図説 日本の証券市場

2020 年版

公益財団法人 日本証券経済研究所

図　説

日本の証券市場

2020年版

公益財団法人　日本証券経済研究所

はしがき

いつの時代でも乗り越えなければならない困難な課題は付き物だ。現在の日本の経済社会でも，テクノロジーの急速な進展，少子高齢化，成長戦略，SDGs など対処すべき問題は山積している。証券，資本市場の分野に限っても金融デジタライゼーション，フィンテックへの対応，機能別横断的規制，取引所市場構造のあり方，国民の安定的な資産形成の促進，顧客本位の業務運営，金融ジェロントロジー（老年学），企業のガバナンス改革，ESG 投資等数多くの課題が議論され，様々な対応が進行中である。こうした動きを理解し，その方向性を的確に見通すためには，証券，資本市場の現在の姿や歴史を正しくインプットしておくことが重要である。

日本証券経済研究所では，わが国の証券市場の仕組み，機能，現状をできる限り簡素でわかり易く解説するガイドブックとして2008年以降２年毎に『図説　日本の証券市場』を刊行している。今回は前回の2018年版に続いて，2020年版を発行することとなった。毎回の改訂にあたっては，極力タイムリーな内容となるように心掛けているが，今回は，「証券取引所の変革」，「経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引」，「ETF 市場におけるマーケットメイク制度」についての各項を新設したほか，資産運用における ESG 投資，AI 運用などについての最近の動きを踏まえた記述も盛り込んでいる。

当研究所では本書のほか，欧米主要国やアジアの証券市場をわかり易く解説することを目的として『図説　アメリカの証券市場』，『図説　ヨーロッパの証券市場』，『図説　アジアの証券市場』等を数年おきに刊行し，各国の金融証券制度の改革の動きや証券市場の現状を紹介してきている。御関心のある方は，これらのシリーズもあわせて御利用頂ければと考えている。

本書は従来同様，当研究所研究員，リサーチ・フェローのほか日本証券業協会，日本取引所グループ（JPX），日本証券金融及び日本投資顧問業協会の専

門家が分担して執筆した。執筆分担は次ページの通りである。なお，全体の取りまとめは本研究所の若園主席研究員と田代研究員が担当した。

動きの激しい証券・資本市場において現状を正確に捕らえることは易しいことではなくなってきている。新たな動きや新しい考え方等について関係者の皆様から御意見，御指導を賜れば幸いである。そして，本書が証券関係者だけでなく，こうしたテーマに関心を持たれる多くの方々に広く利用して頂けるようになることを心より願っている。

2020年３月

公益財団法人　日本証券経済研究所
理事長　増　井　喜一郎

執　筆　分　担

第１章	若園　智明	当研究所主席研究員
第２章	深見　泰孝	駒澤大学経済学部准教授・当研究所特任研究員
第３章	若園　智明	前出
第４章	小林　陽介	当研究所研究員
	小野寺哲也	日本証券金融株式会社　業務開発部企画役
第５章	若園　智明	前出
第６章	伊藤　佳祐	日本証券業協会　自主規制本部 公社債・金融商品部調査役
第７章	明田　雅昭	当研究所特任リサーチ・フェロー
第８章	吉川　真裕	当研究所客員研究員
第９章	田代　一聡	当研究所研究員
第10章	齋藤　淳吾	株式会社日本取引所グループ　総合企画部調査役
	山脇菜摘美	株式会社東京証券取引所　上場部
	前川　和俊	株式会社東京証券取引所　株式部
	笹島　　拓	株式会社日本証券クリアリング機構　清算企画部調査役
	田中　大地	株式会社日本取引所グループ　IT 企画部調査役
第11章	絹村　　司	日本証券業協会　自主規制本部 エクイティ市場部上席課長
	横尾　直樹	株式会社東京証券取引所　上場推進部課長
	前川　和俊	前出
第12章	二上季代司	当研究所主席研究員
第13章	川崎　勝彦	一般社団法人　日本投資顧問業協会主任調査役
第14章	山田　直夫	当研究所主任研究員
第15章	大塚　菜生	日本取引所自主規制法人　売買審査部
	野口　真人	日本取引所自主規制法人　考査部調査役
第16章	吉田　　真	株式会社東京証券取引所　上場部調査役
	山脇菜摘美	前出
第17章	若園　智明	前出
年表	深見　泰孝	前出

目　　次

はしがき

第１章　証券市場と国民経済

１．証券とは…… 2
２．企業の資金調達…… 4
３．証券市場と財政…… 6
４．家計の金融資産保有…… 8
５．外国人の投資行動（対内証券投資）…… 10
６．証券取引所の変革：東証市場構造の再検討と総合取引所化…… 12

第２章　日本の証券市場の歴史

１．戦前の証券市場…… 14
２．復興期（昭和20年代）…… 16
３．第１次高度成長期（昭和30年代）…… 18
４．第２次高度成長期（昭和40年代）…… 20
５．石油ショックへの対応（昭和50年代）…… 22
６．バブル経済前後の発展（昭和60年－平成元年）…… 24
７．証券不祥事と金融制度改革（平成２年－７年）…… 26
８．金融システム改革法の議論と実施（平成８年－12年）…… 28
９．ビッグバン以降（平成13年－20年）…… 30
10．リーマンショック後の変化（平成20年以降）…… 32

第３章　株式発行市場

１．株式会社と株式…… 34
２．株式発行の形態…… 36
３．新株発行の手続き…… 38
４．新株発行の状況…… 40
５．株式の引受…… 42

6．未公開株市場…… 44

第４章　株式流通市場

1．株式流通市場の構造…… 46
2．株式流通市場の取引規模…… 48
3．株式の保有構造…… 50
4．株式価格と投資指標（１）…… 52
5．株式価格と投資指標（２）…… 54
6．株式価格と投資指標（３）…… 56
7．株式価格と投資指標（４）…… 58
8．信用取引制度（１）…… 60
9．信用取引制度（２）…… 62
10．証券取引システムの多様化…… 64

第５章　公社債発行市場

1．公社債の種類…… 66
2．公社債の発行状況…… 68
3．公共債の発行…… 70
4．民間債の発行…… 72
5．格付会社と公社債の格付け…… 74
6．社債管理…… 76
7．新株予約権付社債・仕組み債…… 78

第６章　公社債流通市場

1．公社債の売買…… 80
2．公社債売買の主体…… 82
3．公社債の店頭市場取引…… 84
4．公社債店頭売買参考統計値（１）…… 86
5．公社債店頭売買参考統計値（２）…… 88
6．社債の取引情報の報告・発表制度…… 90
7．公社債の振替決済制度…… 92
8．公社債の流通利回りと発行条件…… 94

9．公社債の現先取引（1）…… 96
10．公社債の現先取引（2）…… 98
11．公社債の貸借取引…… 100

第7章　投資信託
1．概　説…… 102
2．投資信託の歴史…… 104
3．投資信託の形態…… 106
4．投資信託の商品…… 108
5．投資信託の販売…… 110
6．投資信託の運用…… 112
7．投資信託の顧客層…… 114
8．投資信託のディスクロージャー…… 116
9．投資信託を活用したサービス・商品など…… 118
10．外国籍投信…… 120

第8章　デリバティブ市場
1．先物取引…… 122
2．債券先物取引…… 124
3．株価指数先物取引…… 126
4．金融先物取引…… 128
5．オプション取引…… 130
6．債券オプション取引…… 132
7．株価指数オプション取引…… 134
8．有価証券オプション取引…… 136
9．店頭デリバティブ取引…… 138
10．クレジット・デリバティブ取引…… 140

第9章　証券化商品市場
1．証券化商品とは…… 142
2．証券化商品の基本的な仕組み…… 144
3．主な証券化商品の内容…… 146

4．市場規模…… 148
5．証券化商品の発行市場…… 150
6．証券化商品の流通市場…… 152
7．不動産投資信託の発行・流通市場…… 154
8．上場インフラファンド…… 156
9．証券化商品のリスクと信用補完…… 158
10．証券化関連立法…… 160

第10章　金融商品取引所等（1）
1．金融商品取引所の機能…… 162
2．市場の歩み…… 164
3．市場コンセプト…… 166
4．本則市場の新規上場制度…… 168
5．新興市場の新規上場制度…… 170
6．本則市場の上場管理制度…… 172
7．新興市場の上場管理制度…… 174
8．コーポレートガバナンス・コード…… 176
9．株式売買制度（1）…… 178
10．株式売買制度（2）…… 180
11．清算・決済制度（1）…… 182
12．清算・決済制度（2）…… 184
13．株式等振替制度…… 186
14．金融商品取引所（証券取引所）のシステム化（1）…… 188
15．金融商品取引所（証券取引所）のシステム化（2）…… 190

第11章　金融商品取引所等（2）
1．株式店頭市場の概要…… 192
2．店頭有価証券等…… 194
3．経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引…… 196
4．株式投資型クラウドファンディング（1）…… 198
5．株式投資型クラウドファンディング（2）…… 200

6．株主コミュニティ（1）…… 202
7．株主コミュニティ（2）…… 204
8．プロ投資家向け市場「TOKYO PRO Market」…… 206
9．ETF 市場におけるマーケットメイク制度 …… 208

第12章　金融商品取引業（証券業）
1．金融商品取引業者（証券会社）の概説（1）…… 210
2．金融商品取引業者（証券会社）の概説（2）…… 212
3．金融商品取引業者（証券会社）の概説（3）…… 214
4．証券業務（1）―― 本来業務（1） …… 216
5．証券業務（2）―― 本来業務（2） …… 218
6．証券業務（3）―― 付随業務，兼業業務ほか …… 220
7．金融商品取引業者（証券会社）の収支状況…… 222
8．金融商品取引業者（証券会社）の財務状況…… 224
9．金融商品取引業協会（1）…… 226
10．金融商品取引業協会（2）…… 228
11．投資者保護基金…… 230
12．金融機関の証券業務…… 232
13．証券業界の競争構造…… 234

第13章　資産運用業
1．個人金融資産の運用…… 236
2．年金資産の運用…… 238
3．信託銀行の資産運用…… 240
4．生命保険会社の資産運用…… 242
5．投資一任業者の運用…… 244
6．投資信託運用会社の運用…… 246
7．スチュワードシップ・コード…… 248

第14章　証券税制
1．証券税制の変遷（1）…… 250
2．証券税制の変遷（2）…… 252

3．利子課税…… 254
4．配当課税…… 256
5．配当にかかる二重課税の調整…… 258
6．キャピタル・ゲイン課税（1）…… 260
7．キャピタル・ゲイン課税（2）…… 262
8．NISA …… 264
9．非居住者に対する課税…… 266
10．新しい商品に対する課税の扱い…… 268
11．年金型商品に対する課税の扱い…… 270

第15章　証券取引の行為規制
1．総　説…… 272
2．相場操縦規制…… 274
3．会社関係者に係る行為規制…… 276
4．金融商品取引業者（証券会社）およびその役職員の行為規制等… 278
5．その他の行為規制 —— 取引の公正を確保するための情報開示 … 280

第16章　情報開示制度と投資者保護
1．証券市場における情報開示制度…… 282
2．金融商品取引法による企業内容等の開示…… 284
3．金融商品取引法によるその他の開示…… 286
4．金融商品取引所（証券取引所）における適時開示制度（タイムリー・ディスクロージャー）…… 288
5．情報開示の適正性の確保…… 290
6．最近の情報開示に関する動き…… 292

第17章　証券行政
1．金融商品取引法…… 294
2．証券市場の関連法規…… 296
3．証券行政の組織…… 298
4．金融庁による法執行…… 300
5．証券取引等監視委員会…… 302

6．自主規制機関…… 304
7．証券規制の国際機関…… 306

証券年表…… 308

索　引…… 316

図　　説

日本の証券市場

第１章　証券市場と国民経済

１．証券とは　金融市場は，一国経済において，資金余剰部門（貸手）から資金不足部門（借手）へと資金が融通される場であり，仲介手段の観点から間接金融と直接金融に分類される。間接金融は，金融機関が貸手に対して間接証券（預金証書，保険証書等）を発行することによって調達した資金を基に，借手が発行した本源的証券（借用証書，手形等）を取得するという形で資金仲介を行うことである。一方，直接金融とは，借手が貸手に対して直接に本源的証券（株式，債券等）を発行することによって，資金仲介がなされることである。この直接金融が行われる場が証券市場であり，発行市場（証券の発行・取得が行われる場）と流通市場（証券の売買が行われる場）に分けられる。

一般に有価証券とは無形の権利の譲渡を容易にするため当該権利を表した証券をいい，権利と証券とが結びついている点に特徴がある。具体的には，会社が発行する株券や社債券，手形，小切手や船荷証券，国が発行する国債証券や地方自治体が発行する地方債証券など様々なものがある。その中で，証券市場で取引される証券は「金融商品取引法上の有価証券」であり，同法２条１項で掲げるとともに２項で規定している。１項では権利を表す証券・証書が発行されている有価証券を規定しており，右表に示したものが列挙されている。

２条２項はみなし有価証券について定めている。その前段では，１項に掲げた有価証券に表示されるべき権利について，有価証券が発行されていない場合でも当該権利を有価証券とみなすとしている。例えば，振替制度に基づく振替債や振替株式は１項に掲げる債券，株券と同等のものとみなされる。２項の後段は，証券・証書に表示されるべき権利以外の権利を有価証券とみなすための規定であり，右表に示したものが掲げられている。この規定は旧法より大幅に拡充され，特に５号は各種のファンドに金融商品取引法を適用するための包括規定になっている。なお，金融商品取引法の適用範囲には，有価証券の外に市場・店頭・外国市場に係る各デリバティブ取引が含まれている。

2019年５月の金商法改正では，同法２条３項で電子プラットフォームを用いて移転可能な財産的価値に表示されるものを電子記録移転権利と新たに定義し，第一項有価証券に追加した。

金融商品取引法２条１項・２項で定義される「有価証券」

［２条１項］有価証券

１．国債証券
２．地方債証券
３．特殊法人債券
４．資産流動化法上の特定社債券
５．社債券
６．特殊法人に関する出資証券
７．協同組織金融機関の優先出資証券
８．資産流動化法上の優先出資証券・新優先出資引受権証券
９．株券・新株予約権証券
10．投資信託・外国投資信託の受益証券
11．投資法人の投資証券，新投資口予約証券・投資法人債券，外国投資法人の投資証券
12．貸付信託の受益証券
13．資産流動化法上の特定目的信託の受益証券
14．信託法上の受益証券発行信託の受益証券
15．コマーシャルペーパー
16．抵当証券
17．外国証券・証書で１号から９号または12号から16号までの性質を有するもの
18．外国貸付債権信託の受益証券
19．（金融）オプション証券・証書
20．外国預託証券・証書
21．政令指定証券・証書

［２条２項］みなし有価証券

柱書（前段）：２条１項（有価証券）で証券が発行されていない場合
（以下後段）
１．信託の受益券
２．外国信託の受益券
３．合名会社・合資会社の社員権（政令で定めるもの），合同会社の社員権
４．外国法人の社員権で上記３号の性質を有するもの
５．集団投資スキーム持分＜包括定義＞
６．外国集団投資スキーム持分
７．政令指定権利

〔出所〕　上柳敏郎・石戸谷豊・桜井健夫『新・金融商品取引法ハンドブック ― 消費者の立場からみた金商法・金販法と関連法の解説』日本評論社，2006年，黒沼悦郎『金融商品取引法入門』日本経済新聞社，2006年，e-Gov の法令データ提供サービスに掲載の「金融商品取引法」から作成

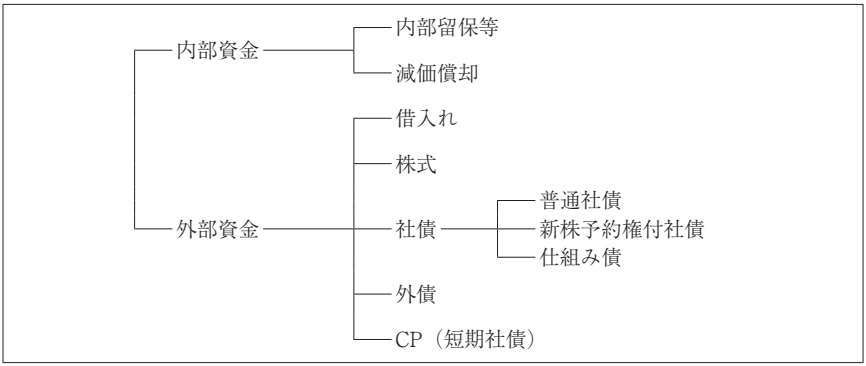
２．企業の資金調達　金融業を除く法人企業（以下，企業）は，財やサービスの生産・販売など多様な活動を通じて利潤獲得を目的とする経済主体である。企業は継続的に生産・販売活動をするために設備や在庫製商品といった実物資産への投資を行うが，それに必要な資金を様々な手段で調達している。

企業が調達した資金は，その調達方法によって内部資金（通常の生産・販売活動を通じて生み出した資金）と外部資金（外部から調達した資金）とに分けられる。会計上，内部資金には内部留保等と減価償却とが含まれ，これらの資金は返済や利子・配当金の支払いが必要ないことから企業財務上は最も安定的な調達手段とされている。しかし，実際には内部資金だけで企業の資金需要は賄いきれず，その多くは外部資金に依存している。外部資金は，その調達方法によって主に借入れ，株式，社債の３つに大別される。借入れは主として金融機関からの資金調達であり，間接金融方式による調達手段と言われる。株式は企業設立時のほか，業容拡張時などに追加発行（増資）され，株式発行によって調達された資金は返済および利子の支払いが不要であることから外部資金の中で最も安定的な資金である。社債発行も株式と同様に資本市場からの調達手段だが，償還期限の定めがあり，確定的な利子の支払いが必要となる。社債は普通社債，新株予約権付社債，仕組み債に大別することができる（後二者については第５章を参照）。なお，株式または社債の発行は直接金融方式による調達手段と言われている。

企業の外部資金調達の推移を金融負債残高の構成比で見ると，借入れは趨勢的な低下傾向を維持している。この傾向は，金融の自由化・国際化を受けて，株式・社債市場における取引が活発化したことが発端となったと言える。00年代以降は有価証券が借入れを超過し，わが国の資金調達構造は直接金融主体となった。調達額の合計額は，08年の金融危機により一時的に低下したが増加傾向にあり，有価証券による調達は全体の約６割となっている。特に株式による調達額が近年は過半を占める。一方で社債による調達は19年に入り活発となっている。

新興市場の充実や社債諸規制の緩和・撤廃により，大企業のみならず中小規模の企業に対しても資本市場を通じた資金調達ルートが整備されたため，有価証券発行による資金調達の優位性は今後も安定的に推移すると予想される。

