契約上で、取引の有担保化もしくは顧客分別金と同様の信託を利用すること、そして投資者保護基金の補償対象の拡大による保護の仕組みの導入を提示した。この仕組みにおいては、担保金規制と平仄を合わせ、取引参加者の行動・行為（売買取引および株券移動の回数の多寡）によって線引きしたプロ・アマ区分のもとで、プロ間の取引には主体的なリスク管理の取り組みを可能とする提案を行った。

プロ間取引を前提としたこの取引のルールには、アマ取引者（顧客）保護に関する認識はなきに等しい。しかしながら、アマ取引者保護の名目のみで、一義的には所有権が移転する株券貸借取引に分別管理義務を課すことは難しく、また、全ての取引参加者に画一的な顧客保護の法規制を課した場合には、取引の持つ有用性・効率性を阻害しかねない。そこで、プロ＝アマ間の取引に関しては、基本的には、担保の有担保化と信託の利用を契約ベースで規定することで、実効的にアマ取引者を保護する仕組みを提言したものである。

このように、プロ間の取引には、過剰な規制を排することで、取引の持つ効率性の視点を踏まえた取扱いとし、一方で、アマ取引者にとって証券業者の信用リスクに対してほとんど無防備ともいえる取引であるアマ＝プロ間の取引については、アマ取引者に対し、実効的な保護の仕組みが必要であると考えたからである。

本論文では、取引情報の充実に向けた細部の開示様式の見直し等により怪しい取引との懸念を払拭し、加えて、担保金規制・顧客分別金信託の規制対象主体をプロとアマに区分けすることで、この取引がもつ有用性・効率性を阻害することなく、取引の透明性確保と顧客（投資者）保護に視点を取り入れた取引環境（規制環境）の整備についての具体的な取引ルールを提示した。それは、取引情報の周知とプロには取引の効率性と主体性に主眼をおいた、そしてアマ取引者に対するセーフネットを備える仕組みを持たせることで、株券貸借取引の予測可能性、取引の安定・信頼を高め、さらにこの取引の一層の活性化を図るための施策としてである。

2. 株券貸借取引規制の将来展望

株券貸借取引は、一般には“貸株”と称され、そして資金取引の側面からは“株レポ”とも呼ばれる取引である。本論文は、その表題にあえて、貸株という言葉を使わず、“株券貸借取引”と表記した。それは貸株という言葉が、“よくわからない”怪しい取引であるという連想を回避したわけではない。株券貸借取引は、株券の貸し手から見れば貸付料収益を得る運用手段であり、借り手からすれば借入株券を使った投資機会を獲得するためのツールである。また、資金取引の側面から見れば、その見返りとなる担保金の受け手ともなり、株券の借り手は資金の出し手となる取引である。株券貸借取引は証券業者、機関投資家、ファンドのほかいわゆるプロを中心とした取引参加者が、厳しい規制に縛られず、様々な目的を持って株券・資金の貸し手にも借り手にもなる取引である。こうした株券貸借取引のもつ双方向的な性質、取引の多様性等に鑑み、表題の用語を“貸株”ではなく、“株券貸借取引”と表記した。

本論文では、株券貸借取引と怪しい取引ともされる空売り取引への規制や取引を巡る情報開示の関係、そして担保金規制と分別管理とこれらの規制間の連携 ―いわば小さな建物のデザイン設計― を、実務の取扱いから再考することを試みたものである。建築物の姿とその美について語られる言葉に「真実（神）は細部に宿る」という有名なフレーズがある。現場で丁寧に作りこまれた建築物は、全体のデザイン面でも優れた建物になるとの意味であると解されている。このような株券貸借取引を巡る規制のデザイン ―取引情報の展開とアマ取引者保護の視点からの取引ルール の在り方やルール間の連携等― のイメージを通して、様々な取引参加者が安心して取引に参加できる細やかな取引の仕組みの整備を提示する必要があると考えた。

リーマンショック以降、この取引における有力な株券の供給元の一つである企業年金の株式離れが続いている。投資家の株式離れの潮流のなかで、株券貸借取引の活性化のためには、供給元となりうる株券を保有する取引参加者の裾野を広げることが急務であると考えられる。そのためには、地道ではあるが、安心（不安感の払拭）してこの取引に参加できる仕組みを作らなければならないと考える。その仕組みとは、取引ルールの明瞭性を高めること、取引情報の透明性を確保すること、そして新たな参加者（株券の供給元）の保護に資する信頼される取引環境の提供、取引に予測可能性を持たせ得る取引ルールを作ること、言ってみれば取引の仕組みを整備することであると考えられる。それは、

株券貸借取引のみならず、この取引と密接に関係する株式市場の活性化にも繋がるものと信じているところである。

本論文は筆者の実務経験から、貸借取引の対象を“株券”に絞り込みその課題を検討したに留まっている。現在、世界中で取引されている証券の貸借取引の対象となる対象“商品”は、債券・商品・デリバティブなど多種・多様である。特に、債券を対象とした貸借取引は現金担保付き債券貸借取引（いわゆるレポ取引・リバースレポ取引）として、わが国においては、日本銀行のオープン市場での金融調整の対象となる取引であり、また、この取引においても様々な論点・議論があることは承知している。

また、今後の研究課題として、株券の貸借取引とその規制等にかかる論点への考察を深めることは勿論、他の有価証券・デリバティブ等の商品を対象とした貸借取引等についての研究にその範囲を広げていきたいと考える。このような多様な金融商品を対象とした取引においても、法令規制の適用、各取引ルール間の連携、法規制と自主ルールの均衡を考え、特にアマ取引者保護の視点から、取引の透明性確保と実務の効率性維持を踏まえ、信頼に足る予測可能性を持ちえる取引環境の整備に向け、研究を続けたいと考える。

最後になったが、本論文を執筆するにあたり一橋大学大学院国際企業戦略研究科（ICS）小川宏幸教授、ブルース アロンソン教授には、温かいご指導と多大なるご支援を賜った。心からお礼を申し上げたい。

