

市場と規制—証拠金規制をめぐる

福 光 寛

目 次

はじめに—市場規制の強化をめぐる—

1. 論争の出発点としてのフリードマンとスティグラ—

2. ボーゲン＝クルスの報告書 (1960)

3. ムーア論文 (1966) の「衝撃」

4. 1970 年代の証拠金規制否定論議

4-1. 相場への影響の否定

4-2. ラーゲイ第二論文の異なる主張

4-3. 重ねて否定された相場への影響

5. 証拠金規制の目的についての反論

結び—リスク管理手法としての再生—

参考文献

はじめに—市場規制の強化をめぐる—

証券市場をめぐる政府規制の強化が進む中で、様々な規制批判がある。日本で空売り規制が強化されたとき、そもそも空売り規制が見られるのは米国だけで、米国でさえ緩和の方向で見直しの動きがあるという批判があった。しかしこのタイプの批判は、世界各国での空売り規制に向けた動向に対する不勉強と無知を示すものである。実際には世界各国で、株価の大幅な下げ局面で空売り規制論議は繰り返されている。

財務省から広島大学に転出した西村尚剛は、市場が混乱したときに当局が介入するのは日本に限ったことではなく、また混乱を放置することは「許されない行為」だとして、期待していた効果の大きさやアクションの

タイミングなどの反省材料は残るとしても、今回の空売り規制は正当なものだったとしている（西村 [2002], 47-49）。

しかし空売り規制について学者の世界の文献はあまり多くない。これに比べて多年にわたって論争が続き文献数が多いのは、アメリカの証拠金規制である。後述するように証拠金規制がいかに機能していないかについて批判する文献が多い。ところが記憶に新しいことで詳しくはこれも後述するが、2001年にデイトレーダーを対象に証拠金取引に絡む規制強化が行われた。日本の空売り規制強化と同様に、米国でも批判はあるが規制は強化されているようだ。そこにはどのような事情があったのだろうか。またその事情の検討は、日本での空売り規制強化（詳細は福光 [2002] を見よ）や広く市場と規制との関係を考える上での手がかりを与えるのではないか。以上のような問題意識から、改めて米国の証拠金規制をめぐる論議の関連文献を読み直して考察したのが小稿である。

なお米国の証拠金規制についての日本における近年の研究をみると、まず大村 [1990] による解説がある。規制形成の歴史については、北條 [1989, 60-68] [1992, 36-40] による連邦準備制度の形成と絡めた解説がある。証拠金規制の有効性をめぐる論争についても、北條 [1990b, 53-73] [1992, 107-117, 176-184, 265-279] の記述がある。ただ北條はこの論争に関わる文献について、ボーゲン＝クルス [1960] 以外には参照指示を与えていない。北條はその代わりに、この問題を扱った学位論文 (J.D. Stoffels, *The Use of Margin Credit in the Trading of Securities*, Michigan State of University, 1969.) とニューヨーク連邦準備銀行の報告書 (FRBNY, *Securities Credit Regulations of the Board of Governors of the Federal Reserve System*, 1979) の参照を指示している（北條 [1990a, 76] [1992, 307]）。私としては北條によるこの論争の取り扱い方は不満であり、この小稿では論争に内在した整理を改めて最初から行った。なお1987年のクラッシュ以降の Hardouvelis [1988] をめぐる議論と規制の主体をめぐる論争とについて、大村＝俊野 [1998, 191-193]

の簡明な解説がある。2001年のデイトレダー規制については、立ち入った分析は未だない。

このような従来の研究史に鑑み、ここでは1980年代までの論争を私なりに再整理し、その上で2001年のデイトレダー規制に言及することにした。

ところで一般に米国の証拠金規制とは、株式を売買するときに購入資金の貸付を受けるにあたって貸し付け業者に差し入れる当初証拠金(頭金=自己資金)の大きさについての規制を指しており、購入金額に比しての比率で示される。この比率の規制権限が1934年証券取引所法によって、連邦準備制度理事会に委ねられた。その結果、中央銀行(連邦準備銀行)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。なお第二次大戦中には消費者信用についても連邦準備制度が規制するという問題があったが、こちらは大战後、廃止されたので、選択的信用統制としては証拠金規制が連邦準備制度に残された。中央銀行における、貨幣量の統制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な統制 qualitative control との関係は、金融政策論の上では注目されてきた(表1)。

表1 金融政策の量的統制と質的統制

quantitative control
qualitative controlselective or specific control

証拠金規制は、購入額に比較して一定比率の自己資金の大きさを求めるわけだが、そもそも歴史的には、実際に市場で行われていたよりも高い証拠金率を求めることで、投機を抑制する役割をもって1934年にスタートした。また貸し付けを行う業者の側からみると、貸付金で買い付けた証券は貸し付けの担保として業者の手元に残ってはいるが、その証券の値下がりに備えて、証拠金規制によって業者が行う貸付額(=購入額-自己資金)

を小さくするという問題でもあった。証拠金規制は、このように業者のリスクを一定範囲に抑えるというリスク管理問題をもともと含んでいるが、この問題は後述するように1980年代に証拠金規制の主要目的として関係者によって公言されるようになった。

また証拠金規制として、一般に問題になるのは連邦準備制度が行う当初証拠金規制であるが、これについては取引所や証券業者が上乗せの規制をかけることがある。また、取引開始後、顧客の証拠金勘定に勘定の評価額に対して一定比率以上の自己資金（＝購入証券評価額－借入額）の維持を取引所が求める維持証拠金規制が当初証拠金規制とは別にあり、これについても個々の業者が上乗せ規制をかけることがある。

先に進む前につきのような点にも注目したい。

一つは証拠金規制の対象となる証券金融市場の比重の変遷である。そもそも連邦準備の規制対象として、証券金融が選ばれたのは、証券金融がアメリカの金融構造の中で特に重要な位置にあったからである。連邦準備制度は1913年の発足時から証券金融の抑制を視野に入れていたとされる（北條[1999], 66）。その統制が1929年の株式暴落によって大きな問題になって証拠金規制が導入されたのだが、皮肉なことにこの暴落を契機に、証券金融の位置は低下していったのである。以下に関連する文章を引用してみよう。

「証券のブローカーまたはディーラーが、自己または顧客のために、証券を購入し、あるいは保有するために必要とする資金に対する銀行貸出を」ブローカーズ・ローンと呼ぶが、この主体は貸し出しの翌日以降、「借手または貸手のいずれかの要求あり次第1日前の予告で返済される」コール・ローンである。このコール・ローンは「1929年のニューヨーク株式市場暴落までは」「ニューヨーク短期金融市場のもっとも重要なマーケットであった」。各銀行は「確実な第2線準備として」ブローカーズ・マーケットを利用した。しかし「1929年の株価大暴落の結果、ブローカー

ズ・ローンには必ずしも安全でないことがわか」ったこと、「株式市場が閑散となり」かつ「統制が強化され」融資額が減少したことにより、第2線準備として「ブローカーズ・ローンは大きく後退し、政府証券が第2線準備として圧倒的に重要性を帯びてきた」(東京銀行 NY 支店 [1963], 4-5, 22-23。同様の指摘は以下にもある。小林 [1965] 14)。

そして第二次大戦後は、規制の影響もあって、証券金融は、資金的には証券業者の中でかなり自足できるようになった。

すなわち証券業者は、手元現預金、顧客への信用供与、手持ち有価証券の変動から生ずる資金ニーズを、自己資金、顧客からの預かり金、借入金で賄うという資金の運用調達構造をもっている(千葉 [1975] 14-17)。そこで顧客への信用供与だけを取ると、自己資金と顧客からの預かり金で多くを賄えることになり、株式市場の閑散期のコール・ローン市場への依存度は下がることになった。

加えて1970年頃から証券業者としては、国債を中心とする手持ち有価証券が増えるなかで、買戻し条件付き証券の売却による資金調達が活発化した(千葉 [1975] 19-20)。このような資金調達市場の多様化もコール・ローンの位置を相対的に低下させ、アメリカの金融構造の中での当初証拠金規制の意義を低下させたのである。