企業の資金調達手段



（注）　内部留保等とは，企業の税引後利益から配当金，役員賞与等を除いたもの。また，減価償却費は，建物・機械などの有形固定資産について，その経済価値の年々の減少分を費用として計上したものであり，わかりやすく言えば設備更新のための積立金である。

法人企業部門の資金調達・運用の構成比（残高ベース・年度末）

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2014	2016	2018
［運用］										
現金・預金	10.0	7.6	6.6	9.1	13.3	15.5	18.4	15.4	14.8	15.9
定期性預金	14.5	14.8	12.8	10.8	7.7	4.1	6.3	5.0	6.0	4.3
CD	0.1	1.2	1.1	2.6	3.3	1.5	1.8	1.3	1.5	1.2
信託	1.3	1.4	0.7	1.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
投資信託	0.1	0.6	0.2	0.4	1.0	0.7	1.8	0.5	1.2	0.1
有価証券	15.7	25.9	30.9	24.2	22.9	36.4	19.4	32.1	32.3	34.3
（株式）	13.5	23.5	28.1	22.6	19.6	33.4	16.3	30.2	30.3	32.4
（債券等）	2.2	2.3	2.8	1.6	3.3	3.0	3.1	1.9	2.0	1.9
企業間信用	45.5	35.2	30.5	35.3	33.5	24.4	27.1	20.2	19.4	20.1
その他	12.7	13.2	17.2	16.3	18.2	17.1	24.9	25.2	24.4	23.5
合計額	312.4	483.5	835.7	783.2	738.9	950.3	792.6	1,110.9	1,146.1	1,192.0
［調達］										
借入れ	42.2	39.5	36.5	40.2	36.2	22.4	31.3	22.7	24.4	23.6
有価証券	27.1	38.1	43.1	38.6	42.0	58.2	42.5	58.1	54.8	58.2
（株式）	23.1	33.9	37.3	32.7	35.2	52.9	35.2	52.9	50.0	53.3
（社債等）	2.2	2.6	2.3	3.8	5.3	4.1	5.8	3.8	3.6	3.9
（外債）	1.8	1.6	2.6	1.5	0.6	0.8	0.8	1.0	1.1	0.7
（ＣＰ）	－	－	0.8	0.6	0.9	0.4	0.7	0.4	0.1	0.2
企業間信用	24.3	17.0	14.6	15.4	16.2	12.8	15.4	11.1	11.9	12.2
その他	6.4	5.5	5.8	5.8	5.6	6.6	10.8	8.1	8.9	6.0
合計額	477.4	760.6	1,358.7	1,351.7	1,198.0	1,421.8	1,056.7	1,521.3	1,658.8	1,748.5

（注）　1．構成比の単位は％，合計額の単位は兆円。
2．定期性預金には外貨預金を含む。
3．カッコ内は有価証券の内訳。株式には出資金を含む。
4．株式評価は［運用］では時価ベース，［調達］では90年度以前は資本金＋資本準備金ベース，95年度以降は時価ベース。

〔出所〕　日本銀行ホームページ掲載の統計（資金循環表）から作成

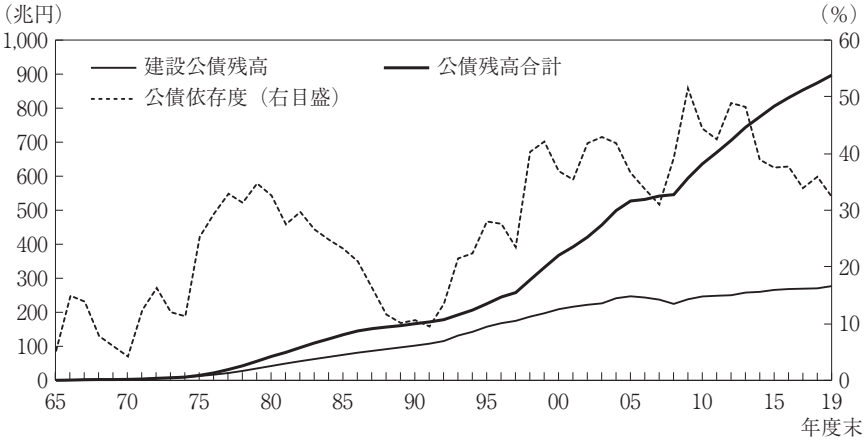
３．証券市場と財政　財政とは政府（国や地方公共団体）が行う経済活動のことであり，具体的には，租税等による収入（歳入）に基づき，警察，教育など行政サービスの提供や公共投資（歳出）を行う。現実の財政運営では，景気動向に応じた財政政策が行われ，その結果，歳出が歳入を上回る場合には，その不足額は主として公債（国債や地方債）の発行によって賄われる。

わが国の中央政府部門について公債残高と公債依存度の推移を見ると，1965年度の補正予算で不況対策として戦後初の特例国債（赤字国債）が発行され，66年度以降は建設国債が継続して発行されるようになったが，70年代前半までは公債依存度，公債残高ともに低水準に止まっていた。しかし，70年代後半からの経済成長率鈍化に伴い税収が伸び悩んだことから，政府は国債の大量発行を余儀なくされ，発行残高も80年度末には71兆円へと急増した。この結果，証券市場において国債が重要な地位を占めるに至り，政府の財政政策がそれにおよぼす影響も大きくなった。こうした財政状況を改善すべく81年度以降「財政再建」路線が打ち出され，また，80年代後半には好景気に後押しされたこともあって，一旦は公債依存度の低下と公債残高の増加抑制が実現した。しかしながら，90年代以降の長期不況による税収減と景気対策，特に08年の金融危機への対応は公債発行を急増させた。公債依存度は09年の51.5％から低下傾向にある一方，公債残高は19年度末で約897兆円に達する見込みである。

次に右下表でわが国における国債等の保有構造をみると，ゆうちょ銀行を含めた銀行等の保有比率が明確に減少していることがわかる。特に13年４月に導入された日本銀行の量的・質的金融緩和（異次元緩和）以降は顕著である。対して日本銀行の保有比率は大きく増加し，飛び抜けた保有主体となっている。

長期投資を前提する安定的な保有者であった公的年金は，年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が14年10月に運用資産構成を大きく見直したことを受けて，国内債券への投資比率自体を引き下げている。この結果，公的年金の保有比率は18年末で4.1％まで減少した。その一方で，海外投資家の保有比率は顕著に増加している。10年の欧州債務危機などを契機に海外投資家の保有比率は増加傾向となり18年末では12.1％となった。公債残高の増加を合わせて，日本の財政赤字問題を考えるにあたり海外投資家の日本国債の保有動向は無視できない状況になっていると言えよう。

公債残高と公債依存度の推移



（注）　１．2019年度は見込み。
　　２．普通国債ベース。
〔出所〕　財務省資料から作成

国債及び国債短期証券の保有者別保有比率内訳の推移

（単位：%）

保有者	2009年度末	2010年度末	2011年度末	2012年度末	2013年度末	2014年度末	2015年度末	2016年度末	2017年度末	2018年12月末
一般政府(除く公的年金)	1.9	3.1	1.9	1.8	2.3	2.1	0.4	0.4	0.3	0.3
公的年金	9.2	8.3	7.6	7.2	6.7	5.2	4.9	4.5	4.2	4.1
財政融資資金	0.2	0.1	0.1	0.5	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
日本銀行	8.8	8.9	9.6	13.1	20.0	26.3	33.8	39.4	41.8	43.0
銀行等	47.2	45.9	45.4	41.9	35.9	31.4	25.2	20.5	18.6	16.7
生損保等	18.0	18.0	18.9	19.7	19.3	19.2	19.9	19.3	19.0	18.8
年金基金	3.4	3.2	3.2	3.4	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.8
海外	5.6	7.0	8.3	8.4	8.1	9.4	10.3	10.8	10.9	12.1
家計	4.0	3.4	2.9	2.3	2.0	1.5	1.1	1.2	1.1	1.2
その他	1.9	2.1	2.2	1.6	1.9	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0

（注）　１．2018年12月末は速報値。
　　２．「国債」は「財投債」を含む。
　　３．「銀行等」には「ゆうちょ銀行」。「証券投資信託」および「証券会社」を含む。
　　４．「生損保等」には「かんぽ生命」を含む。
　　５．「その他」は「非金融法人企業」および「対家計民間非営利団体」。
〔出所〕　財務省『債務管理リポート2019』，日本銀行「資金循環統計」

４．家計の金融資産保有　わが国の家計部門は資金循環で資金余剰（貯蓄超過）が続いているが対名目 GDP 比率で見ると1990年代半ばをピークに低下し，2018年度で約2.6％となっている。また家計が保有する金融資産は18年度末時点で約1,835兆円まで積み上がっているが，家計貯蓄率の低迷や株価上昇の一服もありその増加も緩やかになってきた。

家計の金融資産運用の推移を見ると，次のような特徴が指摘できる。第１に，現金・要求払預金の構成比は上昇する一方で，かつて最大の比重を占めていた定期性預金は80年代以降趨勢的に低下傾向にある。この構成比の基調は，日本銀行の低金利政策や量的・質的金融緩和（異次元緩和）などによるものであろう。第２に，保険・年金の構成比は00年度末までほぼ一貫して上昇したあと比較的安定している。これは，わが国が高齢化社会に入っていることを反映したものであろう。第３に，有価証券の構成比は，90年代以降のバブル経済の崩壊による株式市場の低迷や，08年の金融危機により株価急落を受けて，株式を中心にその構成比を大幅に低下させていた。しかしながら，12年末からの株式市場の回復もあり，18年度末には10.4％まで回復している。

次に，19年３月末時点での家計の金融資産運用を国際比較すると（アメリカでは対家計民間非営利団体を含む），依然として資産選択の内容（選好）に大きな差があることがわかる。わが国の場合，現預金で53.3％の資産が運用され，投資信託を含めた有価証券による運用比率は15.2％に過ぎないのに対して，アメリカでは資産の12.9％を前者で，52.8％を後者で運用している。また欧州ではそれぞれ34.0％と29.9％である。社会保障制度などの違いを考慮する必要があるが，わが国の家計は資産選択で元本保証型を好む傾向にあり，アメリカの家計は運用成果型を好み，欧州は中間的な傾向にあると言えよう。

しかし，01年に導入された確定拠出型年金制度や14年から始まったNISA（少額投資非課税制度）は順調に浸透している。また，17年に個人型確定拠出年金制度（iDeCo）が改正され加入対象が拡大し，18年１月からは積立型 NISA も導入された。家計と証券市場との直接的な結びつきが強くなっている。さらに投資信託や ETF（上場投資信託）の充実などは家計の資産選択の幅を広げ，スマートフォンを利用した投資も一般的となった。今後は，家計向けの良質なサービスの提供とともに，有用な金融知識の普及や啓発が求められよう。

個人部門の金融資産残高の構成比（年度末）

	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2018
現金・預金	9.8	7.7	7.2	8.2	11.6	21.0	23.6	26.0	31.1
定期性預金	48.7	44.9	40.2	41.9	42.5	29.7	31.6	26.5	24.8
信託	4.5	4.0	3.7	3.4	1.5	0.4	0.2	0.2	0.2
保険・年金	13.4	16.3	20.8	25.4	27.2	25.8	28.4	29.6	30.0
投資信託	1.2	2.3	3.4	2.3	2.4	3.4	3.6	4.2	4.1
有価証券	16.1	19.7	19.6	13.9	9.7	15.3	8.6	10.8	11.6
（株式）	13.2	16.0	16.9	11.5	7.7	13.0	6.2	9.6	10.4
（債券等）	2.8	3.7	2.6	2.5	2.0	2.3	2.4	1.2	1.2
その他	6.3	5.2	5.2	4.9	5.1	4.4	4.1	2.8	3.2
合計額	372.0	626.8	1,017.5	1,256.5	1,388.8	1,516.6	1,480.6	1,751.8	1,834.9

（注）　１．構成比の単位は％，合計額の単位は兆円。
　　２．定期性預金には譲渡性預金および外貨預金を含む。
　　３．カッコ内は有価証券の内訳。株式には出資金を含む。
　　４．株式は時価ベース。
〔出所〕　日本銀行ホームページ掲載の統計（資金循環表）から作成

家計資産構成の日米欧比較（2019年３月末）

	日本	アメリカ	ユーロエリア
現金・預金	53.3%	12.9%	34.0%
債券	1.3%	6.5%	2.3%
投資信託	3.9%	12.0%	8.8%
株式等	10.0%	34.3%	18.8%
保険・年金	28.6%	31.7%	34.0%
その他	2.9%	2.6%	2.1%

〔出所〕　日本銀行『資金循環の日米欧比較2019年８月29日』から作成

５．外国人の投資行動（対内証券投資）　戦後の長期間，資金・資本の国際取引は原則禁止されていた。しかし，1980年12月の「外国為替及び外国貿易法」改正（新外為法）により，海外との資金・資本取引が基本的に認可制から事前届出制に変わり，原則自由となった。さらに，98年４月には日本版ビッグバンの第１弾として改正外為法が施行されたことにより，外為取引の事前届出制度も廃止され，海外との直接的な金融取引が完全に自由化された。

近年の対内証券投資の動向を見ると，株式投資については2000年と02年のITバブル後の株安期を除いて買い越しが続いていたが08年の金融危機時に売り越しとなり，12年末からの大幅な株価上昇を受けて買い越しとなったものの，14年以降は小幅な買い越しもしくは売り越しとなっている。取得額および処分額の水準は99年以降急上昇し，その結果として両者の差額である純増減額の振れも大きくなっている。売り越しとなった18年も取得額および処分額の水準は過去最高となっている。

一方で債券（中・長期債）投資は，有価証券取引税撤廃（99年），円安（02・03年）や金融不安（08・09年）による海外投資家の裁定解消等，13年の日本銀行の異次元緩和の実施などの年で売り越しとなっているが，直近でも買い越し基調が続いており，売買水準も高い。債券の取引額も株式と同様に99年以降に水準が上昇し，純増減額の振幅が大きくなっている。この背景には，中期国債（２・５年利付国債）の充実化などの制度的な要因の他に，海外のファンド等による裁定取引の活発化なども挙げられよう。

ストック（負債）の動向を見ると，まず株式については03年から市場の回復を背景に06年末には約149兆円まで増加したものの，金融危機の影響から10年には約81兆円まで減少した。その後は株式市場の回復とともに，18年末には約176兆円まで増加している。債券（中・長期債）の対内投資残高も順調に増え，18年末で約103兆円となっている。次に，地域別の保有構成比を見ると，株式ではアメリカが高い水準を維持する一方で，ヨーロッパの構成比は若干ながら低下傾向にある。一方の債券は，株式とは逆にアメリカが約23％であるが，ヨーロッパは50％近くまで増加している。アジアの債券保有は近年高い伸びをみせて18年末時点で約18％を占めている。アメリカの約23％に近い水準となっている。

対内証券投資の状況

（単位：億円）

暦　年	株式・投資ファンド持ち分			公社債等（短期証券を除く）			ネット計
	取　得	処　分	ネット	取　得	処　分	ネット	
2000	835,593	837,932	▲ 2,339	571,013	470,246	100,767	98,429
01	779,015	741,061	37,954	522,905	504,878	18,027	55,981
02	644,372	657,039	▲ 12,667	582,775	618,928	▲ 36,153	▲ 48,819
03	790,641	692,870	97,771	619,163	641,269	▲ 22,106	75,666
04	1,161,630	1,056,357	105,273	727,773	683,161	44,612	149,885
05	1,675,176	1,548,934	126,241	873,775	811,451	62,324	188,565
06	2,671,452	2,590,472	80,981	1,035,501	970,532	64,969	145,950
07	3,371,648	3,330,228	41,419	1,123,120	1,023,179	99,941	141,360
08	2,640,366	2,714,152	▲ 73,786	895,747	933,021	▲ 37,274	▲ 111,060
09	1,453,977	1,453,694	283	504,203	574,104	▲ 69,900	▲ 69,617
10	1,736,099	1,717,710	18,389	695,100	688,976	6,125	24,513
11	1,974,084	1,971,556	2,528	884,363	838,985	45,379	47,906
12	1,867,789	1,846,517	21,272	811,683	790,007	21,676	42,948
13	3,942,020	3,783,603	158,416	838,677	873,965	▲ 35,288	123,128
14	4,115,951	4,089,468	26,483	762,694	676,154	86,540	113,022
15	5,231,108	5,228,502	2,606	802,426	727,168	75,258	77,865
16	4,955,097	5,011,755	▲ 56,658	965,053	921,289	43,764	▲ 12,894
17	5,167,744	5,162,228	5,515	803,430	761,290	42,140	47,655
18	5,817,386	5,877,281	▲ 59,896	841,269	817,331	23,938	▲ 35,958

（注）　2004年までは「対内及び対外証券投資の状況（決済ベース）」，05年以降は「対外及び対内証券売買契約との状況（指定報告機関ベース）」に基づいている。
〔出所〕　財務省ホームページに掲載の資料より作成

対内証券投資残高と関連指標

年末	株　式（10億円）		債　券（10億円）		TOPIX	金利（%）	円／ドル（円）
2000	63,222	(30.4)	32,981	(15.8)	1,283.67	1.640	114.90
01	49,563	(24.7)	33,546	(16.7)	1,032.14	1.365	131.47
02	40,757	(21.4)	27,799	(14.6)	843.29	0.900	119.37
03	60,085	(28.2)	27,108	(12.7)	1,043.69	1.360	106.97
04	77,393	(31.2)	33,846	(13.6)	1,149.63	1.435	103.78
05	132,842	(40.8)	41,428	(12.7)	1,649.76	1.470	117.48
06	149,277	(43.5)	49,579	(14.5)	1,681.07	1.675	118.92
07	142,031	(39.4)	60,203	(16.7)	1,475.68	1.500	113.12
08	68,625	(23.4)	50,650	(17.3)	859.24	1.165	90.28
09	76,372	(26.6)	42,236	(14.7)	907.59	1.285	92.13
10	80,537	(26.4)	42,877	(14.0)	898.80	1.110	81.51
11	65,841	(20.7)	45,730	(14.4)	728.61	0.980	77.57
12	83,556	(23.2)	49,504	(13.8)	859.80	0.795	86.32
13	152,323	(32.3)	50,168	(10.6)	1,302.29	0.740	105.37
14	169,144	(29.2)	64,434	(11.1)	1,407.51	0.320	119.80
15	186,919	(30.7)	72,623	(11.9)	1,547.30	0.265	120.42
16	181,530	(28.0)	83,001	(12.8)	1,518.61	0.040	117.11
17	219,841	(32.1)	95,167	(13.9)	1,817.56	0.045	112.65
18	176,300	(26.1)	102,615	(15.2)	1,494.09	▲ 0.005	110.40

（注）　1．債券は中長期債のみ。
2．（　）内は海外に対する総負債に占める構成比。単位は%。
3．金利は長期国債（10年）新発流通利回り。
4．為替は東京・スポットレートの終値。
〔出所〕　財務省および日本銀行資料から作成

