

個人投資家向け株券貸借取引等の取扱いについて

(個人投資家向け株券貸借取引制度検討研究会報告書)

日本証券業協会

個人投資家向け株券貸借取引制度検討研究会名簿

平成 15 年 1 月 20 日

大久保淳一	ゴールドマン・サックス証券	エクイティ部門グローバル・セキュリティーズ・サービス バイスプレジデント
大塚政則	大和証券エスエムビーシー	エクイティ部株式貸借課 次長
大八木崇史	マネックス証券	チーフ・アドミニストレーティブ・オフィサー
尾仲秀次	野村証券	エクイティ部エクイティ・ファイナンス課長
小島邦生	日興ソロモンスミスバーニー証券	エクイティ本部 バイスプレジデント
坂本 久	新光証券	商品業務部 一課長
智田 農	D L J direct S F G証券	リスク管理部 マネージャー
宮前武生	日興コーディアル証券	エクイティ・マーケティング部 商品課長
森部隆士	松井証券	法務部課長
山下 治	U B S ウォーバーク証券	株式本部エクイティファイナンス アソシエイトディレクター
吉田浩次	三菱証券	エクイティトレーディング第一部 貸借・業務課 課長
(オブザーバー)		
廣川 斉	金融庁	監督局証券課 課長補佐
森田栄一	日本証券金融	企画部次長

(敬称略・50音順)

個人投資家向け株券貸借取引等の取扱いについて

(個人投資家向け株券貸借取引制度検討研究会報告書)

平成 15 年 5 月 7 日

日本証券業協会

はじめに

株券貸借取引は、平成 9 年 6 月の証券取引審議会において「信用・貸借取引の枠組みに納まらない貸株・借株ニーズを満たすためには、証券会社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が必要である。その上で、証券会社による対顧客向けの貸株についても、事前的にコストを確定しうる借株ニーズにこたえるため、これを導入することが適当である。」としてその必要性が認められたものである。

これを受け、平成 9 年 7 月より東京証券取引所と共同で「貸株市場整備に向けた研究会」を設置し、具体的な取扱いについて自主規制で対応すべく検討が行われ、その結果、平成 10 年 12 月に「株券等の貸借取引の取扱いについて」(理事会決議)を制定し、株券貸借取引が解禁されてきたところである。

昨今、インターネットを利用した数社の会員によって個人投資家から株券を借入れ、当該株券を転貸するような新しい株券貸借取引の仕組みが導入されているが、「株券等の貸借取引の取扱いについて」(理事会決議)制定時において主に想定された参加者は機関投資家等であり、会員が広く個人投資家から株券を消費貸借契約または消費寄託契約により借り入れ、当該借入株券を第三者へ転貸する等により行う株券貸借取引制度については想定されておらず、十分な検討が行われていない。

さらに、株券貸借取引に新規に参入したこれらの会員が当該取引を行うに当たって、借入れ株券を転貸する際に受入れる担保(以下「受入担保」という。)を適切に運用しないと、当該担保金を返還できず個人投資家へも株券を返却できなくなるなど、過去問題となった「運用預かり」による会員の健全性の悪化と同様に、個人投資家等へ直接リスクとして跳ね返るような危険性を孕んでいるとの指摘が一部で行われた

ところである。

そこで、平成9年6月の証券取引審議会の報告書に掲げられた「株券貸借取引は、引き続き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非常に重要な制度である」との認識を再度確認し、現行の株券貸借取引制度を維持しつつ、個人投資家との貸借についてその問題点の洗い出しを行うとともに、必要なルールの在り方について実務的な検討を行うため、本協会では本年1月20日に「個人投資家向け株券貸借取引制度検討研究会」を設置し、鋭意検討を行ってきたところである。

この報告書は、当研究会において指摘された問題点及びその方向性について取りまとめたものである。

1．検討の視点

当研究会においては、議論を進めるに当たって「会員が個人投資家との間で行う株券貸借取引は禁止すべきものではないが、貸出先となる会員（以下、「貸出先会員」という。）のクレジットリスクを機関投資家と同レベルで判断できないと想定される個人投資家に対しては、より一層の投資家保護が必要である」との基本認識に立って議論を行うこととした。

