

# 經濟論叢

第十一卷 第三號

---

- 日本におけるメキシコドルの流入とその功罪 (一)  
.....小野 一 郎 1
- アメリカの証券金融 .....鎌 倉 昇 18
- 平衡力理論批判.....吉 沢 栄 蔵 34
- インドに対する社会主義諸国の經濟協力  
.....西 河 照 雄 53
- 

昭和三十三年三月

京都大學經濟學會

# アメリカの証券金融

——証券投機とコール・マネー——

## 序

## 鎌倉昇

アメリカの証券金融はコール・マネー市場と密接な関係があり、アメリカのコール資金の主たる用途は証券金融にあるといわれている。このことはわが国においてもよく知られており、いまさら言うまでもないことであるが、その結び付きを立入って具体的に説明した文献は少いようである。この点に著目して、まず私はアメリカにおける証券取引の慣行について若干の説明を行い、それをもとにしていかに証券金融が介入するかを明かにしたいと思う。アメリカのコール・マネー市場の性質もこのように見ることによってより一そう明らかになると思う。第二次大戦を契機としてアメリカのコール・マネー市場に無視することを許さぬ変容が起ったこともしばしば指摘されている。本稿の最後の部分はこの点を具体的に示すために費されるはずである。

### 一、マージン買入

現金をもって現株を買う場合には証券金融の問題は起らない。マージン取引の場合にはじめて証券金融が行われ

第1表 得意先勘定

証券販売純収入 (売却価格マイナス 税金マイナス手数料)	×××	証券購入コスト (購入価格プラス 手数料)	×××
預り金	×××	得意先立替金に対する利息	×××
受入利息及び配当	×××	預り金払戻	×××

るわけである。マージン取引はマージン買入 (margin buying) と空売 (short selling) とに分れる。マージン買入が行われるとき、一定の証拠金を払えば株が買えるわけであるが、株価と証拠金の差は証券金融としてファイナンスされるのである。この金融が証券業者の自己資金で行われる場合と銀行からの借入によって行われる場合があるが、前者を「得意先勘定貸方残高」(debit balances) といい、後者を「証券業者貸付」(brokers' loans) という。狭義の証券金融というのには後者だけをさすのであるが、本稿では両者を含めて証券金融ということにする。ちなみに、一九五〇年におけるニューヨーク株式取引所関係の「証券業者貸付」は約六億七千四百万ドルであり、「得意先勘定貸方残高」は推定約九億ないし十億ドルといわれている。

証券金融を説明するまえにまずニューヨーク株式取引所における投機取引から説明を始めよう。ニューヨーク株式取引所に話を限定するのは、何によりも他の証券取引所に比してニューヨーク株式取引所が圧倒的に重要なからであるが、また同時にニューヨーク株式取引所の取引方法がほとんどそのまま他の多くの証券取引所でも踏襲されているからでもある。まずマージン買入から始めよう。

いうまでもなくマージン買入というのは、一定の証拠金を収めるだけで株式の購入が出来るシステムであるが、そのメカニズムを明らかにするためにまず証券業者の帳簿にあらわれる得意先勘定 (customer's account) の内容について一言しておこう。第1表にみられるよ

うに、借方には証券業者の側からみて顧客に対する債務増加の諸要因が列挙されており、貸方には顧客の側からみて証券業者に対する債務発生 of 諸要因が列挙されている。まず顧客がある額の証拠金を収めて、証券業者に証券購入を依頼する。証拠金は借方に「預り金」として記入される。注文どおりの証券が購入されると、その購入価格に業者の手数を加えた額が貸方に「証券購入コスト」として記入される。この証券は担保として業者に保有されるが、これに対する利息ないし配当金を業者が受ければ借方に記入される。借方勘定の「証券販売純収入」および貸方勘定の「預り金払戻」については説明を要しないと思う。「得意先立替金に対する利息」というのは要するに、差引き証券業者の顧客に対する貸しについて、証券業者が請求する利息である。さてこの得意先勘定の貸方合計と借方合計の差が「貸方残高」と呼ばれるが、これが証券業者の顧客に対する信用供与額である。さきに述べた「得意先立替金に対する利息」というのは、実はこの「貸方残高」に対する利息である。