以 上

引用・参考文献

I. 国内文献等

1. 書籍

① 基本書等

- 天谷知子『金融機能と金融規制』きんざい（2012）
- 板谷敏彦『金融の世界史ーバブルと戦争と株式市場ー』新潮社（2013）
- 伊藤靖史ほか『会社法』有斐閣（2010）
- 岩原紳作『電子決済と法』有斐閣（2003）
- 岩原紳作ほか『金融商品取引法セミナー 開示制度・不公正取引・業規制編』有斐閣（2011）
- 植月貢『貸株市場入門』（東洋経済新報社、2005）
- 江頭憲治郎『株式会社法（第3版）』有斐閣（2009）
- 大垣尚司『金融と法』有斐閣（2010）
- 大田亘=宇野淳=竹原均『株式市場の流動性と投資家行動ーマーケット・マイクロストラクチャー理論と実証』中央経済社（2011）
- 大村敬一=俊野雅司『証券論』有斐閣（2014）
- 小川宏幸『法学叢書 金融商品取引法』新世社（2012）
- 小川宏幸『金融規制改革』日本評論社（2014）
- 翁百合『金融危機とプルーデンス政策』日本経済新聞社（2010）
- 小田部胤明『出資の受け入れ、預り金及び金利との取締りに関する法律と判例の解説』東洋企画（1999）
- カーティス・J・ミハラプト『米国会社法』有斐閣（2009）
- 金子宏『租税法（第15版）』弘文堂（2010）
- 川口恭弘『現代の金融機関と法[第4版]』中央経済社（2012）
- 川村正幸『金融商品取引法（第4版）』中央経済社（2012）
- 河本一郎=大武泰南『金融商品取引法読本』有斐閣（2008）
- 神崎克郎『証券取引法（新版）』青林書院（1987）
- 神崎克郎ほか『証券取引法』青林書院（2006）
- 神崎克郎ほか『金融商品取引法』青林書院（2012）
- 神田秀樹『会社法入門』岩波新書（2008）
- 神田秀樹『会社法（12版）』弘文堂（2010）
- キャサリン『空売りの美学（KATHRYN F. STANLEY, THE ART OF SHORT SELLING（1997）荒井哲也/須藤章 訳）』日経BP（2004）
- 木目田裕=上島正道『インサイダー取引規制の実務（第2版）』商事法務（2014）

草野厚『山一証券破綻と危機管理－1965年と1997年』朝日選書 605 (1998)

草野耕一『金融課税法講義』商事法務 (2010)

黒沼悦郎『アメリカ証券取引法〔第2版〕』弘文堂 (2004)

黒沼悦郎監修『Q&A 金融商品取引法の実務』三省堂 (2008)

黒沼悦郎＝大田洋編著『論点体系 金融商品取引法 2』第一法規 (2014)

小山嘉昭『詳細 銀行法』金融財政事情研究会 (2012)

小山真樹編『法人税法基本通達逐条解説』190頁税務研究会出版局 (2006)

近藤光男ほか『金融商品取引法入門』商事法務 (2010)

近藤光男ほか『基礎から学べる金融商品取引法』弘文堂 (2011)

紺谷典子『平成経済20年史』幻冬舎新書 (2008)

酒井良清『金融システムの経済学』東洋経済新報社 (2004)

酒巻俊雄＝龍田節編『逐条解説 会社法第2巻 株式・1』中央経済社 (2008)

志賀櫻『タックス・ヘイブン』岩波新書 (2013)

志賀櫻『タックス・オブザバー』エヌピー新書 (2015)

鈴木竹雄＝河本一郎『法律学全集 53 - I 証券取引法 (新版)』有斐閣 (1984)

高橋亀吉＝森垣淑『昭和金融恐慌史』講談社学術文庫 (1993)

高橋康文＝尾崎輝宏編著『逐条解説 新社債、株式等振替法』金融財政事情研究会 (2006)

滝川好夫『「大買収時代」のファイナンス入門』日本評論社 (2005)

服部秀一『インサイダー取引規制のすべて』商事法務 (2001)

ビラルV.アチャリア＝マーシュー・リチャードソン『金融規制のグランドデザイン』大村敬一監訳 中央経済社 (2011) (VIRAL V. ACHARYA & MATTHEW RICHARDSON, RESTORING FINANCIAL STABILITY (2009))

藤井真理子『金融革新と市場危機』日本経済新聞 (2009)

藤岡康宏ほか『民法IV－債権各論』有斐閣 (2009)

町田行人＝森田多恵子編著『大量保有報告の実務』別冊商事法務 No.335 (2009)

マイケル・ルイス『世紀の空売り』文春文庫 (2013)

松尾直彦『金融商品取引法』有斐閣 (2011)

松尾弘＝益子良一『民法と税法の接点』ぎょうせい (2005)

松岡啓祐『証券会社の経営破綻と資本市場法制』中央経済社 (2013)

松本真輔『最新インサイダー取引規制』商事法務 (2006)

三木義一『逆転裁決例 精選 50 PART II』ぎょうせい (2007)

水田耕一『銀行員のための民商法入門 (第3版)』金融財政事情 (1990)

水野和夫『資本主義の終焉と歴史の危機』集英社新書 (2014)

宮内惇至『金融危機とバーゼル規制の経済学』勁草書房 (2015)

森田果『金融取引における情報と法』商事法務 (2009)

山内英貴『オルタナティブ投資入門 (第3版)』東洋経済新報社 (2013)

山本七平『日本人とは何か』祥伝社（2014）
山本昌弘『株とは何か』講談社選書メチエ（2011）
D.L.ラトナー=L.ハーゼン『最新 米国証券取引規制概説』商事法務（2003）
NHKスペシャル取材班『マネー資本主義』新潮社（2012）
日本トラスティー・サービス信託銀行編著『THE 資産管理信託銀行（第3版）』（2015）
大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和43年版』（1968）
証券年報編集委員会編『平成9年度証券年報』金融財政事情（1998）
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（第4版）』
東短リサーチ編『東京マネーマーケット（7版）』有斐閣（2009）
日本証券経済研究所編『アメリカと日本の証券取引法（下巻）』商事法務研究会（1975）
日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場 2010年版』日本証券経済研究所（2010）
日本証券業協会編『図説アメリカの証券市場』日本証券業協会（2010）
日本証券業協会内経理研究会編『統一経理基準による証券会社の経理と決算（平成10年版）』（1996）
日本証券金融株式会社編『日本証券金融株式会社 10年史』（1962）

