

拡大する米国の証券担保ローン

沼田 優子

■ 要 約 ■

1. 米国では 2007 年 1 月、証券担保ローン残高が 2,856 億ドルと、IT バブル期の過去最高額を抜いた。その背景には、株式市場の回復に伴う信用取引の拡大があるが、その一方で、証券購入を目的としない証券担保ローンの残高が、大手証券会社を中心に拡大していることもある。
2. 米国の一般的な証券担保ローンは、コミットメント・ラインのような仕組みとなっている。すなわち、借りるたびごとの信用審査や、返済額・期限等の定めがなく、いつでも入出金が可能なため、つなぎローンとしての効用が高い。さらに、このようなローンの進化型として、住宅用証券担保ローンやローン総合口座も登場した。
3. 証券担保ローンは従来、富裕層を顧客とするプライベート・バンクや証券会社のみが提供してきた。しかし、高金利の無担保ローンに比べて、割安感の大きい証券担保ローンを求める一般個人も少なくないことから、これを提供する専業会社も登場した。
4. わが国においては、信用取引以外の証券担保ローンの活用は、極めて限定的である。しかし、米国とわが国の個人を取り巻く環境や、金融資産・負債に関する考え方の変化の共通点を見ていくと、わが国においても証券担保ローンの潜在ニーズは高いと考えられる。証券担保ローンは、伝統的金融商品やビジネスのあり方までも変えかねない可能性を秘めているため、どの金融機関にとっても未知の分野かもしれない。しかし、ローンの一種とは言え、このサービスに必要とされる専門性を鑑みれば、証券会社が有利な立場に立てる可能性も、高いのではないであろうか。

I 過去最高を計上した証券担保ローン残高

米国では 2007 年 1 月、証券会社の証券担保ローン残高¹が 2,856 億ドルと、IT バブル期

¹ 本稿では、データの制約上、ニューヨーク証券取引所が公表する会員証券会社の Margin Debt と、連邦準備理事会（FRB）の Flow of Funds で公表される個人金融資産・負債の Security Credit のデータを、証券担保ローンとして紹介した。しかし、両データとも信用取引を含む一方で銀行及びノンバンクによる証券担保ローンを含まない。

まっただ中の過去最高（2000年3月の2,785億ドル）を抜いた。2月も2,958億ドルと、最高記録を更新し続けている²。

その理由としては、株式市場の回復に伴い、いわゆる信用取引が増えたことが指摘されている。しかしその一方で、「証券購入目的以外の証券担保ローンも増えている」という声も、ニューヨーク証券取引所（NYSE）や大手証券会社からあがっている。実際、大手の一角を占める米国 UBS（元ペイン・ウェバー）では、証券担保ローン残高 100 億ドルの 75% が、証券購入目的でない証券担保ローンである³。

言うまでもなく、個人が証券購入目的で証券会社から資金供与を受け、有価証券を買い付ける信用取引は、手元資金に比して大きな利益・損失を出す可能性があるが故に、投機的と見られることが多い。これに対し、既に有価証券を保有する個人が、証券購入以外の目的で、有価証券を担保に資金供与を受ける証券担保ローンは、低コストで利便性の高い個人ローン的一种として、急速に広まりつつある。この証券担保ローンは、証券購入以外の目的であれば、奢侈品購入から日常の資金繰りまで、用途が自由だからである。

このような変化の背景の一つとしては、2000 年前後から、大手証券会社が預貸業務を強化してきたことがある。証券購入目的でない証券担保ローンは従来から提供していたが、証券会社が自社の強みを生かした融資業務を模索する中で、これが再び見直されたのである。プライベート・バンク等も、従来から超富裕層には、同様のサービスを個別に対応するのに近い形で提供していたが、マス富裕層の預かり資産を既に抱えた証券会社が、同業務の組織的営業を積極化したことにより、その利用が一層、活発化したのである。

例えば UBS は具体的に、証券購入目的以外の証券担保ローンを販売した証券営業マンに、一定の報酬を与えている。加えてもともとデイ・トレーダーを好まない大手証券会社は、ネット証券よりも信用取引金利を高め設定する傾向があるが、UBS は証券購入目的以外の証券担保ローンの金利に関しては、信用取引金利よりも 1.5% 低くする等、顧客の利用をむしろ促そうとしている。

本稿は、近年成長著しい、この証券購入目的以外の証券担保ローンについて紹介する。

II 証券担保ローンの仕組み

1. 証券担保ローン規制

米国は、1929 年の株価大暴落を受けて、株式投資のための過度な信用の利用を抑制すべく、34 年米国証券取引所法第 7 条で、FRB（連邦準備理事会）に証券担保ローンを規制する権限を与えた。これに基づき、FRB は T 規則で、担保となり得る有価証券を、証

² Gaston F. Ceron, "Margin Debt Hits High as Stocks Rise." *Wall Street Journal*, February 21, 2007.

³ Jane J. Kim, "Margin Loans Make a Comeback---Wall Street Pushes Investors to Borrow Against Portfolios to Buy Cars, Homes; Weighing Risks." *Wall Street Journal*, April 20, 2006, NYSE, "Margin Customers: Know Your Shareholder Rights on Proxies and Dividends." *NYSE Informed Investor*, 2007.

券取引所及びナスダック上場証券や投資信託等に制限したり、当初証拠金所要率を 50% としたりした。また NYSE 規則 431 条と NASD (全米証券業協会) 規則 2520 は、最低預託額を原則 2,000 ドル、証拠金維持率を時価の 25% とした。ただし、これらは規則が求める最低限の条件で、実際には証券会社がより厳しい内規を定めることが多い。

上記の数字に倣えば、時価 3 万ドルの A 社株の信用買いを行う場合、1.5 万ドルの現金を入れ、1.5 万ドルの借入を行う。現金の代わりに、3 万ドルの X 社株を代用証券としても良い。ただしこれは、3 万ドルの株式を担保にして、その 50% にあたる 1.5 万ドルの融資を受けたのと同じである。このような考えに基づき、米国の証券会社は従来から、基本的には信用取引規制の枠組みの中で、証券購入目的以外のローンも、個人に提供してきた。

一方、FRB は、証券会社を回避する形で T 規則が形骸化しないよう、銀行及びノンバンクに対しても、同様の U 規則を課した。ただし U 規則は、貸付資金の用途が証券購入目的ではないことを示す書類を提出する等の措置により、同規則の適用除外を認める場合がある。

この規定があるため、銀行やノンバンクは、担保証券の種類や掛け目等の点において、証券会社よりも柔軟な条件のローンを設定することができた。しかし、このタイプのローンを近年、より積極化させたのは、プライベート・バンクとの競合を目指す証券会社である。彼らは、当初の営業は本体の営業マンを通じて行いつつも、実際のローンは、系列銀行から提供する形を取ることで、柔軟性の高いローンのメニューも充実させつつある。