つぎにエクイティー (equity) の概念について説明しておく。エクイティーという言葉はそれぞれの場合に応じて種々の意味に利用されるが、この場合には、担保証券額から「貸方残高」を差引いたものである。簡単な例をもつて示しておこう。一株五十ドルで百株買い、証拠金として三千ドル払ったとしよう。このとき「貸方残高」は二千ドルであり、エクイティーは三千ドルである。

さてニューヨーク証券取引所におけるマージン算定方法は一九二九年に連邦準備委員会によつて

「貸方残高」

と定められたが、現在では

「担保証券額」

と定められている。右にあげた五千ドルの証券購入に対して三千ドルの証拠金を払った場合、古い算定方法では一五〇パーセント、新しい算定方法では六〇パーセントということになる。

古い算定方法にはさしあたり用はない。新しい算定方法だけを採上げて論ずることにする。いま三千ドルの証拠金で五千ドルの証券購入をした場合に、かりに証券価格の変動が起つたとすると明らかにマージンの率は変動する。このことを明らかにするために、マージン算定の公式をつぎのように書きかえておこう。

マージン =  $\frac{\text{担保証券額} - \text{貸方残高}}{\text{担保証券額}}$

さて買入れた株式が一株五十ドルから一株六十ドルに値上りしたとすると、

$$\text{マージン} = \frac{6,000 - 2,000}{6,000} = 67\%$$

に上昇する。また逆に一株五十ドルから一株四十ドルに値下りしたとすると、

$$\text{マージン} = \frac{4,000 - 2,000}{4,000} = 50\%$$

というふうにマージン率は六〇パーセントから五〇パーセントに下落するわけである。連邦準備委員会はマージンの最低率を定めているが、一九五八年一月十五日以来、証券購入にあつての当初の率を五〇パーセントに引下げた。またニューヨーク株式取引所は証券購入後価格変動によってマージン率が低下しても最低二五パーセントを維持するよう要求している。なおニューヨーク株式取引所の規則で証拠金を最低五百ドル収めていないものは得意先勘定を開くことが出来ない<sup>1)</sup>と規定している。ただこれらは定められた最低率であるから、業者によってそれより高いマージン率を要求することもあり、また一業者が顧客によって異なる率を要求することもある。

(1) *New York Stock Exchange Rule 550.*

## 二、空 売

マージン買入れが株価値上りを見越して行われるのに対して、空売は株価値下りを期待して行われる。空売をさらにこまかく分けて、本当に売手が株式を持っていないにもかかわらず売る場合と、売手が株式を持っているにもかかわらず現実にそれを手放さない場合とがある。後者は例外的な場合で、*box short sale*といわれることがある。自己の所有株は銀行の保護預りの箱に入れて空売をするという意味である。

空売をするためには株を借りねばならない。自分が株を現に持っている場合からはよいが、そうでない一般の場合庫から自分の株を借りうるわけである。このように自分で株を持っている場合には銀行の保護預り金には株の貸し手をさがさねばならない。貸株をさがすのは証券業者である。証券業者が手持の株を貸す場合もある。証券業者の顧客中に、平素から、いつでも喜んで株を貸すということを証券業者に申出ているものもある。さらに他の証券業者と連繋して株の融通をすることもある。さらにまた証券取引所のなかの取引清算所 (*money desk*) を中心とする貸株市場 (*loan crowd*) へ株の手当てをすることもある。場合によっては投資信託から株を借りることがある。これらすべてが貸株の源泉である。空売が借株の源泉であるのに対して、これら貸株の申し出があらわれるについては種々の理由ないし動機が考えられる。そのうちの一つは貸株のプレミアムを得ようとするものである。また貸株を担保にして少い利子で、また時には無利子で融資を受けるというのも重要な貸株の動機になる。

