

第4章 株式流通市場

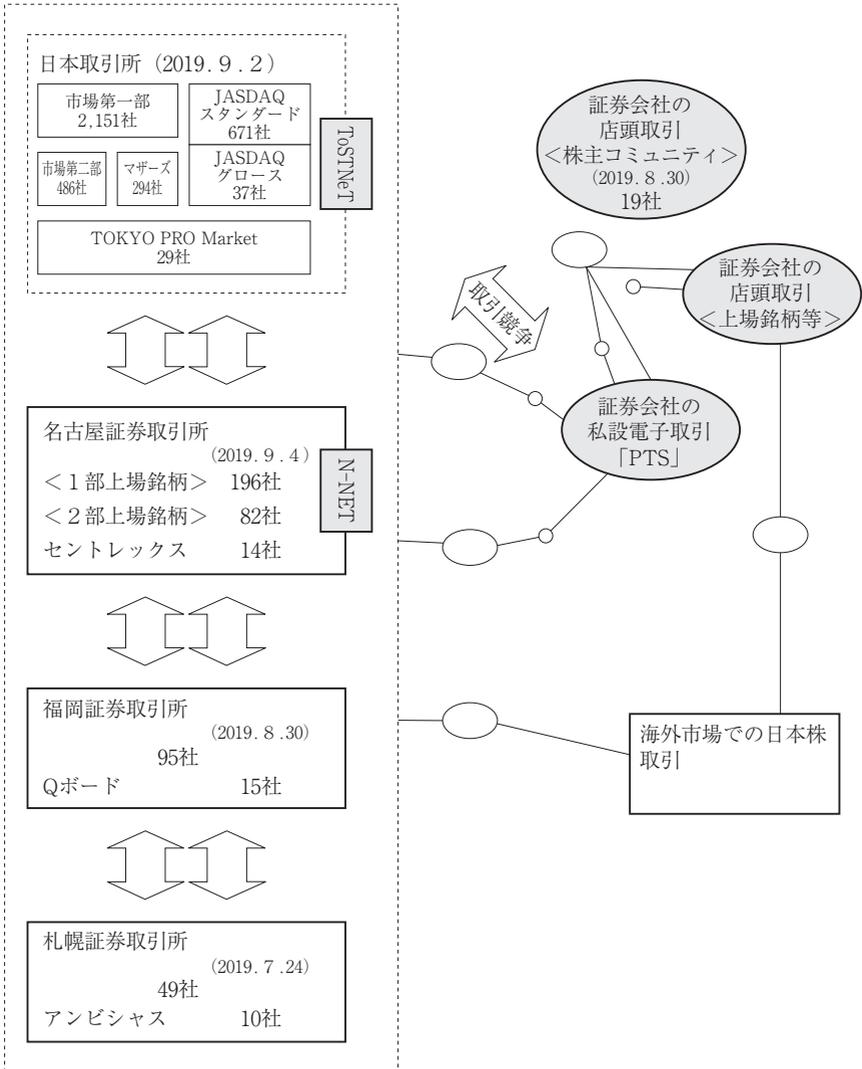
1. 株式流通市場の構造 株式の取引が行われる場である株式流通市場は、証券取引所が開設する取引所市場と1998年の証券取引法改正によって認められるようになった民間業者による取引システム（いわゆるPTS（私設取引システム））、さらには同じく98年に取引所集中義務が撤廃されたことによって可能になった取引所上場銘柄の取引所外取引から構成される。

取引所市場は、証券取引所の開設する市場であり、東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合した日本取引所のほか、名古屋、札幌、福岡と計4つの取引所がある。証券取引所は、かつては証券会社の会員制組織であったが、2000年の証券取引法改正により株式会社組織の取引所が認められるようになり、日本取引所および名古屋証券取引所が株式会社組織となった。

取引所における取引は、(1)一定の上場基準を満たした上場銘柄の取引を、(2)定められた立会時間に、(3)オークション取引によって行い、(4)証券取引所は取引の公正性を図るために、取引や証券会社の業務内容について自主規制機関として管理・監督にあたっている。

東京証券取引所は、2010年1月に世界レベルの高速性能を有する現物取引の新システムである「アローヘッド」を導入したが、注文件数の増加、短時間での注文集中、投資家の新しいニーズといった株式市場の環境変化に対応するため、15年9月にそのリニューアルが、19年11月にそのバージョンアップが行われた。東京証券取引所上場銘柄の立会外取引（ToSTNeT）は、投資家の多様なニーズに応えることを目的に、上場株式の大口取引やバスケット取引を相対交渉やクロス取引によって成立させる「ToSTNeT-1」、一日数回、終値などの特定の価格で成立させる「ToSTNeT-2」、自己株式取得を対象にした「ToSTNeT-3」から構成されている。さらに、一部の証券会社が独自にPTSを開設し、主として取引所の時間外に注文の付合せを行っている。このほか、非上場株式の流通取引の制度として株主コミュニティがある。これは、非上場・非登録の株式を証券会社の店頭で取引し日本証券業協会に取引報告がなされるグリーンシート市場（2018年3月31日廃止）に代わる制度として2015年5月に整備された。

日本の市場間競争



2. 株式流通市場の取引規模 2018年末現在、全国証券取引所の上場会社数（重複上場を含む）は3,759社を数える。このうち東証上場3,655銘柄の上場株式数は3,302億株、時価総額の合計は582.7兆円である。証券取引所で行われる上場株式の売買金額は794.6兆円である。

証券取引所での株式取引は東京証券取引所への集中度が極めて高い。上場銘柄数の大部分を占め、他の証券取引所の単独上場銘柄は全体でも107銘柄に止まっている。また、売買代金でみてもほとんどが東京証券取引所で行われている。このように東証への一極集中が進んでいるのは、株式市場が東証1部を頂点としたヒエラルキーの構造になっており、企業が社会的なステイタスが高い東証1部上場を経営目標とする傾向が強いことが指摘できる。したがって、優良企業は東証1部に集中する傾向が強い。また、売買高が高く流動性の高い市場は取引が成立しやすいため、ますます取引が集中するという「オーダーフローの外部的性」が働くためである。