2. 証券担保ローンの仕組み

1) 基本的な特徴

証券担保ローンは、文字通り、金融機関が証券を担保にして、貸付を行う仕組みである。貸付可能額は毎日、口座の時価総額によって変わる。また基本的に、顧客の信用情報の提出や、信用審査は求めないため、担保証券さえ預かっていれば、貸付はいつでも行える。通常、手数料は取らず、顧客が支払うのは金利のみである。返済も、顧客が任意のスケジュールで任意の金額を返せば良く、期限も早期返済ペナルティもない。

このように、顧客の目から見れば、証券担保ローンは、銀行が提供するコミットメント・ラインに似て、非常に機動性に優れている。従って、資産はあっても流動化しにくい場合、もしくは資産を流動化するまでのつなぎ資金が必要な場合に活用しやすい。加えて①このつなぎ期間中に保有資産が生み続ける投資収益、②資産を売却すると発生を免れないキャピタル・ゲイン課税、③資産を売り急ぐが故に生じ兼ねない売却価格のディスカウント、等も鑑みると、資産を売却せずに借入を行った方が得策だと判断できる場合も少なくないのである。とりわけ資産が有価証券で、③の売り急ぎによるディスカウントの懸念が大きい場合は、時間をかけて少額ずつ売却し、売却価格を平準化した方が良い場合もある。

もっとも基本的な仕組みは信用取引と同じで、有価証券の時価が下がり、追い証が発生した場合、顧客は現金や代用証券を差し入れなければならない。これが出来なければ、保有証券を強制的に売却されるリスクも伴う。

UBS の情報開示資料によれば、追い証が発生した場合、同社は通常、顧客とのコンタクトを試みた後、48～72 時間の猶予を与える⁴。ただし、市場の変動が激しい場合には、顧客に通知することなく、もしくは通知してあっても猶予時間内に、担保証券を売却する場合がある。またどの証券を売却するかを決める権利は、証券会社側にある。さらに、担保証券の掛け目や証拠金維持率、貸付金利等は、証券会社の都合で突然変わることもある。

2) 担保証券とその掛け目

当初証拠金所要率や証拠金維持率の実態を、UBS の事例で見ると、前者は 50%、後者は NYSE 及び NASD 規則よりも厳しく、30%としている。すなわち、顧客は当初、保有有価証券の 50%、その後は 70%まで借りられるということである。ただし、同社の系列銀行等が、証券投資以外の目的で貸付を行う場合は、前者が 65%、後者は 75%となる⁵。

担保証券の掛け目は、実際は各証券会社が細かく設定する。図表 1 は、シティグループ傘下のスミス・バーニーのケースであるが、例えば 1 年未満の定期預金や地方債が 85%、1 年未満の国債が 95%となっている。

図表 1 スミス・バーニーの証券担保融資の掛け目

(単位: %)	担保の掛け目	担保÷ローン	
		取引開始時	取引期間中
株(1株10ドル以上)	65%	154%	143%
ミューチュアルファンド(1株5ドル以上)	65%	154%	143%
ユニット型投資信託(25ドル以上)	65%	154%	143%
転換社債	65%	154%	143%
定期預金			
1年未満	85%	118%	112%
1-2年	70%	143%	134%
2年以上	65%	154%	143%
		開始時及び取引期間中	
地方債	85%		118%
社債	75%		134%
国債			
1年未満	95%		106%
1-2年	94%		107%
3-4年	93%		108%
5-9年	92%		109%
10年以上	90%		112%

(注) 定期預金は同社で購入、管理しているものに限る。2007年1月25日現在。

(出所) www.smithbarney.com

⁴ UBS, "Loan Disclosure Statement." 2006.

⁵ 前掲 UBS.

同社は加えて、有価証券の銘柄によって、または各顧客のポートフォリオの分散度合いによって、掛け目を変える。すなわち、①顧客の株式のポジションが特定の銘柄に集中している場合、②流動性が低い株式、③ボラティリティが高い株式、④大きくディスカウントされて取引される債券等の場合は、担保の掛け目を低くするという。

より具体的な事例を挙げると、メリル・リンチは、①2.5万株以上を保有し、株式ポジションの25%以上を一銘柄が占める場合は株数に応じて、②株価が10ドル未満の株式に関しては株価に応じて担保の掛け目を下げ、担保価値を全く認めない場合もある⁶。またチャールズ・シュワブは、ITバブル全盛の2000年当時はハイテク株等を中心とした110銘柄に関しては、掛け目を低く設定した⁷。

3) 金利

証券担保ローンの金利は通常、証券会社の資金調達レートにリスク・プレミアムや経費、収益分を乗せたレートとなっている。UBSでは、この上乗せレート分は最高3.5%である⁸。ただしこの上乗せレートは、顧客の預かり資産に応じて下げる場合も多い。準大手証券会社のAGエドワーズの場合、最高・最低レートの金利格差は3%である(図表2)。

図表2 AGエドワーズの証券担保ローン金利

融資金額	普通口座	ウルトラ・アセット・アカウント
1万ドル未満	10.75%	10.50%
1万ドル以上 2万5,000ドル未満	10.50%	10.25%
2万5,000ドル以上 5万ドル未満	10.00%	9.75%
5万ドル以上 7万5,000ドル未満	9.50%	9.25%
7万5,000ドル以上 10万ドル未満	9.25%	9.00%
10万ドル以上 25万ドル未満	9.00%	8.75%
25万ドル以上 50万ドル未満	8.75%	8.50%
50万ドル以上 100万ドル未満	8.50%	8.25%
100万ドル以上 250万ドル未満	8.25%	8.00%
250万ドル以上	8.00%	7.75%

(注) ウルトラ・アセット・アカウントは多機能型証券総合口座。2007年3月28日現在。

(出所) www.agedwards.com

⁶ ネット専用口座の場合。Merrill Lynch, "Margin Tutorial for Merrill Lynch Direct Accounts." August 2005.

⁷ Peter Fortune, "Margin Requirements, Margin Loans, and Margin Rates: Practice and Principals." *New England Economic Review*, September/October 2000.

⁸ UBS, "Information about Your Relationship with Us." February 28, 2006.