特に、会員が、広く個人投資家に対して一定の貸借料が支払われることをもって勧誘し、その保護預かり口座から株券を借入れる場合、個人投資家が株券貸借取引に起因するリスクを自ら認識し、貸出先会員のクレジットリスクを的確に把握して当該取引に臨むことは機関投資家等と比較して少ないと思われることから、一定の個人投資家保護策を講ずることは必要なことであるという点に関して、意見が一致した。

2．個人投資家向け株券貸借取引の基本スキーム

消費貸借と消費寄託

現在、株券の貸借は、「株券等の貸借取引の取扱いについて」（理事会決議）に基づいた「消費貸借契約」と、「有価証券の寄託の受入れ等に関する規則」（公正慣習規則第6号）に基づいた「消費寄託契約」の2つの形態で行うことが可能となっている。

消費貸借契約による株券貸借取引が導入された際に、基本的には機関投資家等からの借入れを前提としてきたため、消費寄託契約が利用されることは想定されず、これらの契約形態の整合性についての議論は一切行われてこなかった。

一方で、消費寄託契約は、主に制度貸借信用取引において株不足が発生した場合に、特定の投資家からすでに寄託を受けている株券を借入れ証券金融会社へ仲介する際に利用されてきた契約形態であり、保護預り口座から株券を引き出す場合の手続きとして現在も利用されているところである。

「消費貸借」は借主を主体にした契約形態であり、「消費寄託」は寄託者を主体に考えた場合の契約形態であると考えられるが、民法上、消費寄託は消費貸借を準用するとしており、返還期限を定めなかった場合、消費寄託の寄託者はいつでも返還請求可能となるが、消費貸借の貸主は借主の期限の利益を保証するため相当期間を定めて返還請求しなければならないという返還請求の取扱いに差があるだけであり、株券の貸借行為に関する経済効果は同等であることから、今回対象としている個人投資家向けの株券貸借取引の契約形態は、当面どちらでも選択できることとした。しかし、個人投資家にとって2つの形態があるのは混乱をもたらすことも考えられることから、現在一般的に行われている株券貸借取引が消費貸借契約を採用していることを踏まえ、両制度の整合性や必要性等について十分な議論を行った上で将来的に一つの形態に収斂させることも検討すべきである。

なお、現状のまま選択制とした場合でも、両規則の整合性（例えば、個人投資家向け消費寄託及び消費貸借契約書の書式の在り方、担保の代用有価の取扱い、新規の貸借禁止、取引状況報告等の取扱い）は適切に図られるべきである。

個人投資家の保護預かり口座から株券を借入れる場合の取扱い

個人投資家から株券を借入れる取引で問題が発生すると想定されるのは、保護預り口座に株券を預託している個人投資家が、保護預り口座にそのまま株券を預託している場合と比べて株券貸借取引という新たなサービスを利用するほうが金銭的メリットを享受できると判断し、貸し出した株券の用途を問わずに取引に参加するような場合であり、このような広く個人投資家から保護預り口座を通じて一定の条件で株券を借入れるスキームについては、従来から行われてきたマーケットメイクやグリーンシューオプション制度におけるオーバーアロットメントのための借株など、発行会社のオーナー等の個人投資家から一定の目的で借りてくる株券貸借取引と比較して個人投資家保護策の在り方において一層の留意が必要であると思われる。

このような個別の取引制度に付随して株券貸借取引が利用される場合、これらの制度に支障が出るような措置は、極力避ける必要があり、特に、これらの株券貸借の対象となる発行会社の役員や大株主などの関係者である個人投資家は、従来から制度上の貸借取引の必要性やリスクを十分認識していると思われるので、会員との交渉により有担保・無担保を決定することが可能であると考えられる。従って