2004年12月に証券取引所になったジャスダック市場（旧店頭市場）は、18年末で上場銘柄は725、時価総額8.3兆円、売買高は302億株、売買代金は18.2兆円である。これを新興企業の上場では長年、競合関係にある東証第2部の、493銘柄、7.2兆円、306億株、11兆円と較べると、売買高を除くすべての指標で大きく上回っている。

新興企業向けの市場としては、1999年11月に東証の「マザーズ」、2000年6月に大証の中に「ナスダック・ジャパン」、さらには名証の「セントレックス」、札証の「アンビシャス」、福証に「Qボード」が創設され、上場銘柄をめぐる市場間競争が激しくなった。また、2007年8月にジャスダック証券取引所はベンチャー企業向けに新市場「NEO」を創設した。その後、ナスダック・ジャパンはアメリカのナスダックが撤退したため、2002年12月に「ヘラクレス」に名称を変更した。そして、10年10月には、ヘラクレスとジャスダックおよびNEOが統合され、ジャスダックが誕生した。2013年7月には、東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合され、日本取引所となった。この結果、日本取引所はジャスダック、マザーズ、それにTOKYO PRO Marketを傘下に置くことになった。

主要証券取引所の株式売買高

年		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
売買高 (単位千株)	東証第1部	511,695,772	524,646,368	519,754,423	841,857,965	612,851,073	620,005,885	593,610,396	490,384,220	406,069,774
	東証第2部	7,315,086	9,850,350	7,703,508	22,225,351	36,199,273	36,580,825	25,604,041	46,368,789	30,622,268
	大証第1部	4,884,700	6,505,596	5,260,315	-	-	-	-	-	-
	大証第2部	2,763,250	5,827,921	2,702,625	-	-	-	-	-	-
	ジャスダック	7,780,105	11,627,350	11,347,773	13,237,308	37,019,052	37,077,973	29,715,104	31,788,110	30,165,391

(注) 2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所は統合され、日本取引所グループとなり、この結果、市場1部、市場2部もそれぞれ統合された。

[出所] 日本証券業協会、日本取引所グループ

上場株式売買代金と構成比 (2018年)

取引所	売買金額 (百万円)	構成比
東京	793,823,636	99.907%
名古屋	506,575	0.064%
福岡	27,820	0.004%
札幌	203,770	0.026%
合計	794,561,802	100%

[出所] 日本取引所グループ

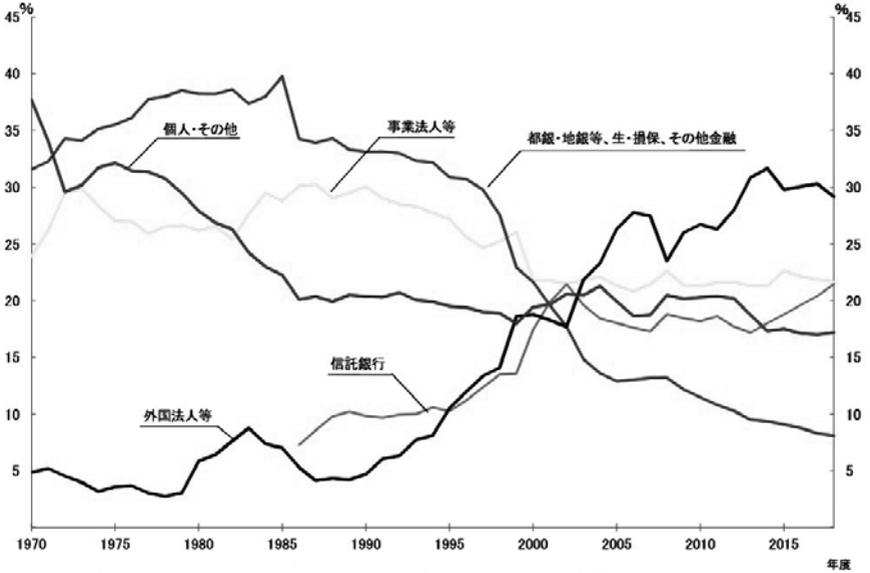
3. 株式の保有構造 戦後、財閥解体により財閥の持株が市中に放出され、個人消化が進められた結果、取引所が再開された1949年（昭和24年）の個人持株比率は69.1%に達した。しかし、いうまでもなく国民は資金に余裕があって株式を購入した訳ではなかったから、直後から売却され、個人持株比率はその後急速に低下した。これらの株式の一部が買い占められたこともあり、旧財閥系の企業集団による結束強化を目的として株式の相互持合いが進んだ。

60年代には、戦後復興を経て資本自由化が行われたが、それを契機に日本企業は外国企業による乗取りを恐れて「安定株主政策」を進め、事業法人、金融機関の保有比率が上昇した。その後も、時価発行への移行により増資資金の調達を有利に進めるためにも株価の高値維持が必要になったため、1975年頃まで事業法人の持株比率は上昇した。他方、金融機関は右肩上りの相場を背景に80年代末のバブル期まで持株比率を上昇させた。

このような株式所有構造の法人化は、株価形成に重大な影響を及ぼす。個人や機関投資家による株式保有が利潤証券として利回りを基準に株式投資を行うのに対して、事業法人あるいは金融機関の自己勘定での取引は企業の系列化や業務提携などを目的とした、広い意味での支配証券としての保有の場合が多い。このため、これらの法人の株式保有は長期的、固定的であり、利回りを無視したものになる傾向が強いため、株式の利回りは低下する。その結果、株価は利回り採算で投資する個人投資家には手の届かない水準にまで上昇し、個人投資家の持株比率は一層低下することになった。また、このような状況でも投資利回りを高めようと思えば、売買差益狙いにならざるをえないから、個人投資家の売買回転率を高めることになった。わが国では、個人投資家が最も投機的な行動を繰り返す株式市場の構造が形成されたのであった。

