

## 第13話 証拠金の話

株式会社日本証券クリアリング機構  
リスク管理部長 樋出 幹雄

投資家の皆さんが先物やオプションを取引する際には、「証拠金としてこの金額を預託することが必要です」と言われますが、この証拠金とは何でしょう。今回のコラムではそのご説明をしたいと思います。

先物やオプションの簡単な仕組みをご理解いただいている前提でお話しします。

また、説明を簡単にするため、税金や手数料等の諸経費を考慮していません。同じ理由で、取引・決済の実際の仕組みについても、単純化しています。

日本証券クリアリング機構は、日本取引所グループの大阪取引所で取引されている日経225やTOPIXなどを対象にした先物やオプションの決済や、担保、そしてリスクの管理を行っている会社（清算機関といいます。）で、先物やオプションの証拠金の計算ルールなどを定めています。

その証拠金ルールについて、普段は、これこれの計算式で計算される額を、いついつまでに入れてくださいと説明していて、なぜこんな額になるのか、何でこのタイミングで入金しないとイケないのか、といった疑問を持たれる方々もいらっしゃるかと思いますが、このお話が、少しでも、その背景理解の助けになれば幸いです。

### 1 証拠金が必要な理由

投資家の皆さんが株を買う時には、株の売買代金を証券会社に全額支払う必要があります。その後、株価が下落すると、皆さんが買った時に支払ったお金より評価額が目減りすることになり、そこで売却した場合、売却代金と買った時に支払った金額の差額が損失になります。

一方で、先物を売り・買いする時、オプションを売る時には、投資家は最初取引代金を支払う必要はありませんが（注：オプションの買いの場合は最初取引代金の支払いが必要です）、相場が思惑と違った動きとなった場合に発生した損を、投資家は後から支払わなければなりません。しかし、この投資家が後から支払う時に、その支払いが滞ると、相手方で利益を得ている投資家はその利益分を受け取れないことになったり、そうならないように投資家が利用している証券会社が、その支払いを立て替えないとイケないといったことが起こり得ます。

こうしたことが日常的に起こると、投資家が安心して取引できなかつたり、立替負担を嫌がって取引を仲介する証券会社がいなくなってしまう可能性があるため、そうした事態を避けるために、先物やオプションの想定元本の全額ではなく、一部の金額だけ先に預けておく、というのが、いわゆる「証拠金」の意義です。これはお金を借りる時に差し入れ

る担保と同じ意味合いで、いざ投資家が支払を怠った場合には、担保として預かっている証拠金を使って損失を穴埋めすることになります。

投資家の皆さんの中には、一旦、成立した取引のお金の決済がなされるのは当たり前とお考えかもしれませんが、誰かが支払わず、自分が受け取れないかも知れないといったことは、普段は誰も意識していないことだと思えます。しかしながら、投資家が利益確定の取引を行った際に、その利益に相当するお金が現に口座に振り込まれるのは、取引の相手方（支払うべきお金を支払う）や仲介者（支払わない人がいるときには立て替える）といったように、市場にかかわる関係者が機能してこそのものであり、証拠金は、その機能を確保するために、市場に参加する投資家の皆さんにいただく、必要なご負担ということで、ご理解いただければと思います。

その証拠金の額は、取引の種類（対象となるものや期間等）にもよりますが、一般に、先物やオプションの想定元本の数%といった規模に留まりますので、最初に全額を支払う必要がある株の売買と比べて資金効率が良い取引と言われたり、少額の初期投資で多額の利益や損失が発生し得るレバレッジ（てこの原理）の効いた取引と言われたりします。

なお、株の売買においても、「信用取引」という証券会社がお金や株券を融資する制度を利用する場合には、最初に株の売買代金全額の支払いや株券そのもの無しで、委託保証金だけで売買を行うことができます。

ちなみに、証拠金は英語ではマージン（Margin）と訳しますが、マージンの原義は余白・糊代で、取引を行う糊代的な意味合いが転じて、現在のように担保という意味合いで使われるようになったようです。

## 2 証拠金の額を決める考え方

それでは、証拠金の額はどのように決まるのでしょうか。

これまでのところ、「通常の価格変動から生じる損失」に耐えられるだけの額を証拠金として先に預けてもらっておこうという考え方が一般的で、国際的なルールにおいてもその考え方が示されています。