② 政策文書等

大蔵省証券局内 証券取引審議会『証券市場の総合的改革—豊かで多様な 21世紀の実現のために—』証券取引審議会事務局（1997）
金融審議会第一部会「中間整理（第1次）」（1999）
金融審議会第一部会「ホールセール・リーテイルに関するWG レポート」（1999）
金融審議会金融部会第一部会報告「投資サービス法（仮称）に向けて」（2005.12.23）
金融審議会金融分科会第一部会（第35回）資料1「プロ・アマ区分について」（2005）
金融審議会金融分科会 基本問題懇談会報告「今後の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築」（2009.12.9）
金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」（2010）
金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案に係る説明資料」（2010（平成22年）.3）
金融庁総務企画局市場課・企業開示課 有識者との意見交換「第3回コーポレート・ガバナンス連絡会議 議事要旨」（2010. 6）
金融庁ホームページ 報道発表資料「今後の日本の市場・取引所を巡る諸問題に係る検討についての大臣発言について」（2016.4. 8）
法務省「民法（債権関係）の改正に関する中間的な論点整理」（2011.5）
法制審議会 会社法法制部会第12回会議（2011.8.31）部会資料13「会社法制の見直しに関するその他の論点」

経済産業省第2回「企業開示制度の国際動向等に関する研究会（経済産業省）」参考資料1
「EU 透明性指令の改正（2014. 1）」
日本銀行金融機構局「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理」（2007）
日本証券業協会「分別管理 Q&A 第3版」（2011）
金融庁総務企画局「大量保有報告規制にかかる Q&A」（2012）
金融庁 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～の確定について（2014. 2.27）」
日本銀行「金融取引における公正（fairness）の概念」日本銀行「金融研究」第18巻第5号（1999）
日本銀行金融機構局「ヘッジファンドに投資する場合のリスク管理」（2007）
日本銀行金融研究所 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」日本銀行「金融研究」（2013.10）
日本銀行金融研究所 金融取引の多様化を巡る法律問題研究会「金融規制の適用範囲のあり方」日本銀行「金融研究」（2017.4）
日本銀行金融研究所 コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」報告書 日本銀行「金融研究」（2012. 1）
日本銀行金融研究所「電子的記録に基づく権利を巡る法律問題研究会 報告書」（2015）
金融法委員会（事務局 日本銀行）「プロ向けルールに関する中間論点整理」（2010.12）
金融法委員会（事務局 日本銀行）「金融商品取引業における『業』の概念についての中間論点整理」（2013）
金融法委員会（事務局 日本銀行）「銘柄後決め方式 GC レポ取引の仕組みに関する法的論点の整理」（2016.5）
貸株市場整備に向けた研究会（事務局 日本証券業協会及び東京証券取引所）における「貸株市場の整備について」報告書（1998.2）
日本証券経済研究所「空売り規制に関する研究会報告書」（2005.11）
日本証券業協会 行動規範委員会「アーバン コーポレイション転換社債契約等を巡る事案に関する小委員会」報告書（2009）
日本証券業協会「分別管理 Q&A 第3版」（2011）
日本証券業協会「信用取引に係る証券会社の保有担保株式の議決権行使の在り方に関する懇談会 報告書」（2011.10）
日本証券業協会「インターネット取引における自主規制のあり方に関する懇談会」中間報告書（2014.12）
日本投資顧問業協会「第7回コーポレート・ガバナンス研究会」資料（2013）

③ 論文

- 宇野淳ほか「日本株貸株（レンディング）市場の実証分析」証券アナリストジャーナル
2009年6号
- 倉澤資成「株式市場を考える視点」日本証券経済研究所「証券レビュー」52巻1号(2012)
- 橋本剛委「流動性と株式投資」日興ファイナンシャル・インテリジェンス レビュー
2008年6月号
- 佐賀卓雄「金融システム危機と国際金融アーキテクチャーの再構築」月刊資本市場
2013. 8 (No.336)
- 小立敬「シャドーバンキングの発展とそのリスクの蓄積、日本のシャドーバンキング・
セクター」3頁 金融庁金融研究センター (2013)
- 芳賀昭「戦後わが国における証券投機金融の変遷」有価証券論集第4巻『信用取引論』
神戸大学経営学部 有価証券研究センター編 千倉書房 (1968)
- 小林鎮夫「小林鎮夫氏証券史談」261頁『戦後証券史を語る』日本証券経済研究所(1984)
- 岸本幸雄「アメリカのマージン取引と日本の信用取引」有価証券論集第4巻『信用取引
論』神戸大学経営学部 有価証券研究センター編 千倉書房 (1968年)
- 小林譲治「信用取引と貸株市場」青山経済論集 Vol.45.No.3 (1993)
- 前田秀紀「日本版債券レポ市場の現状と課題」郵政研究月報 (1998.12)
- 小野伸和ほか「レポ市場のさらなる発展に向けて」日銀レビュー (2015.3)
- 福田葵「貸株取引の決済制度改革」日本証券経済研究所 証研レポート No.1689 (2015.
4)
- 祝迫得郎「アメリカ発世界金融危機とヘッジファンド、影の金融システム」財務省財務
総合政策研究所「ファイナンシャル・レビュー」通巻第95号 (2009)
- 大井幸子「栄枯盛衰のヘッジファンド歴史と運用手法を知る」週刊エコノミスト (2013.
5. 28)
- 川名洋平ほか「近年のレバレッジの動向とヘッジファンドの関わり」日銀レビュー
2008年5月
- 三木まり「機関投資家と株券貸借取引」証券レポート No.1612 日本証券経済研究所
(2002)
- 寺田 徳「最近の運用規制緩和と貸株」講演資料 コンファレンス：セキュリティー・
レンディング (2000. 12.6)
- 若園智明「ドット・フランクリン (DF) 法とヘッジファンド」証券経営研究会編『金融
規制の動向と証券業』日本証券経済研究所 (2013)
- 青木浩子「ファンド規制」44頁 ジュリスト No.1412 (2010)
- 大久保淳一「ヘッジファンドの素顔」講演資料 コンファレンス：セキュリティー・レ
ンディング (2000. 12.6)
- 二上季代司「ネット取引と対面取引」日本証券経済研究所「証研レポート」No.1688(2015)