しかし、法人投資家にとっても、バブル崩壊後の株価の低迷により含み益が大幅に低下したため、株式保有はもはや有利な投資ではなくなった。さらに、2001年秋以降は含み損が生じる水準にまで低下し、9月決算から銀行保有株式の時価評価が導入され含み損の60%が剰余金から控除されることになった。2000年代になってTOBなどが盛んに行なわれるようになると、再び事業会社間の持合いが増加傾向を示したが、コーポレート・ガバナンスに対する関心が高まるにつれ、メガバンクを中心に保有株式の売却が進んでいる。

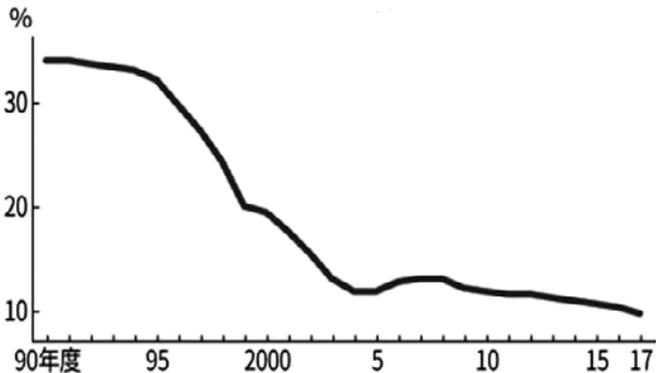
主要投資部門別株式保有比率の推移



- (注) 1. 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。
 2. 2004年度から2009年度まではJASDAQ証券取引所上場会社分を含み、2010年度以降は大
 阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。

〔出所〕『株式分布状況調査』2018年度

企業の株式持ち合い比率



- (注) 野村資本市場研究所調べ
 〔出所〕『日本経済新聞社』2019年5月31日

4. 株式価格と投資指標(1) 土地や株式のような資産の理論価格は、その所有者にもたらされる賃貸料や配当を一定の資本還元率(利子率にリスク・プレミアムを加えたもの)で資本化したものである。しかし、実際に取引されるのはそのごく一部に過ぎないから、総資産価格はそこでついた価格で全体を評価したものである。例えば、2019年10月29日の東証第1部の時価総額は約630兆円であるが、売買代金は2.3兆円程度であった。このことは、2.3兆円程の売買金額によって形成された株価によって既発行の全株式が評価されたものが時価総額であることを示している(実際には、各銘柄の時価総額を集計したものであるが、簡単化のためにこのように説明しておく)。

この段階では、株式の価格は市場金利と比較され、その高低が判断される。言い換えれば、投資機会を求める投資者間での競争によって、超過収益をもたらす投資機会はその価格上昇を通じて市場金利へと平準化される力が働くのである(利回りの成立)。ところが、各業種において寡占化の傾向が強まり企業間の格差が広がるようになると、成長性の高い企業ほど利益を内部留保して再投資するようになる(かつてのIBM、創業から02年末まで無配を続けたマイクロソフトが典型的例である)。こうなってくると、そもそも配当利回りを計算できないし、その高低が指標性を表すものでなくなってくる。

このような高収益企業は、そもそも増資を行わず収益の再投資によって投下資本を増加させているため、1株当たり利益が増加し、それに比例して株価も上昇するようになる。しかし、株価が上がりすぎると、零細な投資家が参加できなくなり、株式の市場性、流動性が減退するため、事後的に発行株数を増加させ、株価を低下させることによって市場性の回復を図ろうとする。これが払い込みを伴わない新株の発行である、株式分割、株式配当の目的である。

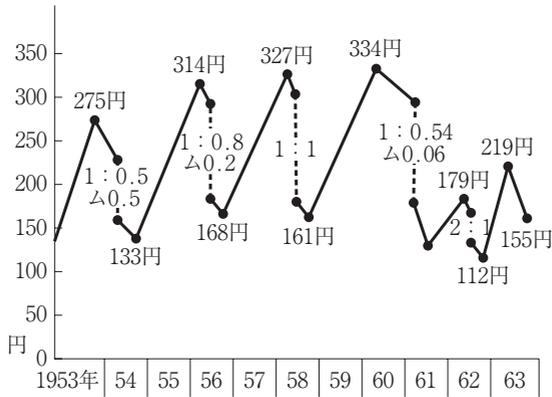
このような財務政策が採られるようになると、株価指標にも影響が及ぶことになる。仮に1対2の株式分割が行われ、他の条件に変化がないとすると、株価は半分に低下する。しかし、株主は分割後の新株2株を保有しているから、保有株式の時価総額にはまったく変化がない。そこで、旧株主の立場からそれを復元してみせたものがダウ式修正株価平均である。ダウ平均は、株式分割などの払い込みを伴わない新株の発行によって株価が低下する度に除数を修正するという方法によって算出される。

株式分割と除数の変化

銘柄	分割前		分割後	
	株数	株価	株数	株価
A	10	20ドル	20	10ドル
B	10	10	10	10
C	10	6	10	6
計	30	36	40	26
ダウ除数	3		2.1667	
ダウ式修正 株価平均	12		12	

〔出所〕 J. H. Lorie & M. T. Hamilton, *The Stock Market*, 1973 ; 邦訳『証券研究』第51巻, 1977年, 73頁より

東レの株価と増資
(株主割当分・△ = 無償)



$$\begin{aligned}
 \text{新しい除数} &= \text{前日の除数} \times \frac{\text{前日の株価合計} \pm \text{新株落ち分合計}}{\text{前日の株価合計}} \\
 &= \text{前日の除数} \times \left(1 \pm \frac{\text{新株落ち分合計}}{\text{前日の株価合計}} \right)
 \end{aligned}$$