本邦株式と債券の地域別保有構成比

（単位：%）

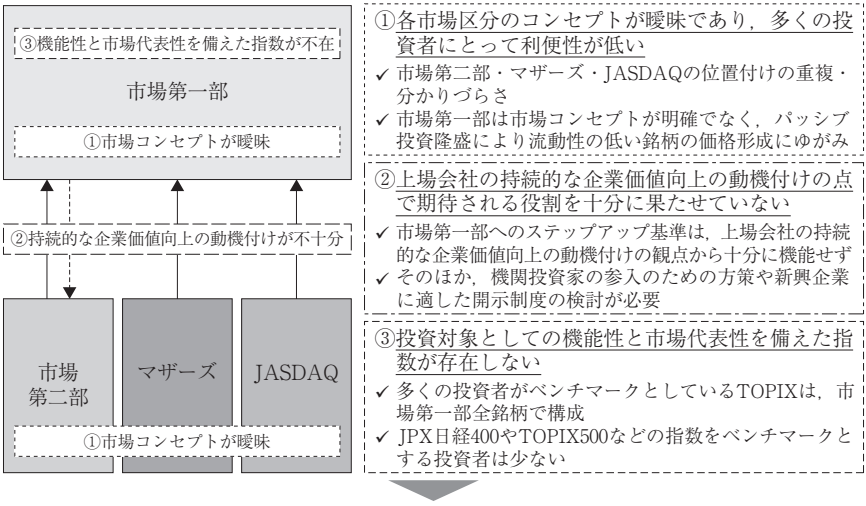
年末	アメリカ	ヨーロッパ	アジア	ケイマン諸島	その他
【株式】					
2014	47.4	36.9	5.4	0.6	9.8
15	49.1	36.0	5.7	0.7	8.4
16	49.9	34.9	6.2	1.0	8.1
17	50.2	34.0	7.3	0.9	7.5
18	52.6	32.5	6.4	0.9	7.6
【債券】					
2014	21.9	33.7	21.6	6.1	16.6
15	22.6	40.0	19.3	6.2	11.9
16	20.4	40.7	22.0	5.8	11.2
17	22.9	42.9	22.3	4.1	7.8
18	23.1	47.9	17.8	4.3	7.0

〔出所〕　財務省資料から作成

６．証券取引所の変革：東証市場構造の再検討と総合取引所化　日本取引所グループ（JPX）傘下の東京証券取引所（東証）は，2013年７月に大阪証券取引所（現大阪取引所）と現物市場を統合した。その結果，従来からの東証本則市場である市場第一部・第二部と新興市場のマザーズに加えて，大証のJASDAQ（スタンダード，グロース）も東証傘下となったことで，市場区分の重複などが問題視されていた。東証は18年10月に「市場構造の在り方等に関する懇談会」を設置し，市場区分を含めた市場構造の在り方に関する検討を始めた。19年３月に公表した論点整理では，市場構造を巡る課題として，①各市場区分のコンセプトが曖昧，②上場企業への持続的な企業価値向上の動機付けが不十分，③投資対象としての機能性と市場代表性を備えた株価指数の欠如等を挙げている。また上場銘柄の特性に応じ，①一般投資家の投資対象として相応しい実績のある企業の市場，②高い成長性を有する企業の市場，③国際的に投資を行う投資家の投資対象となる企業の市場，の３つの市場区分を設け，明確なコンセプトに基づいた制度に再設計を行うことが適当とした。その後，金融庁の金融審議会「市場構造専門グループ」に場を移し，上場会社の持続的な企業価値向上やベンチャー企業育成の観点から，各市場区分の位置付けや上場基準をはじめとする市場構造の在り方について検討が進められている。

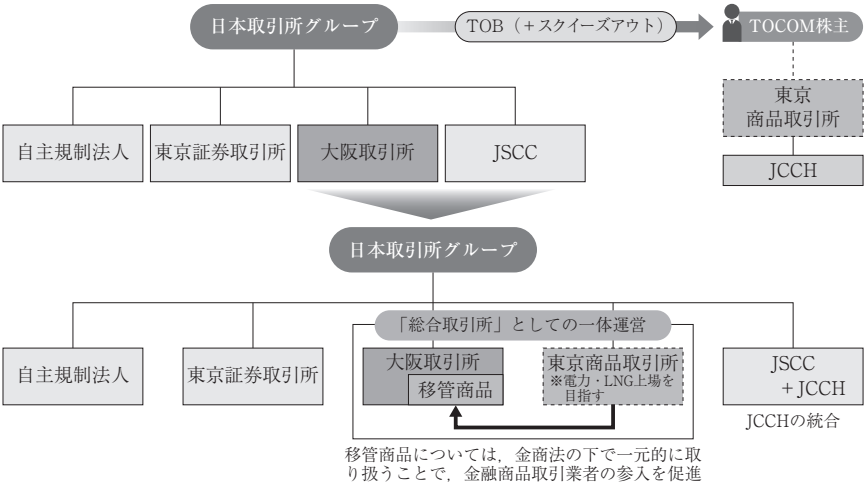
総合取引所は国際的な主流である。例えば米国のシカゴ・マーカンタイル取引所やインターコンチネンタル取引所，アジアでもシンガポール取引所などは株式等の有価証券から商品先物までを一元的に取り扱っている。わが国では07年に経済財政諮問会議 WG で総合取引所構想が提起され，09年と12年に金融商品取引法が改正されたが金融と商品の取引所は分立していた。18年６月の「未来投資戦略2018」や11月の規制改革推進会議の答申などを受けて，19年３月にJPXと東京商品取引所（東商取）は総合取引所の実現に向けて基本合意し，７月に経営統合契約を締結した。JPX が東商取を完全子会社化し，20年７月を目途に東商取に上場する貴金属先物や農産物先物の取引を大阪取引所に移管して金融商品取引法の管轄とする。ただし当面は，石油関連商品（原油先物等）は東商取で取引され商品先物取引法の管轄となる。また日本商品清算機構（JCCH）の清算機能が日本証券クリアリング機構（JSCC）に統合されることで，クリアリング機能の強化と市場の信頼性の向上も期待される。

日本取引所グループ「市場構造の在り方に関する懇談会」で指摘された問題点



〔出所〕　日本取引所グループ

総合取引所発足への取り組み



（注）　スクイーズアウトとは，特別支配株主がTOBに応募しない少数株主の株式を個別株主の承認を得ずに金銭等を対価に株式を買い取ること。

〔出所〕　日本取引所グループ

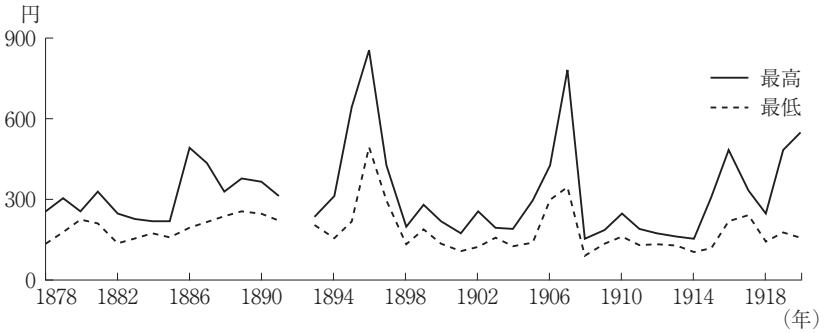
第２章　日本の証券市場の歴史

１．戦前の証券市場　日本の証券市場の起点は，初めての証券発行時点にそれをおけば，ロンドンで９分利付外国公債が発行された1870年となり，条例に基づく流通市場の誕生におけば，東京と大阪に株式取引所が設立された1878年となる。いずれにせよ，わが国に証券市場が誕生してから，約140年の歴史がある。開業当初の取引所は，旧公債や新公債，秩禄公債などの公債取引の場としてスタートした。その後，取引所株，銀行株が上場されるが，売買の大部分は公債という時代がしばらく続いた。しかし，1886年頃から鉄道業，紡績業を中心に企業勃興期を迎え，ようやくこの頃から株式売買が活発化した。

わが国での株式会社の成立は，重化学工業の発展による設備投資需要の巨大化を前提とするのではない。わが国では，株式会社そのものが重化学工業とは無関係に，資本蓄積の低位性をカバーするものとして導入された。それゆえ，資本金の払込を容易にする仕組み（株金分割払込制度や銀行による株式担保金融）も具備されていた。明治期に設立された株式会社は，軽工業を中心とした株式会社とは名ばかりの小規模な企業ばかりであった。それが転機を迎えたのは，第一次世界大戦を契機とする産業構造の重化学工業化であり，ようやく，財閥系企業を中心に資本金500万円を超える大企業の設立が急増した。

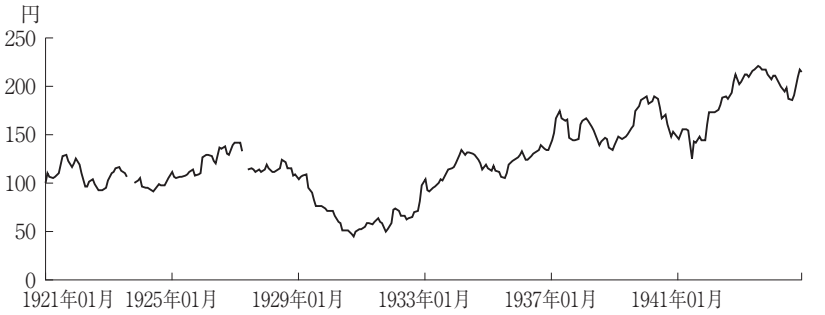
流通市場に目を転じると，財閥が傘下の優良企業株を排他的に保有しており，取引所には優良企業株の上場がほとんどされなかった。加えて，戦前期の株式取引は，投資資金や銀行による信用供与が不十分であったため，定期取引あるいは清算取引と称された先物取引中心に発展し，その主たる取引銘柄である取引所株も投機対象にされた。それゆえ，戦前期の株式市場は投機的であったことが特徴として挙げられる。また，戦前期の証券市場を振り返る上でもう一つの特徴は，戦時統制の実施である。政府は昭和恐慌以後，通貨切り下げによる輸出振興，軍事費を中心とする財政支出膨張によるインフレ政策によって景気回復を志向した。日中戦争勃発後，戦時体制の本格化とともに証券市場に対する統制が始まり，不要不急産業の証券発行が抑制され，起債の計画化，株価統制，証券業者に対する免許制が導入された。そして，全国に11カ所にあった株式取引所も，1943年に日本証券取引所へ統合された。

株価（東京株式取引所長期先限）の推移（1878－1920年）



〔出所〕『東京証券取引所20年史 規則・統計』より作成

株価（東株株価大指数）の推移（1921－1944年）



〔出所〕『東京株式取引所統計年報』『日証統計月報』より作成

東京株式取引所上場銘柄（1878年末）

債券：新・旧公債，秩禄公債，金禄公債，起業公債
株式：東京株式取引所，第一国立銀行，東京兜町米商会所，東京蛎殻町米商会所

〔出所〕『東京株式取引所五十年史』より作成

日本証券取引所業種別株式上場銘柄数（1945年５月末日）

出資証券２　銀行・信託・保険64　投資・拓殖・証券28　取引所２　鉄道・電鉄62
運・通信28　瓦斯・電気43　鉱業86　造船・造機232　鉄鋼・金属・製練81
繊維工業58　精糖・製粉18　食品工業・水産29　化学工業65　窯業25
製紙・印刷・皮革26　諸工業31　護謨・煙草23　土地・建物・倉庫17　諸商業46

〔出所〕 日本証券取引所

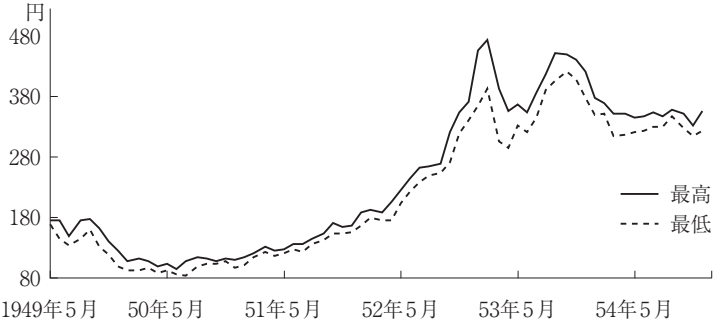
２．復興期（昭和20年代）　戦後の日本は，連合国軍最高司令官総司令部（GHQ）の占領下に置かれた。終戦直後から，証券界では市場再開の動きが起き，大蔵省も1945年10月１日からの市場再開を一旦は決定した。しかし，GHQ が取引所の再開を認めず，市場再開は実現しなかった。その後も証券界は熱心に取引所再開運動を続けたが，GHQ は経済改革（農地改革，財閥解体，労働改革）と政治・社会改革を優先し，取引所再開を時期尚早として認めなかった。その結果，取引所再開には４年弱の歳月を要し，その間に日本証券取引所も閉鎖された。こうして証券史上唯一の「取引所空白時代」が現出した。

しかし，正規の流通市場である取引所市場での立会は停止していたが，戦後の混乱期にも，証券取引に対する需要がなくなったわけではない。そのため，証券会社の店頭での取引が自然発生的に開始された（＝店頭売買）。そして，取引所の早期再開の見通しがなくなると，店頭売買と併行して取引の場所や時間を決め，店頭売買を組織化した集団取引（または集団売買）も行われるようになった。集団取引は，1945年末に東京，大阪で始まり，名古屋，新潟，京都，神戸，広島，福岡などへ広まった。

その一方で，取引所市場の再開は，戦前の取引所機構，証券法制を存続させたままでは困難であった。したがって，証券民主化を図るために，政府は証券法制の整備に着手し，1947年にアメリカの証券諸法を参考にした証券取引法を公布した。ただ，この法律は，SEC に倣った証券取引委員会に関する規定以外は施行されず，1948年に全面改正された改正法が公布された。改正法では，証券業者を免許制から登録制にし，銀証分離規定なども規定され，戦後の新たな証券市場の法律的基盤が確立された。

こうして，1949年５月以降，東京，大阪，名古屋などで証券取引所が設立された。しかし，取引所再開直前，GHQ は「取引の時間優先」,「取引所集中原則」,「先物取引の禁止」という「証券取引三原則」の厳守を証券取引委員会に命じた。各取引所もこれらの厳守を誓約し，取引所再開がようやく実現した（取引銘柄と参加者は，集団取引のそれを移行させ，実物取引のみで再開）。ただ，実需給だけでは売買の出合いがつき難いため，証券界では仮需給導入を目的に清算取引復活運動が起きた。これには，東証首脳や GHQ が否定的で，1951年にアメリカの証拠金取引を範とした信用取引制度が導入された。

株価（東証修正平均）の推移（1949－1954年）



〔出所〕『証券統計要覧』より作成

各取引所設立時の会員数と上場銘柄数

	立会開始日	会員数（設立当時）	上場銘柄数
東京証券取引所	1949年５月16日	正会員116名，才取会員12名	681
大阪証券取引所	1949年５月16日	正会員76名，仲立会員11名	523
名古屋証券取引所	1949年５月16日	正会員50名，才取会員８名	268
京都証券取引所	1949年７月４日	会員41名	217
神戸証券取引所	1949年７月４日	会員34名	189
広島証券取引所	1949年７月４日	会員28名	119
福岡証券取引所	1949年７月４日	会員29名	181
新潟証券取引所	1949年７月４日	会員24名	176
札幌証券取引所	1950年４月１日	会員17名	103

〔出所〕『証券取引委員会報告書』より作成

東京証券取引所設立時会員証券会社（1949年４月１日）

日興証券，玉塚証券，山一証券，八千代証券，田口証券，丸宏証券，日東証券，山崎証券，金十証券，入丸証券，
山吉証券，藍澤証券，国際平和証券，丸水証券，遠山証券，明和証券，關谷証券，大和証券，關東証券，新光証券，
野村証券，松屋証券，德田証券，三興証券，山加証券，金万証券，木德証券，成瀬証券，大福証券，六鹿証券，
大東証券，小田証券，東京第一証券，二宮証券，山叶証券，大澤証券，小布施証券，丸三証券，田林証券，
角丸証券，小柳証券，筑波証券，千代田証券，日本勸業証券，立花証券，丸杉証券，三重証券，原忠証券，
丸ヤ証券，福山証券，入中証券，一光証券，六甲証券，日本産業証券，東洋証券，東短証券，東光証券，
東京昭和証券，東京神榮証券，東京自由証券，中外証券，丸國証券，い（カナガシラ）証券，加賀証券，角萬証券，
吉川証券，吉村証券，大平証券，太陽証券，田中証券，高井証券，大七証券，大成証券，内外証券，中原証券，
中島証券，八洲証券，上野証券，小野証券，大阪商事，織田証券，山二証券，山和証券，福利証券，山丸証券，
山文証券，山幸証券，山三証券，丸豊証券，丸和証券，丸山証券，丸寿証券，松井証券，扶桑証券，更榮証券，
恵比壽証券，安藤証券，ヤマタ証券，三伸証券，三成証券，堺井証券，共和証券，協同証券，三澤屋証券，
三木証券，清水証券，新榮証券，十字屋証券，十全証券，上一証券，城南証券，日出証券，日山証券，平原証券，
セントラル証券，丸五証券，
才取会員：第一～第十二実栄証券

〔出所〕『東京証券取引所10年史』より作成

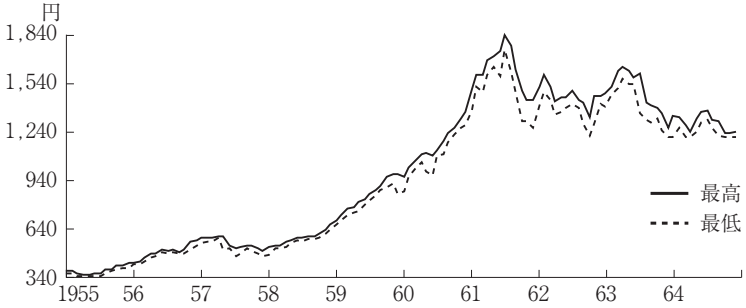
３．第１次高度成長期（昭和30年代）　1956年の経済白書で，「もはや戦後ではない」と記述されたことからも分かるように，昭和30年代前半の日本は，戦後復興を終え，「神武景気」，「岩戸景気」に代表される第一次高度成長時代を迎えた。好調な企業業績を背景に，株価は1955年後半以降1961年７月まで，ほぼ一貫して上昇を続けた。同時に「投信ブーム」もその一因となった。