貸株の条件としては、「利子付」 (*at a rate*)、*「無利子」* (*flat*)、*「プレミアム付」* (*at a premium*) の三種がある。つぎにその一々について説明しておこう。

「利子付」の場合には、貸株の時価だけに等しい現金を受取る。すなわち空売の当事者は株を借りるにあたって、株の時価に等しい額の現金を預けるのである。この預り金に対して株の貸手がコール利率で利子を払うわけである。株の貸手と借り手の間にブローカーが入っているのが通常であるから、預り金の受渡しについてもブローカーが介入する立前になっている。

「無利子」というのは、株の借手と貸手のあいだに利子もプレミアムも支払われぬ場合である。この場合にも株の借手は株の時価に等しいだけの現金を預けねばならない。ただこの預け金に対して利子は課せられないわけである。一九二九年ごろが境になって、それ以前には「利子付」、それ以後には「無利子」が支配的になっている。

「プレミアム付」の場合には、逆に株の借手から貸手に対してプレミアムを払うのである。この場合にも株の時価に等しい現金を預託することは変わらない。株の貸手にとってもっとも有利な条件であることはいうまでもない。

貸株の条件が、「利子付」か、「無利子」か、それとも「プレミアム付」かは株式貸借の需給状況によって変化する。さて空売についても一定の証拠金を要求される。この場合のマージンの計算方法は、さきのマージン買入の場合と原理的に同じであるが、こまかく書けばつぎのようなものである。

$$\text{空売のマージン} = \frac{\text{証券売上による純収入} + \text{最初の保証金} - \text{証券の時価}}{\text{証券の時価}}$$

あるいは同じことであるが、

$$\text{空売のマージン} = \frac{\text{証券売上による純収入} + \text{最初の保証金} - 1}{\text{証券の時価}}$$

という公式で算定してもよい。空売をして後に、証券価格が上昇すると、このマージンの率は低下するし、逆に価格の下落はマージンの率を上昇せしめる。

ニューヨーク株式取引所においては、「得意先勘定」に少くとも五百ドルのエクイティーがない者には空売を許さないこと<sup>1)</sup>にしてゐる。

一九五一年一月二七日の規則改訂によつて、空売にあつては、少くとも株式時価額の七五パーセントにあたるマージンが要求されてゐる。またその後空売が清算されるまでの期間のマージン率維持については一九四九年六月に定められた規程によると、時価一株五ドル以下の株については一株二ドル五十セントずつか、時価の一〇〇パーセントかのいずれか高い方をマージンにすることが定められてゐる。また同じ規定によると十五ドルもしくはそれ以上の株については、一株五ドルの割でか、あるいは時価の三〇パーセントかの、いずれか高い方をマージンにすることが要求されてゐる。

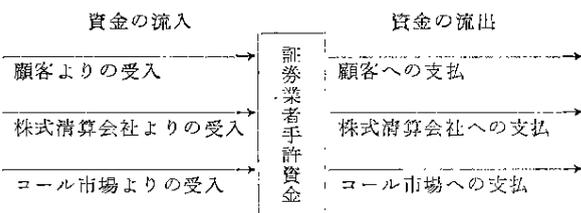
- (1) *New York Stock Exchange, Rule 550.*
- (2) *Regulation T* (これはつゞては本稿第五節参照)
- (3) *New York Stock Exchange, Rule 550.*

### 三、証券業をめぐる短期資金の流れ

さて顧客がマージン買入を希望したとする。この場合に「得意先勘定残高」が発生することはすでに述べた。通常証券業者がこの金融を行うわけであるが、もし証券業者の自己資金でまかなえぬときにはコール・マネーによつてこれをまかなう。「証券業者貸付」といわれるものはこれである。