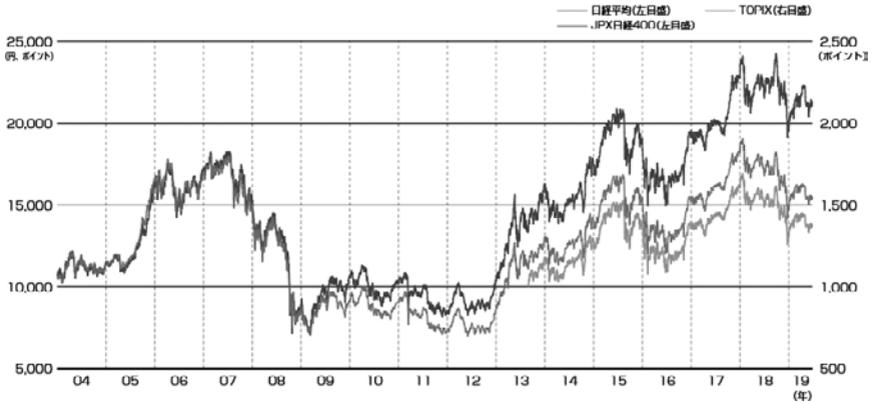
5. 株式価格と投資指標(2) 日本では日本経済新聞社がいくつかのダウ指数(日経平均)を計算しているが、代表的なのは日経225である。これは東証上場銘柄の内、各業種の代表的な銘柄225種の株価を指標化したものである。ダウ指数は株式分割、株式配当の度に、あるいは銘柄を入れ替える際に、除数を修正して求められる。日経225の場合、出発点の除数は225であるが、その後、低下を続け、2019年10月29日の除数は27.760、したがって倍率は8.1になっている。このことは、仮に225銘柄の単純株価平均が20円上下した時に、日経平均は162円上下したと表示されることを示している。ダウ式修正株価平均は、払込みの伴わない新株の発行が行われた時に、既存の株主の時価総額を基準に株価の連続性を復元することを目的としているが、結果的に単純株価平均の騰落を数倍に増幅して表示する結果になっている。

また、ITブームの進展により日経平均の構成銘柄が日本経済の実態を反映しなくなったとして、01年4月に一挙に34銘柄の入替えを実施したものの、6月にはIT関連銘柄が急落し、新日経平均が旧指数以上に下落した。さらに、日経平均は1株当たり株価の平均に基づいて計算される非加重平均指数であるため、品薄株や値高株の騰落の影響を強く受ける。このことが1990年代前半に日経平均先物取引が急増すると、指数操作の可能性が指摘される根拠になった。

ダウ指数のもつ以上の欠点を回避しようとするのが、ニューヨーク証券取引所総合株価指数、S&P500、TOPIX(東証株価指数)など、時価総額を指数化したものである。TOPIXは、基準日(68年1月4日)の東証第1部の時価総額を100として現在の時価総額がいくらになるかを計算したものである。

TOPIXは、①東証第1部の全銘柄を対象にしているため、産業構造や相場動向の変化を反映する指標になっている、また銘柄の入替えによる不連続性の発生を避けることができる、②時価総額でみた市場規模の動向が簡単に分かる、③各銘柄の上場株式数をウェイトしているため、品薄株や値高株の騰落の影響を必要以上に受けない、という特徴を持っている。また、2014年1月6日から上場銘柄のうち、資本の効率的活用や投資家を意識した経営の観点などグローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした銘柄を「JPX日経インデックス400」として発表している。

株価の推移

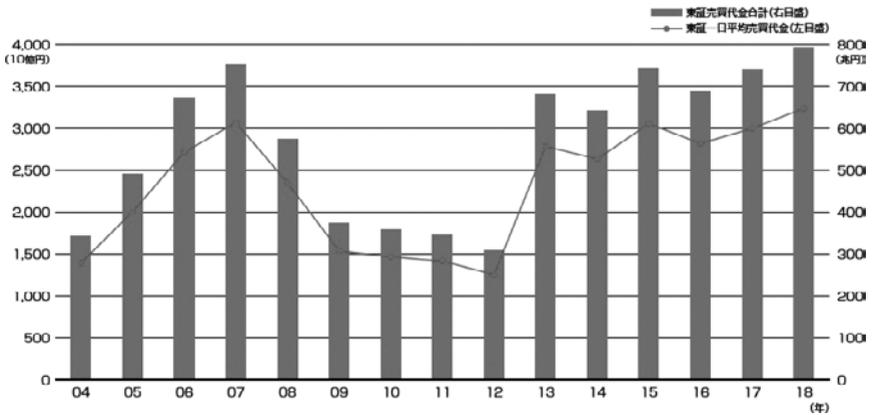


〔注〕 JPX 日経400は、2013年8月30日を起算日としている（基準値：10,000ポイント）。

〔資料〕 ブルームバーグ

〔出所〕 日本証券業協会

東証売買代金の推移



〔資料〕 日本取引所グループ

〔出所〕 日本証券業協会

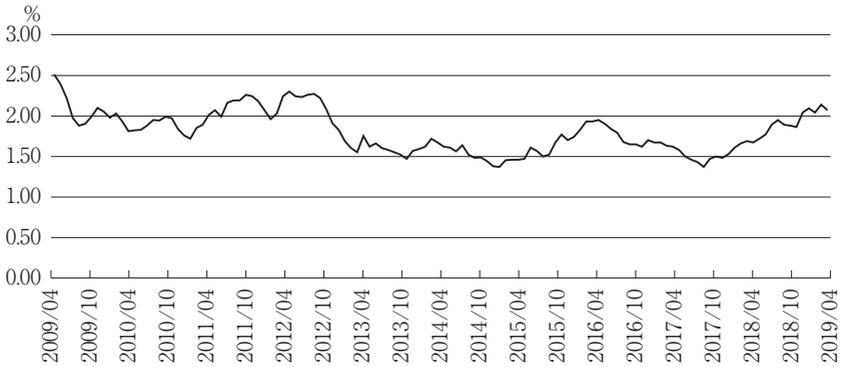
6. 株式価格と投資指標(3) 財務政策の裁量の余地が拡大し、多様化するにつれ、値上り益の比重が増し、配当や収益利回りの指標性が小さくなる。このため、配当と値上り益を加えた「総合利回り」という指標が採用されるようになる。また、収益利回りを加工した株価収益率(PER)が普及するようになった。PERは1株当たりの利益を株価で除したもので、要するに収益利回りの逆数である。