戦後の新たな証券投資信託制度は1951年に創設された。株式投信は，1955年頃まで不調だったが，1956年以降，株価の上昇とともに残存元本を大幅に増やし，「池の中の鯨」と言われるほど，株式市場での存在も大きくなった。もう一つ，株価上昇を支えたのは「運用預かり」であった。運用預かりとは，証券業者が受託販売していた金融債（主に割引金融債）を，一定の品借料を払って不特定多数の顧客から預かる制度で，証券業者は預かった金融債を担保に，中小金融機関やコール市場などから資金を調達し，株式や公社債の自己売買資金に充てていた。こうした経済規模の拡大や取引所市場の盛行を背景に，店頭売買高も急増し，店頭売買新規承認会社数は新興，成長企業中心に急増した。このため，東京，大阪，名古屋の各取引所に，市場第２部が創設された。

しかし，当時の経済運営は経常収支均衡が貫かれ，国際収支が赤字になると，金融は引き締められた。1961年７月以降，国際収支赤字改善のため金利が引き上げられると，法人の換金売りが始まるとともに，増資の集中が相まって，株式の需給関係が悪化した。これに伴う株価下落は，投信ブームを終焉に追い込み，これまでの株価高騰を支えたメカニズムは反転し，株価をさらに下落させた。また，公定歩合の引き上げは，法人を中心に公社債投信の解約も増加させた。信託財産から外された公社債は，証券業者が買い取らざるを得ず，証券業者の負担を大きくさせた。そして，これらが証券恐慌の一因となった。

このため，市場では増資調整（計画増資，増資繰延べ）や，市中銀行から公社債投信４社への公社債担保融資が行われた。しかし，ケネディ・ショックもあり，株価低落は続いた。そこで，株式買入機関が設立された。1964年１月には，銀行と証券会社が出資した日本共同証券が，1965年１月には証券界が出資した日本証券保有組合が設立された。両者は市場への買い出動や投信保有株の肩代わりを行い，株式市場の需給改善を目指した。ところが，1965年５月下旬，山一証券の経営危機が報道されると，証券市場は恐慌状態に陥った。

株価（東証修正平均）の推移（1955－1964年）



〔出所〕『証券統計要覧』『東証統計年報』より作成

株式投信および公社債投信の資産増減状況（元本ベース）

（単位：百万円）

	株式投信計					公社債投信計				
	設定額 (A)	解約額 (B)	償還額 (C)	年末元本額	資金増減額 (D=A-(B+C))	設定額 (A)	解約額 (B)	償還額 (C)	年末元本額	資金増減額 (D=A-(B+C))
1955年	26,381	31,792	13,640	59,519	▲ 19,051					
1956年	51,431	27,163	16,039	67,748	8,229					
1957年	92,544	16,178	7,199	136,915	69,166					
1958年	106,412	25,741	7,890	209,695	72,780					
1959年	182,480	58,876	3,219	330,081	120,385					
1960年	362,066	87,945	－	604,202	274,120					
1961年	588,205	155,751	9,810	1,026,845	422,643	244,490	88,470	－	156,020	156,020
1962年	347,116	229,174	14,161	1,130,627	103,781	83,819	107,160	－	132,679	▲ 23,341
1963年	331,873	274,226	17,884	1,170,388	39,761	109,857	71,021	－	171,515	38,836
1964年	330,158	293,573	45,415	1,161,558	▲ 8,829	122,332	84,811	－	209,036	37,521
1965年	196,829	349,502	42,556	966,328	▲ 195,229	120,665	110,132	－	219,569	10,533

〔出所〕『証券投資信託三十五年史』より作成

運用預り有価証券の種類および運用状況の推移

（単位：百万円）

	運用総額	種類			運用区分	
		特殊債		社債	差入担保	その他
			うち割引金融債			
1958年９月	62,701	61,984	61,384	568	53,812	5,283
1959年９月	108,347	107,602	105,381	673	88,793	19,420
1960年９月	146,076	144,875	141,666	969	116,061	30,015
1961年９月	139,833	138,552	134,794	1,239	116,988	22,845
1962年９月	154,284	152,127	143,946	2,005	129,030	25,254
1963年９月	209,197	205,337	196,967	3,386	156,319	52,877
1964年９月	249,079	244,685	235,557	3,714	195,891	53,189

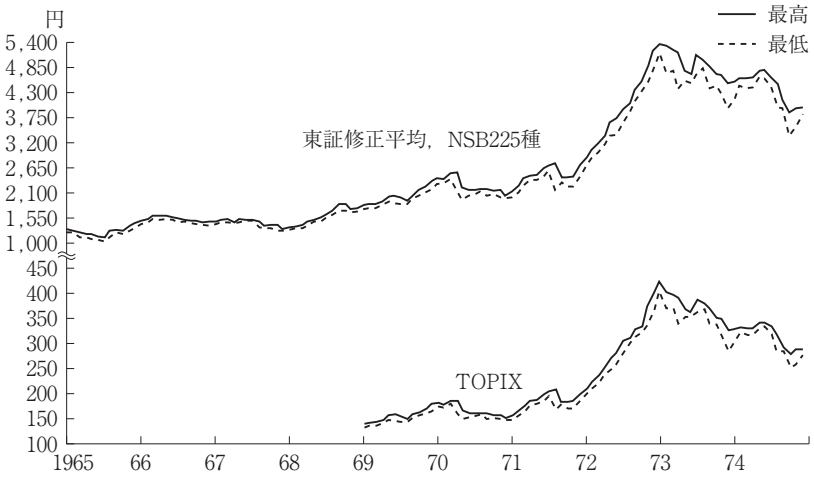
〔出所〕『大蔵省証券局年報』より作成

４．第２次高度成長期（昭和40年代）　昭和40年代は証券恐慌で幕を開けた。1964年９月期決算で，全国証券業者は264億円の赤字を計上していた。特に山一証券は経営が悪化しており，1965年３月末の赤字は，資本金80億円に対して282億円にのぼった。1965年５月21日，ついに山一証券の経営危機が明らかになる。政府は信用不安の発生を回避するため，５月28日深夜，日本銀行法第25条を初めて発動して，無担保，無制限の日銀特融を山一証券へ行うことを発表した（実際は，担保が徴求されていた）。その後もしばらく，株価は下落を続けたが，政府が戦後初の赤字国債発行方針を明らかにすると，株価は回復に転じた。一方で，証券恐慌は，証券業界再編の基因ともなった。政府は証券取引法を改正し，証券業に免許制を導入した。証券界では，証券恐慌前後の登録取消や自主廃業に加え，免許制に備えた証券業者の合併，統合などが行われた。その結果，証券業者の数は1963年末の593社から，免許制移行時には277社へと半減した。

昭和40年代には，証券市場の国際化も進んだ。1964年，日本はIMF8条国へ移行，OECDにも加入し，資本取引の自由化を公約した。このため，1967年７月以降，５度に分けて資本自由化措置が講じられた。これによって，外国人の株式取得制限は徐々に緩和され，最終的には一部の業種を除いて自由化された。資本取引の自由化とは，海外投資家だけでなく，海外の発行者や仲介者を受け入れることでもある。1970年にはアジア開発銀行が円建て外債を発行し，1972年には外国株式の国内販売も開始され，1973年には東京証券取引所に外国部が設けられた。そして，外国証券会社の日本進出も始まり，1972年にはメリルリンチ証券東京支店へ，外国証券会社初の証券業免許が付与された。

こうした資本取引の自由化は，外国企業による日本企業の乗っ取りも可能にすることを意味した。そのため，上場会社は安定株主工作で対抗した。企業が相互に株式を持ち合えば，相対的に市場に供給される株式は少なくなり，乗っ取りからの防衛を容易にする。この時期の株式持ち合いは，乗っ取り防衛の観点から行われた。その後，増資の形態が従来の株主割当額面発行から，公募時価発行へ移行すると，発行会社は時価発行に備える観点からも高株価を歓迎し，株式の持ち合いを推進した。その結果，法人の株式保有比率が高まる一方，個人の株式保有が減少するといった株式保有構造上の変化が見られた。

株価（東証修正平均，NSB225種平均株価，TOPIX）の推移（1965－1974年）



〔出所〕『証券統計要覧』「日本経済新聞」『東証統計年報』より作成

証券業者数の推移

年度	会社数増減		年度末会社数	営業所数	資本金（単位：100万円）	1社当たり資本金（単位：100万円）
	増加	減少				
1948	959	11	948			
1949	292	113	1,127	1,889	3,014	2.7
1950	18	209	936	1,601	3,454	3.7
1951	11	109	838	1,642	3,767	4.5
1952	71	73	836	1,794	6,683	8.0
1953	52	52	836	2,105	10,115	12.1
1954	11	83	764	1,997	10,713	14.0
1955	2	66	700	1,901	10,826	15.5
1956	7	55	652	1,848	12,022	18.4
1957	7	77	582	1,904	18,062	31.0
1958	7	32	557	1,984	19,569	35.1
1959	15	26	546	2,233	29,221	53.5
1960	36	30	552	2,565	39,094	70.8
1961	48	10	590	2,841	74,991	127.1
1962	23	12	601	2,934	78,114	130.0
1963	8	16	593	2,893	100,573	169.6
1964	0	82	511	2,424	126,118	246.8
1965	0	86	425	2,109	125,599	295.5
1966	2	30	397	2,009	118,632	298.8
1967	0	113	284	1,869	119,955	422.4
1968	0	7	277	1,572	119,904	432.9

（注）　1959年度以前の営業所数・資本金は年末時点
〔出所〕『大蔵省証券局年報』より作成

株式保有状況の変化

所有者別＼年度		1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
政府・地方公共団体		0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
法人	金融機関	26.8%	29.8%	30.6%	32.0%	31.9%	32.3%	33.9%	35.1%	35.1%	35.5%	36.0%
法人	証券会社	5.4%	5.4%	4.4%	2.1%	1.4%	1.2%	1.5%	1.8%	1.5%	1.3%	1.4%
法人	事業法人等	21.0%	18.6%	20.5%	21.4%	22.0%	23.1%	23.6%	26.6%	27.5%	27.1%	26.3%
法人	外国法人	1.9%	1.7%	1.7%	2.1%	3.1%	3.0%	3.4%	3.4%	2.8%	2.4%	2.5%
法人計		55.1%	55.5%	57.2%	57.6%	58.4%	59.6%	62.4%	66.9%	66.9%	66.3%	66.2%
個人	個人・その他	44.4%	44.1%	42.3%	41.9%	41.1%	39.9%	37.2%	32.7%	32.7%	33.4%	33.5%
個人	外国人	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
個人計		44.6%	44.3%	42.5%	42.1%	41.3%	40.1%	37.4%	32.8%	32.8%	33.5%	33.6%

（注）　金融機関の中には，投資信託分も含む
〔出所〕『株式分布状況調査』より作成

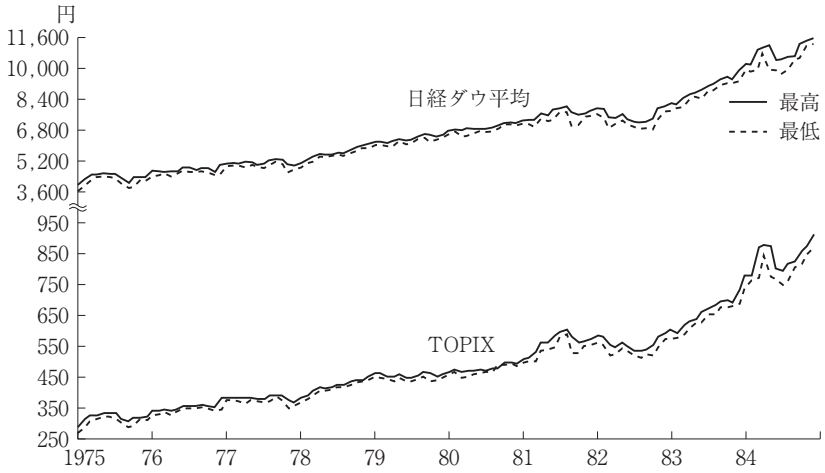
５．石油ショックへの対応（昭和50年代）　昭和40年代末には，日本経済を揺るがす大きな出来事が相次いで起きた。それはニクソンショック（1971年）であり，変動相場制の導入（1973年）や第１次石油ショック（1973年）である。石油ショックは，1979年にも再び起きた。二度に亘る石油ショックを，企業は「減量経営」で，政府は財政拡張政策で乗り切ろうとした。この財政拡張政策を裏付けたのが，赤字国債の「大量」発行であった。

戦後，わが国の国債発行は，前項で述べたとおり1965年度から始まる。その特徴は，市場実勢を無視した低金利で国債を発行し，それを引受シ団金融機関の資力に応じ，強制的に割り当てたことである。このような人為的に低利固定された相場を維持するには，金融機関に国債を自由に市中売却させてはならない。当時の国債発行額は，日銀の成長通貨供給量の範囲内であったため，日銀は金融機関の保有する国債を，発行後１年を経過したものはほぼ全額買い取った。しかし，石油ショック後の国債発行が，「大量」発行と言われるのは，1975年以降の国債発行額が，成長通貨供給量を上回ったためである。

大量の国債が発行されると，従来の流動化政策では限界に達し，国債の市中消化が不可避となった。そこで政府は，1977年に制限付ながら国債の市中売却を認めた。その後，売却制限は段階的に緩和され，国債流通市場の自由化が実現した。他方，国債の応募者利回りは，規制金利体系の基準金利でもあり，これの自由化は人為的規制金利政策の転換を迫るものであった。そのため，国債発行市場の自由化は，政府内にも根強い反対があり，遅々として進まなかった。しかし，1981年６月のシ団金融機関による国債引受拒否を契機に，国債発行条件の自由化，各種長期金利の自由化が進んだ。

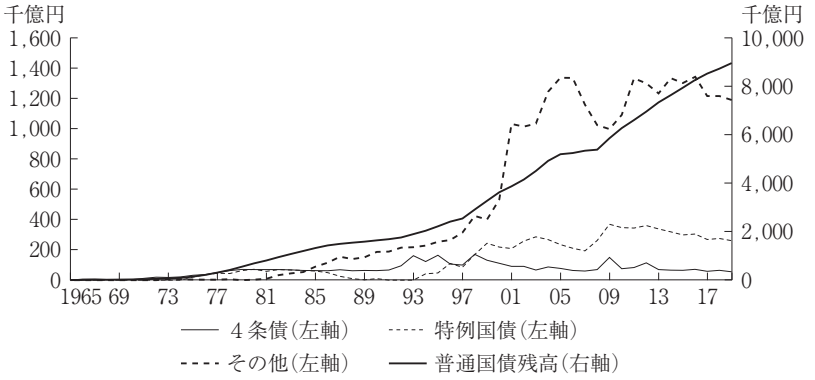
また，この時期には，もう一つの「コクサイ」化も進展した。昭和50年代には日本の対米貿易黒字が大幅に拡大し，これが両国の貿易，経済摩擦問題へと発展した。アメリカは，日本の金融，資本，サービス市場の閉鎖性こそが問題の真因であるとして，経済構造全般に対する改革を求めた。この一連の過程で「日米円ドル委員会」が開催された。この委員会でアメリカは，市場メカニズムが機能する自由化された金融，資本市場こそが，最適な資源分配を可能にするとして，日本政府にそれを妨げる種々の規制の撤廃を強く求めた。こうした「二つのコクサイ化」が金融自由化の基因となった。

株価（日経ダウ平均，TOPIX）の推移（1975－1984年）



〔出所〕『日本経済新聞』『東証統計年報』『証券統計年報』より作成

国債発行額および国債残高の推移



※国債発行額は収入金ベース
※特例国債の中には，臨時特別公債，減税特例公債，震災特例公債を含む
※その他は，年金特例債，復興債，財投債，借換債の合計

〔出所〕財務省ホームページより作成

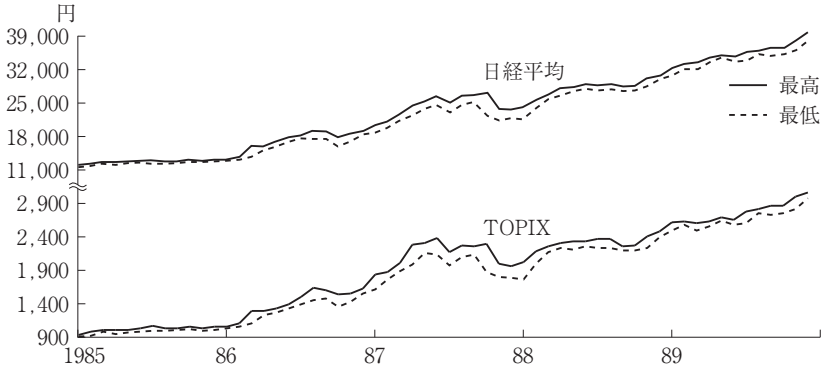
６．バブル経済前後の発展（昭和60年－平成元年）　1984年に出された「日米円ドル委員会報告書」で，アメリカは日本に金融，資本市場の自由化，円の国際化を強く要求した。これを受けて日本政府は，預金金利の自由化をはじめとする国内金融市場の自由化，外国証券会社への東証会員権の開放など，外国金融機関による対日アクセスの改善，ユーロ円市場の自由化を実施に移した。東証の会員権開放を巡っては，東証が政府の要請を受けて，1985年，定款に定められた会員定数を改定して，第一次開放が行われた（以後，第三次開放まで行われ，外証25社の会員加入が承認された）。

そして，金利の自由化は，1985年に大口預金金利の自由化が行われ，これ以後，預金金利の自由化が進展した。その結果，全国銀行の自由金利調達比率は，1984年度末の7.5％から1989年には53％へと急増し，銀行の資金調達コストを上昇させた。他方，大企業の資金調達は，銀行融資から証券発行へと変化し，大手銀行は主要取引先（重化学工業企業）への融資を縮小させていた。そのため，大手銀行は，融資対象の拡大（不動産，建設業など），国際業務への進出とともに，証券業務への参入を企図し，証券界との業際問題が本格化した。

また，1985年には「プラザ合意」が行われた。プラザ合意後，円ドル相場では円が急上昇し，輸出依存度の高い日本経済は円高不況が懸念された。そのため日銀が，1986年１月以降，相次いで公定歩合を引き下げ，日本経済は景気回復過程に入った。ところが，1987年10月19日にアメリカでブラック・マンデーが起き，各国で不況回避のために金融緩和が行われ，景気回復過程にあった日本でも，公定歩合が低利のまま据え置かれた。このため，地価や株価は上昇を続けた。資産価格の上昇を背景に，企業は銀行借入や証券発行で調達した資金で，金融収益の拡大を目指して財テクを行い，融資先減少に悩む金融機関も，証券投資を積極化した。証券投資の活発化を受けて日経平均株価は，プラザ合意前（1985年９月末）の12,716円52銭から，1989年末には38,915円87銭へと上昇し，史上最高を記録した。