要するに、大暴落や大暴騰があった時に備えた金額を常に預けておいてもらうのは、起きないかも知れない時のために非効率だという話で、そこまでは求めないにしても、普段よく在るような上げ下げで発生する損が出た場合で投資家が債務を履行できないときに、その損失相当額を証拠金で穴埋めできるだけの額を確保しておきたいということです。

では、「通常の価格変動から生じる損失」がどれぐらいの金額なのか、ということですが、これについては、支払を怠った投資家が保有する残りの建玉を解消するまでの間にどれだけの期間かかるか、その期間にどれだけの価格変動が起きる可能性があるか、その期間の価格変動でどれだけの損失が発生する可能性があるのか、を過去の一定期間の価格変動データなどから推計する方法が一般的です。

最近の国際的な議論では、この推計方法や計算方法を、現実に照らして、より一層マジメに突き詰める動きになっていて、例えば、過去の一定期間の価格変動データの推計方法に関して言うと、1日で残玉を解消できるといった仮説にたっているけど、普段、取引量が少ない先物やオプションの銘柄だと、建玉を閉じるための数量の注文がすぐに約定できず何日もかかってしまうのではないかと、過去一定期間の価格変動データを見ているというけれども、見る期間が短すぎると、たまたまその時期は相場が動いてなかったというだけで少ない証拠金額とし、少し大きく相場が動く証拠金で損失をカバーできないのではないかと、といったことが議論されていたり、既に、その銘柄の取引量に応じて、複数日を前提に計算した証拠金を課しているマーケットも増えてきています。

また、計算方法については、先物やオプションの取引は日々行われているので、大きな相場変動があった時には、また同じような変動が起きる可能性に備えて、できるだけ早額を計算し直して、より十分な額の預託をお願いした方が良いのではないかと、額を計算し直した結果、追加で証拠金の預託をお願いした場合に、その追加の額があまりにも大きくなると、むしろ、投資家の皆さんが急に払えと言われても払えないといったことにもなりかねないので、追加の額が大きくなり過ぎないように普段から多めに積んでおいていただくようお願いした方が良いのではないかと、といったことも言われています。実際、ある国では、貴金属の先物で価格が急落した際に、損失発生を懸念し、その先物の証拠金を即時に引き上げた結果、投資家の多くが証拠金を追加で払うより建玉を落とすという選択をし、かえって価格の急落ペースが加速し、市場が不安定化したということがありました。

本当は、こうした副次的な動きも含めて未来の動きから必要最低限の額のみを証拠金として計算できれば投資家にとって良いのですが、当然、今注目されている人工知能(AI)が発達しても100%確実に見通すことはできず(将来の価格変動を確実に見通す人ばかりになれば、そもそも先物やオプションが不要になりますが)、今のところ、過去起こったこと・あるいは市場で現れている事象から未来を予測するしかありません。それがどの程度確からしいか、という議論です。

もちろん、投資家にとっては証拠金が安い方が資金効率が良いことは間違いありませんが、証拠金は、市場関係者全体が疑心暗鬼とならず健全に機能するため、つまり、投資家が安心して取引いただけるためのもので、これが低すぎると市場関係者が安心して取引できませんし、仲介できません。こうなると、取引は誰もしなくなります。つまり、証拠金として安心できるだけの一定額以上を預けていただくことは、まわりまわってご自身のためになっているとご理解いただければと思います。

### 3 お預かりしている証拠金の安全性

あと、証拠金の関係でもう少しお話しすると、投資家の皆さんが証券会社に担保である証拠金を預けている場合、それは普段は預かり金であり、損失が出て、それを払わない場合以外には使われず、利益が出た時にはそのまま返ってくるお金です。

それを証券会社に預けている間に、万が一、その会社が潰れてしまった場合、投資家が預けたお金はちゃんと返ってくるのか、が心配なところです。

国のルールで、証券会社は会社が潰れた場合にも投資家のお金が損なわれないように信託銀行に預けておくことが義務付けられていますが、それに加えて、日本の取引所で取引される先物やオプションについては、投資家が預けた証拠金は、証券会社を経由するものの、歩留りなく全額が日本証券クリアリング機構に預託されるルールが原則となっていて、万が一証券会社が倒産した場合は、投資家が日本証券クリアリング機構から倒産した証券会社を経由せずにお金を返してもらえる仕組みが用意されています。

また、倒産した証券会社とは別の証券会社に口座をお持ちであれば、そこに建玉を移して、速やかに先物やオプションの取引を継続することも可能になっていて、様々な投資家の資金の安全性や利便性が確保されています。

( 第 13 話 証拠金の話 おわり )