PERが投資指標として普及し始めた背景には「成長株」という概念が登場したことがある。つまり、これらの高成長企業は内部留保、再投資という財務政策を続けたために、伝統的な投資指標である配当利回りが低下し、投資の推奨がしにくくなったのである。この象徴的な現象は、1958年にアメリカにおいて配当利回りが債券の利回りを下回る「利回り革命」という事態が生じたことであるが、日本でも60年代に同様の事態が起きている。

このような状況で、銘柄の推奨を行うためには、株価の水準を何らかの形で収益の成長性に関連させる必要があり、それがPERであった。つまり、PERは利益の何倍まで買われているかを示すものであるから、PERが高い銘柄は市場で将来の成長性が期待されている銘柄だという訳である。実際の証券営業の現場では、個別銘柄のPERを業種平均あるいは他の銘柄と比較し、割高、割安の指標として使用される。さらに、PERは個別銘柄の株価指標という範疇を越えて、各国の株価水準を比較する際にも使用され、現在では代表的な株価指標の1つになっている。

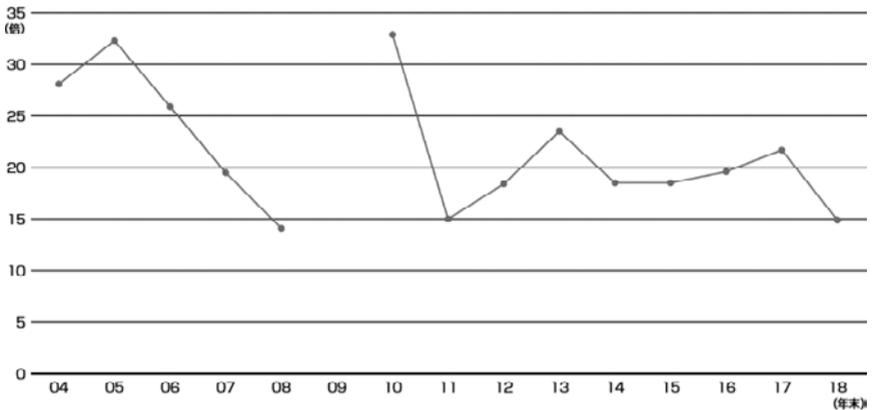
しかし、利回りが市場金利という客観的指標と較べて高低を判断できるのに対して、PERはあくまで相対的な比較しかできないという限界がある。例えば、しばしば指摘されることであるが、アメリカの代表的な株価指数の1つであるS&P500のPERは戦後は15-30倍で推移しているが、日本の日経225のPERは過去には80倍前後にまで上昇したことがある(東証一部上場銘柄のPERは2019年10月29日で約15倍)。両国のPERの水準の違いについては、これまでも減価償却方法などの会計制度の違いや日本の株式持合い関係がPERを高めているといった分析が行われてきた。しかし、それらの要因は確かにPERの水準に影響を与えている可能性があるにしろ、重要なことはそもそも妥当なPERの水準というものには存在しないということである。

東証一部上場企業の配当利回り（単純平均）



〔出所〕 日本取引所グループ

東証第一部平均 PER（単純平均）の推移



（注） 2009年末は、1株当たり当期純利益合計が負の値となったため、空白としている。

（資料） 日本取引所グループ

〔出所〕 日本証券業協会

7. 株式価格と投資指標(4) PERは1株当たり利益と株価の関係をみるものであるが、利益は会計処理の方法によって異なってくる。特に、設備投資に伴う減価償却費は利益の計算の際には費用としてマイナスされるが、それは将来の収益性に大きく影響する。したがって、利益を基準とした株価指標は時には誤った投資判断に導く可能性がある。

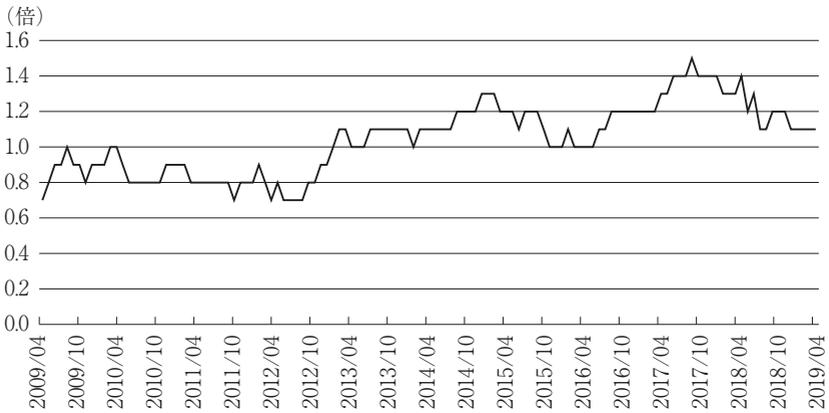
そこで、将来の成長性に注目した指標として、株価キャッシュフロー倍率(PCFR)がある。PCFRは、税引利益にその期の減価償却額を加え、配当金と役員賞与を引いたもので株価を割って算出する。減価償却費は社内留保され将来の再投資などに充当されるため、企業の将来性や実質的な収益、資金繰りを判断する上で重要な項目の1つである。