おそらくは以上の点を反映して、連邦準備制度による当初証拠金比率の変更は頻繁でなかっただけでなく、1974年以来、全く変更されなかった(表2)。すなわち1934年証券取引所法により権限を与えられた連邦準備制度理事会は、比率の変更を頻繁には行わず、かつ1974年以来、30年近くにわたって問題の当初証拠金率の変更を行わなかった。

ただし当初証拠金規制は規制としてその後も廃止されず存在している。このように比率規制として存在するけれど、比率は固定されたままという規制のあり方も関心と呼んできた。しかし私は、これが小稿の主張でもあるが、証拠金規制には、証券会社にとってのリスクを抑制するという目的

市場と規制—証拠金規制をめぐって

がもともとあり、このリスク管理の手法としてなお現役の規制方法として生きていて、その機能を活かす努力が続けられていると考えている。

表2 連邦準備制度による当初証拠金規制

単位：%					
施行日	比率	施行日	比率	施行日	比率
10/15/34	45	01/17/51	75	07/10/62	50
02/01/36	55	02/20/53	50	11/06/63	70
11/01/37	40	01/04/55	60	06/08/68	80
02/05/45	50	04/23/55	70	05/06/70	65
07/05/45	75	01/16/58	50	12/06/71	55
01/21/46	100	08/05/58	70	11/24/72	65
02/01/47	75	10/16/58	90	01/03/74	50
03/30/49	50	07/28/60	70		

資料：Hardouvelis [1988]

表3 金融政策運営の2段階アプローチ two-stage approach

政策手段	⇒	運営目標 operating targets
運営目標	⇒	最終目標 ultimate targets

ところで金融政策との関係は仮に置いて議論を進めるとしても、中央銀行の金融政策を見るときにの枠組みは証拠金規制の検討でも役立つ。金融政策を考える場合、政策手段の発動から最終目標の実現をダイレクトには考えない(表3)が、この政策発動と政策効果に至る枠組みは証拠金規制にも応用できる。つまり政策発動には様々なラグ(認知ラグ、決定ラグ、効果ラグ)や、非政策要因による攪乱が存在するので、目安になる運営目標に着目して政策を調整する必要があるという枠組みである。とりうる政策手段の発動を反映する操作目標、操作目標によってコントロール可能で観察も容易な中間目標などが、運営目標である(古川[1993])。証拠金規制においても、最終目標、運営目標を整理してみる必要がある。あとでまた述べることになるが、どうも証拠金規制について、証拠金規制に否定的な論者

は、相場全体をいずれかの方向に誘導することを運営目標としていたのではないか。また最終目標に相場の安定を置いていたのではないか。

1. 論争の出発点としてのフリードマンとスティグラール

この論争の出発点と考えられるのは、シカゴ大学のミルトン・フリードマン (1912-) の 1950 年代の二つの著作と同じシカゴ大学のジョージ・ジョゼフ・スティグラール (1911-1991) の 1960 年代半ばの二つの論文である。これら二人のノーベル賞受賞学者 (1977 年と 1982 年に各受賞) は、証拠金規制をめぐる論争の喚起に大きな影響を与えた。

まずフリードマンは、1953 年に出版した『実証的経済学の方法と展開』に収められた変動為替相場論において、投機が相場を安定させることを記述した。安値で買って高値で売るというように、利益を出すように行動する投機者の合理性を仮定できるなら、投機行動は相場を安定するように影響するはずだとフリードマンは主張した (Friedman [1953], 174-177)。投機が相場を安定させるか不安定にするかは論争がこのあとも続く (cf. Baumol [1957] と Telster [1959]) が、相場というものは投機が存在することで安定するという本書の記述は、投機を抑制するものとしての市場規制を批判する場合に決まって引用されるようになる。

フリードマンは 1959 年に出版した『貨幣の安定を目指して』の中で、1928—29 年にかけて株式市場への連邦準備制度の関心が、一般のビジネスに対する信用政策を過度に厳しくすることにつながったことを例に挙げて、劇的に動く株式市場に関心をもつというように特定分野の信用に責任を持つことは連邦準備 (中央銀行) の政策に有害であるとした。そして、証券の購入や保有のための信用を別扱いすることにはいかなる正当性も認めないと断言し、婉曲な表現だが証拠金規制を批判した (Friedman [1959], 27)。つまりこの本でフリードマンは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になっている。

しかしこのフリードマンの見解を誰もが受け入れているわけではない。コロンビア大学のベックハートの大著『米国連邦準備制度』(1972)を紐解くと全く正反対の見解が記載されている。そもそも1920年代末の状況の解釈がフリードマンとは異なっている。ベックハートの理解では、連邦準備は1920年代末に証拠金規制のような、株式市場への選択的な信用統制手段をもたなかったために、引き締め政策に頼らざるをえず、それも不十分な引き締めしか行えなかったというのである。その結論を引用すると以下のようなものである。

「連邦準備制度は、実業界に損害を与えることなく、株式取引所における投機的な底抜け騒ぎを終息させようとしたが、それは不可能であった。連邦準備制度は当時、現在では可能であるが、証券担保貸付の選択的な統制に頼ることはできなかった。連邦準備制度は金利の抑制的な影響、すなわち、一般的な信用統制に頼らざるを得なかったが、それは一般的な企業活動への影響なしではありえないものである。」(ベックハート訳書 274-275)。

1920年代末に連邦準備が、株式市場の熱狂への懸念とビジネスへの配慮との間で揺れて、求められた引き締め政策を十分に行えなかったことについて、ベックハートの妻であり、ベックハートと同じくコロンビア大学に奉職したマイヤーズの『アメリカ金融史』(1970)はつぎのようにまとめている。

「準備当局は、自分達が追求すべき政策について明確な指針を欠いていた。」「証券市場における投機が次第に増大していく間に、連邦準備の信用政策は、国内では高い利子率によって「適正な」事業をそこなうというその恐れや、国外では低利子率によって投機を刺激し、かつ回復を危険にさらすというその恐れの中で動揺し、悩んでいた。」(マイヤーズ訳書 352)「準備当局側には、正当な事業が金融引締政策により束縛されるかもしれない

という強い不安があり」(同前 354)「連邦準備の割引利率は」[1929年の前半は引上げられなかった」(同前 355)

なおベックハートは、証拠金規制は選択的信用統制が金融政策の手段として認められるつぎのような定義と要件を満たしているともしている。「選択的信用統制は、相対的に同質的な貸付けの分野」でかつ「信用需要が金利変化に相対的に不感応な分野で用いられる」「その分野は、貸付けの目的と性質について合理的に定義可能であり、また規模と変動性の点で一般的信用統制の強化を助けうるほどに十分に重要なものでなければならぬ」(ベックハート訳書 596)

以上のようにフリードマンの見解に同調する学者ばかりではない。投機を抑制するという証拠金規制を認める見解もあるということである。このような金融政策との関わりは、以下の論争の文献の中ではほとんど言及されない。この論点は、私自身にとっては興味深いのだがここで途絶えている。しかしこの論点も、証拠金規制の有効性に関心が向かう上で重要だったことは、つぎのスティグラの議論からも伺えるところである。

自らは、証拠金規制について検討は行わなかったものの、学会の後進に対して、この証拠金規制の検討を促し、さらに規制の有効性を検討する手法を提示したのが、フリードマンと同じシカゴ大学のスティグラである。

まず1964年3月に発表された論文「証券市場の公共規制」は、規制の有効性を分析する手法を後進に提示した(Stigler [1964])。この論文は1963年に出された米証券取引委員会の特別調査報告「コーエン報告」の粗雑さを批判したものである。その前半で彼は、一定規模以上の発行規模がある普通株と優先株との新規発行株の株価の動きを証券取引委員会設置前後発行分について、発行後各5年間を表にして開示規制の効果を検討している。なお株価の動きは市場平均との比率の動きでみることで、一般的な市場環境の影響を除外する工夫をしている(Ibid, 118)。結論としては、証券取引委員会の設置前後発行分を比較して、つまり公募発行に際しての証券取引

委員会への登録届出義務（開示規制）の有無という変化にもかかわらず、投資家の収益には大きな変化はなかったとして、「証券取引委員会の登録制度は、公衆に売却された新規証券の質に重要な影響を与えなかった」との結論を導いている (Ibid, 124)。