この点をもう少しまかく見るために証券業者の手許に流入・流出する資金の流れをみておくのが便利である。

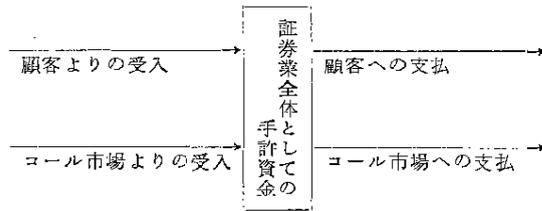
第2表 個々の証券業者をめぐる資金の流れ



第2表はきわめて概略にそれを示したものである。まず証券業者へは顧客から資金が流入し、また顧客へ資金が流出する。顧客からの資金の流入は、顧客の証券購入代金・顧客の預入れる証拠金その他であり、そのちょうど逆の流れが証券業者から顧客への資金の流出となるわけである。また証券業者はたえず株式清算会社 (The Stock Clearing Corporation) とのあいだに現金の授受を行っている。ある証券業者の売りが買いより多ければその証券業者は株式清算会社から受取り、もし買いが売りより多ければ株式清算会社に支払う。最後にコール市場をめぐる資金の流入・流出がある。原則として顧客に対する資金流入・流出と株式清算会社に対する資金流入・流出が優先し、その不足分がコール市場から借りられ、余分があればコール市場へ出て行くわけである。

ここで事態をもつと見通しやすくするために個々の証券業者ではなく、証券業者全体をとって、これをかりに証券業という言葉でよぶことにしよう。銀行業というのが一種の産業であるように、証券業を一つの産業とみるわけである。こうして全体としてみた証券業に流入・流出する資金をさわめて簡単に表示したものが第3表である。第2表と第3表とを比較して、まず顕著な相違は、第3表において株式清算会社よりの資金流入と株式清算会社への資金流出とが考慮されていないことである。株式清算会社の支払・受入はしよせん証券会社相互間の決済であり、証券業全体としては手持資金の量を変動させる要因となり得ないから、これを取除いたのである。こうして第3表のような形に縮約して考えて

第3表 全体としての証券業をめぐる資金の流れ



みると、事態はきわめて単純化され、見通しやすくなる。

第3表をかりに一つの水槽と考へてみればよい。顧客よりの受入は水槽の水量を増加させるし、顧客への支払は水槽の水量を減少させる。しかしこの顧客よりの受入と顧客への支払は、証券業にとつて直接に調節し得ない水流である。そこでもし証券業において水槽の貯水量を希望する量に調節しようとすれば、いきおいコール市場に通じる水栓を適当に開閉しなければならぬ。顧客への支払が顧客よりの受入より多くなれば、コール市場で借入を増加せねばならぬし、逆に顧客よりの受入が顧客への支払より多くなれば、コールを返済してもよいことになる。要するにコール資金に対する需要は、証券業における手許資金の保有希望量と、顧客よりの資金の純流入量に依存するわけである。

顧客がマージン買入をすると、顧客からの資金流入は証券時価の数十パーセントしか入らない。他方売手の側に対しては証券時価にほぼ等しい額の支払いをせねばならぬ。もし証券業の水槽の貯水量の調節だけてこれがまかなえない時、これは明らかにコール市場への依存によつてまかなわねばならない。株式市場がブームになるときは概してマージン買入が多いときであるから、コール市場からの借入、すなわち「証券業者貸付」が増加する傾向にある。また株式市場がブームのときには取引所出来高が増加するから、証券業者個々が必要とする手許決済資金が増加せねばならない。これは水槽の貯水量そのものを増加させようとする希望になつてあらわれ、やはりコール市場からの借入を助長する傾向にある。

ニューヨーク株式取引所の統計によつてもこの傾向は明らかである。一九三五年の九月から一九三七年四月までのあいだに、ニューヨーク株式取引所会員の「得意先勘定貸方残高」は四三パーセント増加し、同時に取引所会員の受けた「証券業者貸付」もまた五八パーセント増加している。つづいて一九三七年四月から翌一九三八年三月までの間、株式相場は急激に下落し、「得意先勘定貸方残高」は五三パーセント、同時に「証券業者貸付」は六〇パーセント減少したといわれている。ただこの期間、すなわち一九三七年四月から十二月の期間について証券業者の手許預金・預金残高を見ると一九三七年四月に二億二千七百万ドル、その後若干減少を示したけれども、この期間の最低は二億二百万ドルであったといわれている。すなわちこの期間水槽の貯水量にはほとんど変化はなかつたわけである。