- 池尾和人「経済を見る目－金融危機の原因でわかってきたこと」週刊東洋経済 2012. 8.25号
- 福田徹「ヘッジ・ファンドのテール・リスクを考える」証券レビュー 第55巻第8号(2015)
- 岩谷賢伸「金融システムの安定性担保のためのヘッジファンド規制強化」金融庁金融研究研修センター「今後の証券市場の在り方に関する研究会報告書」(2009. 7)
- 内藤純一「金融資本市場の現状と今後の課題(2009年6月11日講演)」日本証券経済研究所 証券レビュー49巻7号(2009)
- 池尾和人「金融危機と市場型金融の将来」財務省財務総合政策研究所『ファイナンシャル・レビュー(通巻第101号)』(2010)
- 宇野淳「HFTと流動性」証券アナリストジャーナル(2015. 4)
- 岩井浩一「米国で注目が集まる高頻度取引の功罪を巡る議論」月刊資本市場 No.346(2014. 6)
- 井上聡「共益権と自益権との乖離」岩原紳作ほか編「会社法施行5年 理論と実務の現状と課題(ジュリスト増刊)」有斐閣(2011)
- 岩崎政明「有価証券のHidden Ownershipに係る課税問題」『証券税制改革の論点』証券税制研究会編 日本証券経済研究所(2012)
- 岩谷賢伸「エクイティ・スワップ、貸株取引を用いた議決権の取得と持分の隠蔽」189頁以下(野村総研『資本市場クォーターリー』2007 Summer)
- スクランブル「エクイティ・デカプリングとアクティビズム」商事法務 No.2008(2013)
- 代田純「我が国の法人税と課税所得」証券経済研究 第91号(2015)
- 三木まり「機関投資家と株券貸借取引」証研レポート No.1612(2002)
- 神田秀樹ほか「金商法セミナー「第15回「不正取引」座談会」ジュリスト(2011)
- 山本慶子「デリバティブ取引等の一括清算ネットィングを巡る最近の議論」(IMES DISCUSSION PAPER 日本銀行金融研究所 2013)
- 森下哲朗「間接保有証券を巡る欧米の状況と日本法の課題」金融法務研究会第一部会報告書「有価証券のペーパーレス化等に伴う担保権などの金融取引にかかる法的諸問題」(2013.7)
- 鳥畑与一「米国金融規制改革とボルカー・ルール」(静岡大学経済研究. 15(4)、2010)
- 大橋和彦ほか「金融危機、金融市場、金融仲介機能に関する研究の潮流」(日本銀行金融研究所、2012年7月)
- 繁本知宏「米欧における認識中止に関する会計基準と開示規制の動向：リーマン・ブラザーズの「レポ105」を巡る対応を踏まえて」IMES デスカッション・ペーパー 日本銀行金融研究所(2011)
- 清水啓典「グローバル金融規制の動向と日本経済」全国銀行協会 金融調査会報告書『金融規制の新展開』(2014)
- 佐賀卓雄「シャドー・バンキング・システムと金融規制」証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』日本証券経済研究所(2011)

- 森田宗男「国際金融規制改革の最近の動向」証券レビュー第55巻第1号(2015)
- 佐藤隆文「金融規制改革の潮流と望ましいプルーデンス政策への展望」9頁 一橋ビジネスレビュー(2011、AUT)
- 岩井浩一「新たな展開が展望される米国シャドバンキング改革」月刊資本市場No.332(2013.4)
- 日本証券業協会「第27回国際証券業会議(ICSA)年次総会について」証券業報(2014年4月号)
- 小立敬「規制監督強化の次なる対象となるシャドバンキング」48頁、野村資本市場クォーターリー 2011 秋号
- 品川孝次「譲渡担保の意義・機能」金融・商事判例 737号(1986)
- 吉田眞澄「譲渡担保の設定」金融・商事判例 737号(1986)
- 竹内俊雄「株式の譲渡担保」亜細亜法学 13(2)(1979)
- 川原文敬「譲渡担保に供された株式の共益権の行使と公正証書原本不実記載罪について」白鷗法学第15巻1号
- 伊豆久「破綻処理と店頭デリバティブ～一括清算をめぐる～」日本証券業協会 証研レポート No.1685(2014. 8)
- 神田秀樹「デリバティブに関する規則」日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会記録第39号(2012. 9)
- 神田秀樹「判批」神田秀樹ほか編『金融商品取引判例百選』有斐閣(2013)
- 柴崎暁「一括清算の対抗力・更改力」早稲田法学 84巻3号(2009)
- 山本慶子「デリバティブ取引等の一括清算ネットティングを巡る最近の議論」IMES ディスカッションペーパー(2013)
- 日本銀行ホームページ「決済システムの概要 第三章 決済の方法 4. オブリゲーション・ネットティング」
- 福本葵「信用取引の議決権行使」証研レポート No.1660(2011)
- 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)
- 本多正樹「判批」神田秀樹ほか編『金融商品取引判例百選』有斐閣(2013)
- 河本一郎「証券取引法第四九条に違反して委託証拠金なしに信用取引がなされた場合における証券業者と委託者との間の契約の効力」民商法雑誌 53巻6号(1966)
- 笠原武朗「判批」神田秀樹ほか編『金融商品取引判例百選』有斐閣(2013)
- 野田博「判批」神田秀樹ほか編『金融商品取引判例百選』有斐閣(2013)
- 矢沢惇「証券取引法第49条に違反して委託保証金なしに信用取引がなされた場合における証券業者と委託者との間の契約の効力」法学協会雑誌 83巻1号(1966)
- 土橋正「有価証券の信用取引において証券会社の強制手仕舞の遅延による債務不履行責任が認められた事例」金融判例 710号