III 証券担保ローンの商品例

1. 基本的な証券担保ローン商品

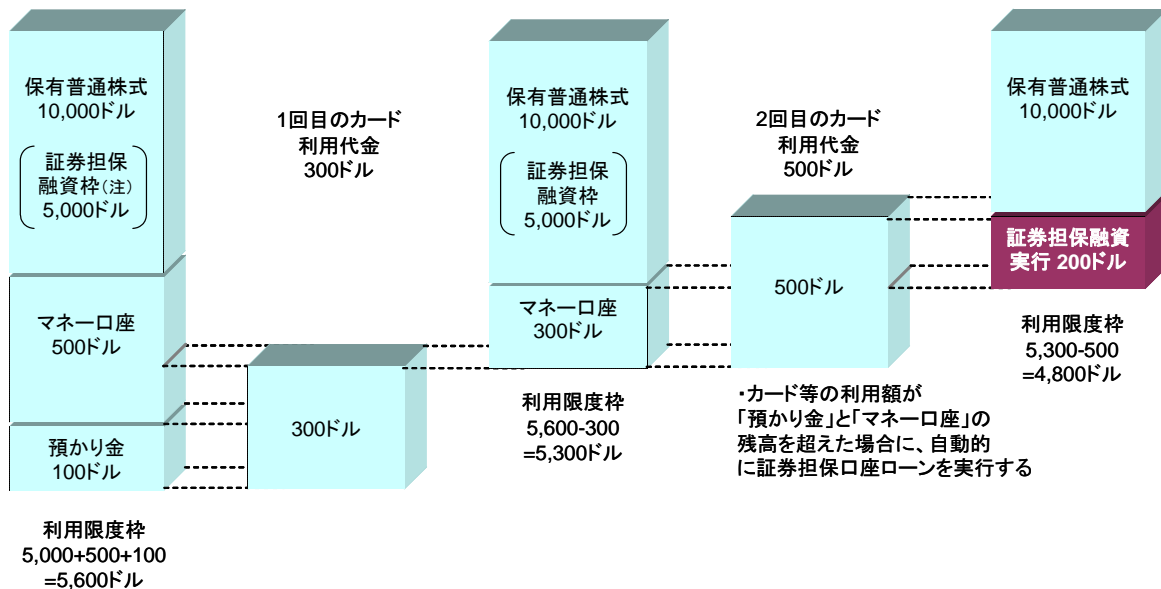
1) 証券総合口座

一般投資家にとって最もなじみが深いのは、証券総合口座に組み込まれる証券担保ローンであろう。

メリル・リンチが77年に開発した証券総合口座(CMA)は、ATMによる入出金、小切手やデビット・カードによる決済等の機能を有したお財布代わりの証券口座である。2006年の口座数は230万、預かり資産は7,700億ドルであった⁹。

CMAは、有価証券口座と、MMFや預金等からなるマネー口座に分かれ、入金されたキャッシュは基本的にマネー口座で運用する。預かり金が100ドル、マネー口座が500ドル、有価証券口座が10,000ドルだった場合、この口座の消費利用限度枠は100ドル+500ドル+(10,000×50%)=5,600ドルとなる(図表3)。この顧客がカードで300ドルの買い物をした場合、支払いは預かり金とマネー口座から引き出される(100ドル+200ドル=300ドル)。そして、この口座の利用限度枠は5,600ドル-300ドル=5,300ドルとなる。ところが、さらにカードで500ドルの買い物をした場合、マネー口座には300ドルしか残っていない。そこで、有価証券口座の証券を担保としたローン(インベスター・クレジット・ライン・サービス)が自動的に実行され、

図表3 証券総合口座の証券担保ローン(概念図)



(注) 証券担保融資枠を保有普通株式の50%で計算。

(出所) 野村資本市場研究所

⁹ メリル・リンチ・アニュアル・レポート

200ドルが貸し付けられる。

2) 単独の証券担保ローン商品

次に一般的なのは、顧客の借入ニーズに応じて契約を結ぶ、単独の証券担保ローンであろう。UBS の場合、①25 万ドル以上の固定金利クレジット・ライン、②25 万ドル以上の変動金利クレジット・ライン、③25 万ドル未満の変動金利クレジット・ライン、④スタンドバイ信用状の 4 種類を提供している（図表 4）。①～③のクレジット・ラインは、UBS 系列の銀行が、④の信用状は UBS ファイナンシャル・サービス（証券本体）が提供している。

これらのクレジット・ラインの顧客は通常、金利を支払えばよく、手数料は発生しない。ただし、①の固定金利商品は、早期返済を行った場合に、ローン残高の 2 ベーシス・ポイントのペナルティが発生する。

営業マンがクレジット・ラインを販売した場合、ローン残高の 25 ベーシス・ポイントが、証券売買のコミッションと同等の営業収入実績として計上される。営業マンの大半が歩合制の米国においては、この営業収入の何割かが、営業マンの報酬となる。

④の信用状の場合は、発行手数料 200 ドルの他、融資限度額の 2%までの年間手数料がかかる。この手数料の 50%～70%が、営業マンの営業収入実績に、またその何割かが営業マンの報酬となる。

図表 4 UBS の証券担保ローン

名称	仕組み	提供者	サービスの対価の取り方	営業マンの収入
プレミア・フィックス・クレジット・ライン (固定金利クレジット・ライン)	設定融資枠は25万ドル以上。最低引出し額10万ドル。金利は、LIBORをベースに任意の期間固定される。	UBSバンクUSA	金利のみ。ただし、早期返済時には、元本の2ベーシス・ポイントのペナルティが発生する。	日々のローン残高平均の25ベーシス・ポイントが営業収入実績として計上され、その内の何割かが営業マンの収入となる。
プレミア・ヴァリアブル・クレジット・ライン (変動金利クレジット・ライン)	設定融資枠は、25万ドル以上。初回引出し額は2.5万ドル超（その後、2,500ドルまで引下げ可能）。金利はLIBOR連動。	UBSバンクUSA	金利のみ。	日々のローン残高平均の25ベーシス・ポイントが営業収入実績として計上され、その内の何割かが営業マンの収入となる。
プライム・クレジット・ライン (変動金利クレジット・ライン)	設定融資枠は、2.5万ドル～25万ドル未満。初回引出し額は2.5万ドル超（その後2,500ドルまで引下げ可能）。金利は、ウォール・ストリート・ジャーナル掲載のプライム・レート連動。	UBSバンクUSA	金利のみ。	日々のローン残高平均の25ベーシス・ポイントが営業収入実績として計上され、その内の何割かが営業マンの収入となる。
スタンドバイ・レター・オブ・クレジット (スタンドバイ信用状)	顧客の第三者に対する支払義務を、顧客の証券等を担保にUBSファイナンシャル・サービスが保証する。	UBSファイナンシャル・サービス (証券本体)	スタンドバイ信用状の開設手数料(200ドル)の他、融資額に応じて年間手数料が発生する(最低300ドル。上限はスタンドバイ信用状に記載された融資限度額の2%)。	信用状手数料の50-70%が営業収入実績として計上され、その内の何割かが営業マンの収入となる。