#### 四、株式取引所とコール・マネー

ここですす一つのことわり書をつけておかねばならない。それは前節において証券業者の借入がもつばらコール市場においてなされると書いた点についてである、実際にはコール・マネー以外に、いわゆるタイム・ローン (Time Loans) が利用されることもある。これは三月、六月、九月、十二月などの確定期限付の担保貸付であるが、最近においてはいちじるしく重要性を喪失した。すなわち、かつてコール市場がきわめて不安定で、必要なときに必要な資金を借入れることが容易でなかつたころにはタイム・ローンの利用度が高かつたのであるが、最近のようにいつでも必要な資金が低利でコール市場において供給されるようになると、タイム・ローンに依存する必要性がいちじるしく低下したのである。

コール・マネーは元来ニューヨーク株式取引所内の取引清算所を通じて行われた。すなわち株式取引所そのものがコール・マネーの供給と需要の見合う市場としての機能をもっていた。しかし第二次大戦以後、取引清算所においてコール契約の成立を見ることはなくなった。取引清算所は単にコール資金に関する情報交換の場所になってしまい、実際の取引は資金を必要とする証券業者と、資金供給者たるニューヨーク市の銀行の間で結ばれることになった。これを銀行の側からみると、第二次大戦以前には、銀行は余剰資金をニューヨーク株式取引所のなかの取引清算所へ放出したのであるが、この際銀行としては利子収入・安全性・流動性を考慮しさえすれば、それ以上立入ってどの証券業者に貸すかという選択はなかったわけである。しかし最近においては、個々の銀行がその得意先たる証券業者の資金的な面倒をみるという形になり、銀行と証券業者のつながりははるかに緊密になって来た。その意味では第二次大戦以後コール市場は公開市場性を失って来たといえるであろう。

コール資金の金利についても顯著な変化が認められる。かつてコールの利子率はきわめて不安定で変化しやすいと考えられていた。それが最近では変動の幅がいちじるしく縮小され、安定的になって来た。大体の傾向としてコール利子率は一九四〇年代まで低下の傾向、一九五〇年以後若干上昇の傾向にあるが、それよりも一九四〇年代までにおける変動の幅の大きさと変化の頻繁さに注目すべきである。試みにニューヨーク市における手形割引率、タイム・ローン利率、国債利廻などと対比して、ニューヨーク株式取引所におけるコール利率の変遷を示す統計表を掲げておいた(第4表)。一九四〇年から一九五〇年にいたる約十年間コール利子率にほとんど大した変化のないことにまず気付くであろう。

さてコール市場に対する資金の供給源泉であるが、ここにも一九二〇年代と現在とのあいだにかなり大きな相違

第4表 ニューヨーク市における金利\*

年平均	主要商業手 形割引率	主要銀行引 受手形割引 率	株式取引所 タイム・ロー ン(九〇日)	株式取引所 コール ママネ	アメリカ国債利率		
					三ヶ月 証券	二月 の	三 年 の
1920	7.50	6.06	8.06	7.74	—	—	—
1930	3.59	2.48	3.26	2.94	—	—	—
1940	0.56	0.44	1.25	1.00	0.014	—	—
1945	0.75	0.44	1.25	1.00	0.375	0.81	1.18
1948	1.44	1.11	1.55	1.55	1.040	1.14	1.62
1949	1.48	1.12	1.63	1.63	1.102	1.14	1.43
1950	1.45	1.15	1.63	1.63	1.218	1.26	1.50
1951	2.17	1.60	2.30	2.17	1.552	1.73	1.93
1952	2.33	1.75	2.59	2.48	1.766	1.81	2.13
1953	2.52	1.88	2.98	3.06	1.931	2.07	2.57