このように規制が存在する前後の統計数値（具体的には市場平均株価に比べた新規発行株価の推移、またその標準偏差の推移）をみることで、規制の経済効果を推定するという手法が、証券市場に対する規制に絡んで、提案されたことが注目される。このように規制が行われている時期とそれ以前との統計数値を比較することで、規制効果の検証をする試みがその後繰り返されるからである。

またスティグラーはつぎのような形で証拠金規制の研究を後進の学者に呼びかけた。1964年末のアメリカ経済学会総会での講演「経済学者と国家」（1964年12月）で彼は学会会長として冒頭こう述べた。「現代の経済学者は、政策効果についての確証を持たずに鉄道を規制するか規制緩和するかを連邦政府に提言する職業的権利を持たない。・・・もしも課題が研究可能なものならば、学者は立法者にそれを提言する前に研究するべきだ。」(Stigler [1965], 2)。そして結語のところで語調を緩めて、経済関係を経験的に測定しようとする傾向の強まりを「科学的革命」になぞらえ、経済学は黄金時代に立っていることを確信するとまとめた。その上でつぎのように特に証拠金規制に言及し、証拠金規制の有効性への関心と呼びかけたのである。「この革命は公共政策に達し始めており、間もなく我々経済学者を要求で圧倒するだろう。証券市場の証拠金規制がわずかな効果の有無も知ることなしに年に一度変更されることは考えられないことになろう。」(Ibid, 17)。

このスティグラーの2本の論文は、その後、1975年に他の論文とともに図書として出版された（原書名『市民と国家』）。またこの図書は日本でも1981年に『小さな政府の経済学』と題して翻訳が出版された。

2. ボーゲン＝クルスの報告書 (1960)

スティグラの論文には引用されていないが、証拠金規制については、1960年にニューヨーク大学のボーゲンとクルスが出版した『証券信用—その経済的役割と規制』が詳細な検討を行っている。本書は証券を担保とする貸付の実態を広く論じたもので興味深い記述に満ちている。加えて本書の統計は、ニューヨーク証券取引所やニューヨーク連邦準備銀行などからデータ提供を受けて作成されており信頼できる。

本書は、日本でも米国での刊行直後から関心を集め、早くも1961年に日本証券金融株式会社が社内資料として抄訳を刊行し、1962年には日本証券経済研究所が藤田国之助氏の監修を得て翻訳し、同研究所の証券研究第3号として全訳を刊行している。

本書には、1934年にマージン規制のような選択的信用統制導入が不可欠になった背景について、つぎのように三点の指摘がある。

第一に「証券貸付のトレンドに、全般的な信用統制がほとんど効果がない局面がある。」また逆に「証券価格の外観についての楽観論が証券貸付に大変強い需要を生じさせている場合、証券信用の急速な拡大が量的な信用統制の有効性を埋没させかねない。それが1920年代末に生じた」こと (Bogen and Krooss [1960], 47-48)。

第二に1920年代末期に連邦準備当局が証券業者への貸付を制限するよう準備制度加盟銀行に要請したこと、つまりいわゆる道徳的説得を試みたが失敗したこと (Ibid, 51)。

第三に第一次大戦時に証券貸付を統制するために、指導的なニューヨークの銀行8行とニューヨーク連邦準備銀行により貨幣委員会 (Money Committee) という会合が組織され、証券貸付の確保や抑制の経験が積まれたが、このことにより証券貸付が選択的統制によって規制可能であることが示されたこと (Ibid, 77-78)。

以上の三点のうち、第一点は中央銀行の量的統制を損なう問題が生じたので証拠金規制を連邦準備制度の規制に取り入れたことを指摘するものである。このように本書では、証拠金規制の中央銀行の量的統制との関係付けがこの規制の導入時の問題として語られているが、すでに指摘したようにこの問題はあとの論者の議論からは消えている。

また本書が、証拠金率の規制の意義について、証拠金率の変化ではなく、より高い証拠金率の意義を次のように論じていることも注目できる。

「株価が上昇するとき、その株はより多額の貸付の担保として受け入れられ始める。」(Ibid, 48)。株価が上昇することで証拠金取引が拡大するが、加えて証拠金率が低ければさらに証拠金取引は拡大するというのがいわゆるピラミッド効果 *pyramiding effect* であるが、これに対する絶対的に高い証拠金率の意義がまず説明される。つまり証拠金率が高くなれば証拠金取引の拡張が抑制される。また株価が下がるときに生ずる、証拠金取引の縮小は逆ピラミッド効果である。これに対しても高い証拠金率は逆ピラミッド効果をより小さくする。

このような絶対的水準の強調は、証拠金率が制度的に存在すること自体に意味があるということの意味する指摘なので注目できる。そもそも 1934 年に証拠金率規制が始まる前の、証拠金率が低かったことを考える必要がある。1907 年にニューヨーク州知事が指名した委員会でニューヨーク証券取引所に採用を検討した最低証拠金率は取引額の 20% だった。実際にニューヨーク証券取引所が証拠金率規制を採用したのは 1913 年 2 月でその比率は借入額の 20% だった。その後、この比率は 1929 年 6 月に 25% に上げられた。1933 年 8 月にニューヨーク証券取引所の統治委員会は最低証拠金率を、借入額 5000 \$ 以下については 50%、5000 \$ を越える分については 30% としていた (Ibid, 75-76, 80)。

このような数値からすると 1934 年以降の証拠金率が最低でも 40% 以上、概ね 50% 以上の水準に維持されるようになったのは、絶対的に高水準が

維持されるようになったと言える。

証拠金規制の導入は、証拠金取引の全面禁止より、証券業者に納得できる選択だったことも本書から指摘できる。1934年当時、議会の中では全面禁止が叫ばれていたことが記載されている。上院議員のバルクレイは、1934年春、証券取引法制定の議論が進む中で証拠金取引の全面禁止という修正案を提出している (Ibid, 95)。これは48対30で否決されているが、かなりの支持票があったことに注目したい。このような強硬策よりは、証拠金率規制の導入は業者にとって、納得できる妥協だったはずだ。

そしてボーゲン＝クルスは、証拠金率規制の目的について、注目すべき指摘を行っている。証拠金規制の当初の法案であるフレッチャー＝レイバーン法案についての1934年に上院銀行通貨委員会報告書を引用して、証拠金率規制の目的はまず「株式市場貸付の量を制限可能にすることだった」としている (Ibid, 92-93)。

証拠金規制が規制として成功したかどうかは、こうした当初の目的との関係で評価されるべきであろう。この点でボーゲン＝クルスは肯定的だった。というのは彼らの評価によれば、高い証拠金率は顧客の借り入れに抑制的に、また低い証拠金率は、借り入れを増やすよう働いたからである (Ibid, 126)。そしてそれで目的に照らして効果は十分だったのではないか。他方で株価や株式取引高への効果は、明確ではないが、それはこうした肯定的評価を覆すものではない。

それでは株価や取引高に証拠金規制への効果が不明確な理由は何か。ボーゲン＝クルスが多数の統計を使って説明しているところでは、証券市場向け貸付はそもそもその規模が小さい。たとえば顧客に対する証券貸付残高のニューヨーク証券取引所上場株式時価総額に対する比率は1929—59年の20年間を通じて2%に達したことがない。証券購入のための貸付は個人債務の総額の1%に過ぎず、証券業者向け貸付は全事業者向け貸付の1%を超えることはあまりない。また、証拠金規制の規制対象外になって

いる証券があること（当時の対象は登録された証券のみ）、対象外の貸付業者がいること（当時の対象は証券業者と銀行のみ）、対象外の証券購入保有目的以外の貸付があること、規制対象の貸付よりもほかの貸付額の伸びが著しいこと。これらの諸要因が規制の効果を削いでいることを、ボーゲン＝クルスは認めている (Ibid, 62, 64, 69, 128-145)。