(出所) UBS 資料より、野村資本市場研究所作成

2. 証券担保ローン商品の進化型

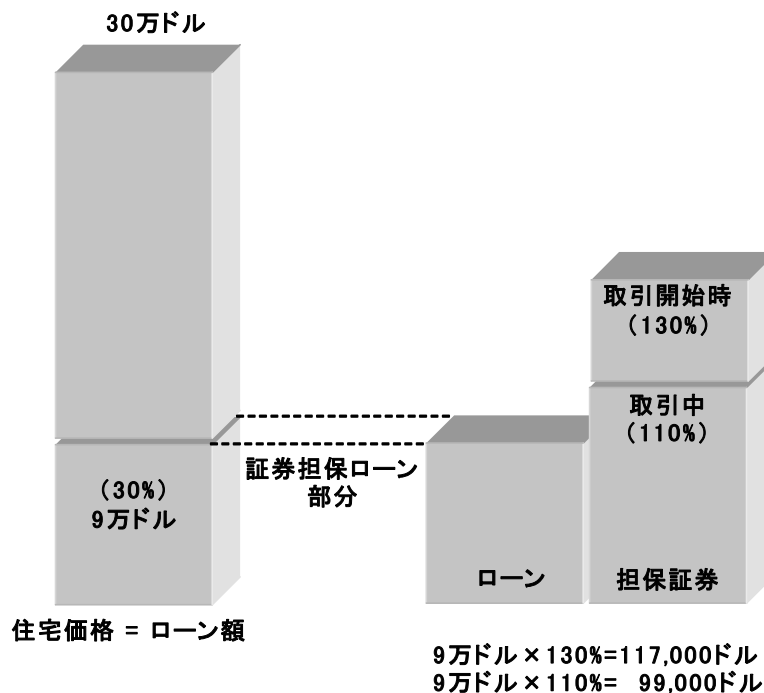
1) 住宅用証券担保ローン

近年、総合金融サービス化に相応しい商品として、脚光を浴びたのが、住宅用証券担保ローンである¹⁰。特に株高、低金利、住宅価格の高騰といった環境が整った 2004 年には、富裕層ビジネスを展開してきた大手証券会社に加えて、より一般的な個人を顧客とするチャールズ・シュワブまでもが同商品を導入した¹¹。この商品の急速な広まりを懸念して、NASD がそのリスクに関する注意を喚起したのも、同時期である¹²。

この商品の特徴は、メリル・リンチの「モーゲージ 100」という商品名にも表われているように、頭金相当額を証券担保ローンとし、通常の住宅ローン部分と合わせることで、自己資金が全くなくても、住宅が購入できる仕組みとなっていることである。

実際の手続き例を紹介すると（図表 5）、①メリル・リンチの住宅ローン子会社であるメリル・リンチ・クレジット・コーポレーション（MLCC）が、ローンの申込を受ける（30 万ドル）。②同社は当該ローンの審査を行い、証券担保ローン相当額を決定する（30 万ドル×30%=9 万ドル）。③次に、証券担保融資の専門家が、顧客の

図表 5 モーゲージ 100 の仕組み



(出所) メリル・リンチ資料より野村資本市場研究所作成

¹⁰ 沼田優子「オンライン取引時代の米国証券営業マンー富裕層向けサービスを強化するメリル・リンチ」『資本市場クォーターリー』2000年秋号

¹¹ Charles Schwab, "Charles Schwab Bank Launches Pledged Asset Mortgage." *Press Release*, October 25, 2004.

¹² NASD, "100% Mortgages: The Low Down on No Money Down." *NASD Investor Alert*, May 3, 2004.

有価証券の質、銘柄集中度、流動性等を分析し、必要担保を決める（取引開始時は、9万ドル×130%=117,000ドル、取引期間中は9万ドル×110%=99,000ドル）。④この結果を証券の支店に伝え、MLCC担保口座を開く。

なお、メリル・リンチには、「ペアレント・パワー（親の力）」という類似商品もあるが、これは、子供の住宅購入時に、親が担保となる有価証券を差し入れる商品である。

2) ローン総合口座 (LMA)

2004年、メリル・リンチは、複数の証券担保ローンをまとめて一元管理を行うローン総合口座 (LMA) を開発した (図表6)¹³。

ローン総合口座の特徴は、担保となり得る預かり資産を一元管理する等、一つの証券担保ローンとして機能する側面を持ちながらも、貸付資金は用途によって細かく分け、それぞれに最適な金利や返済期間等の条件を設定できることである。

顧客からすれば、事業買収用資金と子供の結婚資金では、最適な返済計画が異なる。従って、結婚資金に充てる分はクレジット・ライン型、事業買収資金は元本をボーナス時に返済する期間限定ローンというように、用途に合わせてローンを切り分ければ、支払い金利を最小化できる。従来の商品ラインでは、預かり資産を一元管理する証券総合口座を利用して、付随のクレジット・ラインに一律に付与される金利を、どの用途の借入資金に対しても支払うか、借入ニーズが発生するごとに、独立した証券担保ローンを組んでいくしか方法がなかった。

なおLMAは、通常は法人顧客に適用するLIBOR（ロンドン銀行間貸し手金利）連動金利を採用したり、SMA（一任勘定）等も担保にできる等、通常の証券担保ロー

図表6 LMAの仕組み

<ローンのタイプ>	
①	リボルビング・ローン 同口座を開設すると自動的に利用できる。返済時期や金額等は、顧客が自分のキャッシュ・フローに合わせて決める。変動金利。最低貸付金額なし（貸付上限額は担保証券価値によって決まる）。
②	1ヶ月～5年までの期限付きローン 複数設定可能。固定金利。最低貸付金額は10万ドル。返済方法は、金利のみ（ボーナス払い等併用）、元金均等払い等がある。
③	スタンドバイ信用状 最低取扱金額は20万ドル。
<特徴>	
①	貸付金利は、通常は法人顧客に適用するLIBORに連動（通常プライム・レートよりも低い）。
②	口座開設時に審査を行い、貸付枠を設定する。ローンを追加するごとに、再申請を行う必要はない。
③	貸付金利は貸付残高ではなく、貸付枠に応じて決める（貸付枠は担保証券の時価によって決まるため、一般に預かり資産の多い顧客が優遇される）。
④	従来の証券担保ローンに比べ、SMA等も担保として認める等、担保の幅が広い。また複数の口座の証券を担保としても、ローンはLMAで一元管理できる。

（出所）メリル・リンチ・プレス・リリース等

¹³ 沼田優子「『ローン総合口座』を導入したメリル・リンチ」『資本市場クォーターリー』2004年春号

ンよりも柔軟性が高い。

3. 顧客層別の証券担保ローン商品

1) 中小企業向け証券担保ローン

米国の証券会社は近年、リテール部門の傘下で中堅・中小企業専用の商品を開発しており、証券担保ローンも例外ではない¹⁴。中でも一般的なのは、やはり法人専用の証券総合口座であろう。

86年に、中小企業向けサービスの先駆者であるメリル・リンチが開発した法人専用証券総合口座（WCMA）は、一般の証券総合口座よりも決済、財務管理機能が充実しているが、証券担保ローンの仕組みは基本的に同じである。2006年の口座数は11.5万、預かり資産は1,140億ドルである¹⁵。