\* Statistical Abstract of the United States, 1954,  
p.480 による。

二〇年代においてもこれらニューヨーク市諸銀行はコール市場最大の貸し手であり、一九二九年の大暴落のときの影響をもっとも大きく受けたのであるが、概していえばニューヨーク株式取引所および連邦準備委員会の政策に忠実であり、一九二九年以後も挺入れのための融資をつづけていった。一九三〇年においてはこれらニューヨーク市諸銀行のコール資金供給額は、絶対額において減少を示したが、相対的な比重ではいちじるしく重きを加えたわけ

がある。一九二〇年代においては、連邦準備制度加盟銀行・非加盟銀行・「その他」が資金の供給源であった。ここで「その他」というのをさらに細分すると、アメリカの諸会社・個人・ブローカーなどと、外国の会社・銀行などであった。ここで「その他」が無視しがたい比重を占めていたことは一九二〇年代およびそれ以前の特徴であった。ところが一九二九年の大暴落以後これら資金供給者は証券金融から急速に手を引いてしまったのである。銀行のなかでもニューヨーク市以外の諸銀行は同じく証券金融から手を引いていった。ニューヨーク株式取引所ないしその証券業者にいわせると、これらの行為はまったく無責任きわまる仕打ちということになっている。ただニューヨーク市の諸銀行の態度は異っていた。一九

である。

こういう事情から、現在のコール市場の取引は融資を希望する証券業者とニューヨーク市の銀行との間の個別交渉の形に置きかえられるにいたった。さきにアメリカのコール市場が公開市場性を失ったということを指摘したが、それはこのような形の証券業者と銀行の間の個別交渉に移行したのである。もつともコール資金のすべてがニューヨーク市の銀行のみから来るといえば言いすぎである。時にはボストンやクリヴランドの銀行から来ることもある。しかしそれは極めて小額であり、また常にあるとも限らない。したがってニューヨーク市の銀行だけをコールの出し手とみても大過ないわけである。

コール契約は日々更新されているが、もし契約のいずれかの当事者が更新せぬことを申出ればコール契約は終るわけである。ただニューヨーク市場の特徴として、コールの貸手の側から契約の更新を拒絶したことはないといわれている。常にかならず借手の都合で契約が打切られるのである。したがって借り手が欲しさえすれば、一ヶ月から三ヶ月はおろか、一ヶ年引統いてのコールすらあり得るわけである。真偽のほどは明確でないが、ある証券会社はニューヨーク市のある銀行から、一九一〇年以来更新に更新を重ねて現在にまで及んでいるコールを借りているといわれている。この場合はこのコールそのものがこの店にとって真に必要なだからというのではなく、むしろこの店の信用を示す有力な材料になり得るからこのコールを打切らないのであるともいわれている。

コール市場の取り手、すなわちコール市場における借り手の最も重要なものは証券業者である。ここで証券業者というのは、マージン取引を顧客に対して引くことの出来るブローカーのことである。このほかに、政府公債取扱証券業者や投資銀行がコール・マネーの借り手になることもある。しかしこれらはほとんど問題にならないほど小

さい比重しかもつていない。

## 五、証券金融に対する法的規制

いままでアメリカの証券金融の概要を、主としてニューヨーク株式取引所を中心として説明して来た。その間必要ながざりにおいて、証券金融に対する法的規制についても因説するところがあった。ここではそれを正面からとり上げて説明しておこうと思う。

第一に問題になるのは一九三四年の証券取引法 (Securities Exchange Act) である。一九二九年の大暴落以来証券取引なかんずく証券投機に対して強力な法的規制を望む機運が強かった。証券取引法はこのような機運におされて生まれたものである。とくに証券金融に関して重要な規程をこの法律のなかから拾上げてみよう。

証券取引法によって始めてマージン必要額が法的に定められた。この規定がもうけられたのは、証券購入ないし証券保有のため過度に信用に依存することの危険が認識されたからである (Section 7)。この法的規制をさらに徹底せしめるためにいわゆる *Regulation T* という長文の規定を制定した。これは証券業者が顧客に与える信用取引についてのマージン要求率を規定したものである。これらについてはすでに説明したから詳しくは立入って論じないことにする。