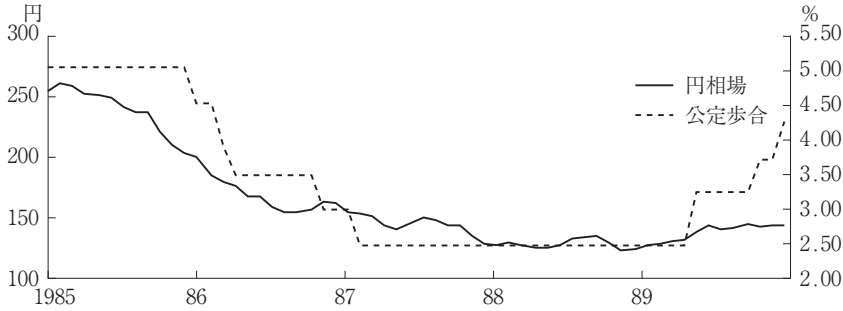
この時期には，新たな取引手法も導入された。1985年の債券先物取引を皮切りに，1987年には株価指数先物取引，1989年には株価指数オプション取引が開始された。こうして，日本市場は現物，先物，オプション取引を完備する市場となった。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（1985－1989年）



〔出所〕『日本経済新聞』『証券統計年報』より作成

円相場と公定歩合の推移



〔出所〕 日本銀行ホームページより作成

委託者別株式売買構成比

（単位：億株）

	総合証券委託売買高	個人	外国人	生損保	銀行	投資信託	事業法人	その他
1983年	1,250.7	59.5%	15.9%	1.3%	3.5%	4.4%	9.3%	6.1%
1984年	1,344.5	54.6%	17.3%	1.2%	5.3%	4.4%	11.5%	5.7%
1985年	1,615.6	49.5%	15.4%	1.2%	10.6%	5.0%	11.6%	6.6%
1986年	2,772.0	41.7%	13.8%	1.1%	16.1%	5.4%	15.4%	6.5%
1987年	3,683.4	36.8%	12.4%	1.0%	21.5%	5.6%	17.0%	5.8%
1988年	3,979.2	34.8%	9.1%	1.2%	24.7%	6.8%	17.7%	5.7%
1989年	3,395.1	32.3%	10.8%	1.2%	25.4%	10.0%	14.6%	5.7%

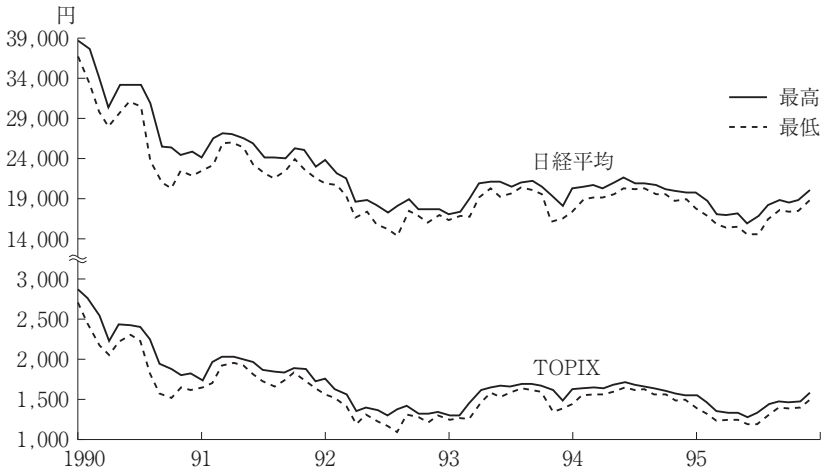
※総合証券の委託売買高は，各社の売り，買いを合計したもの。
※三市場第一部，第二部合計
〔出所〕『東証要覧』より作成

７．証券不祥事と金融制度改革（平成２年－７年）　世界的な金融自由化の流れや大企業の資金調達方法の変化に伴い，1980年代半ばから日本でも金融制度改革の議論が始まった。この議論では金融制度調査会が先行し，戦後の金融制度の根幹にあった長短分離，信託分離，銀証分離といった専門金融機関制度の見直しが検討された。銀行の証券業務参入に積極的な金融制度調査会は，業態別子会社方式による相互参入を望ましいと結論づけ，証券取引審議会に銀証分離制度の見直しを要請した。これに対し，証券取引審議会は，銀行の証券業務参入を警戒し，両者には温度差があった。ただ，証券取引審議会もこれに伴う弊害防止措置（当分の間，孫会社の場合も含めた株式ブローカー業務の禁止など）の実施を条件に，相互参入を容認したため，1992年６月に金融制度改革関連法が制定され，業態別子会社による相互参入が実現した。

金融制度改革の議論が一段落した頃，金融，証券界に激震が走った。金融・証券不祥事の発覚である。証券不祥事は，バブル期に大手証券が，法人顧客などの大口顧客に対し，損失を補填していたことが税務調査から明らかになり（1991年８月時点のそれは，四大証券および準大手，中堅の17社合計で約1,720億円とされた），その他にも暴力団関係取引や，相場操縦疑惑なども発覚し，社会問題化した。損失補填の多くが，営業特金勘定（特定金銭信託の運用を一任勘定取引で委任されていたもの）での損失に対して行われた。その手法は債券取引を装った利益提供や，決算期の異なる顧客に，損失が出ている証券を簿価で一時的に引き取らせる「飛ばし」の斡旋などが用いられた。

当時，事後の損失補填は，法律で禁じられておらず，即座に証券取引法が改正され，一任勘定取引の禁止と事前事後の損失補填が禁じられた。この問題に対して，「業者の保護，育成的な行政と固定手数料制によって，過剰利益を得られたことが損失補填を可能にした」や，「損失補填の禁止や証券会社を罰するだけでなく，金融制度改革の実現こそが問題解決には必要」などの批判が相次いだ。また，1991年９月には「臨時行政改革推進審議会」が，再発防止策として手数料自由化，新規参入の促進，検査監督機関の大蔵省からの分離を答申した。この答申を受け，1992年７月に証券取引等監視委員会が創設された。臨時行政改革推進審議会による他の答申内容は，後に実施される金融ビッグバンの下地となり，新たな金融，資本市場の枠組み作りに生かされた。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（1990－1995年）



〔出所〕『日本経済新聞』『証券統計年報』より作成

金融機関の証券子会社一覧

年月	新規営業開始会社
1993年７月	興銀証券（現：みずほ証券），長銀証券（現：UBS 証券），農中証券（現：みずほ証券）
1993年11月	住友信証券（2000年清算），三菱信証券（現：三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券）
1994年７月	あさひ証券（1999年解散）
1994年８月	安田信証券（現：みずほ証券）
1994年11月	さくら証券（現：大和証券），三和証券（現：三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券），第一勧業証券（現：みずほ証券），富士証券（現：みずほ証券），三菱ダイヤモンド証券（現：三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券），住友キャピタル証券（現：大和証券）
1995年３月	東海インターナショナル証券（現：三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券）
1995年４月	北海道拓殖証券（1998年解散）
1995年５月	三井信証券（1999年廃業）
1995年10月	東洋信証券（1999年清算）
1996年11月	しんきん証券，横浜シティ証券（1999年清算）
1997年８月	トウキョウフォレックス証券（現：ICAP 東短証券），日短ブローカーズ証券（現：セントラル東短証券）
1997年11月	上田短資証券（2001年解散）

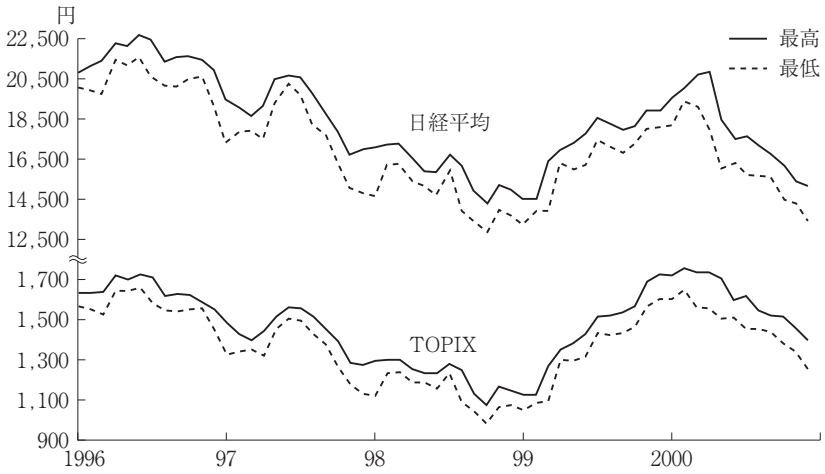
〔出所〕『日本経済新聞』『大蔵省証券局年報』『金融監督庁の１年』『金融庁の１年』より作成

８．金融システム改革法の議論と実施（平成８年－12年）　バブル経済の崩壊は，大きな爪痕を残した。株価の下落は証券不祥事，地価の下落は不良債権処理問題として現出した。特に，不良債権処理問題は抜本的な解決策を打ち出せないままに時間が経過し，その後，金融界は10年近い歳月を不良債権処理に追われ続けた。他方で，その間に，日本市場から外国企業や投資家，金融取引が撤退する，いわゆる「金融の空洞化」が現実的問題となっていた。そこで1996年，当時の橋本首相が打ち出したのが「金融ビッグバン構想」であった。この構想では，2001年までに不良債権処理の進展とともに，フリー，フェアー，グローバルを原則に，日本の金融市場をニューヨーク，ロンドンと並ぶ国際金融センターに再生することが目指された。

この議論は，証券取引審議会，金融制度調査会，保険審議会，外国為替審議会，企業会計審議会の各審議会で行われ，従来の銀行を介した資源分配（＝間接金融体制）から，市場機能を活用した資源分配を可能とする金融システム（＝直接金融体制）への転換が打ち出された。1998年10月の「金融システム改革法」では，資産運用手段の充実，活力ある仲介を通じたサービスの提供，特色ある市場システム整備，利用者が安心して取引を行うための枠組み作りが提起された。なかでも，株式売買委託手数料の自由化，証券業の登録制への移行は，証券会社にビジネスモデルの変革を迫るものであり，一方，取引所集中義務の撤廃は市場間競争を促すものであった。

金融ビッグバン構想提起とほぼ同時期に，大規模金融機関が経営危機や，破綻に至った金融危機も発生した。銀行では拓銀，長銀，日債銀が，証券会社では準大手の三洋証券や，四大証券の一角を占めた山一証券が破綻した。従来であれば，大手金融機関が破綻金融機関を吸収，合併して救済が図られたが，もはやこの時点ではその余力のある金融機関はなく，金融機関の不倒神話は崩壊し，護送船団行政も終焉を迎えた。また，この危機を契機に，大手金融機関は，従来の企業集団の枠を超えて再編され，４大金融グループへ集約された。さらに，４大金融グループは，系列証券の再編にも乗り出し，準大手，中小証券の再編も進んだ。また，証券業の登録制移行や株式売買委託手数料の自由化と同時期に，IT 革命も起こり，ネット証券をはじめとする新たなビジネスモデルをもった業者の新規参入が相次ぎ，証券業務の担い手にも変化が見られた。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（1996－2000年）



〔出所〕『日本経済新聞』『証券統計年報』より作成

ビッグバンでの証券市場に関わる改革項目およびスケジュール

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
Ⅰ．投資対象（魅力ある投資対象）					
(1)　新しい社債商品の導入					
(2)　証券デリバティブの全面解禁					
(3)　投資信託の整備					
○証券総合口座の導入					
○銀行等の投信窓販の導入					
○私募投信の導入					
○会社型投信の導入					
(4)　有価証券定義の拡大					
(5)　企業活力の向上と資本の効率的利用の促進					
Ⅱ．市場（信頼できる効率的な取引の枠組み）					
(1)　取引所取引の改善と取引所集中義務の撤廃					
(2)　店頭登録市場の流通面の改善					
(3)　未上場・未登録株の証券会社による取扱いの解禁					
(4)　貸株市場の整備					
(5)　証券取引・決済制度の整備					
(6)　検査・監視・処分および紛争処理体制の充実					
(7)　ディスクロージャーの充実					
Ⅲ．市場仲介者（顧客ニーズに対応した多様なサービス）					
(1)　株式委託手数料の自由化					
(2)　証券会社の専業義務の撤廃と業務の多角化					
(3)　持株会社の活用					
(4)　資産運用業の強化					
(5)　証券会社の健全性チェックの充実					
(6)　仲介者の参入規制の改革					
○免許制から登録制への移行					
○相互参入の促進（業態別子会社の業務制限の撤廃）					
(7)　破綻処理制度の整備					
○分別管理の徹底					
○寄託証券補償基金の充実					
証券税制の見直し					
新金融行政体制への移行					

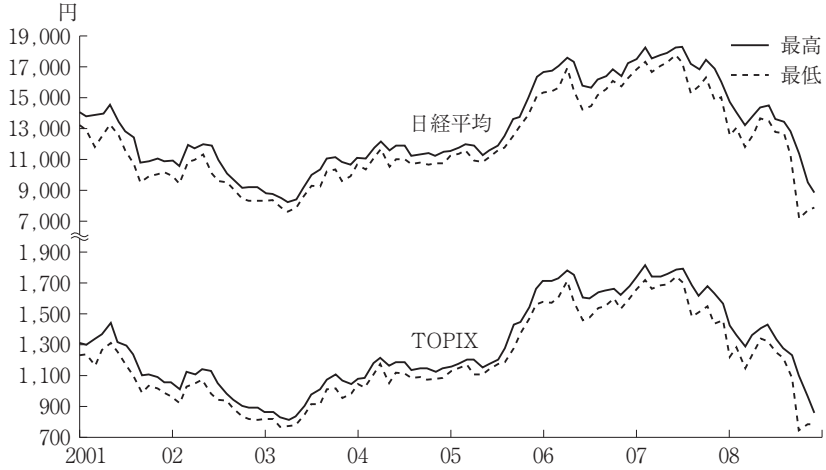
〔出所〕『証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～』から引用

９．ビッグバン以降（平成13年－20年）　2000年代になると不良債権処理問題は転機を迎えた。構造改革を訴えた小泉政権は，不良債権処理を最優先課題に位置づけ，「金融再生プログラム」（2002年10月）に基づく不良債権の最終処理を進めた。その際，銀行財務に著しい資本不足の発生や企業倒産，失業者増加の恐れもあるため，前者には金融システムの安定維持に向けた公的資金が，後者には企業再建の仕組み（民事再生法の制定や整理回収機構，産業再生機構などによる企業再生）が準備され，これらの抑制が企図された。

一方，2001年６月の「骨太の方針」や同年８月の「証券市場の構造改革プログラム」，翌年８月の「証券市場の改革促進プログラム」では，「貯蓄から投資へ」のスローガンの下，証券市場をわが国金融システムの中心にし，幅広い投資家の参加する真に厚みのある，市場機能を中核とした市場型金融システムへの転換が推進された。これらでは，販売チャネルの拡充（銀行証券共同店舗の解禁や証券仲介業制度の導入など）や金融商品・金融サービスの多様化（ラップ口座の実質的解禁など），公正性，透明性確保（情報開示の徹底や監査法人に対する監督強化など）などが提起され，これらにより，幅広い投資家が参入する，信頼される市場作りが目指された。こうした改革の実施に伴い，株式，債券，投資信託などのリスク性資産への家計金融資産の配分は，2006年まで増加傾向にあった。他方で，こうした改革に伴い，複雑な金融商品，金融取引も増え，利用者保護ルールの徹底，多様化した投資商品に対する包括的な規制も求められた。そこで，証券取引法が改正され，「金融商品取引法」が施行された。

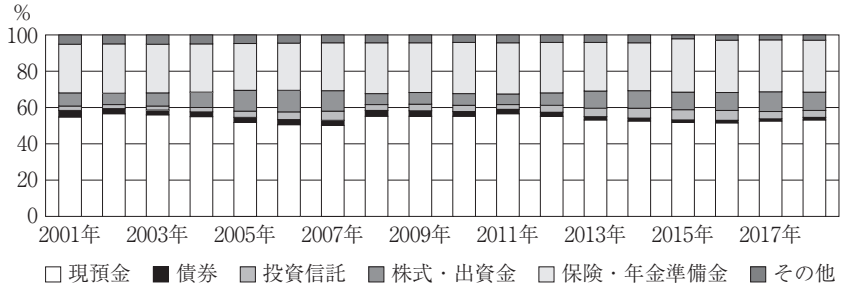
また，金融ビッグバン以後，リテール証券ビジネスの変革と各取引所間の市場間競争が本格化した。前者では，株式委託売買手数料の自由化後，委託手数料収入が伸び悩んだ。そのため，大手証券を中心にブローカー業務中心のビジネスから，預かり資産残高を重視する「資産管理型営業」へ転換し，市況依存からの脱却が図られている。他方，後者では市場間競争には上場誘致競争と取引誘致競争があり，前者に関しては，2000年頃から各取引所に新興市場が次々と創設され，新興，成長企業の上場が相次いだ。後者に関しては，東証が市場間競争に先駆けて，株式売買の電子化や立会外取引の導入などを行い，その地位を強固にした。しかし，株式取引の東証一極集中は，地方証券取引所の地盤沈下を顕著にし，2000年頃にはそれの再編が相次いだ。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（2001－2008年）



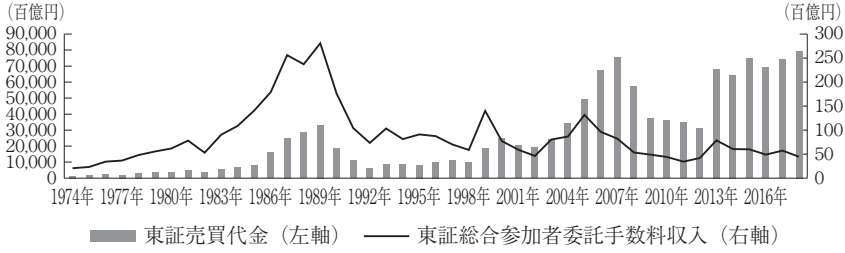
〔出所〕『日本経済新聞』『東証統計月報』『証券統計年報』東京証券取引所ホームページより作成