このような、特定の制度的な目的で行われる個人投資家向けの貸借取引は、議論の対象となる株券貸借取引とは一定の差があることを認識し、個人投資家保護策の有り方によって個別に取り扱われる必要があると思われる。

貸借料等の在り方

個人投資家から借入れた株券に対して会員が支払う品貸料については、個人投資家が保護預り口座にそのまま株券を寄託している場合と比較してどの程度の収益が確保されるかを知る重要な情報であり、さらに、機関投資家等のように事前に条件等をネゴシエーションできないことから、個人投資家向けに各社が個別に設計した株券貸借取引のサービスを提供する場合には、機関投資家等と比較して過度に不利な条件とならないよう十分配慮するとともに、貸借契約等の締結前にあらかじめ投資家に対してその計算方法等が開示されるべきである。

貸借期間

会員が行う個人投資家との株券貸借取引については、そのリスクの範囲を軽減するために短期の取引に留め一定の期限を設ける必要があるのではないかという点については、本来、貸借期間は個別契約毎に定められるものであり、一定期間経過後に返還請求があれば株券は個人投資家へ返却されるため、特に制度的な貸借期間の制限を設けることはしないこととした。

貸借数量の制限

個人投資家の貸株リスクを軽減させるために、保護預り数量と比例した一定限度の貸株数量規制をする必要はないかとの点については、説明義務の強化など別途の方法で当該取引に起因するリスクが十分認識されるものであることから、特段の貸借数量の制限は行わないこととした。

借入株券の再利用目的の制限

会員は、個人投資家から借入れた株券の用途として会員の自己利用（ディーリング、担保、マーケットメイク等への利用）、制度貸借信用取引への利用、一般貸借市場への転貸などに活用されることが想定される。多くの場合、個人投資家から借入れた株券なのか機関投

資家等から借入れた株券なのかの分別は行われず、一定のロットの株券をまとめて転貸し、又は会員自己で使用するようになるため、個人投資家からの借株だけを区別して、再利用目的を制限することは無意味であることから、借入株券の再利用目的の制限は行わない。

3. 個人投資家への説明義務等

リスクを認識できる個人投資家との取引の実施

会員は、個人投資家向け株券貸借取引を行うに当たっては、当該取引に起因するリスクを理解できる個人投資家と取引を行うことに努めなければならないこととした。株券貸借取引固有のリスクに耐えうる個人投資家を選別するために、各社において指針を設定することとした。なお、各社によって取引対象とする顧客の属性も違い、取引の基準も異なるため、各社の独自の判断による運用を許容する観点から、具体的な取扱いは各社の判断で行うこととした。

制度の説明方法及び同意

会員が個人投資家から株券を借入れる場合は、あらかじめ株券貸借取引制度等に関して各種リスクを含めて説明し、十分に制度内容及び制度のリスクに関する理解を得ることとする。

その場合、信用取引と異なり、一定の固定化した制度が確定しているわけではなく、各会員ごとに多様な取引形態が考えられることから、全会員に共通した一定の説明書をあらかじめ用意して交付する義務を課すことは馴染まないと考える。

しかし、この場合にあっても、各社において独自に説明を工夫し、参考となる書類を交付したうえでリスクに対する同意・確認を得るなどの投資家保護策が積極的に行われることが望まれる。

なお、この場合の個人投資家の範囲は特に例外を設ける必要もなく、すべての個人投資家を対象とすべきである。

説明の義務化に係る必要項目

会員が個人投資家から株券を借入れる場合の個人投資家に対してあらかじめ説明すべき事項は、協会規則に規定することとする。なお、その細目はガイドライン等で規定すべきであり、具体的な取扱いは各社の社内規則等で規定される必要がある。

説明すべき事項の具体的な内容は、以下のとおりとする。

制度の基本的スキーム

株券を借入れる際の基本的なスキームや手続きについて、最低限必要と思われる事項を説明することとする。ここでは、担保の有無、取扱いや貸借期間満了前の株券返却の可否、貸借期間満了前に株券を返却できる場合の手続き、品貸料の計算方法等と支払い時期、契約形態や締結方法等について説明される必要がある。