ボーゲン＝クルスから学べることは、規制が始まる前に比べて、高い証拠金率規制が置かれていること自体に意味があるということと、証拠金規制の変更については、その変更により実現できる限りで証券購入のための証券担保貸付の量を変化させる直接的な効果が眼目で、株価やさらに経済全体に影響を及ぼすということは、少なくとも規制を提案した議会関係者の当初の目的ではなかったのではないかということである。

3. ムーア論文 (1966) の「衝撃」

しかし証拠金規制をめぐる経済学者の論争の起点になったのは、このボーゲン＝クルスの報告書ではなく、6年後に現れたムーア論文であった。ミシガン州立大学のムーアは、すでに引用したスティグラール (1964) を引用して、「証拠金要件が主張されている効果を持つ証拠は何か」と問いかけ、その論文は「経済学者は私的活動への国家の干渉が実際にも成功していたとの自身の仮定を検証するべきである」とのスティグラールの呼びかけに応じたものであるとした (Moore [1966], 158)。そしてその結論は、証拠金規制は「その定められた目的の実現に失敗している」とする衝撃的なものであった。証拠金規制をめぐる膨大な文献はこのムーア論文を起点にしているし、証拠金規制をめぐる批判的な論者はムーアの挙げた点を否定せず、補足論点を加えて今日に至っている (Ibid, 166)。

ムーアは、1934年と1955年の議会報告書を引用しながら証拠金規制には3つの主要目的があり、そのいずれの実現にも失敗しているとする (Ibid, 160-163)。その目的とは「株式市場にある『過剰な』信用を削減し、生産

的目的にもっと多くの信用を解き放つこと。株式の買い手が余りに深く債務漬けになり、そのことで苦しむことを防止すること。相場が下落するときの証券の迫られた売却や、相場が上昇するときの安易な購入への偏りから生ずる株式市場の変動を減少させること。」の3つである (Ibid, 158)。注意してみると、この3つの目的のうちで最後の一つは、1934年の議会報告書ではなく1955年の上院公聴会でのマーチン連銀議長の発言で根拠付けられている (Ibid, 163)。

つまり証拠金規制に期待される目的として、株式市場の過剰な信用を削減することは1934年に確かに議論されていたが、株式相場を安定化する問題は、1950年代に入ってから議論との疑いがある。この点は厳密な資料の検討が必要だが、このような第二次大戦前後の議会における関心の違いがあるとする指摘はガルバード (1982) にもあり、1934年と1955年の委員会報告書をひとつずつ引用して対比した上で、議会は後になると株価の変動により関心をもつようになったとしている (Galbade [1982], 318-319)。

過剰な信用を削減するという点で、ムーアが回帰分析をした結果を使うと (表4)、銀行貸付のうち株式市場向け貸付は、証拠金率が42%低下すると、ブローカー向けが2億900万ドル、その他向けが3,300万ドル増加する。これは銀行貸付の0.3%のシフトにあたる。しかしこれは42%もの低下にもかかわらず0.3%のシフトに過ぎないということである (Moore [1966], 160-161)。証拠金規制の目的を3つの目的のうち、最初の一つに狭くとらえても、その効果は認められるがごくわずかなものに過ぎ

表4 ムーアによる株式売買向け貸付推計式

$$L = L(M, P, i_0, G)$$

L: demand for bank loans to carry securities

P: a function of stock prices

M: margin requirements

i_0 : a function of the charge for L

G: dummy

Data: Jan. 1947-Jan. 1965, *Federal Reserve Bulletin*

ないというのがムーアの結論である。つまりムーアは、所期の効果が出ていることは認めつつ、その大きさは銀行貸付全体との比較ではわずかなものだとは批判するのである。

第二の目的をムーアは、証拠金規制が借り手と貸し手双方のリスクを減少させるという仮説に読み替えている。この読み替えはやや強引である。その上で、この仮説を検証する手段として、90日満期一流銀行引受手形に比しての90日満期証券取引所短期貸付の利子費用の割合を、1919—33年と1946—57年について計算している。証拠金規制が入る前の前期間は1.354で、後期間の1.568よりむしろ低いが、この差は統計的に有意なものではない。これは結論としては、証拠金規制導入にもかかわらず、一流銀行引受手形との比較では株式市場貸付のリスク程度は変わらなかったということになるとしている (Ibid, 162)。

第三の目的について、ムーアはまず株式価格の変化が市場の貸付に与える影響を検討している。その結果によれば、株価が上昇すると貸付は減少する。これは投資家が価格変化に対して、(相場の過熱を察知して)市場を安定化する方向に行動することを示すものだとしている。その上で、1919—33年と1946—60年とについて、株価の計量分析を行い、標準偏差や残差の分散などの数値が、前者より後者の方が大きいとする。利益の変動についての調整しても、後者の時期の方が分散が大きい。このほかにも統計を挙げて、ムーアは、1934年の証拠金規制導入によって株式市場の安定が増したとは言えないとする。むしろ「このことが示唆するのは、証拠金規制は実際には投資家の安定化作用を妨げているかもしれないということである。」 (Ibid, 158)。

以上のようにして証拠金規制は所期の目的を達成していないとしたムーアは、証拠金規制が目的達成を失敗した理由を二つ挙げている。一つは、この規制は借入れの目的を隠すことで、容易に回避できること。そして今一つはデータがつまり計量分析が示唆するところでは、株式市場信用の

使用者は合理的だということ。この投資者の合理性の仮定が、フリードマンに見られる議論であることはすでに述べた。繰り返すと信用の利用者の合理的行動は市場を安定化するように作用するのに、それを規制したためにかえって市場は不安定化したというのがムーアの議論である。規制に抜け穴があり、借り手について間違った仮定があることが、目的達成に失敗した原因だとムーアは結んでいる (Ibid, 166)。

ムーアは、「経済学的手法」によって分析の上、証拠金規制の有効性すべてを否定した。しかしそこには証拠金規制の目的について後年の資料で拡大解釈しているという問題が潜んでいる。

またムーアが示唆した今一つの点は、投資家が市場の安定を増すように行動するという、市場そのものが持っている安定化のメカニズムについてであった。市場への介入の効果が疑わしい一方、市場は安定化のメカニズムを内包しているのだから、国家が市場に介入しない方がいいのだというのが、そこにあるロジックであり、市場と規制をめぐる現代にまで繰り返される議論はこのようにムーアに始まっているのである。

4. 1970年代の証拠金規制否定論議

4-1. 相場への影響の否定

1973年にライス大学のラーゲイ三世は証拠金規制に絡む2本の論文を相次いで発表した。一つはオレゴン大学のウェストとの共著で出された論文「証拠金の変更と株価動向」(Largay III and West [1973])。そしてもう一つはコーネル大学に提出された学位論文をもとにした論文「100% 証拠金：個別の証券発行での投機に抗して」である (Largay III [1973])。興味深いことに、同一の著者によるこの2本の論文は、証拠金規制の有効性についてやや異なった結論を導いている。この二つの論文を便宜上、第一論文、第二論文とここでは呼ぶことにするが、このように同じ著書がやや結論の異なる二つの論文をまとめているところは大変興味深い。

第一論文は、ムーア論文の提出した疑問とその検証結果のいずれについても「われわれは重大な異論をもつものでない (have no serious criticisms)」とした上で、しかしムーアの研究には「証拠金率と株価動向、つまり証拠金の変化が株価の短期的変動に及ぼした影響」という潜在的に重要な側面を考察が落ちてしていると批判する。

簡単にラーゲイ=ウェストの作業を見ると、使われているのは1933年1月から1969年1月までのS&P複合指数(S&P 500)の日々の「終値」である(データ数8941)。株価変動率の式はつぎのようなものである(表5)。

表5 ラーゲイ=ウェストによる株価変動率の方程式

$P_t / P_{t-1} = e^{\alpha} (P_{t-1} / P_{t-2})^{\beta} E_t$	(1)
$\ln P_t - \ln P_{t-1} = \alpha + \beta (\ln P_{t-1} - \ln P_{t-2}) + \ln E_t$	(2)