- 小出篤「有価証券のペーパーレス化と分別管理・対抗要件」ジュリスト No.1460 (2013. 2)
- 鈴木淳人「「証券なき証券」を巡る法制度のあり方について」日本銀行 Research LAB No.15 - J-6 (2015)
- 福本葵「株券電子化後の株式担保」日本証券経済研究所 証研レポート No.1649 (2008.8)
- 品川孝次「譲渡担保の意義・機能」金融・商事判例 737号 (1986)
- 神作裕之「第2章 電子化された有価証券の担保化—『支配』による担保化」全国銀行協会 金融法務研究会第1分科会報告書 (2013)
- エリック・ファンドリッチ「金融危機の反省—トライパーティー・レポの改革」金融 IT フォーカス NRI (2010)
- 福光寛「市場と規制—証拠金規制をめぐって」成城大学経済研究 161 (2003)
- 佐藤隆文「金融規制改革の潮流と望ましいプルーデンス政策への展望」17頁 一橋ビジネスレビュー 2011 AUT.
- 青木浩子「プロ・アマ投資者の区分」証券経済研究 第52号 (2005)
- 青木浩子「特定投資家・一般投資家について」日本証券経済研究所 証券取引法研究会 研究記録第19号 (2007)
- 青木浩子「ヘッジ目的の金利スワップ契約と銀行の説明義務」NBL No.1005 (2013)
- 神田秀樹「金融商品取引法制施行5年の軌跡と展望」日本証券経済研究所 証券レビュー 第52巻第12号 (2012)
- 脇田安大「情報の非対称性と金融取引」日本銀行 金融研究第13号 (1986)
- 横山淳「MiFID IIのアルゴリズム (HFT) 規制とわが国金融商品取引法へのインプリケーション」証券経営研究会編『資本市場の変貌と証券ビジネス』日本証券経済研究所 (2016)
- 柳川範之「経済学における消費者保護」ホールセール・リーテイルに関するWG レポート (1999)
- 北山修悟「金融危機と事情変更法理 (二・完)」成蹊法学 80号 (2014)
- 池宮城尚也「信用リスクと証券化：非対称情報下の証券スキーム」沖縄国際大学 産業情報論集 1 (1) (2005)
- 須藤直ほか「シャドバンキングの現状：金融危機後の国際的動向と監視・規制に関する取り組みを中心に」日本銀行金融機構局 日銀レビュー2015 - J - 10 (2015)
- 翁百合「経済教室 国際金融規制一層の強化へ⑤」日本経済新聞 (2015. 7.7 朝刊記事)
- 翁百合「マクロプルーデンスの視点に立った金融監督政策」一橋ビジネスレビュー (2011 AUT.)
- 増島雄樹「拡大する影の銀行、いまだ制御は困難」日本経済研究センター研究員報告 (2014.6)
- 増島雄樹「システムック・リスクに関わる分析手法の動向と評価」金融庁金融研究センター (2015)
- 柳川範之「経済教室」日本経済新聞 (2013. 11. 18 朝刊記事)

- 森下哲朗「判批」神田秀樹ほか編『金融商品取引法判例百選』有斐閣（2012）
- 神田秀樹「デリバティブに関する規則」日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会記録第 39 号（2012）
- 吉川純「最近の裁判例からみる適合性原則と説明義務」商事法務 No.2002（2013）
- 倉重八千代「インターネット取引に対する適合性原則・説明義務と私法上の責任」明治学院大学「法学研究」96 号（2014 年 1 月）
- 加毛明「ドイツにおける顧客財産保護にかかる法制度」日本銀行金融研究所 IMES デスカッション・ペーパー（2014）
- 萬澤陽子「わが国における投資者保護基金制度」日本証券経済研究所「証券レビュー」第 53 巻 12 号（2013）
- 松岡啓祐「アメリカの投資者保護基金制度について」証券経済学会年報 49 号別冊（2014）
- 神田秀樹「投資者保護基金制度」日本証券経済研究所 金融商品取引法研究会 研究記録第 47 号（2014. 9）
- 山岡浩巳ほか「決済と担保—法と経済学の視点から—」日銀レビュー（2016-J-5）
- 天谷知子「金融と規制の変化」74 頁、月刊資本市場 No.325(2012.9)
- 久保寛展「ドイツ法における空売り規制と金融市場の安定化」福岡大学法学論叢第 56 巻 4 号（2012）
- 福光寛「空売り規制について」成城大学経済研究 158 号（2002）
- 梅本剛正「MSCB と不公正な証券取引」民商法雑誌 134 巻 6 号
- 梅本剛正「空売り規制等の市場規制」ジュリスト No.1412（2010）
- 大武泰南「空売り規制について I」別冊商事法務 No.261（2002）
- 岩井浩一「我が国 ETF 市場のマーケット・マイクロストラクチャーと投資家の注文行動」金融庁論文ワークショップ（2009）
- 青木浩子「証券検査に関する小論—空売り規制と敵対的 M&A 規律方針（米国法を中心として）」千葉大学法学論集 第 23 巻第 2 号
- 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）
- 志馬祥紀「米国の空売り規制と住宅公社の救済」日本証券経済研究所 証研レポート No.1651（2008）
- 大崎貞和「金融危機後の市場の課題」日本証券経済倶楽部 常設研究会資料 No.526（2009）
- 大崎貞和「増資インサイダー事件後の規制改革」NRI『知財資産創造』（2013. 8）
- 大井朋子「エージェントシミュレーションを用いた「価格規制」と「ネイキッド・ショート・セリングの禁止」の有効性の検証」金融庁金融研究センター（2012）
- 加藤正仁ほか「増資インサイダー問題と資金調達コスト」証券アナリストジャーナル（2013. 1）

- 瀬戸美希＝野瀬義明「株主優待が権利付き最終日までの株価に与える影響」証券経済研究第 91 号 (2015)
- 横田裕「MSCB 等の取扱いに関する理事会決議の概要」商事法務 No.1805 (2007)
- 奥総一郎「事業再生企業を対象にした下方修正条項転換社債 (MSCB)」銀行法務 21 No.656 (2006 年 2 月号)
- 藤原総一郎「事業再生における MSCB の有効性と法的考察」銀行法務 21 No.656 (2006 年 2 月号)
- 郷原信郎「アーバンコーポ／BNP パリバ取引 疑惑の核心～金商法 157 条適用による 刑事訴追が取引実態に合致する」金融財政事情 No.2814 (2008)
- 大田洋「アーバンコーポレーション・BNP パリバ間の「CB・スワップ組合せ取引」に 関する検討」商事法務 No.1865 (2009)
- 石田眞得「アメリカの空売り規制・規則 10b-5 規制の最近の状況」大証 金融商品取引 法研究会 (2013 年 6 月 28 日)
- 大野早苗「生命保険会社の利率保証と株式投資」生命保険論集 第 135 号 (2001)
- 小林一郎『『良い MSCB』の推進を図るための法制度のあるべき姿』青山ビジネスロー・ レビュー 3 巻 2 号 (2014 年 3 月)
- 保志泰「HFT を巡る議論の動向」大和総研 (2014.5)
- 保坂剛「東京証券取引所における High-Frequency-Trading の分析」日本取引所グルー プ『JPX ワーキング・ペーパー』(2014.5)
- 清水葉子「高頻度取引をめぐる規制動向」日本証券経済研究所 証研レポート No.1671 号 (2012.4)
- 宇野淳「HFT と流動性 ―グローバルな視点から―」証券アナリストジャーナル(2015. 4)
- 吉川真裕「フラッシュ・クラッシュに関する共同報告書」日本証券経済研究所 証研レ ポート No.1662 (2010.10)
- 吉川真裕「ナイト・キャピタルのシステムトラベル」日本証券経済研究所 証券経済研 究 第 85 号 (2014)
- 大墳剛士「米国市場の複雑性と HFT を巡る議論」日本取引所グループ「JPX ワーキン グ・ペーパー」(2014.7)
- 中山興＝藤井崇史「株式市場における高速・高頻度取引の影響」日本銀行 日銀レビュ ー (2013.1)
- 大崎貞和「HFT (高頻度取引) と複雑化する米国の株式市場構造」月刊資本市場 No.351 (2014.6)
- J.ゴットリーブ「金融に課税する」国際通貨基金『ファイナンス&デベロップメント』 (2012.9)