制度に起因するリスク

株券を会員に貸し出した際に個人投資家が負うことになるリスクをわかりやすく説明することとする。

具体的には、貸出先会員の破綻等により株券の返済が履行されないリスク、貸出先会員の債務不履行・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、貸出先会員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会員が受ける可能性のある影響、貸出先会員における直近1年間の四半期ごとの経営状況と財務状況にかかる分かりやすい説明などが掲げられる。

株主の権利義務関係

消費貸借契約及び消費寄託契約により、株券を貸出した個人投資家は、民法上所有権が移転することから、一定期間株式を所有することで得られる株主権等の権利を失うことで不利益を被る恐れがあることを説明しなければならない。また、権利義務関係の説明には、配当・株式分割等の資本異動および株主優待物等の扱いを含むこととする。

税制関係

個人投資家が会員に対して株券を貸出した場合には、当該個人投資家が受取る配当金相当額は「雑所得」となるので、「確定申告」が必要となること、特定口座から株券が移動することになることから、特定口座へは戻せず、当該口座の恩恵を受けられないことなど、税制の取扱いについて、わかりやすく説明することとする。なお、あわせて申告漏れが無いよう顧客に周知する必要があることに留意する。

借入株券の利用方法及び転貸先の開示

個人投資家からみた会員への株券の貸付のリスクは、会員が当該株券を転貸した先のクレジットリスクではなく、貸出先会員のクレジットリスクであること、さらに、先にも掲げたとおり、個人投資家から借入れた株券は機関投資家から借入れた株券等とともに転貸されたり自己利用されたりすることとから、個人投資家から借入れた株券だけを分別してその利用方法や転貸先を特定して開示することは不可能であること等から、借入株券の利用について制限する必要はなく、また、利用方法や転貸先の開示を行うことは馴染まないと考えられる。

ただし、独自の取引形態を採用したことにより情報開示が行える会員が、自社の判断で個人投資家に対して情報を提供することを妨げない。

4. 個人投資家の株券等の保護

個人投資家への担保の差入れ等

株券貸借取引は、有担保又は無担保取引であることをあらかじめ当事者同士で決定することとされているが、貸出先会員のクレジットリスク等の取引に基因するリスクを機関投資家と同レベルで判断できないと想定される個人投資家の場合、それらのリスクを軽減させるために有担保取引であることが望まれるところである。しかし、個人投資家との取引を有担保で行った場合にかかるコストが制度的な制約を発生させ、逆に現金担保を差入れることが会員による証券担保ローン規制の在り方との整合性を欠くことになる恐れがあること、さらに個人投資家においては、顧客への説明義務の徹底、適合性の原則にあった顧客選定がしっかりとされていることが重要であること等を勘案すると、このような措置を講じた場合、株券貸借取引を提供できる会員が限られてしまい、また、投資家の選択できる取引範囲が限定され投資家の投資や収益の機会が失われることが懸念される。

さらに、個人投資家が会員と行う取引のうち、分別保管の対象とはなっていないために顧客資産が完全にリスクから逃れられていない取引もあり、このような取引と比較して個人投資家向け貸借取引にのみ有担保を義務づけるのは整合性の面から疑問がある。

このような理由から、無担保か有担保かは、各会員や取引に応じる個人投資家の判断にゆだねるべきであるとの意見が大半を占めた。

一方で、個人投資家に関しては、貸出先会員の財務内容や経営内容を十分に他の会員と比較検討し、それらの会員に与信枠を設定できる環境が整えられておらず、当該取引を行うにあたり、自己責任原則のもとに個人投資家が判断しなければならないであろうこれらの項目に対し、個人投資家に十分な情報が与えられ自由な選択権があると言えない状況にあること、株券を借入れる会員より格付けの高い機関投資家に対し転貸する場面では担保の受入れを要求しながら個人投資家が貸手の場合に無担保取引とすることは当該借入会員が転貸先である機関投資家よりも高い格付けを有していない限り合理的な説明ができないこと、さらに、適格な格付けが取得できない会員が当該取引を行う場合は、クレジットリスクが高くなること等の理由から、株券の時価相当額の金銭や代用有価証券を分別信託し、又は、銀行の信用状・損保の保険を掛ける等、個人投資家向け株券貸借取引に一定の担保機能を導入する必要があるとの意見が一部の委員から表明された。