終値の前日比の増減(P_t / P_{t-1})を観察するわけだが、ラーゲイ=ウェストは、これを対数表現にしたあと固定値と長期趨勢の分($\alpha + \beta (\ln P_{t-1} - \ln P_{t-2})$)を除くと、日々の変動にかかわる分は残渣(E_t)の値によって観察できるとして、基準日つまり証拠金率の変化があった日を中心に前後各30日の残渣の累積値を変更回数で割った値を観察している。その結論は、証拠金の引上げは、かなりの期間にわたり、小規模の株価押し下げ効果をもたらすが、証拠金の引き下げは、株価の浮揚効果があるとは言えないというものである。押し下げ効果もささやかなもので、証拠金規制が連邦準備制度による全般的信用統制の重要な補足手段との長年の議論を正当化するとは言えないと断言している。

つまりこの論文はムーアに続いて、連邦準備制度による証拠金規制の役割を否定している。ただ注意されてよいのはこれもムーアと同様に、証拠金規制に所期の効果は認められるとした上でそれは十分なものではないとしていることで、効果の大きさを批判する形になっていることである。

ただし同じ年にラーゲイが単独で発表した第二論文は、証券取引所など

により行なわれる《自主的で》《個別的な》追加的証拠金規制の効果を認めている。この違いをつぎに見てみよう。

4-2. ラーゲイ第二論文の異なる主張

第二論文によると、問題の発端は1964年12月にニューヨーク証券取引所がコムサット社の株式について、証拠金取引を禁止 (credit ban) するためにこの株式についてだけ100%の特別当初証拠金率を定めたことにある。この比率は1965年8月に80%に緩和され、1965年12月に特別比率は完全に撤廃された。

その間の1965年10月にニューヨーク証券取引所は規則435を修正して、デイトレーディング (同一日に同一証券を売買すること) の傾向を示す勘定の投資家に対するものとして、特別証拠金規制を定めたが、1966年1月には、これを修正して全ての証拠金取引者に適用するが、とくにデイトレーダーについては注文の執行前に必要証拠金を入金せねばならないとした。1965年12月にはアメリカン証券取引所も、同様の特別証拠金規制を定めることになった。また注目されるのは、このような特別証拠金規制の導入が、連邦準備制度による取引所越しの市場介入を防止し、取引所の自主規制機能を高めるという観点から導入されたということと、どのような銘柄を選びその銘柄に何%の特別証拠金率を適用するか、またどのような場合にこの特別証拠金率を解除するか等の基準が定められたことである。この基準はニューヨーク証券取引所については100%、75%、50%、の3ケースについて公表されており、アメリカン証券取引所については公表されていない。例として100%のところをみると「1週間に20万株以上の取引があり10%を越える価格変動があったものについて」「その週の取引高が、前年の週あたり平均取引高の100倍を越えたか、あるいは発行残高の35%を越えたものについては」翌週の頭から100%である。そして、「もしも3週間連続して取引高がこれらの基準を下回る」場合は、やはり翌週の頭

から特別証拠金率は解除される。

ラーゲイ三世は、1968年から1969年の間にこの100%の特別証拠金規制の適用を受けた、ニューヨーク証券取引所の71のケースと、アメリカン証券取引所の38のケースについて、規制を受ける前後と規制が解除される前後の株価と取引高の変化を観察している。結果だけを述べると、100%の特別規制の効果は顕著で、規制の適用とともに株価の上昇には歯止めがかかり、取引高は減退に転じている。また、規制の解除によって、取引高は増加に転じている。従って少なくとも観察期間については、100%証拠金率は、個別銘柄についての投機活動の押さえ込みに成功している。

このラーゲイ論文で驚かされるのは、取引所による特別証拠金規制がこの時期に制度として導入され、活発に活用されていたことである。連邦準備制度による証拠金率だけを見ても、証拠金率規制の実態はわからないのではないかということが、100%の証拠金率の適用を受けた数を見ていると感ぜられる。またデイトレードの問題がアメリカでは1960年代後半に早くも登場していることも注目される。

ラーゲイ三世の第二論文については、3年後にサザンイリノイ大学のエッカードとペッパーダイン大学のロゴフによる後追い論文が出た(Eckardt and Rogoff [1976])。エッカード=ロゴフは、ラーゲイに比べて1969年6月にまで2年5ヶ月観察期間を伸ばし、観察期間を68年3月までの第Ⅰ期と68年4月以降の第Ⅱ期とに区分し、特別規制がかけられた当日の効果を分析した(全サンプル数489)。ラーゲイの場合は、規制(ニューヨーク証券取引所では多くは月曜日)直後の水曜日の値を問題にしていた。

その結果だけを見ると、規制の効果は、株価について、適用当日は明確な上昇の停止そして下落があるが、その後の継続的影響はやや確かでない。規制当日の効果はⅠ期の方が大きく上昇が止まるだけでなく下落している。ところがその後の30日間でⅠ期はやや上昇傾向が見られる。Ⅱ期は逆にやや下落傾向が見られる。このように継続的影響は対象期間によって異なる

ることが分かった。なお取引高の減退はやはり規制当日の効果が大きく、しかもその効果は少なくとも5週間は持続することも分かった。

このように興味深い結果を示しつつ、結論としてエッカードとロゴフは、自分たちの結果は対象期間など手法の違いによるもので、ラーゲイ論文の結論に影響するものではないとした。つまり、あらためて取引所による100%証拠金率規制の有効性が論じられたことになる。

これら100%証拠金についての2本の論文は、取引所による自主規制についてその効果を認め、個別取引への介入を結果として認める興味深いものとなっている。つまり証券市場に対する連邦準備制度(国家)による全体的な介入は否定するが、取引所による個別的対応(自主規制)は是認するという極めて政治的な結論と、以上の一連の実証研究はつながっているのである。

4-3. 重ねて否定された相場への影響

ラーゲイの第一論文からわずか3ヶ月後、長期間にわたる株価指数を用いて規制の効果を検証した、クィーンズランド大学(オーストラリア)のオフィサーの論文が現れる(Officer [1973])。オフィサーはこの論文をシカゴ大学のビジネススクールでまとめている。またオフィサー論文にはラーゲイ論文についての言及や参照はないので両者は独立した作業と考えられる。この論文のシカゴからの登場は、シカゴ大学の教室でフリードマン以来、この問題をめぐる議論が続いていたことを示唆している。またこの論文がまさにスティグラールが示した方法を使っているように見えることも興味深い。

観測期間は1897年1月から1969年1月までと極めて長期である。この期間を4つの株価指数を組み合わせてカバーしている。1897年1月から1914年7月まではダウ=ジョーンズ工業株平均(12銘柄)、1915年1月から1926年1月まではダウ=ジョーンズ工業株平均(20銘柄)、1926年2月

から1968年6月まではフィシャー指数、さらに最後の期間はショールズの指数を使っている。

以上のデータを用いて算出された株価指数の標準偏差の推移をベースに、オフィサーは様々な議論を展開している。たとえば1930年代以来の標準偏差の減少は、証券取引委員会が何か重要な原因になっているというよりは、大不況前の通常の水準への復帰だとしている。また証拠金率の変化については、証拠金率が変化する前の方が変化した後よりも株価指数の標準偏差の変化に強く結び付いていたが、これは標準偏差が先に変化を始めた後に証拠金率が後追いで変化していること、したがって証拠金率は(株価指数の標準偏差で示される)市場要因の変動をコントロールするには機能していないことを示していると解釈している。

なお証拠金率の変化の影響を、変化があった前後の相場で動きを調べるという手法は、6年後の1979年に現われたグルーベほか2名による共同論文にも見られる(Grube, Joy and Panton [1979])。このグルーベらの論文は、ムーアを引用するがボーゲン＝クルスもラーゲイも引用していない。またオフィサーも引用していない。これはグルーベらの関心が、証拠金率の政策としての効果という視角とは異なったもので、純粋に相場への影響への関心にあることを示すものだろう。しかし彼らの研究はそれでも十分刺激的である。

グルーベらによると、当時、ある出来事の発表が株価に与える影響を研究するレスポンスの研究(response studies)が盛んに行われていた。またそのレスポンス研究には、企業収益の発表や株式分割といった個別の現象を問題にするものと、貨幣供給や連邦準備の割引率など全体的な現象に関わるものを問題にするものとの二つの種類があり、グルーベらの研究は後者に属するという。