また同社は中小企業向けに、10万ドル～2,500万ドルの多様な証券担保ローンを用意している。選択できる条件は、固定金利もしくは変動金利、クレジット・ラインもしくは期限付きローン等、様々である。これらのサービスに関しては、中小企業専門の営業マン（ビジネス・ファイナンシャル・アドバイザー）に相談することができる。

中小企業向け証券担保ローンと通常の事業向けローンとの最大の違いは、事業の信用審査が基本的に必要なく、融資条件の多くは担保価値との見合いで決まることである。とりわけ、事業資金を借り入れる際には、自分よりも銀行の方が優越的な立場にあると感じる中小企業オーナーにとって、証券会社に預かり資産さえあれば、借入手続きが簡単で、事業に関する情報開示も必要ない証券担保ローンは、極めて魅力的なようである。

2) 超富裕層向けの証券担保ローン

米国では、伝統的プライベート・バンクの顧客であった世襲型から現役経営者型へと、富裕層の属性が変化していった。このような変化に伴い、証券会社が超富裕層向け市場においても台頭したが、彼らが得意とするのが、自社株管理サービス（concentrated stock service）である¹⁶。これは、経営権を手放したくない、自社株を売却するとインサイダー取引規制に抵触しかねない、といった理由で、資産の大半を自社株で保有し続ける経営者型富裕層に対し、株価下落のヘッジ手段や分散投資手段、流動性を提供するサービスである。

このサービスの一環で、流動性を付与する有効な手段として、ローンが活用されている。もっとも単純な方法は、自社株を担保に貸付を行うことである。しかしこの場合も、特定の銘柄集中度が高いポートフォリオをどう評価する等、一定の専門性が要

¹⁴ 沼田優子「メリル・リンチの中小企業向けサービス戦略」『資本市場クォーターリー』2003年夏号

¹⁵ 前掲メリル・リンチ・アニュアル・レポート。

¹⁶ 沼田優子「米国企業経営者向けの多様な『自社株管理サービス』」『資本市場クォーターリー』2005年冬号

求される。

また場合によっては、エクイティ・カラー（同一銘柄のプット・オプションの買いとコール・オプションの売りの組み合わせ）等を使って、株価が下がった場合の損失を限定した上で、証券担保ローンを提供する、もしくは自社株をエクステンジ・ファンドと呼ばれる分散投資商品の持ち分と交換した上で、これを担保に証券担保ローンを提供する（ポートフォリオを分散することにより、担保の掛け目を上げられる）といった工夫が、求められることもある。

メリル・リンチの場合、100 万ドル以上のローンは、グローバル・プライベート・レンディング・アドバイザーと呼ばれる専門家が、顧客の担当営業マンの支援を受けながら、ニーズに合ったカスタマイズ・ローンを組む体制となっている。

IV 証券担保ローン専門会社の登場

このように、株価の下落リスクをヘッジした上で証券担保ローンを借りられるのは、超富裕層に限られていた。しかし近年は、一般の個人にも類似サービスを提供しようとする、証券担保ローンの専門会社も登場した。

99 年創業のヘッジレンダー（Hedgelender）社は、担保の最低時価が 2.5 万ドルと低いが、ノンバンクであるため、海外株式や REIT（不動産投資信託）も受け入れたり、貸付金額を担保の最高 90%としたりする等、柔軟なローン設計ができる。しかし何と云っても同社の商品の特徴は、追証が発生しないノンリコース・ローン（債務履行を請求する範囲を対象物件に限定するローン）となっていることである。満期日に株価が大暴落していた場合には、顧客はローンの元本を返済する代わりに、同社に担保株式を渡せば良いのである。

もちろん、株価が大幅に上昇していた場合は、元本を返済して担保株式を引き取るか、担保株式を売却し、ローンを引いた残りを受け取れば良い。同社には現在、4 種類の商品があるが（図表 7）、違いの一つは、このような株価上昇に伴う利益の一部を返上して同

図表 7 ヘッジレンダー社の商品

	フラッグ・ヘッジローン	キャップ・ヘッジローン	スター・ヘッジローン	フレックス・ヘッジローン
	ノンリコース・ローン	ノンリコース・ローン	ノンリコース・ローン	ノンリコース・ローン
早期返済	不可	不可	3か月後からペナルティなしで早期返済できる。	借入当初の時価総額の50～60%になった場合に限り、可能。
ローン÷有価証券時価（取引開始時）	90%	90%	30-90%	35-75%
顧客が得られるキャピタル・ゲインの上限額	なし	年間株価上昇率10～30%まで。	なし	年間株価上昇率100%まで。
追証	無	無	無	無
金利	10.15%-13%	8.25% - 8.75%	プライム+1%の変動金利、最高11.9%（現状は8.5%）	3.99% - 6.99%

（出所）www.hedgelender.com

社に渡す代わりに、金利を下げる条件にある。

一方、ヘッジレンダー同様、99年に創業したミューチャローン（Mutualoan）社は、担保を投資信託に限定した、ローンの専門会社である。担保となり得る投資信託の本数は1.8万本にも及び、最低貸付金額は1万ドル、担保に対する貸付金額の比率は、担保のボラティリティに応じて50～90%であるという。

V 証券担保ローン市場の現状と位置づけ

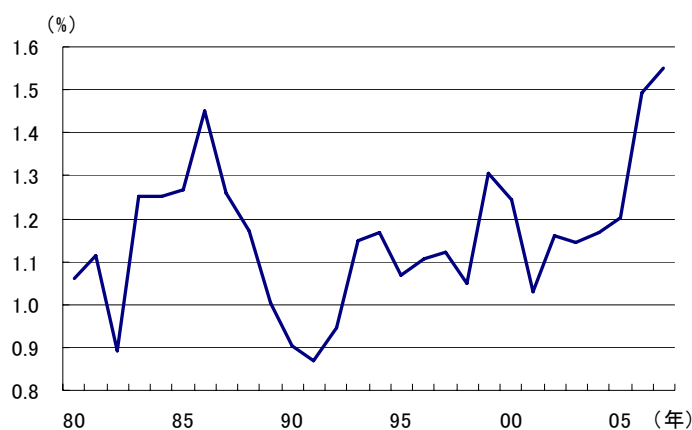
1. 証券担保ローンはハイリスクか？

1) 証券市場から見た証券担保ローン

米国でも、証券担保ローンは信用取引と同義であると長らく考えられてきたため、「怖くて投機的と考えられがちである。しかし、証券担保ローンも突き詰めれば、不動産担保ローン¹⁷同様の、担保融資の一形態に過ぎない¹⁸」。そこで証券担保ローンと他の市場の比較を試みる。

第一に、80年以降の証券会社による証券担保ローン残高を、ニューヨーク証券取引所及びナスダックの時価総額と比べてみる（図表8）。確かに2006年の証券担保ローン残高は20年ぶりの高水準であるが、それでも両市場の時価総額の1.5%である。

