

## 「株券貸借取引規制の課題と展望」

ID12L003 笠原 一郎

### 1. 問題点

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）をもたらす空売り取引の決済株券を供給する役割や、効率的な資金調達的手段となる。いわば株券の流通と深く結び付いた有用な機能をもつ取引である。一方、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する取引ではないかという懐疑的な見方がある。その根底にあるのは、空売りは実態がよくわからない（情報の乏しい）「不透明な」取引であり、「相場を不当に下落させる投資手法」＝「悪い」取引との認識される程、取引情報に乏しい取引とされている。

また、この取引は、従前は、主に機関投資家等のプロフェッショナル（プロ）とプロとの間の取引であり、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、近年は株券貸借取引にはアマチュア（アマ）取引者を含む多様な取引者が参加しているが、取引者に対する保護の枠外の取引、すなわちアマ取引者保護（顧客保護）の仕組みを持たない取引である。

このような株券貸借取引が包含する課題・問題に関し、まず、取引にかかる情報展開の方法等について、この取引と空売り規制の関係を踏まえ提案する。そして、この取引にかかる担保金規制と分別管理・顧客分別金等の取引ルール等について、この取引が持つ効率性の確保と取引者保護の在り方を踏まえた提案を行った。

### 2. 提案

#### (1) 株券貸借取引と空売り規制

よくわからない・怪しい取引との批判がある空売りの裏側（決済措置）を支える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案を示した。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案を行った。

## （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。

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いと考える。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を提言したものである。

このように、プロ間の取引に対しては、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を備える必要があると考えたからである。

### 3. 展望

本論文では、上記のように取引ルールの見直し提案（取引に関する必要な情報が取得できる仕組みと、取引の効率性とアマ取引者保護を均衡させるためプロ・アマ区分による取引ルールの仕組みの提案）を行った。

その背景としては、投資家の株式離れが言われているなかで、株式市場に厚みを持たせるためには、多様な価値観を持つ投資家を呼び込み、市場の流動性を高めていく必要があり、株券貸借取引のルール整備を通して、その役割の一端を担えるのではないかと考えるところである。

その方法として、まず、この取引にかかる適切な情報の提供の仕組みの整備が求められよう。また、株券貸借取引は空売りと表裏一体の取引であり、この取引をより効率化させることで株式市場への株券（銘柄）の供給の増加・増大が図られると考える。ここではその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、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。こうした取り組みを実施することで、取引情報の透明度を高め、取引ルールの明瞭性も高め、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を促すことにつながろう。取引に予測可能性を持たせ得る、そして実効的に取引者保護を求める取引ルールが提供されることで、言ってみれば、この株券貸借取引と密接に関係する株式市場の活性化に繋がるものと信じているところである。

以 上