また、投資家が投資判断を行う上で最低限必要な情報として取引会員の格付けや自己資本規制比率等を開示し、無担保で当該業務を行える業者の格付け基準もしくは格付けに代わる一定の基準を設けて、適合していない場合には無担保取引における個人投資家のリスクを拡大させることを制限すべきとの意見もあった。

なお、個人投資家向け株券貸借取引に一定の担保機能を課すことや、クレジットリスクのある会員の当該取引を制限する等の規制は、協会の自主規制で行われるものではなく、行政が法制度等の中で行うべき行為であるとの意見が大半を占めた。

受入担保金の使途の制限

借入れ株券を第三者へ転貸した場合に受入れる受入担保金等の運用の在り方については、適切な運用が行われないと当該担保金を返還できず個人投資家へも株券を返却できなくなるなど、過去問題となった「運用預かり」による会員の健全性の悪化と同様に、個人投資家等へ直接リスクとして跳ね返るような危険性を孕んでいることから、その受入担保金の使途は制限されるべきではないかと一部から指摘されている問題については、当該研究会においては受入担保金等の使途の制限は行うべきではないとの結論に達した。

個人投資家から株券を消費貸借・消費寄託で借入れた以上、当該株券は他の投資家から借入れた株券とともに自由処分権は借入者に帰属することから、当該株券を保有するか、売却するか、または貸し出すかは、全く借入者の自由であり、どのような条件で保有するか、売却するか、貸し出すかの決定も同様に自由に行われなければならない。そのため、会員が個人投資家から借入れた株券を機関投資家等

との間で貸借する場合において、当該受入担保金の用途を制限することは貸借対象株券の用途を制限することに等しく、株券貸借取引自体を制限することになる。したがって、このような制限を行うことは、自由で健全な株券貸借取引の発展そのものを阻害することとなる。

また、当該用途の制限は、会員の健全性の観点から必要なものと思慮されるのではないかと推測するが、当該貸出会員にかかるクレジットラインを第三者である転貸先が適正に把握していれば、第三者へ転貸することによるファンディングは無制限には発生しないことから、制度として受入担保の用途を制限することは不要である。

さらに、個人投資家の負う株券貸借制度に起因するリスクは、受入担保の不適切な運用からのみ発生するわけではなく、会員が健全な資金繰りを行っていないこと等から発生するものであり、受入担保の用途制限は個人投資家の保護という観点からは焦点がずれるものである。

問題点として指摘されるのは、株券貸借の受入担保として取得した資金が投機的な運用に回される等、会員の健全性が確保されていないリスクについてであり、こうしたことは、個人投資家向け株券貸借取引固有の問題ではなく、本来行政が証券会社の健全性保持の観点からモニターし、また、取引継続を望む会員が自主的に開示を行うべき事項である。

したがって、個人投資家から借入れた株券の転貸についてのみ、転貸先から受入れた担保金の運用制限を行うという局地的な部分だけに規制を導入してもあまり意味がなく、会員の資金運用内容と資金繰りという大局的な観点からのモニタリングや開示が必要である。

もちろん、会員が受入担保を利用して過剰に信用創造機能を担うことは非常に危険であり、厳に慎むべきことであり、またその運用は健全に行われるべきである。

なお、転貸に係る受入担保金の利用を制限することは、個人からの借入株券と転貸株券が紐付けできないといった問題もあることから、個人投資家から借入れる段階で分別信託等の一定の担保機能を導入することで全体として信用創造機能を抑制することが現実的かつ効果的な方法であるとの意見もあった。