証券取引法のもつとも重要な意義は、証券業者が短期資金を借入れるにあたって、ある特定の貸手からしか借りられないという規定を挿入した点にある。特定の貸手というのは連邦準備制度加盟銀行が非加盟銀行でも証券取引法に違反せぬという誓約書を連邦準備委員会に差出したものだけに限るといのである (Section 8)。さらに

一言したように、一九二〇年代にコール市場で資金を放出していた多くの出し手が、一九二九年の大暴落以来急にコール資金の引上げに狂奔したことは、きびしい批判を受けた。このような無責任な資金が、ときにコール市場に大量に流入して証券投機を助長し、また逆に証券市場が崩落を示すと一斉に引上げられて崩落を助長するとすれば、これらを締出すことによつて証券市場の不安定性を少くすることが出来ると考えられたのである。かくてニューヨーク株式取引所をめぐる資金の流れはいちじるしい変容を示すことになった。前節において、コール市場が公開市場性をうしない、証券業者とニューヨーク市諸銀行の話し合いに移つたという点を指摘したが、それはまさにこの一九三四年の証券取引法の規定に照応するのである。

このコール市場の変容に関して、いま一つの法的規制の影響をあげておこう。それは一九三三年の連邦準備法改正と同年の銀行法 (the Banking Act) に於て、要求払預金に対する利子支払が禁止されたことに関連している。一九二〇年代およびそれ以前にはニューヨークのコール市場を当てに、アメリカ合衆国内の諸地方の銀行から資金が流入して来た。これらの資金の多くはまずニューヨーク市の銀行に要求払預金として預けられ、チャンスを見てはコール市場へ放出されたのである。しかし要求払預金の利子支払が禁止されて以来、地方銀行の遊び資金をニューヨーク市諸銀行に預けることの魅力はいちじるしく減少したといわれる。同じく無利子なら、準備預金として認められないニューヨーク市諸銀行に預金するより、むしろそれぞれの地区の連邦準備銀行に預金して、それをもとに各地方的な金融に専念する方が有利だとみられるようになって来たのである。クリーブランドおよびボストンの銀行が時々コール市場の出し手になる以外その他の地方銀行がニューヨークのコール市場と交渉をもたなくなつたのはまさに一九三三年の銀行法の予期せぬ影響であつた。

さて一九三四年の証券取引法にもう一度もどらう。たとえば証券業者が顧客にマージン取引によって信用供与をする場合、その業者の純資本の二〇倍以上の額に上つてはいけぬ。また担保貸付の際の担保金額と貸付額についても規定されている。さらに証券業者が顧客から預つてゐる株式を貸株市場へ出すにはその顧客の書面による許可を得ねばならないという規定もある。このような規定を細目にわたつてこまかく定めたのが *Regulation D* といわれるものであるが、ここでは立入らないことにする。

## 六、むすび

いままできわめて簡単に、ニューヨーク株式取引所における証券投機とそれをめぐる証券金融の説明をして来た。しかしその経済的効果についてはほとんど論ずることがなかつた。たとえば証券金融は他の産業資金を証券市場に吸収し、そこに停滞せしめるから、産業全般にとって好ましくないという見方がある。「資金吸収説」(absorption theory) がそれである。また証券金融は証券投機を刺激するから、何らかの方法で抑制すべきであるという説がある。株式ブームが証券金融を活発にするのではなく、証券金融が株式ブームを引起すのであるという説がこれである。これらの問題は、それ自身かなり複雑であるから、別にあらためて論ずることにした。

- (1) これらの点については次の諸稿でいささか立入つて論じておいた。「証券市場における資金吸収」(インヴェストメント、昭和三十三年四月号)「証券資金と産業資金——いわゆる Absorption Theory について」(経済研究、昭和三十三年四月号)