グルーベらは証拠金率の変化という情報が与える影響、つまり情報効果 information effects を分析するにあたって、情報について、出来事の結果

についての期待における変化,あるいは意思決定者の行動を引き起こすほど大きい期待における変化,といった情報の定義から始めている。さらにグルーベらは,先行研究から,証拠金率の引上げと引下げが,期待に与える影響が異なる可能性に着目して,引上げと引下げとに分けて検討している。またその影響についても,証拠金率に変更される前の予測効果,当日のアナウンスメント効果,そして事後的効果に分けて検討している(表6)。このようにそれまでのレバレッジ研究の成果や視角を取り込むことで,グルーベらは証拠金率の引上げと引下げとに,市場がかなり異なった反応をするという興味深い結論を導くことに成功している。なお使われたデータはS&P 500の日々の数値。1937年11月から1974年1月まで全21回の証拠金率引上げの日を基準に事前85日間,そして事後25日間の数値が使われている。

その結論を見ると,証拠金の引き下げについては,価格と売買量の双方について,予測効果と当日のアナウンスメント効果は大きい。しかし事後の効果は明確でない。他方で証拠金の引上げについては,投資家の収益の期待に変化を与えていない。なお証拠金の引上げは売買量の増加と並行している。つまり証拠金規制の引上げと引下げに対する市場の反応は非対称的であり,それゆえ証拠金率の変化を通じた連邦準備の介入の有効性には疑問が生ずるといえる。《とくに》引上げたとき,価格の低下(収益率の低下)が見られないのは,市場が否定的なシグナルを認識していない証拠だとしている。

表6 グルーベらが使った情報効果の分類

Kind of information effect
Anticipation effect during the pre-announcement period
Announcement effect on the day following the Fed's announcement
Lag effect during the post-announcement period

5. 証拠金規制の目的についての反論

以上のように、1960年代から1970年代にかけて連邦準備制度の証拠金比率規制への風当たりが強まる中で、連邦準備制度の関係者はどのようにこのような議論をみていたのだろうか。長年、証券金融の構造についての緻密なレポートを書き続けたことで有名なアルレイ（連邦準備制度統計調査局顧問）は、1975年4月に刊行した「証拠金信用の構造」と題した論文の中でつぎのように証拠金比率を課す意義を論じて、ムーアやラーゲイに暗に反論した（以下の翻訳の後段は意訳である）。

「当初証拠金規制は、あらかじめ定めた水準に証拠金信用の総量を誘導するものではない。その二重の目的は、まずはブーム期に増加する貸付価値により生み出される信用に基づいた買付圧力の大きさを制限すること、また次に広範な追加証拠金の請求を招かないように最低維持証拠金に比べた顧客の当初自己資金を高めさせることにある」(Ulrey [1975], 211)。

アルレイは、当初証拠金規制が、証拠金信用の総量にある水準に誘導するものではないという。当然ながら、相場をある方向に誘導するものでもないということである。そして投資家の自己資金分を増加させることで、株価下落局面での広範な追加証拠金請求⇒証券決済リスクの表面化といった事態を避けることが目的だと言っているに等しい。

その後、7年の時を経た1982年に、アルレイとかなり近い主張を述べて、ムーアたちを正面から批判する学者が現れる。アイオワ州立大学のラケットである(Luckett [1982])。ラケットの参考文献を見ると、ほかの学者があまり引用しない『連邦準備銀行月報』に掲載されたアルレイの論文を3本も挙げている。当然、ラケットはアルレイの先の文章を読んでいる。そしてアルレイと同様にムーアに始まる研究は、証拠金率規制の目的の理解に誤りがあると批判した。このラケットの議論も、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への阻止こそ証

証拠金規制の目的だとするものである。

ラケットはこう言っている。ムーアたちは「証拠金率を設定する際における連邦準備の目標の本質を誤認している」(Ibid, 784)。《株式市場の信用、取引量、株価を減少させるといったことは連邦準備の仕事ではなく》「連邦準備の目標を正確に反映するものでもない・・・証拠金規制の真に根本的な目的は、広範な証拠金コールにより起こされる株価の急激な下落を防止することにある。」(Ibid, 787)。

ラケットには今一つ注目できる論点がある。投資家の自己資本比率 *equity ratio* という概念を導入して、投資家がどのような最適化行動を取るかを理論化しようと試みた点だ(表7)。投資家が価格の変化と借り入れ金利負担を考慮しながら、収益率を最大化しリスクを考慮してどのように行動するか。実は投資家のリスク選好によりこの行動は異なり、証拠金規制の影響も異なってくる。できるだけ自己資本比率を低めようとする、リスク選好的な投資家にとってこそ証拠金規制は制約として働いてくることをラケットは明らかにしている(Ibid, 786, 790)。ただし投資家によって証拠金規制の影響は異なるので、実際にどのような結果だったかは観測によるしかない。

表7 ラケットによる投資家の自己資本比率の方程式

Investor's equity ratio	$EQ_t = W_t / V_t$
W _t = the investor's wealth at t	
V _t = the value of all stock purchased at t	

そこでラケットは、1966年から連邦準備制度により収集され公開されている証拠金勘定のデータ(Jan. 1966-Dec. 1979)を使って、当初証拠金率の変化が、投資家の自己資本比率に与える影響を調べた。その結果によると「連邦準備の当初証拠金率は、投資家の自己資本比率の決定に重要な役割を演じている」(Ibid, 794)。こうしたことからラケットは「連邦準備の

当初証拠金規制の統制は、企図されたことを果たしている」(Ibid, 795)とその論文を結んでいる。

ラケットの議論は、当初証拠金規制が借り手のレバレッジ比率に影響することを認めている。つまり借り手の債務比率に影響するわけだから、貸し手のリスク管理=貸し手の保護にも証拠金規制は役に立つという議論に、これは発展させられる議論だ。このような議論が1980年代初頭に登場したのである。

ルイ・ロスの『現代米国証券取引法』(1983-1987)によると、連邦準備制度の1984年の報告書は証拠金規制に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上で、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。また1985年1月のボルカー議長(当時)の書簡は「今日の証拠金規制の主要な目的は、主としてブローカー、銀行、およびその他の貸主のための重大な信用の損失に対する適切な保護があるかどうかを見ることにより、市場の信頼性を確保することである」と述べたという(ルイ・ロス訳書745)。

ロスによる市場の信頼性確保という命題の指摘は、やや唐突な印象がある。しかし1980年代のアメリカの金融市場は、とくに貯蓄貸付組合の経営破綻続出の中で、動揺していた。だからこの市場の信頼性確保という命題が、当時の金融政策の最大のテーマだったのだ。ロスが引用する1984年の報告書が、証拠金規制のこれ以外の役割が否定されとしても、この市場の信頼性確保という点は残っているとしているのも、こうした経済環境が影響している。かくして1960年代から70年代にかけての、証拠金規制の有効性を否定する様々な議論を念頭に、そうした批判を受け入れるとしても、証拠金規制そして連邦準備の現代における役割として、市場の信頼性確保、具体的には貸し手を損失から保護するという命題が残るというお話しになっているのではないか。この報告書をまとめた連邦準備制度のエコノミストは、証拠金規制の有効性を否定する多数の経済学者の主張に

あえて逆らわず、証拠金規制の現代的意義を主張したともいえよう。

結び—リスク管理手法としての再生—

近年の相場動向と市場環境の中で、このリスク管理という点が証拠金規制の目的として2001年にかけてとくに浮き上がってきた。この点を近年の証拠金規制の変遷をみることで具体的に確認しよう（「NYSE Fact Book」ほかによる）。

まず1990年3月の規則改定により、合衆国の証券業者は、外国株について証拠金取引を行なえるようになった。対象となる外国株は、連邦準備制度が発表する「リスト」に掲載されたものに限定される。なおその後、1996年7月の規則改定で、この基準は証券取引所規則15c3-1で定義される「ready market」に上場される証券を自動的に適格とするように変更された。また、同時に1996年7月の規則改定は、合衆国の証券業者に対して、外国において、外国人に対して、合衆国で取引されていない証券の貸し借りを行なうことを一定の条件のもとに認めている。これらの規則改定が日本にある米国系証券業者の業務にどのように影響したかは興味深いがここでは指摘に留める。