- 山口和之「トービン税をめぐる内外の動向」国立国会図書館調査及び立法考査局 レファレンス (2013. 2)
- 大野裕之「第 6 章 トービン税は市場の安定化に寄与するか」証券税制研究会編『金融税制と租税体系』日本証券経済研究所 (2014)
- 渡邊宏美「金融取引税の予備的考察」福岡大学商学論叢 58 巻 4 号 (2014)
- 日本証券業協会「第 26 回 国際証券業会議 (ICSA) 年次総会について」証券業報 (2013 年 5 月号)
- 日本証券業協会「第 27 回 国際証券業会議 (ICSA) 年次総会について」証券業報 (2014 年 4 月号)
- 岩井浩一「米国で注目が集まる高頻度取引の功罪を巡る議論」月刊資本市場 No.346 (2014.6)
- 株式会社ディーバ「空売り報告制度のシステム対応等に関する調査」報告書 (要旨) (2012. 3)
- 奥村宏「株主とは誰のことか」日本証券経済研究所『証研レポート』 No.1647 (2008)
- 酒井克彦「利子所得における実質所得者課税の原則の適用問題 (中)」税経通信 2010. 3 号
- 増田英敏「判批」水野忠恒ほか編「租税判例百選」別冊ジュリスト No. 178
- 松田秀明「株式の譲渡・質入れの留意点」Business Law Journal (2010.2 号)
- 本多正樹「レポ取引の発展と法律構成について (二)」民商法雑誌 134 巻 3 号
- 白井正和「エンプティ・ボーディングをめぐる議論の状況とそこから得られる示唆」判例時報 86 巻 3 号 (2014.3)
- 佐藤勤「議決権と経済的所有権の分離」南山法学 35 巻 3・4 号 (2012)
- 武井一浩＝森田多恵子「エンプティ・ボーディング」証券アナリストジャーナル (2014. 11)
- 白井正和「信託を用いた株式の議決権と経済的な持分の分離」第 39 回信託法学会研究会発表資料 (2014. 6)
- 佐藤勤「現代の議決権信託とその実質的効果であるエンプティ・ボーディング規制」小出篤ほか編『企業法・金融法の新潮流』商事法務 (2013)
- 得津晶「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点」株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書 商事法務研究会 (2013)
- 笠原一郎「貸株取引 (株券貸借取引) の課税問題について」青山ビジネスローレビュー 2 巻 2 号 (2013 年 3 月)
- 谷口智紀「知的財産権取引と課税問題」専修大学学術機関リポジトリ (2011)
- 瀧圭吾「所得課税における帰属 (Tax Ownership) をめぐる研究動向」学習院大学法学会雑誌 45 巻 1 号 (2009)
- 阿部雪子「資産の交換・買換えと課税繰延べに関する研究 (1)」一橋法学 第 8 巻 2 号 (2009)
- 中里実「信託税制の現状と課題 - 2011 年トラスト 60」信託法学会 (2011)

中里実「特殊な金融取引についての課税上の問題点」租税研究 2012・10

岡直樹「第 61 回 IFA 総会 議題 2 法の衝突と「所得の帰属」」税大ジャーナル 6(2007)

中島将隆「日本におけるレポ訴訟」(桃山学院経済経営論集 第 51 号 2 号)

三国谷勝範「消費者保護制度の進化」金融財政事情 (2013. 7. 29 号)

神作裕之「大量保有報告制度」金融商品取引法研究会 研究記録第 22 号 日本証券経済研究所 (2008)

福本葵「ヘッジファンドが主役の新たな議決権売買」証研レポート No.1651 (2008.12)

大崎貞和「株券大量保有開示規制の派生効果と機能不全」宍戸善一編著『「企業法」改革の論理』日本経済新聞 (2011)

山本紀生「アメリカ証券諸法開示規制と GAAP(1)」大阪国際大学紀要 国際研究論叢 20(2) (2007)

吉田英都「株券等の大量保有の状況に関する開示制度の概要 (下)」別冊 商事法務 No.130 (1991)

川口恭弘「平成 26 年金融商品取引法改正(1) - 大量保有報告制度の改正等」日本取引所グループ金融商品取引法研究会報告 (2015)

飯田秀総「大量保有報告書規制における実質的所有者・グループの認定・議決権行使の差止め」商事法務 No.1999 (2013.5)

神田秀樹ほか「〈連載〉金融商品取引法セミナー (第 6 回) 大量保有報告制度」ジュリスト No.1384 (2009)

横山淳「会社法改正法、成立」大和総研 (2014)

加藤貴仁「委任状勧誘規制の課題」大証 金融商品取引法研究会報告 (2009)

大杉謙一「金融商品取引法違反行為と株主総会の議決権行使」法律時報第 86 巻 3 号 (2014)

飯田秀総「大量保有報告書規制違反者の議決権行使差止めに関する立法論の検討」商事法務 No.2001 (2013.6)

渡辺宏之「エクイティ・デリバティブを用いた「隠れた持ち分」の問題」金融庁金融研究研修センター研究会報告書 (2009)

吉森賢「フォルクスワーゲン社とポルシェ社」横浜経営研究 35 巻第 4 号 (2015)

Peter.O.Mulbert、渡辺宏之「ドイツ企業買収法と BaFin の規制理念」早稲田法学 86 巻第 2 号

Harald Baum=Christoph Kumpan=Felix Steffek=渡辺宏之「ドイツ企業買収法をめぐる諸問題」季刊企業と法創造 24 号 (早稲田大学《企業法制と法創造》総合研究所、2010)

