平成２９年９月２７日

一橋大学博士学位申請論文審査報告書

申請者　：笠原　一郎

論文題目：株券貸借取引規制の課題と展望

審査委員：小川宏幸，宍戸善一，岩倉正和

1．概要

株券貸借取引は，株式市場の流動性を高める空売り取引においてその決済株券を供給するという役割を担うとともに，効率的な資金調達の手段ともなる有益な取引である。他方，株券貸借取引は空売り取引といわば表裏一体の関係にあるために，相場操縦的な空売り取引を助長するのではないかという懐疑的な見方が存在するのも事実である。本論文は，こうした株券貸借取引が有するデメリットを排除しつつ，メリットを可能な限り向上させるための規制のあり方を提言する意欲的な論考である。

本論文の構成は以下のようである。序章において本研究の目的と本論文の構成・分析手順を簡潔に紹介したうえで，まず第1章において株券貸借取引が有する性質・意義を明確にする。続く第2章においては株券貸借取引と空売り規制との関係について，第3章においては株券貸借取引と担保金規制との関係について，第4章においては株券貸借取引と分別管理・顧客分別金制度との関係について，それぞれ現行制度の趣旨・問題点を明示しながら，いかにして株券貸借取引制度の公正性と効率性とを高めてゆくべきかという観点から深い分析を加えてゆく。最後に終章において本論文における提言をまとめたうえで株券貸借取引の将来展望を示す。

株券貸借取引は，従前より，主に機関投資家等のプロフェッショナル（以下，プロ）同士の間の取引であり，消費貸借契約の法形式をとり，所有権が移転するこの取引には明確な法的な規制はなく，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。しかし，近年，株券貸借取引にはアマチュア（以下，アマ）取引者を含む多様な取引者が参加するようになっているという実情があるにもかかわらず，そうしたアマ取引者保護の包括的かつ実効的な制度枠組みが存在しないという重大な問題点がある。そこで，本論文では，このような株券貸借取引が包含する課題に対して，この取引が持つ効率性の向上と取引者保護（公正性）の確保とを見据えた制度提案がなされている。その具体的な内容は以下のようである。

(1) 株券貸借取引と空売り規制

取引に関する公開情報が非常に乏しいとの批判がある空売りの裏側（決済措置）を支えるという関係にある株券貸借取引を円滑に動かすためには，アマ取引者を含めた一般の投資者が株券貸借取引等の情報を的確に取得できる仕組みを備える必要がある。このため，現行の空売り規制の一つである明示義務については，空売り残高（Stock Data）情報に加え，取引の実勢を一般の投資者がより掌握しやすくするため，空売り取引高

（Flow Data）についても明示・公表の対象とすべきとの提言が本論文においては示されている。

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については，開示と情報の提示にかかる報告様式等の見直しなど実務的な改善を行うことなど，より取引の実態を映す透明性を高めるための提言もあわせて行われた。

(2) 株券貸借取引と担保金・顧客分別金（分別管理）

株券貸借取引が信頼の得られる取引環境を備えるためには，取引への過剰な規制を回避しつつ，取引相手方の信用リスクへの情報感度を踏まえた仕組みが必要である。参加者相互の信用リスク情報が均衡するプロ間の取引では，担保金の取扱いはリスク管理そのものであり，効率性確保の観点からも，出来る限り取引当事者の意図に任されるべきである。他方，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の取引であり，アマ取引者保護の仕組みが求められるべきである。

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よる保護の仕組みの導入が本論文では提示されている。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が可能であると主張する。

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，担保の有担保化もしくは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が提言されている。

本論文は，上記 (1)・(2) で紹介したような法制度を新たに導入することによって，株券貸借取引の透明度が高まるとともに，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整備が促され，もって多様な価値観を持つ投資家を呼び込み市場の流動性が高まるであろうと展望する。

2. 評価

本論文は以下の諸点において高く評価できる。第一に，従来その実態が必ずしも詳らかではなかった株券貸借取引制度というものの現況と問題点とを，客観的な裏付けを持つデータ等を地道に参照しながら簡潔かつ明確に提示したという点であり，十分に資料

的価値がある労作と評価できる。これは，数十年にわたり証券金融会社において勤務した経歴を持ち株券貸借取引に関する実務に通暁している笠原氏であるからこそなし得た大きな学問的貢献であるといえよう。

第二に，本論文においては，従来の類似の先行研究には見られない斬新な，しかも非常に柔軟な解決策が具体的に提示されている点である。この解決策は，情報開示・担保金規制・分別管理という広範な分野に及ぶものであり，その実効性が十分に期待できるものである。しかも，この解決策は，株券貸借取引の効率性を高めながら同時に公正性にも十分に配慮すべきであるという一貫した姿勢を堅持しながら導き出されたものであり，その理論的な整合性も確保されているところである。

第三に，そうした理論的に独自でありかつ新規の解決策について，さらに株券貸借取引制度のそもそもの趣旨・目的や，歴史的変遷，米国法との比較という様々な観点から詳細に再検討を重ねたたうえで，提案された独特の解決策の制度的妥当性を示すことに成功している。このような再検討が慎重になされていることは，本論文における提言の説得力を高めることにつながっていると評価できよう。

もっとも，本論文に対しては，各種の提言を実際に導入した場合に予想される政策的効果についての厳密な検証が不足しているのではないかという批判がありうる。

確かに，本論文においては，効率性と公正性とを確保するような株券貸借取引制度として，いかなる制度を構築すべきであるかという点に特化して論旨が展開されており，一見すると，最終的に提示するに至った解決策がどの程度の効果を実際に有するのかという疑問には十分な解答を与えていないかにも思える。

しかしながら，本論文において展開されている提言の支柱となっている斬新なプロ・アマ区分論は，決して硬直的な基準ではなく，株券貸借取引の規模や回数に応じて柔軟に変更することが可能な基準に依拠しており，これは本論文が提言する解決策を実際に運用した場合の政策的効果に応じた調整弁の機能を果たすものであるといえることから，その提言する解決策の効果をも事前に念頭におき用意周到な対策をビルト・インしていると評価できる。したがって，提言を実行した場合の効果の検証についてまで考察が至っていないという批判は，必ずしも正鵠を射たものではないと反論できよう。

このように，本論文に向けられるであろう批判は，先行研究においては成しえなかった株券貸借取引制度を公正かつ効率的に運営するための示唆に富む政策の提言という本論文の有する本質的・根源的価値を些かも毀損するものではない。

3．結論

以上全てに鑑み，審査委員は全員一致で申請者笠原一郎氏に博士（経営法）の学位を授与することが適当であると判断する。