また米国の証拠金取引では、もともと株式のほか、転換社債や株式投資信託（ミューチュアルファンド）、さらに国債や地方債もその対象に入っているが、1996年7月の規則改定では、MMMFや免除証券（証券取引委員会の登録規制や連邦準備制度の証拠金規制などからの免除を受けている国債や地方債などを指す）ファンドなどが、新たに対象に加えられている。

1998年4月の改訂では当初証拠金規制の適用を免除される信用勘定を証拠金勘定とは別建てにすることになったが、この点はあとで詳しく述べることにする。

さらに1999年1月の改訂では、NASDAQ市場に上場されている株式は自動的に証拠金取引の対象とされることになった。1969年7月までは、

登録取引所で上場されている証券に証券業者が行なう証拠金取引の対象は限定されていた。このことが、証券業者以外の金融機関による店頭株式などへの貸し付けの増加を生み、証拠金規制の有効性を低める一因になっていた。1969年7月の改訂は、連邦準備制度が選定した銘柄を登録取引所に上場されている証券と同等とし、証拠金取引と取引規制の対象を拡大していた。1999年1月の改訂はNASDAQ市場に上場されている証券を一律に証拠金取引および同取引規制の対象としたものである。

「はじめに」ですでに述べたが、証拠金規制には、連邦準備制度が行っている当初証拠金規制のほか、取引所（以下、具体的にはニューヨーク証券取引所。そして店頭株式については米証券業協会NASD）がその自主的判断で上乗せの規制をかけることがある。証拠金取引を行う者の信用要件として、取引所は少なくとも2000ドルを現金あるいは証券で会員証券会社に預託することを求めており、また証拠金取引開始後は維持要件として、取引している証券の市場評価額の25%以上の自己資金（＝購入証券評価額－借入額）を証拠金勘定に維持することを求めている（維持証拠金規制）。取引所は、これらの点で大きな改訂を2001年に実施した。この改訂はリスク管理という面から証拠金規制を再生した面があり興味深い。

すなわち取引所によって、2001年8月末からデイトレーダーを対象にすぎのような規則改訂が実施された。パターンデイトレーダー[PDT]の区分（5営業日のうち4日以上取引を行い、各日の取引件数が該当期間中の全取引件数の6%を越えるもの）に該当する者に対する信用要件（最低自己資金要件）が2万5,000ドルに上げられた。またPDTに対する維持証拠金を計算する際の基準が、各日最後の残高ではなく、各日の取引高の合計か、日中の手仕舞う前の最高持ち高かのいずれかを基準とするよう変更された。これらは、各日の終りに持ち高をゼロにして預かり証券を置かず、証拠金を節約したり、証拠金の支払いまでの7日間の猶予期間に預託金を引き出したりする顧客から、証券会社側が受けている清算不能というリスクに対応

したものであった（詳細は *NASD Notice to Members 01-26, NYSE Margin Requirements for Day Traders* ほかによる）。

このデイトレイダーへの規制で表面化した問題は、証拠金規制には業者のリスクを管理するというプラスの面があるということであろう。これは1998年4月の信用勘定を創設するときの議論でも表面化していた論点である。それはつぎのようなものであった。

1984年6月末以来、顧客の証拠金取引はその証拠金勘定で統合して管理されていたが、1998年4月に非株式証券、非証券資産、ある種の投資信託証券を対象とする信用勘定 *good faith account* を別建てにし、この勘定については当初証拠金規制を免除することになった。このとき、ニューヨーク証券取引所と米証券業協会では、安全性と健全性の観点から信用勘定について、維持証拠金規制の継続を主張し、認められたのである。また1998年の規則改定では、証券業者を当初証拠金規制の対象から外すため「免除された借り手」という区分も新たに設けられたが、しかしこの借り手に対しても安全性と健全性の観点から、維持証拠金規制を継続することになった。ここにも業者にとってのリスク管理の問題が現れている（詳細は *NYSE Fact Book* のほか *NYSE Information Memo 98-13, NASD Notice to Members 98-43 and 00-51*）。以上のように、証拠金規制のリスク管理への応用が近年注目されている。

近年の証券市場をめぐる規制強化について様々な批判があるが、これらの規制には業者のリスク管理に資するものも少なくない。まさにそこに近年、市場規制が強化される本質的な理由があるのではないか。

参 考 文 献

Alexander, Gordon J., and Mark A. Peterson [1999], "Short Selling on the New York Stock Exchange and the Effects of the Uptick Rule", *Journal of Financial Intermediation* 8, pp. 90-116.

- Baumol, J. William [1957], "Speculation, Profitability, and Stability", *Review of Economics and Statistics* 39-3, pp. 263-271.
- Bogen, Jules I., and Herman E. Krooss [1960], *Security Credit-Its Economic Role and Regulation*, Englewood Cliffs. 藤田国之助監修・日本証券経済研究所訳 [1962]「アメリカの証券金融」『証券研究』3.
- The Economist [2003], "Don't shoot the messenger," March 1st.
- The Economist [2001], "Marginal Differences," April 1st.
- Eckardt, Walter L., and Donald L. Rogoff [1976], "100% Margins Revisited," *The Journal of Finance* 31-3, pp. 995-1000.
- Fernandez, Frank A. [2000a], "On the Margin," *SIA Research Report 1-1*, pp. 1-5.
- Do [2000b], "Margin Notes: The View from the Top," *SIA Research Report 1-3*, pp. 1-4.
- Ferris, Stephen P., and Don M. Chance [1988], "Margin Requirements and Stock Market Volatility," *Economic Letters* 28, pp. 251-254.
- Fortune, Peter [2000], "Margin Requirements, Margin Loans, and Margin Rates: Practice and Principles," *New England Economic Review (FRB of Boston) Sept. /Oct.*, pp. 19-44.
- Friedman, M. [1953], *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press. 佐藤隆三・長谷川啓之訳『実証的経済学の方法』富士書房, 1977.
- Friedman, M. [1959], *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press. 三宅武雄訳『貨幣の安定を目指して』ダイヤモンド社, 1963.
- Garbade, Kenneth D. [1982], "Federal Reserve Margin Requirements: A Regulatory Initiative to Inhibit Speculative Bubble," *Crises in the Economic and Financial Structure* (Edited by Paul Wachtel), Lexington Books.
- Geelan, John P., and Robert P. Rittereiser [1988], *Margin Regulations and Practices*, Third Edition, New York Institute of Finance.
- Grube, R. Corwin, O. Maurice Joy and Don B. Pantan [1979], "Market Responses to Federal Reserve Changes in Initial Margin Requirement," *The Journal of Finance* 34-3, pp. 659-674.
- Hardouvelis, Gikas A. [1988], "Margin Requirements and Stock Market Volatility," *FRBNY Quarterly Review Summer*, pp. 80-89.
- Do [1990], "Margin Requirements, Volatility, and the Transitory Component of Stock Prices," *American Economic Review* 80-4, pp. 736-762.
- Do and Steve Pestiani [1989], "Do Margin Requirements Matter? Evidence from U. S. and Japanese Stock Markets," *FRBNY Quarterly Review Winter*, pp. 16-35.

沖宗浩和抄訳「証拠金規制の有効性—日米両市場における検証」『証券』499号, Oct. 1990, pp. 6-27.

Do [1990], “Margin Requirements, Speculative Trading, and Stock Price Fluctuations: The Case of Japan”, *The Quarterly Journal of Economics* 107-4, pp. 1333-1370.

Do and Panayiotis Theodossiou [2002], “The Asymmetric Relation Between Initial Margin Requirements and Stock Market Volatility Across Bull and Bear Markets,” *The Review of Financial Services* 15-5, pp. 1525-1559.

Hsieh, David A., and Merton H. Miller [1990], “Margin Regulation and Stock Market Volatility,” *The Journal of Finance* 45-1, pp. 3-29.

Kupiec, Paul H. [1998], “Margin Requirements, Volatility, and Market Integrity: What have We Learned Since the Crash?” *Journal of Financial Services Research* 13-3, pp. 231-255.