図表8 米国株式市場の時価総額に占める証券担保ローン残高の割合



(注) 米国株式市場はニューヨーク証券取引所（NYSE）とナスダック市場の時価総額の合計。
証券担保ローン残高はNYSEに報告する証券会社の数字。

(出所) NYSE、Securities Industry Factbook 2006より野村資本市場研究所作成。

¹⁷ 不動産の時価から住宅ローン未返済額を引いた残りを担保とする貸付。証券担保ローン同様、クレジット・ライン形態を取り、カードや小切手で借入・返済を随時行う仕組みとなっていることが多い。

¹⁸ 前掲 Kim. E トレード社長のコメント。

第二に、証券会社の証拠金口座の貸付限度額に占める実際の貸付額の割合を見る。これは、証券担保ローンの質を見極める指標の一つと言われている（図表 9）。この比率は 2000 年以降、70%以下と安定的に推移しており、貸付残高が急回復する中で、むしろ歴史的な低水準を維持していると言えよう。

第三に、個人と証券会社間の貸借規模を比較する。証券担保ローン資金の原資を証券会社がどこから調達しているのかを見ると、最も多いのが個人（すなわち証券会社が他の顧客のキャッシュ等を間接的に融通している）で、その次が銀行だからである。89 年以降、証券会社による個人からの借入と、個人による証券会社からの借入（すなわち証券担保ローン）とでは、前者が後者を上回り、2005 年の前者は、後者の 2 倍以上の 5,674 億ドルとなっている（図表 10）。

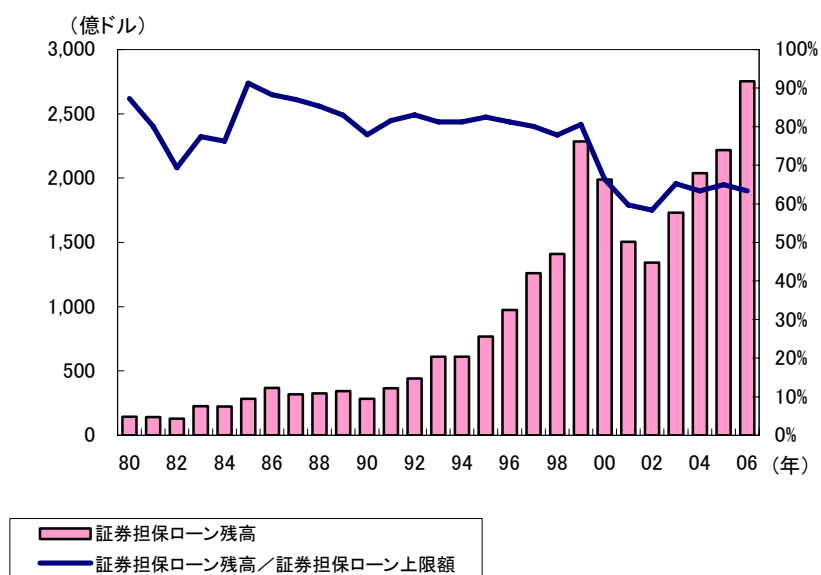
第四に、個人が保有する株式や有価証券と、証券担保ローンの残高を比較する。証券担保ローン残高の株式に対する比率は、2006 年 5%超と従来よりも高水準を記録している。ただし投資信託を中心に、個人金融資産の多様化が進んでいることを鑑みて、有価証券全体に対する比率を見ると、80 年代半ばと同程度の 2%程度に留まっている（図表 11）。

以上のように、証券市場規模に比した証券担保ローンの規模は、歴史的に見ても大きいことを示す指標もある。ただ現時点では、追い証が発生して、株式の強制売却が相次ぐといった IT バブル期のような状況は起こっていない。

2) ローン市場から見た証券担保ローンの位置づけ

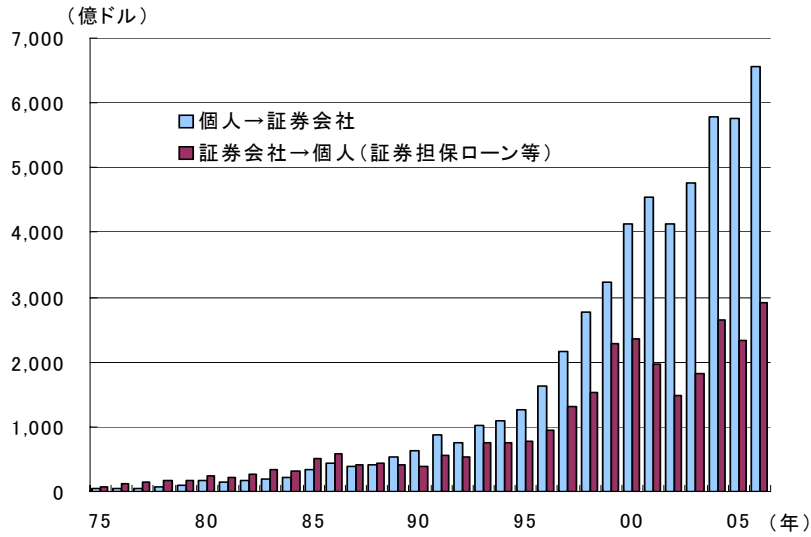
次に、主要な個人金融負債と、証券担保ローンを比べる。個人金融負債の残高が最も大きいのは住宅ローンであるが、同市場の規模と比べた証券担保ローン市場の比率