PCFRは一般に同業種間の銘柄の比較、特に設備投資の動向が将来の競争力を左右するハイテク株の投資判断に用いられる。

他に良く言及される投資指標としては、保有する純資産というストックと株価の関係に注目した株価純資産倍率(PBR)がある。PBRは株価を1株当たり純資産で割って求める。純資産は資本金、剰余金などの合計で株主資本と呼ばれるが、貸借対照表(B/S)の借方の資産総額から借入金などの負債を引いたものに等しい。言い換えれば、ある時点で会社を解散して資産を売り払い、その代金で負債をすべて返済した後に残るのが純資産である。したがって、PBRは株価を解散価値と比較した指標であり、PBRが1倍未満で解散価値を下回っていれば、割安と判断されることが多いようである。

しかし、PBRを投資指標として利用するには、帳簿価格(簿価)が実態を表していることが前提であり、土地や保有株式の含み損により実際の資産価値が簿価を下回っている場合には、たとえPBRが1倍を下回っていても割安とは判断できないことになる。このような状態が生じれば、株式市場がある程度効率的であれば株式取得による企業の合併・買収(M&A)活動が活発になるはずであり、現実にアメリカの株式市場では修正PBRといえる「トービンのQ」が1倍を下回るとM&A活動が活発になるという関係が認められる。東証一部上場銘柄のPBRは、2019年10月29日現在、1.22である。

東証一部企業（連結）のPBR



〔出所〕 日本取引所グループ

$$PER = \frac{\text{株価}}{\text{1株当たり税引き後利益}}$$

$$PBR = \frac{\text{株価}}{\text{1株当たり純資産}}$$

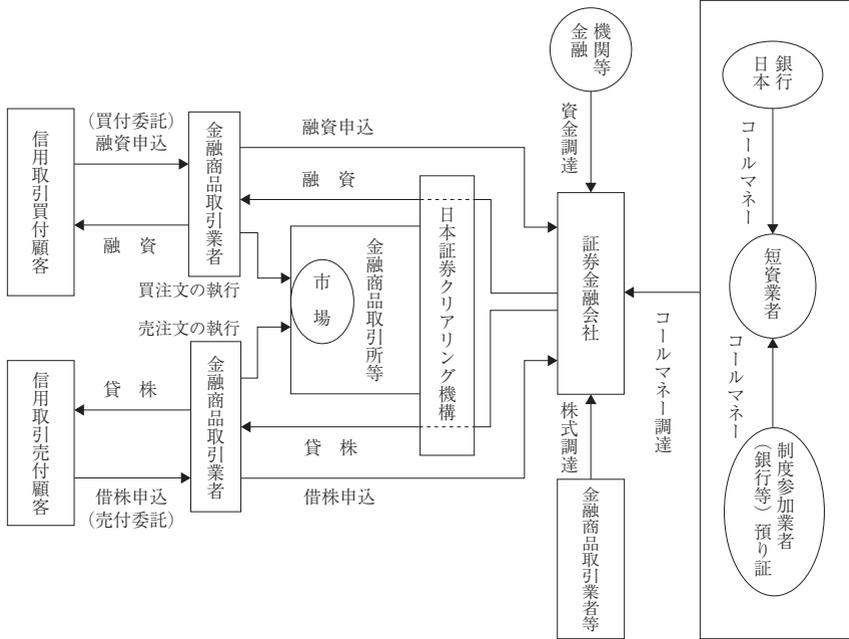
$$PCFR = \frac{\text{株価}}{\text{税引後利益} + \text{減価償却費} - (\text{配当金} + \text{役員賞与})}$$

8. 信用取引制度(1) 信用取引は証券市場に仮需給を導入する目的で、アメリカのマージン取引(証拠金取引)に範をとり、1951年6月に導入された制度である。信用取引は金融商品取引業者(証券会社)が顧客に信用を供与して行う売買取引であり、顧客は買付資金全額または売付株式を所有せずとも一定の委託保証金を差し入れれば資金または株式を借りて株式の売買を行えるメリットがある。他方、これを受託した金融商品取引業者は決済日に立て替えて決済しなくてはならない。当時の日本では十分な貸株市場も金融市場も存在しなかったので、金融商品取引業者に対して信用供与に必要な受渡資金・株式を供給しようと生まれたのが証券金融会社(以下、証金)の「貸借取引」である。

貸借取引は、証金が金融商品取引所等の取引参加者である金融商品取引業者に対して制度信用取引に伴う受渡資金・株式を金融商品取引所等の決済機構を通じて貸し付ける制度である。証金はこれに要する資金・株式の調達を内部で同一銘柄の融資と貸株申込を相殺することにより、つまり売方(買方)から担保として徴求した株式売付代金(買付株式)を、買方(売方)に貸すことで節約する。相殺後の差引融資残高に相当する資金は、金融機関借入のほかコール市場、日本銀行から調達でき、貸株超過の場合は、金融商品取引業者のほか、機関投資家等から入札により調達する(右頁図)。なお、上場銘柄のうち金融商品取引所等が選定する制度信用銘柄は、証金の貸借取引を融資および貸株とも利用できる「貸借銘柄」と、融資のみ利用できる「貸借融資銘柄」に区分される。貸借銘柄の選定基準では、流入する仮需給の規模に足りうる流動性確保の観点から、流通株式数および株主数等の基準が設定されているほか、一定の貸株調達可能量が確保されていることが求められている。

証金は、1950年2月に発足した証券市場における専門金融機関であり、1951年6月の信用取引制度の導入に合わせて貸借取引業務を開始した。その後、信用取引の拡大に伴い市場での証金の役割が増したため、その機能強化が図られるとともに、1956年4月、証金は大蔵大臣(現在は内閣総理大臣)の免許が必要とされた。各地の取引所所在地に設立された証金は、その後統廃合が進み、2019年9月末現在、日本証券金融1社が貸借取引業務を運営している。