家計の金融資産と種類別構成比の変化



〔出所〕 日本銀行ホームページより作成

東証売買代金と委託手数料収入の推移



〔出所〕『東証統計月報』，『東証要覧』『証券』「東証ホームページ」より作成

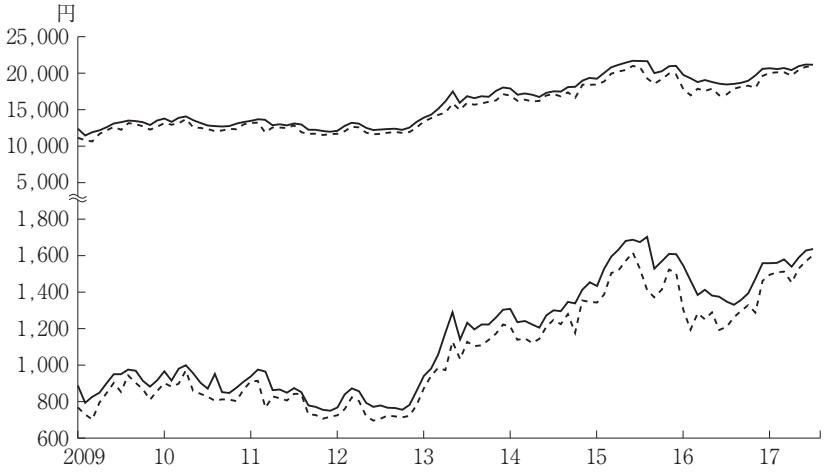
10. リーマンショック後の変化（平成20年以降）　2007年夏ごろから，アメリカで住宅価格が下落し，サブプライムローンの焦げ付きをきっかけにした欧米金融機関の流動性危機は，世界的な金融危機に発展し，世界経済は同時不況に陥った。また，2009年にはギリシャ債務問題が発生した。これは経常収支赤字や財政赤字が大きい諸国にも波及し，これらの国への債権残高の多い英，仏，独の金融機関にも危機を伝播させ，欧州債務危機へと発展した。こうした危機に対し，各国は巨額の財政出動と金融緩和で危機を回避した。

危機から約10年を経て，ようやく欧米の中央銀行がバランスシートの縮小へと向かい始めた。しかし，イギリスが国民投票の結果，EU 離脱を選択し，アメリカと中国も，中国からの鉄鋼製品への追加関税適用を契機に貿易摩擦が表面化するなど世界経済に深刻な影響を与える出来事が続いている。日本の株式市場もこうした世界経済の不安定さを受けて，2019年９月末までの TOPIX の対前日騰落率の下落記録上位10位のうち，４回がリーマンショックを原因として，１回が Brexit を理由に記録された。

また，日本ではデフレからの脱却に向け，コーポレートガバナンス改革が行われ，コーポレートガバナンス・コードや日本版スチュワードシップ・コードを導入し，企業の稼ぐ力の向上が目指された。他方で大胆な金融緩和を実施し，国債のみならず ETF や REIT の購入額の増額も行われた。その結果，日銀の資産は2013年３月末時点の164兆円から，2019年７月末時点には568兆円へ急拡大した。しかし，消費者物価の前年比上昇率は目標に達せず，2016年２月からはマイナス金利政策も導入された。この間，海外の中央銀行が購入していない ETF や REIT の購入も続け，その額は約28兆円に達している。ETF や REIT に満期償還はなく，日本銀行の出口戦略は欧米のそれより困難が予想されるが，これまでそれが明示されたことはなく，出口戦略の明示が求められよう。

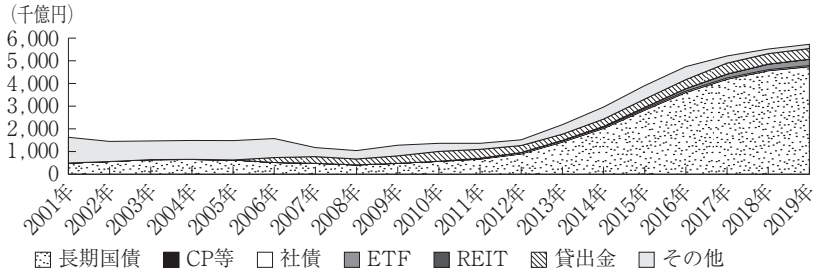
また，もう一つの変化として，東証の売買システム更新をきっかけに市場間での流動性獲得競争が始まったことが挙げられよう。HFT が本格的に参入し，PTS の利用も増加した。しかし，市場間競争による取引所のシステムコスト増大は取引所再編を促し，国内でも日本市場の国際競争力強化と利便性向上を目指して，2013年１月に日本取引所グループが誕生した。さらに，東京商品取引所もこれとの経営統合に基本合意し，総合取引所の実現が目指されている。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（2009年以降）



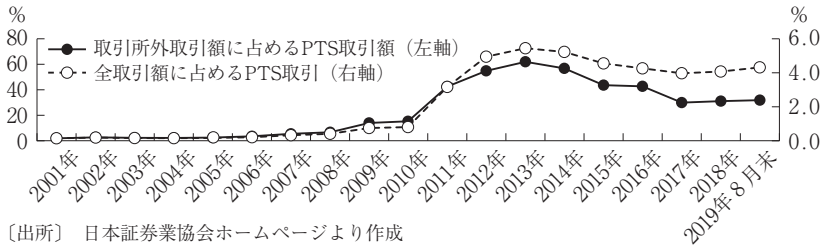
〔出所〕『日本経済新聞』東京証券取引所ホームページより作成

日銀保有資産の推移



〔出所〕 日本銀行ホームページより作成

PTS での取引の推移



〔出所〕 日本証券業協会ホームページより作成

第３章　株式発行市場

１．株式会社と株式　現行の会社法において，会社は株式会社，合名会社，合資会社または合同会社に分類される。株式会社は，①出資単位が株式の形で細分化され，②株式を転売することにより容易に出資金を回収でき，③出資者は出資金以上の責任を負わない（有限責任）等の優位性を持つ。これらの優位性により，多様な出資者から多くの資本を集めることが容易となる。

株式会社が発行する株式は，出資者の地位や権利を意味する資本証券（狭義の有価証券）である。株主は株式保有の対価として資金を出資することで，①経営参加権（株主総会へ参加し持ち株数に応じた議決権を行使する権利等），②剰余金配当請求権，③残余財産分配請求権（会社解散時に残余財産を持ち株数に応じて受け取る権利），④代表訴訟提起権などの権利を有する。その一方で，発行された株式は，自社株買いや会社が解散されるケースを除き償還されることがない。このため，株主は会社から出資の払い戻しを受けることはできず，保有する株式の換金を望む場合，株式市場で保有株式を売却する必要がある。そこで流動性を高めるために，株式は１株を単位とする代替的単位に細分化され，有価証券である株券の形態をとっている。一方で，同じ資本証券である社債の償還価値は発行会社によって保証される。

株式制度は，2001年以降の商法改正によって大きく変化した。10月１日施行の法改正で，額面株式制度が廃止され無額面株式に一本化されるとともに，単位株制度が廃止され単元株制度が導入された。また，02年４月１日施行の法改正では，①新株予約権制度の創設，②ストック・オプション制度の規制緩和，③種類株式に関する規制緩和などが行われている。

04年に公布された「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（商法改正）により，株券不発行制度が導入された。会社法の改正により，09年１月から公開会社の株式は無券面化（ペーパーレス化）された。また，譲渡制限株式の全株への適用や全部取得種類株式の導入（06年５月施行）や特別支配株主の株式等売渡請求（キャッシュ・アウト）制度が新設された（15年５月施行）。19年の会社法の改正では，自社株対価による企業買収の手法として株式交付制度が新たに導入された。

株主の主な権利

自益権（財産的利益に関する権利）	**共益権**（経営への参加に関する権利）
・剰余金配当請求権　・新株引受権 ・残余財産分配請求権　・名簿名義書換請求権 ・株式買取請求権	・総会議決権　・代表訴訟提起権 ・総会招集権　・取締役の違法行為差止請求権 ・株主提案権　・解散請求権 ・役員解任請求権　・閲覧等請求権

株式制度に関する最近の商法改正および会社法の主な内容

2001年の法改正（2001年10月１日施行）	
	自己株式の取得，保有制度の見直し（金庫株の解禁） 額面株式の廃止（無額面株式に一本化）と純資産額規制（最低５万円以上）の撤廃 単位株制度の廃止と単元株制度の導入 法定準備金制度の緩和等
2001年の法改正（2002年４月１日施行）	
	新株予約権制度の整備とストック・オプション制度の制限撤廃 会社関係書類の電子化 種類株式規制の見直し（トラッキング・ストック(注)の解禁）等
2002年の法改正（2003年４月１日施行）	
	種類株式制度の整備 株券失効制度の創設 資本減少手続の合理化等
2003年の法改正（2003年９月25日施行）	
	定款規定に基づく取締役会決議による自己株式の取得 中間配当限度額の計算方法の見直し等
2004年の法改正（2005年10月１日施行）	
	株券不発行制度の導入 電子公告制度の導入等
2005年の会社法制定（2006年５月１日施行）	
	株式の譲渡制限の柔軟化 株式の消却制度の合理化 株券発行に係る規定整備 端株制度の廃止等
2014年の法改正（2015年５月１日施行）	
	支配株主の異動を伴う新株発行手続きの見直し 特定支配株主による株式売渡請求（キャッシュ・アウト）制度の導入等
2019年の法改正（2019年12月11日公布。公布日から１年６ヶ月以内に施行）	
	株式交付制度の創設

（注）　トラッキング・ストックとは，利益配当等が企業全体の業績ではなく特定の事業部門や子会社の業績に連動して決定される株式のことをいう。

２．株式発行の形態　株式発行は，まず株式会社設立の際に行われる。会社設立は大きく発起設立と募集設立に分類される。少数の発起人の出資だけで会社を設立する発起設立の場合には，株式の発行を確実に行えるという利点があるが，発行額が発起人の資力の範囲内に限定される。反対に不特定多数に株式の取得を募集して会社を設立するのが募集設立である。募集設立は大量の資本を集中できる一方で，募集完了まで時間がかかり満額に達しない時には会社を設立出来ないというデメリットを持つ。なお，かつては会社設立時の株式発行価額を５万円以上とする規制が存在したが，2001年の商法改正により撤廃・自由化された。

会社設立後も，株式会社は資金調達，支配権の移動，株式の流動性向上等のために新株を発行するのが一般的である。新株の発行は，通常，有償増資と株式分割等（無償）に分けられる。

払い込みを伴う新株の発行が有償増資と呼ばれ，これによって会社は自己資本を調達することができる。有償増資は，対象とする投資者によって公募，第三者割当，株主割当等に分類される。

対照的に株式分割は，例えば１株を２株に分割するように株式を細分化することであり，それだけでは会社の資産や資本が増えるわけではない。しかし，株式数が増えた分だけ新株が発行され，１株当たりの株価を引き下げることによって株式の流動性を高め，将来の資金調達を容易にするという役割を果たす。かつては，株式分割を行う際に，分割後の１株当たり純資産額が５万円を下回ってはならないとの制約が存在したが，01年の商法改正により撤廃された。これは，ベンチャー企業など純資産は小さいながら成長期待が強く株価が高い企業から，株式分割ができないために株式の流動性を高められないとの批判が強まったためである。ただし，株式分割の基準日（新株の割当て株主を確定する日）から効力発生日（株主に新株の権利が発生する日）までに株券が品薄となり，需給バランスが崩れて株価が乱高下するのを防止することを目的に，06年１月以降，基準日の翌日が効力発生日とされた。

新株が発行されるその他の場所として，新株予約権（02年４月施行の商法改正により整理）の行使，株式交換による子会社株式との交換，株式移転による子会社株主への割当ての他，新たに導入された株式交付が挙げられる。

新株発行の形態

払込有り	公募増資 第三者割当増資 株主割当増資 新株予約権の権利行使
払込無し	株式分割 吸収合併 株式交換 株式移転 株式交付

株式による資金調達額

（単位：億円）

年	株主割当		公　募		第三者割当		新株予約権の権利行使		優先株式等		合　計	
	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額	件数	調達額
1998	0	0	8	2,782	32	6,880	28	864	5	4,710	73	15,236
1999	0	0	28	3,497	75	23,473	62	2,529	25	69,894	190	99,393
2000	2	82	24	4,941	46	9,228	87	1,056	4	1,073	163	16,298
2001	3	320	18	12,015	57	4,772	85	374	5	2,161	168	19,322
2002	0	0	19	1,533	62	4,844	78	2,763	36	9,968	195	19,107
2003	2	15	35	5,672	84	2,232	121	366	74	25,322	316	33,592
2004	1	27	78	7,502	129	5,726	228	995	50	13,626	486	27,849
2005	2	37	74	6,508	150	7,781	336	1,669	45	11,678	607	27,635
2006	0	0	69	14,477	145	4,165	371	1,513	26	5,597	611	25,751
2007	1	81	60	4,570	117	6,621	347	1,650	12	7,955	537	20,796
2008	1	1	27	3,417	93	3,958	240	209	9	5,937	370	13,521
2009	0	0	52	49,668	115	7,146	169	188	28	4,740	364	61,743
2010	1	7	50	33,089	88	5,356	159	246	10	736	308	39,427
2011	0	0	45	9,678	66	3,952	171	261	7	693	289	14,584
2012	1	4	53	4,518	71	1,593	174	218	17	12,755	316	19,084
2013	1	10	114	11,137	151	3,719	350	1,904	3	1,200	619	17,970
2014	0	0	129	13,780	190	3,928	412	1,087	14	2,242	745	21,037
2015	1	1	131	9,620	187	1,636	437	815	6	7,513	762	19,585
2016	1	2	95	2,577	151	6,230	483	901	7	1,480	737	11,190
2017	2	1	116	4,242	238	8,816	526	1,926	7	613	889	15,598
2018	0	0	129	4,016	303	2,146	597	2,277	6	595	1,035	9,034

〔出所〕　東京証券取引所ホームページ

３．新株発行の手続き　投資者からの払い込みを伴う新株発行の方法としては，公募，第三者割当，株主割当の３つがある。

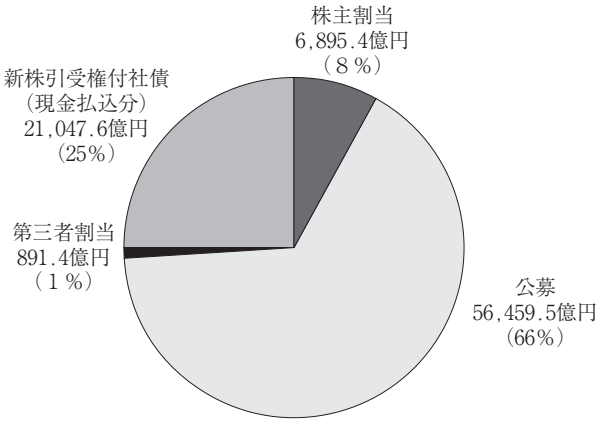
株主割当は，原則として一定の基準日における株主に対して所有株数に応じて新株引受権を与える方法である。公開会社の場合，株主への新株引受権の付与および株主以外への新株等の割当は取締役会の決議によって決定される。会社法上は未公開会社が株主割当を行う場合は原則として取締役会の特別決議が必要となるが，定款に定めのある場合は通常の決議のみで発行出来る。既存株主への株主割当は，持ち株比率を維持するため経営権に移動を生じさせない増資方法とも言える。かつての新株発行は額面での株主割当が中心であったが，2001年の商法改正により株式の額面制度が廃止されたこともあり，現在では株主割当による新株発行は少ない。

公募増資は，不特定多数の者に新株引受権を与える方法である。発行会社からすると，額面制度が存在した当時の株主割当額面増資に比べ同じ株数でプレミアム分だけ多くの資金を調達できるが，投資者からするとプレミアム取得の機会が奪われることになり，払い込みは不確実となる。公募増資は90年代に減少したが，現在では有償増資の主要な手段として活用されている。

第三者割当は，新株引受権を特定の第三者，例えば，発行会社と縁故関係にある銀行や企業，当該発行会社の取締役などの特定の者に与えて行う増資である。純粋な資金調達というよりも，業績不振に陥った企業の支援，取引先との関係強化や業務・資本提携を目的として使用される。17年の調達額では単独企業への支援が全体の７割弱を占めた。また現在では敵対的買収防衛策の一環として利用される事例も目立つ。第三者割当は既存株主にとっては持ち株比率の低下を招く。通常は取締役会の決議で発行が可能であるが，時価に対して特に有利な価格で割当を行う場合（有利発行）には既存株主の利益を損なうことになるため，株主総会における特別決議が必要となる。第三者割当増資を行う発行会社は，その合理性や必要性を有価証券届出書において説明する義務を負う。

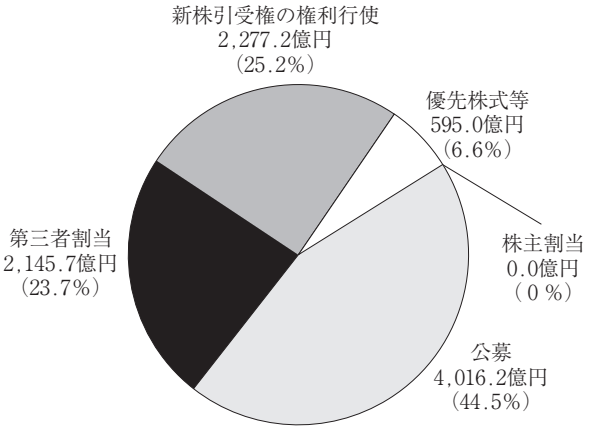
15年施行の改正会社法では，公開会社の新株発行が支配株主（議決権の２分の１以上）の異動を伴う場合，既存株主に当該引受人の氏名等を通知しなければならない。さらに議決権の10％以上の反対があった場合，取締役会決議だけでなく株主総会決議が必要となり，新株発行に伴う株主の関与が強められた。

1989年東証上場会社資金調達額（株式）
合計資金調達額　85,293.9億円



〔出所〕　東京証券取引所『東証統計月報』

2018年東証上場会社資金調達額（株式）
合計資金調達額　9,034.1億円



〔出所〕　東京証券取引所ホームページ

４．新株発行の状況　日本における新株の発行は，①有償（公募，第三者割当，株主割当，新株引受権の権利行使等），②株式分割（無償），③会社合併時等の新株発行等で行われる（株式数減少のケースとしては自己株式の消却がある）。上場会社の株式数ベースで見た場合，2018年で最も株数が増加したのは無償の株式分割による発行（45.7億株の増加）であり，次いで有償の新株予約権の行使（12.3億株），第三者割当（5.7億株）と続く。かつては新株発行時に投資者からの払い込みが無い株式配当，無償交付，額面超過額の資本組み入れ等があったが，これらは91年の商法改正により株式分割へと統一された。

現在の日本では有償増資が主流であり，東証上場会社が株式を発行して調達した資金は18年で約0.9兆円であった。対照的にアメリカやイギリスでは，有償増資は株主持分の希薄化をもたらし株価の引き下げ要因となるため，新規株式公開時を除くと少ない。ただし，日本における増資の形態は時代によって変化しており，高度成長期には株主割当額面増資（額面株式は01年に廃止）が中心であった。これは，当時は投資者の金融資産の蓄積が不十分で，発行会社は慢性的な資金不足状態にあったためである。また，当時の企業の資金調達は主に銀行借入の形で行われており，株式市場は限定的な資金調達の場にすぎなかった。その後，石油危機を境に低成長期に入ると，企業の資金需要は後退し，株主安定化工作ともあいまって公募時価発行が定着した。株主割当も額面発行から中間発行へと移行した。80年代後半になると，起債市場の規制緩和も進んで，転換社債，新株引受権付社債の発行が増え，これに伴う株式転換，権利行使が増えた。特に銀行は，バーゼル規制をクリアするために自己資本拡充を迫られており，当時のエクイティ・ファイナンスのおよそ半分を占めていた。