5. その他

社内管理体制の充実

会員は、個人投資家との間で株券貸借取引等を行う場合は、理事会決議に基づき規定した社内規則に基づき運用するとともに、社内規則の遵守等が適切に行われているかどうか、定期的に社内のコンプライアンス部門等が確認しなければならないこととする。

対面取引とネット取引

個人投資家向けの株券貸借取引に関する担保機能については、取引チャネル、契約形態等も踏まえそれぞれの取引内容に応じて考えてゆくべきであり、少なくとも、ネットを通じた契約でありかつ包括的な契約である取引と従来型の延長線にある対面契約かつ個別契約を同列に議論すべきではないとの指摘があったが、当該事項は株券貸借取引固有の問題ではなく、ネットを利用した証券取引のあり方といった観点で、別途議論が行われるべきではないかとの結論に達した。

個人投資家向け株券貸借取引に係る特定口座の取扱い

平成 15 年 1 月から株式等譲渡益への課税方法が申告分離課税に一本化されることを踏まえ、個人投資家の方にとっての簡便な申告を可能とするために新たに会員において開設が認められた口座である特定口座に預託されている株券を、消費貸借又は消費寄託により会員が借り出した場合、当該株券を返還するときには特定口座に戻すことができないと解されている。

しかし、そもそも特定口座を設けた趣旨は、株券の取得価格と譲渡価格を正確に把握することがその趣旨と考えられる。しかし、個人投資家が株券貸借取引を行うことは、株券を売却したわけではなく単に第三者に貸し付けただけであり、また返還後に当該株券を売却する際も貸出前から把握されている取得価格と当該売却時の譲渡価格が正確に把握されることから、当該株券は特定口座に戻すことができるように措置されるべきである。

もし、特定口座に戻せないと「株券を貸し出すと取得価格が変わる」と誤解する投資家も出てくる恐れがあり、弊害が大きいと考える。

6. 結論

本研究会では、上記の検討の結果、会員が個人投資家向けの貸借取引を行う際には、次のとおりとすべきであるとの結論に達した。

会員が個人投資家から株券を借入れる場合は、あらかじめ定められた項目である制度やリスクについてわかりやすく説明し理解を得るなど、制度に起因するリスク等を理解した投資家と取引を行うことに努めなければならない。

その際に締結される契約は、「消費貸借契約」又は「消費寄託契約」とし、これらの契約は整合性が確保されなければならない。

会員は、当該株券を転貸する際に受入れた担保金を適切に運用するなど、健全性の確保に努めるものとする。

適切な個人投資家向けの株券貸借取引が実施されるべきとの観点から、会員は当該取引を行うに当たっては、協会の定めた規則及びあらかじめ定められた社内規則を遵守するとともに、社内規則の遵守等が適切に行われているかどうか、定期的に社内のコンプライアンス部門等が確認しなければならない。

なお、議論の分かれた個人投資家を保護する担保機能の導入については、本来貸し手となる個人投資家の任意において行われるべきものであるとの意見が大半を占めた。一方で個人投資家保護の観点から導入すべきとの少数意見もあったが、このような担保機能の導入については、会員による証券担保ローンの取扱いや分別保管の非対象取引との整合性などを勘案した上で十分慎重に検討すべきものである。さらに当該機能の導入方法によっては、自主規制ではなく、行政が関係法令等の整備を持って行うべきものである。

7. 適切な個人投資家向けの株券貸借取引制度の実現に向けた今後の対応

これまで述べた個人投資家向け株券貸借取引の在り方については、実現可能なものから早急に「株券等の貸借取引の取扱いについて（理事会決議）」及び「有価証券の寄託の受入れ等に関する規則（公正慣習規則第6号）」の改正等の対応を行うこととする。

なお、当該研究会において十分に議論が行えなかった適格機関投資家以外の法人投資家の取扱い及び、いわゆる特約権付株券貸借取引の取扱いについては、引き続き検討することとする。

以 上