Joachim von Falkenhausen=Dirk Kocher=渡辺宏之「ドイツ企業買収法をめぐる最近の動向と実務家からの提案」早稲田法学 88 巻第 4 号 (2013)

春日俊介「機関投資家の受託者責任と議決権行使の関係」金融庁金融研究センター・デスクッション・ペーパー (2014)

湯原心一「証券市場における情報開示の理論」D space at Waseda University (2014)
大崎貞和「問い直されるべき議決権行使助言会社のあり方」NRI Financial Solutions
(2015.9. 9)

2. 判例

最高裁 第二小法廷 昭和 32 年 12 月 19 日判決 (民集 11 卷 13 号 2278 頁)
最高裁 第三小法廷 昭和 37 年 2 月 6 日判決 (民集 58 号 513 頁)
最高裁 第一小法廷 昭和 40 年 4 月 22 日判決 (民集 19 卷 3 号 703 頁)
最高裁 第三小法廷 昭和 48 年 3 月 27 日判決 (民集 47 卷 2 号 416 頁)
最高裁 第三小法廷 昭和 57 年 4 月 2 日判決 (金融法務事情 995 号 67 頁)
最高裁 第一小法廷 昭和 60 年 3 月 7 日判決 (民集 39 卷 2 号 107 頁)
最高裁 第一小法廷 昭和 62 年 4 月 2 日判決 (判例時報 1234 号 138 頁)
最高裁 第二小法廷 平成 15 年 2 月 21 日判決 (民集 57 卷 2 号 95 頁)
最高裁 第一小法廷 平成 15 年 6 月 12 日判決 (民集 57 卷 6 号 563 頁)
最高裁 第一小法廷 平成 17 年 7 月 14 日判決 (民集 59 卷 6 号 1323 頁)
最高裁 第一小法廷 平成 17 年 11 月 15 日 決定 (刑集 59 卷 9 号 1476 頁)
最高裁 第一小法廷 平成 19 年 3 月 8 日判決 (民集 61 卷 2 号 479 頁)
最高裁 第三小法廷 平成 19 年 7 月 19 日判決 (民集 61 卷 5 号 2019 頁)
最高裁 平成 22 年 12 月 7 日決定 (民集 64 卷 8 号 2003 頁)
最高裁 第一小法廷 平成 25 年 3 月 7 日判決 (金融法務事情 No.1973 (2013))
最高裁 第三小法廷 平成 25 年 3 月 26 日判決 ([Westlaw Japan 文献番号 2013 WLJPCA 03079001](#))
東京高裁 昭和 38 年 7 月 10 日判決 (下級刑集 5 卷 7=8 号 651 頁)
東京高裁 昭和 39 年 12 月 9 日判決 (行集 15 卷 12 号 2307 頁)
東京高裁 平成 7 年 9 月 26 日判決 (民集 54 卷 6 号 1812 頁)
東京高裁 平成 20 年 3 月 12 日判決 (金融・商事判例 1290 号)
東京高裁 平成 22 年 10 月 27 日判決 (金融・商事判例 No.1360)
大阪高裁 平成 23 年 9 月 23 日判決 (金融法務事情 No.1973 (2013))
東京地裁 平成 13 年 10 月 31 日判決 (判例タイムス No.1118 (2003. 7.1))
東京地裁 平成 14 年 11 月 8 日判決 (判例時報 1828 号 142 頁)
東京地裁 平成 19 年 4 月 17 日判決 (判例時報 1986 号)
東京地裁 平成 21 年 11 月 25 日判決 (金融・商事判例 No.1360)
和歌山地裁 平成 23 年 2 月 9 日判決 (金融法務事情 No.1973 (2013))
国税不服審判所 平成 17 年 1 月 31 日裁決 (裁決事例集 69 号)

II. 海外文献

1. 書籍等

① 書籍

RICHARD A.POSNER & KENNETH E.SCOTT, ECONOMICS OF CORPORATION LAW AND SECURITIES REGULATION (1980)

K.M. MORRIS & V.R.MORRIS , GUIDE TO UNDERSTANDING MONEY & INVESTING (2000)

VIRAL V. ACHARYA & MATTHEW RICHARDSON, RESTORING FINANCIAL STABILITY (2009)

WILLAM A.ALLEN, INTERNATIONAL LIQUIDITY & FINANCIAL CRISIS (2013)

CHARLES.J.JOHNSON, JR. & JOSEPH MELAUGHLIN, CORPORATE FINANCE AND THE SECURITIES LAWS 4TH EDITION (2006)

ROBER L.MCDONALD, DERIVATIVES MARKETS 2ED (2006)

FRANK H. EASTERBROOK AND DANIEL R.FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW (1991)

KATHRYN F. STANLEY, THE ART OF SHORT SELLING (1997)

② 論文等

Henry T.C.Hu/Bernard Black “*Empty Voting and Hidden Ownership Taxonomy, Implications, and Reforms*” 61 Business Lawyer 1011 (2006)

Alex Raskolnikov “*Contextual Analysis of Tax Ownership*” 85 B.L.Rev.431 (2005)

Citi “European Financial Transaction Tax” Securites and Fund Services (2013)

Gregory Lyons, ”*Global Legal and Regulatory Issues and Business Implications*” PASLA/RMA Conference 2014.

PASLA : 12thAnnual PASLA/RMA Conference on Aisian Secutities Lending (2015.3 Shanghai) Agenda

CFTC&SEC、 “*Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010*”. (2010.9)

Singh and Aitken , “*Deleveraging after Lehman – Evidence from Reduced Rehypotheccation*” IMF Working Paper WP/09/42 (2009)

Singh , “*The(Other)Deleveraging*” IMF Working Paper WP/12/179 (2012)

Financial News “*Stock-lending trade body overhauls board*” 2010.12.17.