90年代は株価低迷により公募増資は著しく減少した。時価発行増資の健全性確保から92年３月の日本証券業協会による利益配分ルール（配当性向を30％以上）や，93年12月の大蔵省（当時）のガイドライン（10％以上の ROE）が導入されたが，これらは96年４月に撤廃され現在の発行市場は完全自由化されている。その後も公募増資の低迷は続いていたが，08年からの金融危機を受け，弱体化した財務基盤を強化すべく企業の公募増資が09年に活発化した。近年は新株予約権の行使や株式分割が活発な一方で，自己株式消却などにより，15年以降は全体の発行済株式数の減少傾向が続いている。

上場会社発行済株式増減状況

（単位：1,000株）

年	有償	株主割当	公募	第三者割当	優先株・転換社債型新株予約権付社債の株式転換等	新株予約権の権利行使	株式分割	その他	合計
80	5,900,618	1,761,008	1,619,438	311,354	2,208,818	－	3,270,677	34,846	9,206,243
81	10,621,006	5,624,372	2,360,917	99,890	2,535,827	－	3,542,488	64,632	14,228,128
82	4,919,006	1,932,416	1,760,389	111,822	1,102,860	11,519	4,265,996	318,347	9,503,352
83	4,231,828	1,005,145	513,645	589,154	2,006,283	117,601	4,208,030	24,857	8,464,718
84	5,312,713	1,170,322	778,686	319,665	2,835,670	208,370	4,033,612	169,830	9,516,159
85	5,580,645	909,635	590,696	118,126	3,514,706	447,179	4,390,653	93,169	10,064,468
86	4,503,842	371,191	346,883	78,308	2,831,297	876,161	3,939,802	621,924	9,065,569
87	8,600,184	547,900	718,327	314,650	4,753,694	2,265,611	3,300,518	510,942	12,411,644
88	9,052,096	849,464	1,286,177	169,633	4,623,233	2,123,587	4,004,200	96,212	13,152,509
89	12,467,106	803,396	3,558,558	94,151	5,522,653	2,488,346	5,906,047	44,848	18,418,003
90	4,733,374	758,546	1,284,250	252,593	1,859,145	578,839	8,283,600	1,632,879	14,649,854
91	1,604,596	420,553	39,850	182,776	600,930	360,485	3,451,047	1,581,058	6,636,703
92	766,227	244,895	2,180	190,340	139,205	189,605	1,584,403	414,121	2,764,752
93	1,605,059	87,091	4,150	479,440	347,764	686,612	901,948	1,147,000	3,654,008
94	1,530,474	24,152	33,360	543,846	445,479	483,635	2,330,679	1,190,447	5,051,602
95	1,433,831	249,876	10,400	490,557	343,684	339,311	1,015,654	359,334	2,808,819
96	2,546,611	455,200	200,883	583,427	506,753	800,348	847,835	1,873,163	5,267,610
97	3,093,475	204,686	93,250	1,493,319	1,034,959	267,261	551,076	251,712	3,896,265
98	3,641,490	7,707	97,337	2,380,126	1,079,024	77,295	168,263	22,696	3,832,450
99	9,627,895	－	54,599	8,402,531	976,593	194,170	742,946	61,952	10,432,793
2000	3,709,565	87,140	84,200	2,621,987	835,744	80,492	1,599,465	1,158,762	6,467,792
01	4,526,944	143,051	49,760	3,328,896	935,912	69,324	624,199	3,330,016	8,481,160
02	4,260,986	－	238,268	2,719,749	546,153	756,815	692,917	1,412,881	6,366,784
03	4,541,171	20,352	431,517	2,995,729	679,841	413,729	333,448	5,931,549	10,806,168
04	5,659,174	18,193	516,166	1,586,466	2,404,691	1,133,656	2,975,260	24,497	8,658,931
05	11,393,111	53,120	616,574	2,957,298	6,241,871	1,524,246	3,051,215	△13,967,015	477,311
06	7,459,697	－	1,638,972	850,680	4,450,694	519,349	6,713,875	△1,201,938	12,971,634
07	5,341,133	80,862	409,532	1,521,236	2,928,468	401,032	11,749,106	△3,504,021	13,586,219
08	3,542,021	6,998	687,868	1,549,130	1,119,159	178,863	120,552	△542,754	3,119,819
09	22,418,250	－	12,049,714	3,192,219	6,846,482	329,833	16,193,816	238,890	38,850,955
10	10,464,418	68	7,548,008	1,935,650	835,992	144,697	877,229	△860,938	10,480,708
11	6,391,284	－	2,947,644	2,283,962	839,211	320,465	1,842,238	625,267	8,858,789
12	4,309,521	34,504	2,371,349	663,776	1,024,399	215,492	3,759,441	576,904	8,645,867
13	5,226,016	613	1,244,084	2,058,111	1,400,302	522,905	27,099,251	△8,996,091	23,329,176
14	4,624,642	－	1,422,172	627,019	1,933,058	642,391	8,841,942	△6,101,224	7,365,361
15	3,717,412	1,560	679,898	767,728	1,797,390	470,834	7,060,155	△12,958,857	△2,181,288
16	5,403,536	3,699	140,825	4,152,569	798,326	308,115	2,232,113	△29,020,941	△21,385,291
17	4,747,915	1,312	320,095	2,934,439	606,853	885,214	4,836,899	△71,033,038	△61,448,223
18	2,380,544	－	251,482	572,821	323,032	1,233,208	4,567,464	△26,497,834	△19,549,824

〔出所〕　東京証券取引所『証券統計年報』および『東証統計月報』

５．株式の引受　株式の発行方法は，直接募集と間接募集，公募と私募に分けることができる。直接募集（自己募集）は，発行会社自らが発行に関する事務手続きを行い，投資者に株式を販売する発行方法である。仲介業者に対する手数料を節約できる一方で，発行会社が不特定多数に証券を販売するなど専門的な事務手続きを行うことは容易ではない。それに対して，間接募集は発行会社が専門的な仲介業者に募集を委託する発行方法である。仲介業者は，株式発行に関する様々なアドバイスを行うとともに，投資者への販売，事務手続きの代行，売れ残りリスクの負担等を行う。現在では，株式発行のほとんどは，間接募集の方法で行われている。公募とは，不特定多数の投資者を対象に新株の勧誘を行うことであり，私募は特定少数者に勧誘を行うことを指す。公募の場合，証券会社が引受業者となる間接募集が原則的である。

間接募集の場合，発行会社は証券会社と引受契約を結ぶ。引受契約は，売れ残り分について証券会社が買い取ることを約束する残額引受け，より一般的な形式である発行される証券を証券会社が最初からすべて買い取る買取引受け（総額引受け）の２つに分類される。

発行額が大きくなると，証券会社１社では引受リスクのすべてを負担しきれないため，複数の証券会社が集まって引受シンジケートを組織することが多い。シンジケートメンバーを代表して発行会社との契約にあたるのが主幹事である。引受リスクを負担せずに証券の販売のみを行う証券会社の一団を販売団と呼ぶ。

株式の募集や売出し時には，市場における需給を安定化させる施策が必要となる。オーバーアロットメント・オプションとは，主幹事証券会社が既存株主から株式を借受け，需要動向に応じて当初の予定売出株式数を超過して売出すことが出来る制度であり，2002年１月31日以降に主幹事証券会社と元引受契約を締結する発行から利用が可能となった。オーバーアロットメントによる追加の売出数量は，公募および売出しの予定数量の15％を上限とする。オーバーアロットメントの実行にともなう主幹事証券会社のショートポジションは，公開後の流通市場における当該株式の株価が売出時を下回った場合には，市場からの買付け（シンジケートカバー取引）により解消され，上回った場合にはグリーンシューオプション（発行会社または貸株人から引受価額と同条件で追加的に株式を取得する権利）の行使によって解消される。

証券会社の主幹事獲得件数（株式）

（取引所既存市場・取引所新興市場：2018年）

証券会社	本則市場		マザーズ		JASDAQ	
	会社数	比率	会社数	比率	会社数	比率
野村	5社	41.7%	17社	27.0%	1社	7.1%
みずほ	2	16.7	14	22.2	5	35.7
SMBC日興	2	16.7	14	22.2	3	21.4
大和	2	16.7	8	12.7	1	7.1
SBI	－	－	8	12.7	2	14.3
三菱UFJモルガン・スタンレー	1	8.3	1	1.6	－	－
いちよし	－	－	1	1.6	－	－
東海東京	－	－	－	－	1	7.1
岡三	－	－	－	－	1	7.1
合計	12	100.0	63	100.0	14	100.0

〔出所〕　プロネクサス『株式公開白書』

新規株式上場におけるオーバーアロットメントによる追加売出しから シンジケートカバー取引までの流れ

BB　＝ブックビルディング
OA　＝オーバーアロットメント
SC 取引＝シンジケートカバー（ショートカバー）取引
GS 行使＝グリーンシュー・オプションの行使

（注）　SC 取引および GS 行使については，投資者が証券会社に対して申込を行う期間の終了する日の翌日（通常，上場日の２～３営業日前）から30日間までの間に行わなければならない。

６．未公開株市場　公募発行などで広く一般の投資者を対象に増資を行うのは，主に取引所に上場している公開会社である。しかしながら，未公開会社の増資が特に法律で制限されているわけではない。むしろ法律上は，未公開会社のほうがより緩やかな規制であると言えよう。例えば，有価証券通知書は有価証券届出書のように投資者への情報開示を目的としたものではないため，会社の営業や経理に関する情報を記載する必要がない。現行の金融商品取引法・内閣府令等では，未公開会社が新規の株式発行などを行う際に，勧誘対象が50人以上であっても，株式（有価証券）の発行額（新規発行・既発行の売出し）が１億円未満であれば原則として有価証券届出書の提出は必要ではなく，より簡易な有価証券通知書で足りる。また，勧誘対象が50人未満もしくは発行額が1,000万円以下であれば，原則として有価証券通知書の提出も必要ない。

しかしながら，その一方で投資者からすると，未公開株式は開示されている情報も少なく，当該株式への投資はリスクが高い。また，市場取引で適切な株価が形成される公開会社と異なり，未公開株の株価算定には，会社の純資産を基に算定する純資産方式や，キャッシュフローを基にする収益方式，将来予測される配当を基にする配当還元方式など，様々な方式があり適正な株価の把握が難しいことに加えて，投資資金の回収が容易ではない流動性の問題が付随する。このため，投資先企業が公開されるまで資金の回収は難しく，未公開株投資はベンチャー・キャピタルなどのハイリスクかつ長期の投資に耐えられる少数の投資者に限られてきた。起業活動の活性化やベンチャー型企業の育成のために，未公開段階での資金調達手段の整備が求められていた。

日本証券業協会が1997年７月に発足させた気配公表銘柄制度（グリーンシート銘柄制度）は，一定の情報開示などの情報を満たした銘柄（店頭取扱有価証券）について，証券会社が気配の提示を行い，未公開株投資の勧誘を行うことを可能とした。このグリーンシート銘柄制度は18年３月末で廃止となったが，同制度に代わり15年５月からは株主コミュニティ制度を発足させている。また14年の金融商品取引法の改正と関連する政令・内閣府令の改正を受け，日本証券業協会は自主規制規則を整備し，15年５月に新規・成長企業へのリスクマネーの円滑な供給を目的とする株式投資型クラウドファンディング制度を導入している（詳細は第11章参照）。

金融商品取引法，内閣府令等上の有価証券届出書・通知書提出の要否

		投資家数(注)	
		50人未満	50人以上
発行額	１億円以上	不要	有価証券届出書
	１千万円超１億円未満	不要	有価証券通知書
	１千万円以下	不要	

（注）１．現行の金融商品取引法および内閣府令等において，勧誘対象者等が50人未満の場合でも，６ヵ月以内に発行された同一種類の有価証券の勧誘対象者が通算で50名以上となる場合などでは，発行価額の総額により有価証券届出書又は有価証券通知書の提出が必要となる。

２．2003年４月１日施行の政令改正により，以下の通り，発行の規制が緩和された。

①当該適格機関投資家が250名以下であること等一定の要件のもとで50人のカウントから証券投資のプロである適格機関投資家の数を除する。

②適格機関投資家のみを相手方とする有価証券取得の申し込みの勧誘で適格機関投資家以外の者に譲渡されるおそれの少ない場合いわゆる「プロ私募」の対象に株券等エクイティ関連商品を加える。この場合，投資家の数にかかわらず，発行額１億円以上についてのみ，有価証券通知書の提出が義務づけられる（50人未満の場合は（注１）を参照）。

未公開企業の株価算定方法の例

１．純資産方式
（１）簿価純資産法 １株の価格＝簿価純資産／発行株式総数 （２）修正簿価純資産法 １株の価格＝含み損益を反映した簿価純資産／発行株式総数 （３）時価純資産法 １株の価格＝時価純資産額／発行株式総数
２．収益方式
（１）収益還元法（直接還元法） １株の価格＝（将来予測される税引後純利益／資本還元率）／発行済株式総数 （２）DCF 法 １株の価格＝将来予測される収益の割引現在価値の合計／発行済株式総数
３．配当還元法
（１）配当還元法 １株の価格＝（将来予測される年間配当金額／資本還元率）／発行済株式総数 （２）ゴードン・モデル法 １株の価格＝将来予測される年間配当金／（資本還元率－投資利益率×内部留保率）

第４章　株式流通市場

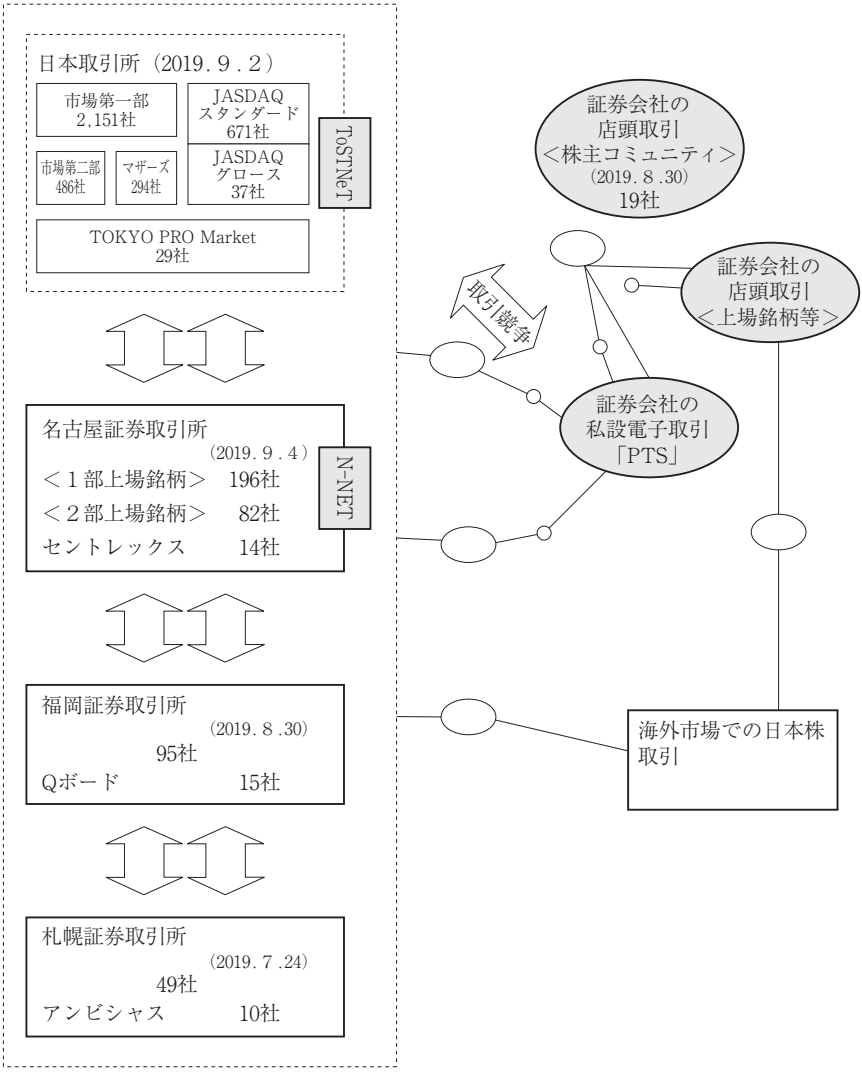
１．株式流通市場の構造　株式の取引が行われる場である株式流通市場は，証券取引所が開設する取引所市場と1998年の証券取引法改正によって認められるようになった民間業者による取引システム（いわゆるPTS（私設取引システム）），さらには同じく98年に取引所集中義務が撤廃されたことによって可能になった取引所上場銘柄の取引所外取引から構成される。

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，⑴一定の上場基準を満たした上場銘柄の取引を，⑵定められた立会時間に，⑶オークション取引によって行い，⑷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


日本取引所（2019．９．２）
市場第一部
2,151社
JASDAQ
スタンダード
671社
市場第二部
486社
マザーズ
294社
JASDAQ
グロース
37社
ToSTNeT
TOKYO PRO Market
29社
名古屋証券取引所
（2019．９．４）
＜１部上場銘柄＞　196社
＜２部上場銘柄＞　82社
セントレックス　14社
N-NET
福岡証券取引所
（2019．８．30）
95社
Qボード　15社
札幌証券取引所
（2019．７．24）
49社
アンビシャス　10社
証券会社の
店頭取引
＜株主コミュニティ＞
（2019．８．30）
19社
証券会社の
店頭取引
＜上場銘柄等＞
取引競争
証券会社の
私設電子取引
「PTS」
海外市場での日本株
取引