図表 9 米国証券会社の証券担保ローン残高



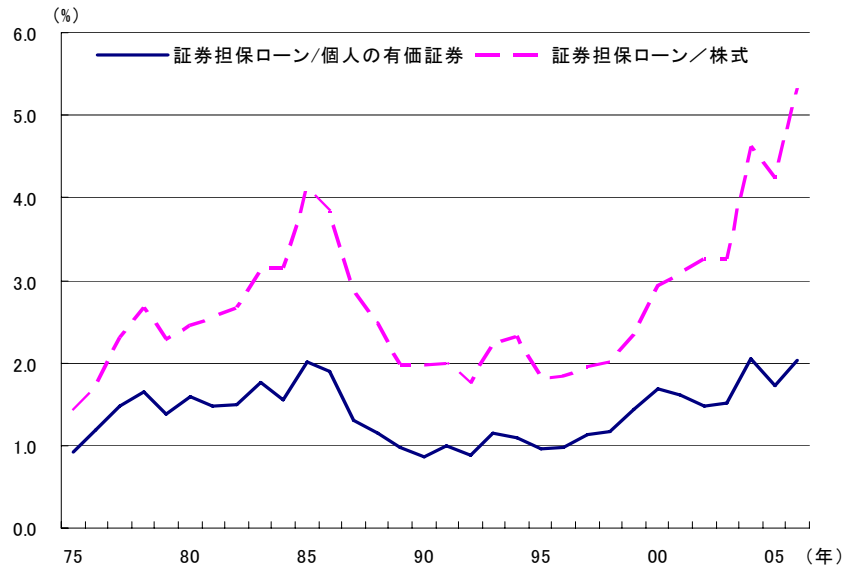
(出所) NYSE

図表 10 個人と証券会社間の貸借規模



(出所) FRB

図表 11 個人の有価証券時価総額に占める証券担保ローン残高の割合



(注) ローンは証券会社から個人への貸付残高。

(出所) FRB

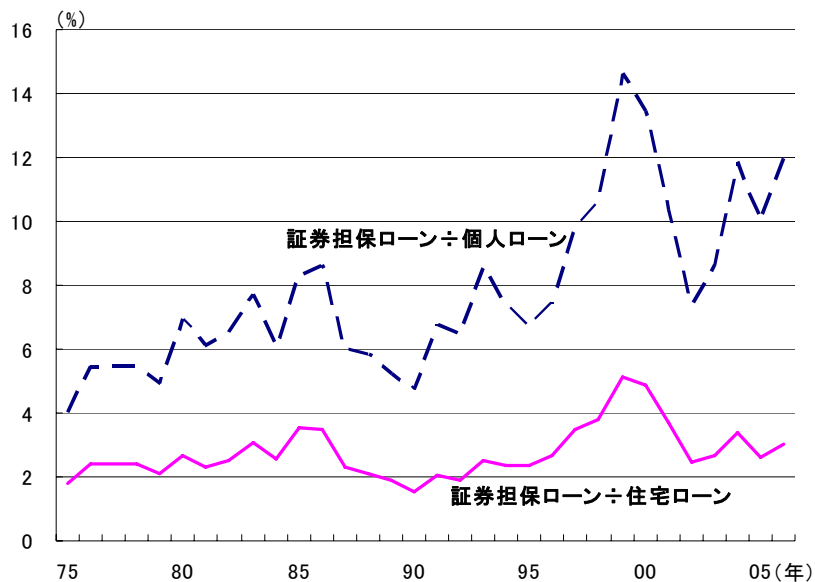
は 2006 年で 3%と、過去と比べても高水準ではない。一方、個人ローン市場と比べた証券担保ローンの比率は緩やかに上昇しているが、足下は 12%と、過去最高の 2000 年程ではない (図表 12)。

なお住宅ローンの中でも、不動産担保ローンは、証券担保ローンと特性が似ている。不動産担保ローンと比べた証券担保ローンの比率は、2000 年のピーク時に 6 割弱と

なったが、その後不動産担保ローンが急拡大したため、現在は 3 割弱に落ち着いた (図表 13)。

以上のように、証券担保ローンも個人向けのローンの一種と捉えると、その規模は、過

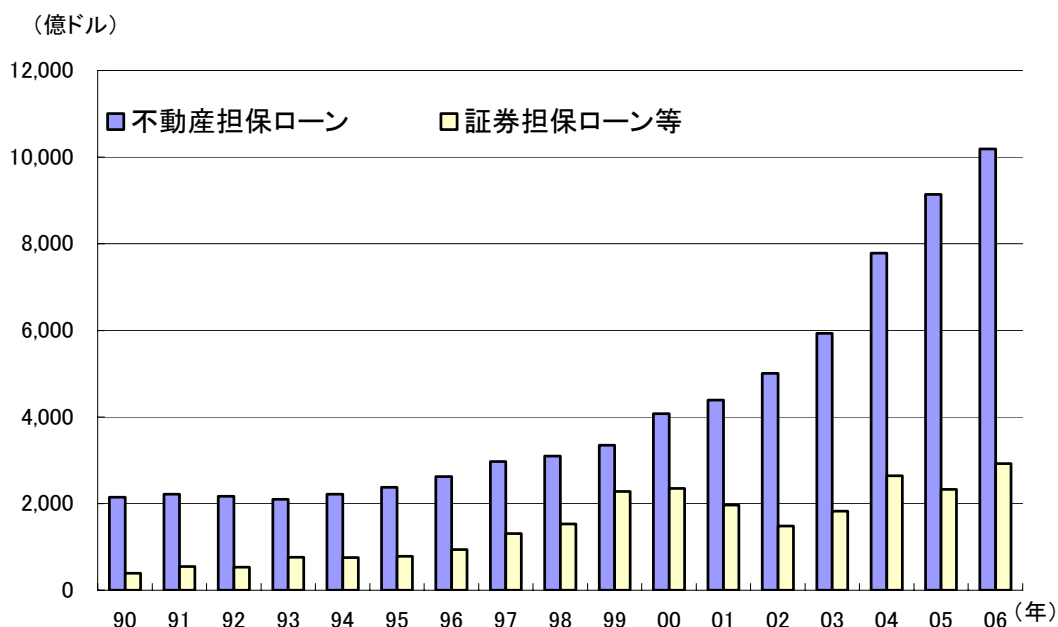
図表 12 住宅ローンや個人ローンと比べた証券担保ローンの割合



(注) ローンは証券会社から個人への貸付残高。

(出所) FRB

図表 13 個人の不動産担保ローン残高と証券担保ローン残高の比較



(出所) FRB

度に肥大したとは言い難い。

2. 金融機関から見た証券担保ローンの位置づけ

では、金融機関から見た証券担保ローンは、どのような位置づけであろうか。例えば金利が、金融機関から見たリスクを反映しているとすれば、個人ローンは 14.56%¹⁹、証券担保ローンは 10.75%²⁰、不動産担保ローン枠は 7.6%²¹、住宅ローンは 5.68%²²となる。無担保で用途が明確でない個人ローンの金利が最も高く、レバレッジは証券担保ローン（当初証拠金所要率は 5 割）以上に高い（通常頭金は 2 割）が、有担保で、証券化市場が発達したが故に流動性が高い、住宅ローンの金利がもっとも低い。

また証券担保ローンは、通常の事業向け貸付と比べ、リスクが低い可能性を示唆する調査報告もある。証券会社による証券関連融資の主要調達先は、銀行が個人に次ぐことは既に述べたが、90 年以降は中でも外国銀行の比率が増えている²³。その理由として、①米国証券の投資家に外国人が増え、彼らとつきあいの深い外国銀行の証券関連融資が増えたこと、②米国内の自己資本に限られる外国銀行は、米国内の業務として、自己資本比率規制のリスク・ウェイトが低い証券関連融資を好んだこと、③通常の事業向け貸付においては、地域経済の分析、顧客の選別とモニタリング能力が問われるが、これらの専門性に欠ける外国銀行が、証券関連融資を好んだこと、等が挙げられている。

3. 個人から見た証券担保ローンの位置づけ

前述の個人向けのローンの金利差から、個人の借入行動を推測すれば、住宅ローンを証券担保ローンで代替しようとする個人は少ないものの、無担保で高金利の個人ローンを、証券担保ローンで代替するニーズは高いということになる。あくまでも、証券担保ローンを住宅ローンの代わりに利用する場合としては、①住宅の購入を急いでおり、住宅ローンの審査に要する期間を証券担保ローンでつなぐ、②新しい住宅を証券担保ローンで購入し、現在の住宅を売却するまでのつなぎ資金とする、等が考えられる。