Labate, John [2003a], “The secret may be out on the short-selling trade,” *The Financial Times*, Feb. 21.

Do [2003b], “SEC makes landmark short-selling settlement,” *The Financial Times*, Feb. 28.

Largay III, James A. [1973], “100% Margins: Combating Speculation Security Issues”, *The Journal of Finance* 28-4, pp. 973-986.

Largay III, James A., and Richard R. West [1973], “Margin Changes and Stock Price Behavior”, *Journal of Political Economy* 81-2, pp. 328-339.

Leland, Hayne E. [1992], “Insider Trading: Should It Be Prohibited?”, *Journal of Political Economy* 100-4, pp. 859-887.

Luckett G. Dudley [1982], “On the Effectiveness of the Federal Reserve’s Margin Requirement,” *The Journal of Finance* 37-3, pp. 783-795.

Moore, Thomas Gale [1966], “Stock Market Margin Requirements,” *Journal of Political Economy* 74-2, pp. 158-167.

Officer, R. R. [1973], “The Variability of the Market Factor of the New York Stock Exchange,” *The Journal of Business* 46-3, pp. 434-453.

Seguin, Paul J. [1990], “Stock volatility and margin trading,” *Journal of Monetary Economics* 26, pp. 101-121.

Do and Gregg A. Jarrell [1993], “The Irrelevance of Margin: Evidence from the Crash of ’87,” *The Journal of Finance* 48-4, pp. 1457-1473.

Sofianos, George [1988], “Margin Requirements on Equity Instruments”, *FRBNY Quarterly Review Summer*, pp. 47-60.

- Stigler, George J. [1964], "Public Regulation of the Securities Markets," *The Journal of Business* 37-2, Apr. 1964, pp. 117-142. この論文はその後、以下の第6章に収められている。George J. Stigler, *The Citizen and the State*, The University of Chicago Press, 1975. 余語将尊／宇佐美泰生訳『小さな政府の経済学』東洋経済新報社, 1981.
- Do. [1965], "The Economist and the State," *The American Economic Review* 55-1, Mar. 1965, pp.1-18. この論文はその後、以下の第4章に収められている。George J. Stigler, *The Citizen and the State*, The University of Chicago Press, 1975. 余語将尊／宇佐美泰生訳『小さな政府の経済学』東洋経済新報社, 1981.
- Telster, Lester G. [1959], "A Theory of Speculation relating Profitability and Stability", *Review of Economics and Statistics* 41-3, pp. 295-302.
- Urley, Ann P. [1963], "Bank Loans Secured by Stocks and Bonds," *Federal Reserve Bulletin* 49-7, pp. 904-921.
- Do [1968], "Margin Account Credit," *Federal Reserve Bulletin* 54-6, pp. 470-481.
- Do [1975], "The Structure of Margin Credit," *Federal Reserve Bulletin* 61-4, pp. 209-220.
- Ann P. Urley, Ann P. and John D. Stoffels [1970], "Measures of Security Credit", *Federal Reserve Bulletin* 56-12, pp. 910-920.

邦文

- 石崎昭彦 [1962], 「コールローン市場の形成」石崎昭彦『アメリカ金融資本の成立』東京大学出版会, pp. 88-101.
- 伊東政吉 [1959], 「アメリカの金融政策の効果」『経済研究』10-1, pp. 22-28.
- 伊東政吉 [1966], 「アメリカの金融政策」『一橋大学経済研究叢書』19, esp. pp. 16-17.
- 鎌倉昇 [1958], 「証券市場における資金吸収」『インヴェストメント』11-2, pp. 1-7.
- 鎌倉昇 [1958], 「アメリカの証券金融」『経済論叢』81-3, pp. 18-33.
- 鎌倉昇 [1958], 「証券資金と産業資金」『経済研究』9-2, pp. 150-153.
- 大村敬一 [1987], 「株式オプション取引の証拠金要件について」『三田学会雑誌』80-5, pp. 105-125.
- 大村敬一 [1990], 「アメリカの証拠金規制」『アメリカの株式市場』東洋経済新報社, pp. 165-180.
- 大村敬一・俊野雅司 [1993], 「派生証券取引悪玉説をめぐって」『証券経済学会

市場と規制—証券金融規制をめぐって

- 年報』28, pp. 52-60.
- 大村敬一・俊野雅司 [1998], 「株式関連取引の規制」大村敬一ほか『株式市場のマイクロストラクチャー』日本経済新聞社, pp. 181-197.
- 木村増三 [1966], 「信用取引と株価変動」『証券研究』19 「戦後の株価変動」286 p. のうち, pp. 200-237.
- 小林 [1965], 「ウォール街の証券金融」『証券』192, pp.14-17.
- 資本市場研究委員会 [2002], 「ドイツ資本市場法・株式会社法の動向」『月刊資本市場』200, pp. 108-135.
- 千葉寛 [1975], 「最近における米国の証券金融の概要」『証券金融』187, pp. 2-22.
- 津村英文 [1999], 「信用取引の利用状況」『日本株式市場分析』白桃書房, pp. 201-225.
- 東京銀行 NY 支店 [1963], 「アメリカのプロカーズ・ローン・マーケット」『東京銀行月報』15-2, pp.4-26.
- 東京証券取引所 [1965], 「アメリカの空売規制」『証券』196, pp. 28-29.
- 戸島健嗣 [1999], 「信用取引制度の効果」『証券経済学会年報』34, pp. 79-91.
- 内藤孝次 [1982], 「米国のマージン取引の動向」『証券金融』271, pp.2-18.
- 西村尚剛 [2002], 「空売り規制強化の評価にかかる一考察」『広島大学経済論叢』26-1/2, pp. 41-51.
- 橋本基美 [1999], 「日米の空売り規制」『資本市場クォーター』2-3, pp. 66-75.
- 広田真人 [1991], 「派生市場創設後の現物市場の Volatility と Liquidity の関係について」『証券』505, pp. 6-27.
- 広田真人 [2000], 「東証市場の流動性の計測」『JAFEE 2000 夏季大会予稿集』pp. 43-51.
- 福田敬太郎 [1973], 「投機資金抑制政策の一例」福田敬太郎『証券金融』千倉書房, pp. 84-100.
- 福光寛 [1993], 「北條裕雄『現代アメリカ資本市場論』」『証券研究』106, pp. 249-266.
- 福光寛 [2002], 「空売り規制の強化をめぐって」『証券経済研究』40, pp. 33-60.
- 古川顕 [1993], 「金融政策の目標と手段」池尾和人ほか『新版 金融』有斐閣, pp. 191-222.
- バックハート [1972], 矢尾次郎監訳『米連邦準備制度』東洋経済新報道社, 1978. Benjamin Haggott Beckhart, *Federal Reserve System*, Columbia University Press, 1972.
- 北條裕雄 [1989], 「アメリカ経済の構造変化と機関投資家—証券金融規制の成立過程」『証券経済』169, pp. 1-76.

- 北條裕雄 [1990a], 「連邦証券金融規制の展開過程 (上)」『証券経済』172, pp. 68-154.
- 北條裕雄 [1990b], 「連邦証券金融規制の展開過程 (下)」『証券経済』173, pp. 1-77, esp. pp. 53-71.
- 北條裕雄 [1992], 『現代アメリカ資本市場論』同文館出版.
- 北條裕雄 [1993], 「アメリカの証券規制」『証券経済』186, pp. 1-19.
- 北條裕雄 [1994], 「アメリカにおける証券規制の転換」『証券経済』188, pp. 1-23.
- マイヤーズ [1970], 吹春寛一訳『アメリカ金融史』日本図書, 1979. Margaret G. Myers, *A Financial History of the United States*, Columbia University Press, 1970.
- 三浦寛哉 [1976], 「アメリカのマージン取引制度」『証券研究』47, pp. 199-233.
- 森田栄一 [1998], 「証券金融」『図説 アメリカの証券市場 1998年版』日本証券経済研究所, pp. 272-283.
- ルイ・ロス [1983-1987], 証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』商事法務研究会, 1991. Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation with annual supplements*, Little, Brown and Company, 1983-1987.