信用取引および貸借取引の概要



◎制度信用取引（顧客・金融商品取引業者間）

担保：買付株式（または株式売付代金）

委託保証金：買付株式（または売付株式）の時価30%以上（有価証券で代用する場合、株式の掛目80%以内）。ただし最低委託保証金30万円

◎貸借取引（金融商品取引業者・証券金融会社間）

担保：買付株式（または株式売付代金）

貸借担保金：融資残高（または貸付残高）の30%以上（有価証券で代用する場合、株式の掛目80%以内）

◎短資取引担保株式預り証制度（証券金融会社、短資業者、預り証参加業者、金融商品取引所、日本銀行が本制度に参加）

証金が貸借取引等の担保として受け入れた株式（日本銀行が適当と認めた銘柄に限る）を金融商品取引所が^(株)証券保管振替機構に開設した口座に振り替え、この株式に基づき金融商品取引所が発行する預り証を担保として証金がコール・マネーを取り入れる制度である。つまり、証金が貸借取引に必要な資金を、実質的には株式を担保として調達する仕組みが整えられている。この預り証は短資業者を通じて日本銀行から資金を借り入れる場合の付随担保にもなる。

（注） 上記の委託保証金率、掛目は信用取引規制により変更されることがある。

9. 信用取引制度(2) 1998年の証券取引法改正により、金融商品取引業者による、証金を通じない借株および金融商品取引業者間の株券貸借取引（いわゆる貸株市場）が解禁された。また、同時に金融商品取引業者が、顧客との間で品貸料や弁済期限を自由に決めることができる「一般信用取引」も認められた。これを機に、貸借取引を裏付けにしたこれまでの信用取引は、金融商品取引所等が品貸料および弁済期限等を決定することから、「制度信用取引」と呼ばれることになった（右表参照）。一般信用取引は、インターネット取引での利用が開始された2003年以降普及が進み、近年は信用取引買い残の2割程度を占めている。

制度信用取引買い残に占める貸借取引融資残の比率をみると、金融商品取引業者の内部留保増加などにより、1988年までほぼ一貫して低下した。ところが、1990年以降、バブル崩壊による金融商品取引業者の財務体力の低下、ネット証券の台頭や1999年からの相場回復による信用取引買い残の急増等に伴い貸借取引の利用が増加し、2005年には貸借取引への利用率は5割を超えた。その後は、金融商品取引業者の資金調達が多様化などから低下している。他方、貸株残をみると従来は信用売りそのものが少なかったものの、1990年代後半からの株式市場の機関化の進展につれ、金融商品取引業者が証金から貸株を受けて、買注文に自己勘定で向かうケースが増え、2000年には貸借取引の利用率は8割に達した。最近では概ね5割を上回る水準で推移している。

信用取引制度ならびに証金の業務は、証券市場の発展とともに変化・多様化してきた。市場活性化策として、貸付銘柄拡大のための信用取引制度の改革が度々行われ、1991年12月には市場2部銘柄が信用銘柄の対象となり、1997年10月にはJASDAQ市場、2019年8月にはPTS（私設取引システム）に信用取引制度が導入された。証金でも、1995年10月に非貸借銘柄を対象に融資を行う「貸借融資銘柄」制度を実施し、2004年4月にJASDAQ市場向け貸借取引、2019年8月にPTS向け貸借取引をそれぞれ開始したほか、一般信用取引による信用買いの決済に必要な資金を、金融商品取引業者へ融資する業務も行っている。

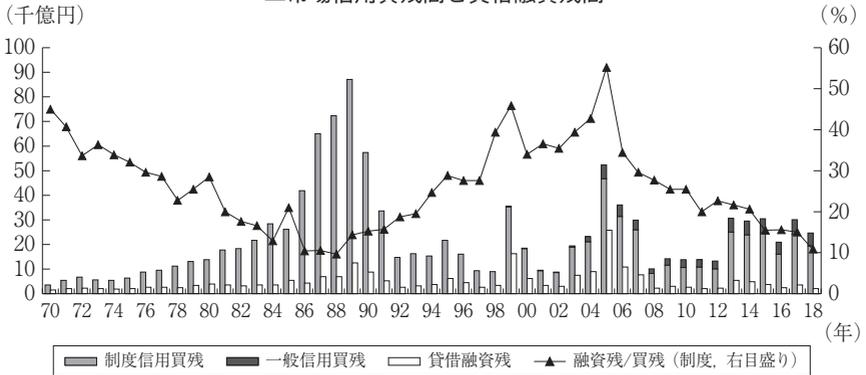
なお、証金の業務には、免許業務である貸借取引のほか、①金融商品取引業者やその顧客に資金を貸し付ける公社債・一般貸付、②貸借取引とは別に株式を貸し付ける一般貸株業務、③債券貸借・現先取引の仲介業務などがある。

制度信用取引と一般信用取引との比較

	制度信用取引	一般信用取引
委託保証金	約定価額の30%以上	約定価額の30%以上
品貸料(逆日歩)	金融商品取引所等が発表する率	顧客と金融商品取引業者との間で決定
弁済期限	最長6ヵ月	顧客と金融商品取引業者との間で決定
対象銘柄	金融商品取引所等が選定した銘柄	原則として全上場銘柄
権利処理	金融商品取引所等が定める方法	顧客と金融商品取引業者との間で決定
貸借取引	利用可能	利用不可能