なお不動産担保ローンと証券担保ローンは、環境等に応じた使い分けがなされる様であるが、それは両者に共通点が多いためである。

例えば住宅ローンや個人ローンは、蓄えの乏しい者が、必要に迫られて借りるローンであるのに対し、証券担保ローンや不動産担保ローンは、むしろ資産を持った個人のためのローンである。また両者とも、担保価値に基づいて、貸付上限額を決めておけば良いため、

¹⁹ 2007 年 3 月 27 日 Bankratemonitor.com 調べ。標準クレジット・カードのリボルビング・ローンの変動金利。

²⁰ 2007 年 3 月 27 日現在。後述 AG エドワーズの 1 万ドル未満の証券担保ローンの標準レート。

²¹ 2007 年 3 月 27 日 Bankratemonitor.com 調べ。上限 3 万ドルのクレジット・ライン型不動産担保ローン。

²² 同上。30 年固定金利。

²³ Peter Fortune, "Security Loans at Banks and Nonbanks: Regulation U." *New England Economic Review*, 4th Quarter, 2002.

クレジット・ライン型のローンが設定し易く、顧客利便性が高い。

とは言え 2000 年以降は、株式市場で IT バブルが崩壊したのに対し、住宅ブームが起こったため、残高差が大きく開いた。とりわけ 2001～2002 年にかけては、不動産担保ローン残高の 11%が証券投資に使われたとの報告もあり、NASD が警告を発した程である²⁴。

しかし足下では、住宅ブームに一服感があるのに対し、株式市場は順調に回復しており、証券担保ローンにとっては追い風が吹いている。個人が保有する住宅と有価証券の担保となり得る部分（それぞれの時価から住宅・住宅担保ローンや証券担保ローンを引いた残りのエクイティ）の時価や、資産時価に占めるエクイティの比率を比べても、後者の方が大きい。すなわち、担保としての有価証券の活用余地は大きいと考えられる（図表 14）。

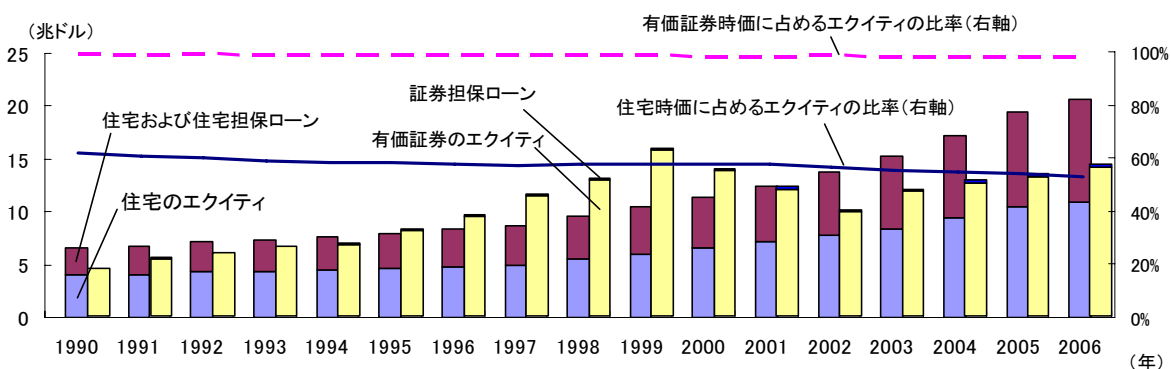
VI 終わりに

証券購入目的以外の証券担保ローンは、個人と金融機関の証券投資及びローンに対する認識を、大きく変えかねない。

第一に、個人から見れば、従来のローンとは、必要な資金がないから借りるものであった。しかし証券担保ローンは、資産があるからこそ活用可能な商品で、資産を売却してキャッシュを作るよりも総合的なコストが低い、取引に要する時間が短い、もしくは利便性が高いといった理由により、借りるのである。それ故、借りやすさと同時に返しやすさにも工夫を凝らした商品でない限り、個人は魅力を感じないかもしれない。

第二に、個人から見た従来の資産運用は、資産の最適配分を模索することであった。しかし、証券担保ローンの例を見れば、資産の真の効率的運用を目指すならば、負債側も視

図表 14 住宅と有価証券資産の活用度



(注) 住宅のエクイティ=住宅時価-住宅及び住宅担保ローン、有価証券のエクイティ=有価証券時価-証券担保ローン

(出所) FRB, "Flow of Funds"より野村資本市場研究所作成

²⁴ NASD, "Liquefied Home Equity." Notice to Members, December 2004.

野に入れ、運用や借入期間の長短にも、従来以上に敏感でなければならない。

保有資産は長期運用を目的として構築したが、負債は短期間で済むとの見込みがある場合は、通常のローンよりも証券担保ローンが適している可能性が高いからである。

また急に資金が必要になっても、即座に借入を行う手段があるという安心感が個人にあれば、むやみに預金等を積み上げるようなことはせず、なるべく資金を長期資産に振り向けようといった意思が働くかもしれない。

第三に、貸付を行う金融機関にとって、証券担保ローンは、従来とは異なる専門性が必要となる。伝統的な貸付においては、時間をかけてでも顧客の信用リスクの分析を行い、貸倒れを起こさない措置を取ることが、優先課題であった。そのためには、対象顧客を不動産の所有者や就労者に限定したり、彼らの居住地に地理的制限を課したりすることも、一般的に行われている。

しかし、証券担保ローンにおいては、担保の評価と質の見極めこそが重要であり、顧客の信用審査は全く必要ないことも多い。また顧客からの元本回収に固執するよりも、市場動向を機敏に読み取り、迅速な措置を取る手腕が求められる場合もある。

第四に、証券購入目的以外の証券担保ローンは、信用取引のような投資促進手段ではないため、売買高至上主義の証券会社は、物足りなさを感じるかもしれない。しかし、顧客の非稼働資産も含めてこれを丸抱えしようとする、資産管理型営業を推進する立場にたてば、証券担保ローンは売買しない資産に流動性を付与する手段として、極めて有効である。

また資産管理型営業の展開に不可欠な証券総合口座も決済手段と捉えれば、証券担保ローン機能は、商品の質を著しく向上させることがわかる。決済にタイムラグが生じる場合や、運営効率を高めるために流動性を付与する場合、先進的な決済システムには、信用供与機能が組み込まれるからである²⁵。

わが国では、証券購入目的以外の証券担保ローンの活用は極めて限定的で、どの金融機関にとっても、未知の分野であると言えよう。しかし、米国の事例を参考にすれば、この業務に必要とされる専門性を持ち合わせた証券会社が、一步抜きでる公算は、高いと考えられよう。

²⁵ 野村総合研究所訊「金融の本質」『野村総合研究所』2000年