Gregory Lyons , ”*Global Legal and Regulatory Issues and Business Implications*” PASLA/RMA 11th Conference Tokyo (2014)

Craig Stein = Paul N. Watterson, Jr. “*New Margin Requirements for Uncleared Swaps*” HARVARD BUSINESS LAW REVIEW (2015)

- Pawet Smaga “*The concept of Systemic Risk*” SRC SPECIAL PAPER No.5 (2014)
- Ofer Eldar and Lorenzo Magnolfi, “*Regulatory Competition and the Market for Corporate Law*”, YALE INTERNATIONAL CENTER FOR FINANCE WORKING PAPER (2015.11)
- Wolf–Georg Ringe, “*Arbitrage and Competition in Global Financial Regulation - The Case for a Special Resolution Regime*”, UNIVERSITY OF OXFORD LEGAL RESEARCH PAPER SERIES No.49 (2015)
- Massimo Massa, et al., “*The Invisible Hand of Short Selling: Dose Short Selling Discipline Earning Management ?*”, HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE AND FINANCIAL REGULATION (2015.2)
- Yair Listokin, “*Taxation and Liquidity*”, 120 YALE L.J. 1682 (2011)
- Houman B.Shadab, *Regulating Short Sales in the 21st Century*, 90-92 ,in HANDBOOK OF SHORT SELLING (Greg N. Gregorious ed.2012)
- Messod Daniel Beneish et al.,*In Short Supply: Equity Overvaluation and Short Selling* , in ROCK CENTER FOR CORPORATE GOVERNANCE WP NO.165 (2013)
- Andreas Martin Fleckner, “*Regulating Trading Practices*”(Max Planck Institute for Tax Law and Public Finance Working Paper 2015-8)
- Paul Landless=Gregory Lyons, “*Legal, Tax and Regulatory Update*” PASLA/RMA 13th Conference Shingpole 2016
- PASLA : 12thAnnual PASLA/RMA Conference on Aisian Securities Lending (2015.3 Shanghai) Agenda
- Malcom Baker, Brock Mendel & Jeffrey Wurgler, “*Dividends as Reference Points : A Behaviore Signaling Approach*”, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (2015.12)
- Jacob R. Thornock, “*The Effect of Dividend Taxation on Short Selling*” Yale edu (2010)
- Henry Hansmann and Mariana Pargendler, “*The Evolution of Shareholder Voting Rights: Separation of Ownership and Consumption*”, 123 Yale L.J. 948 (2014)
- Michael Swartz, “*Beneficial Ownership*”, 2009 Private investment funds seminar
- Lucian A. Bebchuk and Robert J.Jackson Jr., “*The Law and Economics of Blockholder Disclosure*”, Harvard Business Law Review, Vol.2 (2012)
- Gideon Parchomovsky, “*The Essential Role of Securities Regulations*”, Duke Law Journal ,vol,55 (2006)
- Viral V. Acyarya. et al, “*Measureing Systemic Risk*,” 10-02 FEDERAL RESERVE BANK OF CLEVELAND WORKING PAPER (2010)

③ 国際監督機関協議書等

- IOSCO “*Regulation of Short Selling Consultation Report*” (2009.3)
- IOSCO “*Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency*” (2011.10)
- IOSCO “*Recommendations Regarding the Protection of Client Assets Final Report*” (2014.1)
- BIS CGFS Papers No. 36 “*The role of margin requirements and haircuts in pro - cyclicalities*” (2010.3)
- FSB (FSF)、 “*Financial Stability Forum Issues Recommendation and Principle to Strengthen Financial Systems* ”(2 April 2009).
- FSB (FSF)、 “*Report of FSF on Addressing Pro-cyclicalities in the Financial System*”(2 April 2009).
- FSB、 “*Shadow Banking : Scoping the Issue – A Background Note of the Financial Stability Board*” (12. April 2011) .
- FSB、 “*Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking*” (29 August.2013) .
- FSB、 “*Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - An overview of policy recommendations*” (27 Oct. 2011) .
- FSB、 “*Securities Lending and Repos : Market Overview and Financial Stability Issues – Interim Report of the FSB Work stream on Securities Lending and Repos*” (27 April 2012)
- FSB、 “*Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - A policy framework for addressing on shadow banking risk in securities lending and repos*” (18 Nov.2012) .
- FSB、 “*Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - A policy framework for addressing on shadow banking risk in securities lending and repos*” (18 Nov.2012)
- FSB、 “*Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking - policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*”(29 Aug.2013) .
- FSB、 “*Policy framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*” (29 Aug.2013)
- FSB、 “*Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Regulatory framework for haircuts on non-centrally cleared securities financing transactions*” (14 Oct. 2014)
- FSB、 “*Standards and Processes for Global Securities Financing Data Collection and Aggregation*”(13 Nov.2014)
- FSB “*Standards and Processes for Global Securities Financing Data Collection and Aggregation*” (13 Nov. 2014)

FSB、*“Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Financing - An Overview of Progress and a Roadmap for 2015”* (14 Nov. 2014)

2. 判例・行政文書

Provost v. United States, 269 U.S.443 (1926)

Compaq Computer v. Commissioner, 277 F. 3d 778 (5th Cir.2001).

CSX Corp. v. Children’s Investment Fund Management (UK) LLP,562 F.Supp.2d 511(S.D.N.Y.2008), 654F.3d 276(2nd Cir, 2011).

Frank Lyon v. United States, 435 USTC 561 (1978)

Calloway v. Commissioner, 135 USTC 3 (2010)

Samueli v. Commissioner, 132 USTC 4 (2009)

Anschutz v. Commissioner, 135 USTC 5 (2010)

In re Lemman Brothers Inc.,No.08-01420 (JMP)(SIPA) (Bankr.S.D.N.Y.June 25, 2013)

U.S. SEC (2014.10)、*“SEC Charges New York-Based High Frequency Trading Firm With Fraudulent Trading to Manipulate Closing Prices”* (For Immediate Release No. 2014-229, Oct.16,2014) .

U.S. SEC (2015.11)、*“Regulation of NMS Alternative Trading Systems”* SEC Release No.34-76474; File No. S7-23-15,Nov.18,2015

U.S. SEC (2015.11)、*“SEC Propose Rules to Enhance Transparency and Oversight of Alternative Trading Systems”* (For Immediate Release No.2015-261)

III. 資料参照 ホームページ

金融庁 <http://www.fsa.go.jp/publish/index.html>

法務省 <http://www.moj.go.jp/>

日本証券業協会 <http://www.jsda.or.jp/shiryo/>

東京証券取引所 <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/index.html>

日本証券金融 <http://www.jsf.co.jp/>

PASLA

http://www.rmahq.org/securities-lending?_ga=1.36349728.1409813417.1401928640

FSB <http://www.financialstabilityboard.org/>

U.S. SEC <http://www.sec.gov/>