〔出所〕 日本取引所グループホームページ等より作成

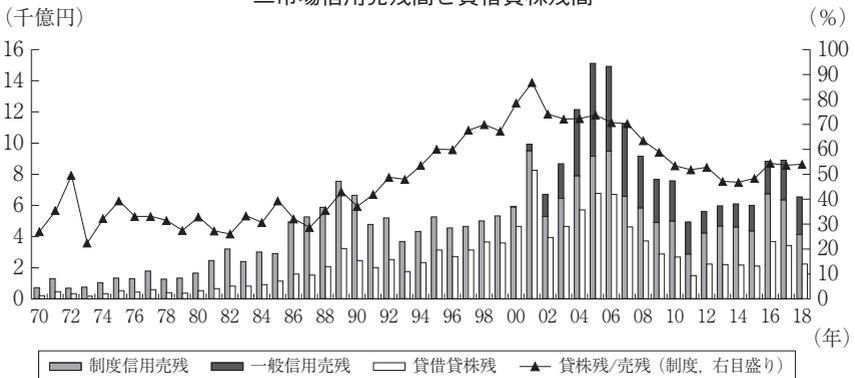
二市場信用買残高と貸借融資残高



(注) 2012年までは大阪市場分を含む。

〔出所〕 日本取引所グループホームページ等より作成

二市場信用売残高と貸借貸株残高



(注) 2012年までは大阪市場分を含む。

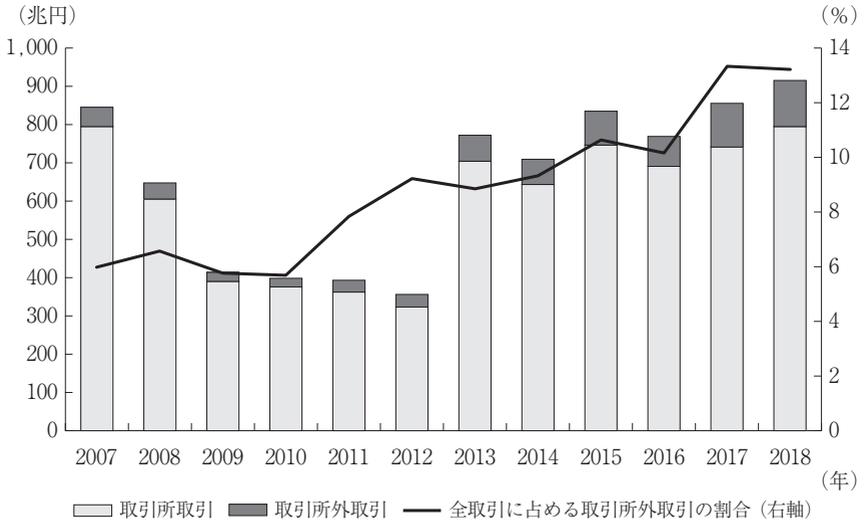
〔出所〕 日本取引所グループホームページ等より作成

10. 証券取引システムの多様化 株式市場の基本的な機能は、社会に存在するすべての需給が均衡する価格を見出し、効率的な資金配分を実現することである。情報通信技術が十分に発達していない段階では、こうした目的を達成するためには、取引が1カ所に集中することが必要である。実際、かつてはそれぞれの地域に取引が1カ所に集中できる範囲で多数の取引所が設立され、上場証券の取引について取引所集中義務が課せられた。情報の流布、注文の伝達、処理にコストがかかり、かつ迅速に行えない状態では、たとえ取引所間で価格の不均衡が存在し利益をあげる機会が存在しても、その不均衡を解消させる役割を果たす裁定取引は充分には起きない。「市場の分裂」という事態の発生を阻止するためには取引所集中義務が必要であった。

しかし、情報通信技術の発達によって、証券市場はコンピュータ・ネットワーク上に移っており、世界的にみても立会場を持ち人手で注文を処理している取引所は珍しくなっている。言い換えれば、情動的な統合、注文回送、執行、受渡し・清算、保管という証券取引を構成する各要素がコンピュータ・ネットワークにより統合され、リアルタイムに処理されていけば、取引の場が複数存在する分散型のネットワークによっても均衡価格が発見されうる環境が実現したといえる。このような証券取引のインフラ整備を前提にした市場運営哲学が「市場間競争」という概念である。他方、証券市場における機関化の進展に伴い、執行コストを低下させるために、匿名性の保証やマーケット・インパクト・コストの発生を最小限に防ぐための取引システムへのニーズが高まり、また大口取引やバスケット取引などの特殊な取引形態が増加してきた。コンピュータ・システム上の取引では複雑な取引ルールの設定が容易であるため、こうしたニーズに応える取引システムを安価に提供することができる。

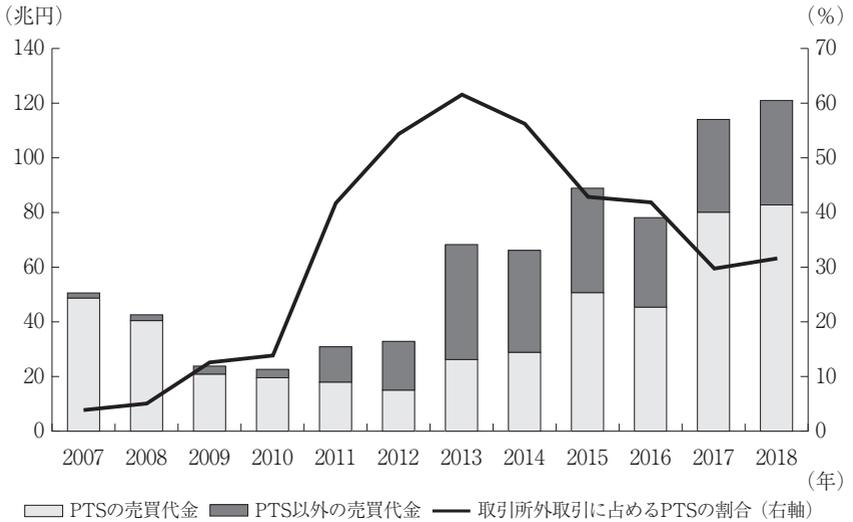
こうなってくると、伝統的な取引所と民間業者の提供する取引システムを機能上区別することは困難である。アメリカのSECは両者の機能の同一性を認めるATS (Alternative Trading System) 規制を採用し、その一種であるECN (Electronic Communication Network) が証券取引所になることを認めている。日本でも、取引所外取引の解禁に伴って、民間業者が相対で上場証券を取引することが認められ、PTS (Proprietary Trading System) 業務として証券業務の1つに加えられた。

取引所取引と取引所外取引の売買代金



〔出所〕 日本証券業協会より作成

取引所外取引の内訳



〔出所〕 日本証券業協会より作成