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

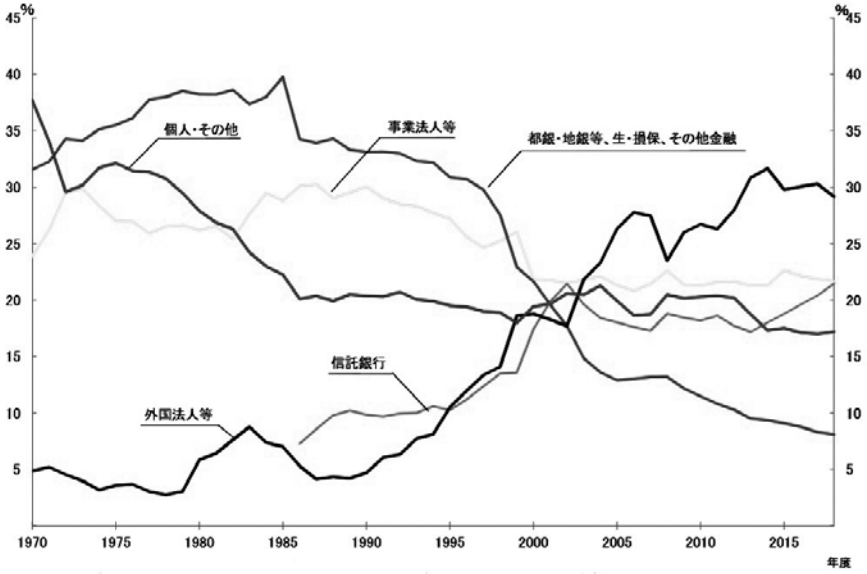
３．株式の保有構造　戦後，財閥解体により財閥の持株が市中に放出され，個人消化が進められた結果，取引所が再開された1949年（昭和24年）の個人持株比率は69.1％に達した。しかし，いうまでもなく国民は資金に余裕があって株式を購入した訳ではなかったから，直後から売却され，個人持株比率はその後急速に低下した。これらの株式の一部が買い占められたこともあり，旧財閥系の企業集団による結束強化を目的として株式の相互持合いが進んだ。

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。

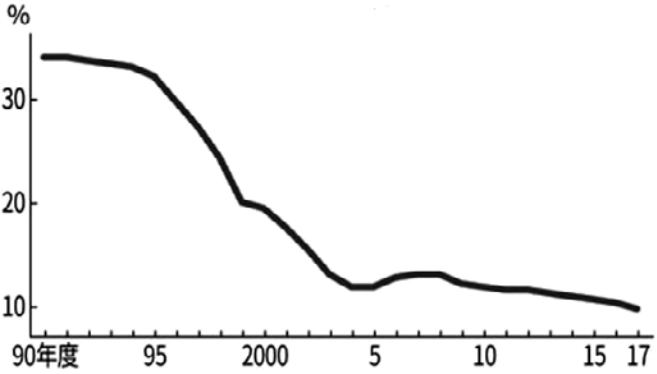
しかし，法人投資家にとっても，バブル崩壊後の株価の低迷により含み益が大幅に低下したため，株式保有はもはや有利な投資ではなくなった。さらに，2001年秋以降は含み損が生じる水準にまで低下し，９月決算から銀行保有株式の時価評価が導入され含み損の60％が剰余金から控除されることになった。2000年代になって TOB などが盛んに行なわれるようになると，再び事業会社間の持合いが増加傾向を示したが，コーポレート・ガバナンスに対する関心が高まるにつれ，メガバンクを中心に保有株式の売却が進んでいる。

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。

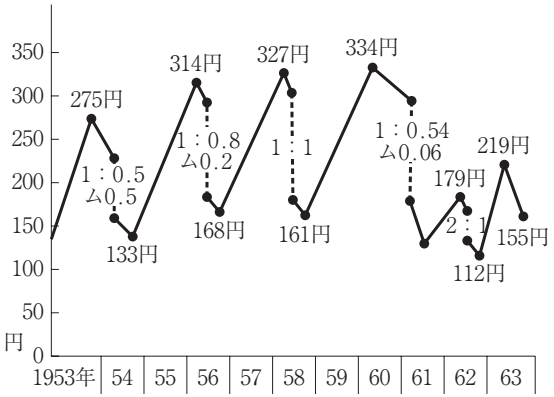
このような財務政策が採られるようになると，株価指標にも影響が及ぶことになる。仮に１対２の株式分割が行われ，他の条件に変化がないとすると，株価は半分に低下する。しかし，株主は分割後の新株２株を保有しているから，保有株式の時価総額にはまったく変化がない。そこで，旧株主の立場からそれを復元してみせたものがダウ式修正株価平均である。ダウ平均は，株式分割などの払込みを伴わない新株の発行によって株価が低下する度に除数を修正するという方法によって算出される。

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・ム＝無償）



$$\text{新しい除数} = \text{前日の除数} \times \frac{\text{前日の株価合計} \pm \text{新株落ち分合計}}{\text{前日の株価合計}}$$

$$= \text{前日の除数} \times \left(1 \pm \frac{\text{新株落ち分合計}}{\text{前日の株価合計}}\right)$$

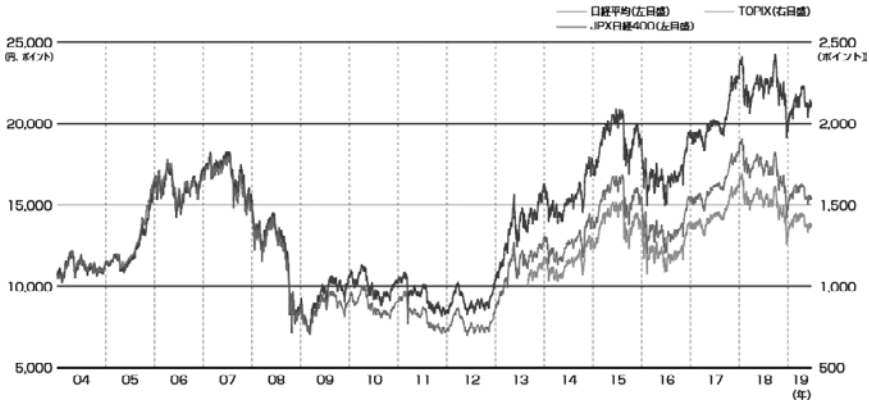
５．株式価格と投資指標（２）　日本では日本経済新聞社がいくつかのダウ指数（日経平均）を計算しているが，代表的なのは日経225である。これは東証上場銘柄の内，各業種の代表的な銘柄225種の株価を指標化したものである。ダウ指数は株式分割，株式配当の度に，あるいは銘柄を入れ替える際に，除数を修正して求められる。日経225の場合，出発点の除数は225であるが，その後，低下を続け，2019年10月29日の除数は27.760，したがって倍率は8.1になっている。このことは，仮に225銘柄の単純株価平均が20円上下した時に，日経平均は162円上下したと表示されることを示している。ダウ式修正株価平均は，払込み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，品薄株や値嵩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。

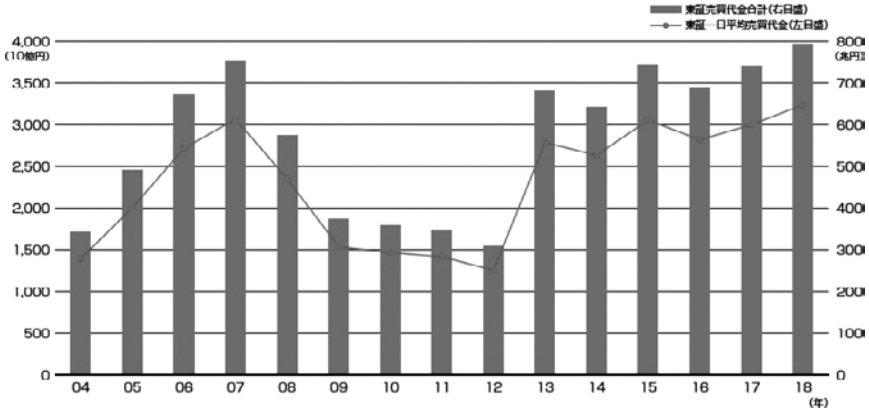
TOPIX は，①東証第１部の全銘柄を対象にしているため，産業構造や相場動向の変化を反映する指標になっている，また銘柄の入替えによる不連続性の発生を避けることができる，②時価総額でみた市場規模の動向が簡単に分かる，③各銘柄の上場株式数をウエイトしているため，品薄株や値嵩株の騰落の影響を必要以上に受けない，という特徴を持っている。また，2014年１月６日から上場銘柄のうち，資本の効率的活用や投資家を意識した経営の観点などグローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした銘柄を「JPX 日経インデックス400」として発表している。

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。

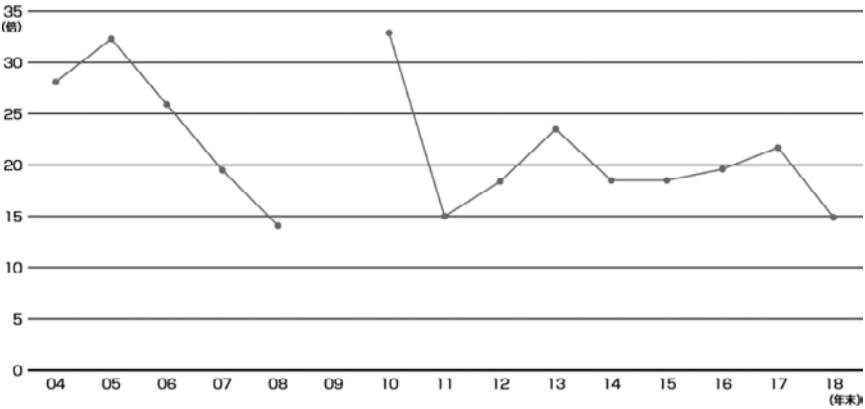
このような状況で，銘柄の推奨を行うためには，株価の水準を何らかの形で収益の成長性に関連させる必要があり，それが PER であった。つまり，PER は利益の何倍まで買われているかを示すものであるから，PER が高い銘柄は市場で将来の成長性が期待されている銘柄だという訳である。実際の証券営業の現場では，個別銘柄の PER を業種平均あるいは他の銘柄と比較し，割高，割安の指標として使用される。さらに，PER は個別銘柄の株価指標という範疇を越えて，各国の株価水準を比較する際にも使用され，現在では代表的な株価指標の１つになっている。

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，これまでに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。

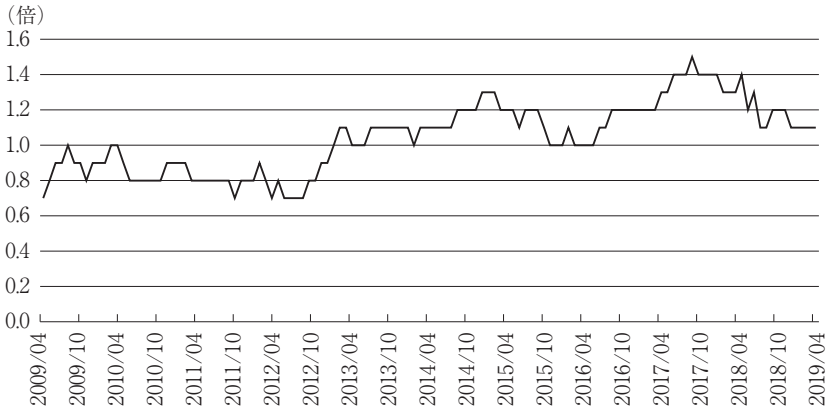
そこで，将来の成長性に注目した指標として，株価キャッシュフロー倍率（PCFR）がある。PCFRは，税引利益にその期の減価償却額を加え，配当金と役員賞与を引いたもので株価を割って算出する。減価償却費は社内留保され将来の再投資などに充当されるため，企業の将来性や実質的な収益，資金繰りを判断する上で重要な項目の１つである。

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

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

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

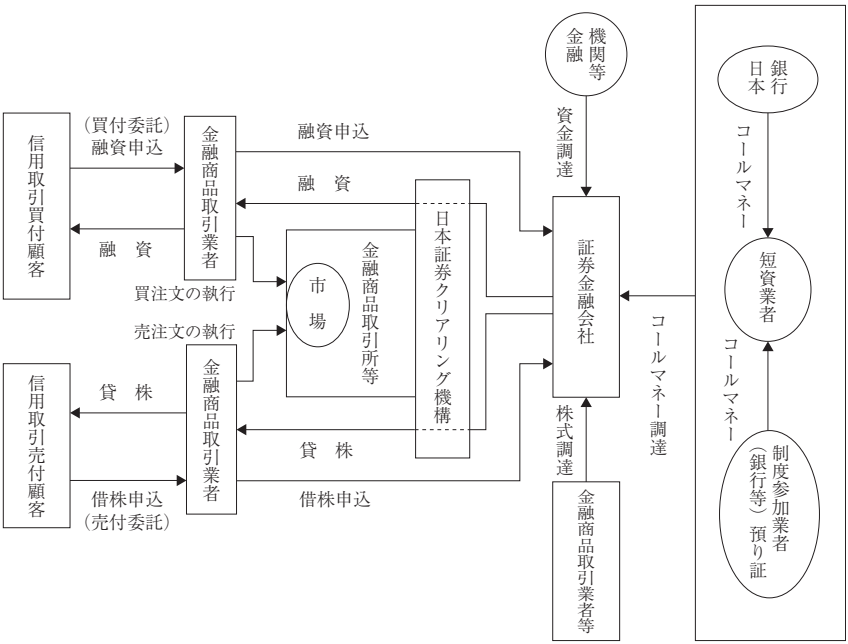
$$\text{PCFR} = \frac{\text{株価}}{\text{税引後利益＋減価償却費－（配当金＋役員賞与）}}$$

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（または貸株残高）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㈱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の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。

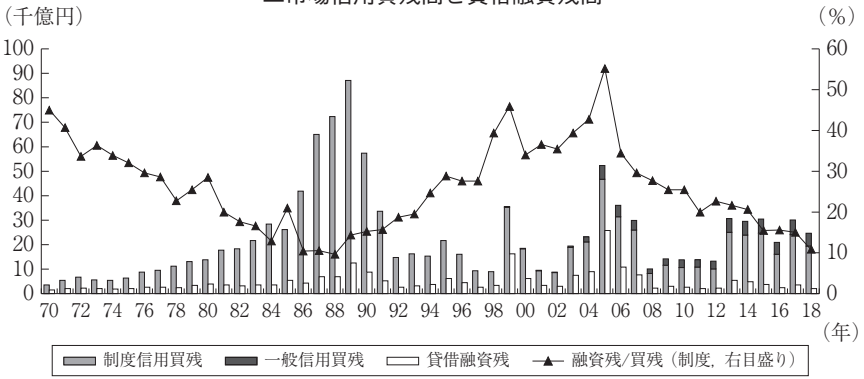
なお，証金の業務には，免許業務である貸借取引のほか，①金融商品取引業者やその顧客に資金を貸し付ける公社債・一般貸付，②貸借取引とは別に株式を貸し付ける一般貸株業務，③債券貸借・現先取引の仲介業務などがある。

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

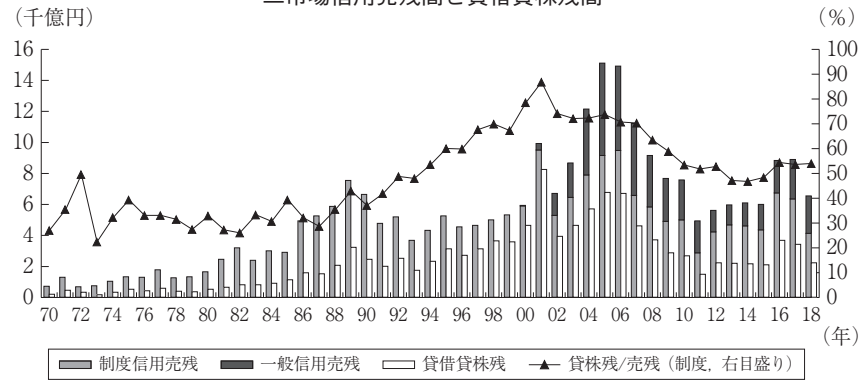
〔出所〕　日本取引所グループホームページ等より作成

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



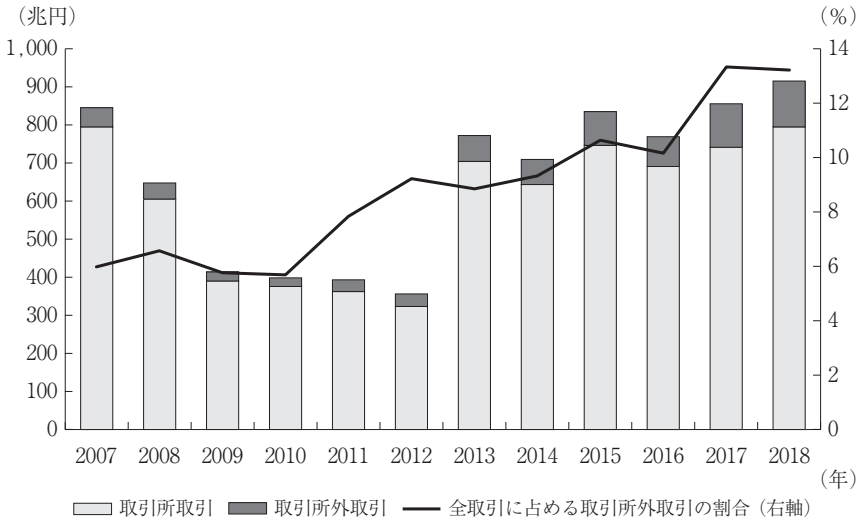
（注）　2012 年までは大阪市場分を含む。
〔出所〕　日本取引所グループホームページ等より作成

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，情報的な統合，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れば，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。

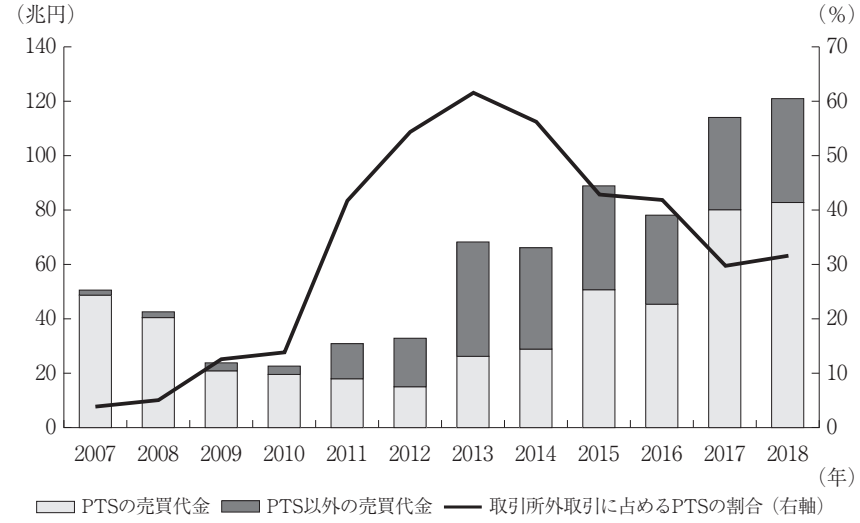
こうなってくると，伝統的な取引所と民間業者の提供する取引システムを機能上区別することは困難である。アメリカの SEC は両者の機能の同一性を認める ATS（Alternative Trading System）規制を採用し，その一種である ECN（Electronic Communication Network）が証券取引所になることを認めている。日本でも，取引所外取引の解禁に伴って，民間業者が相対で上場証券を取引することが認められ，PTS（Proprietary Trading System）業務として証券業務の１つに加えられた。

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

第５章　公社債発行市場

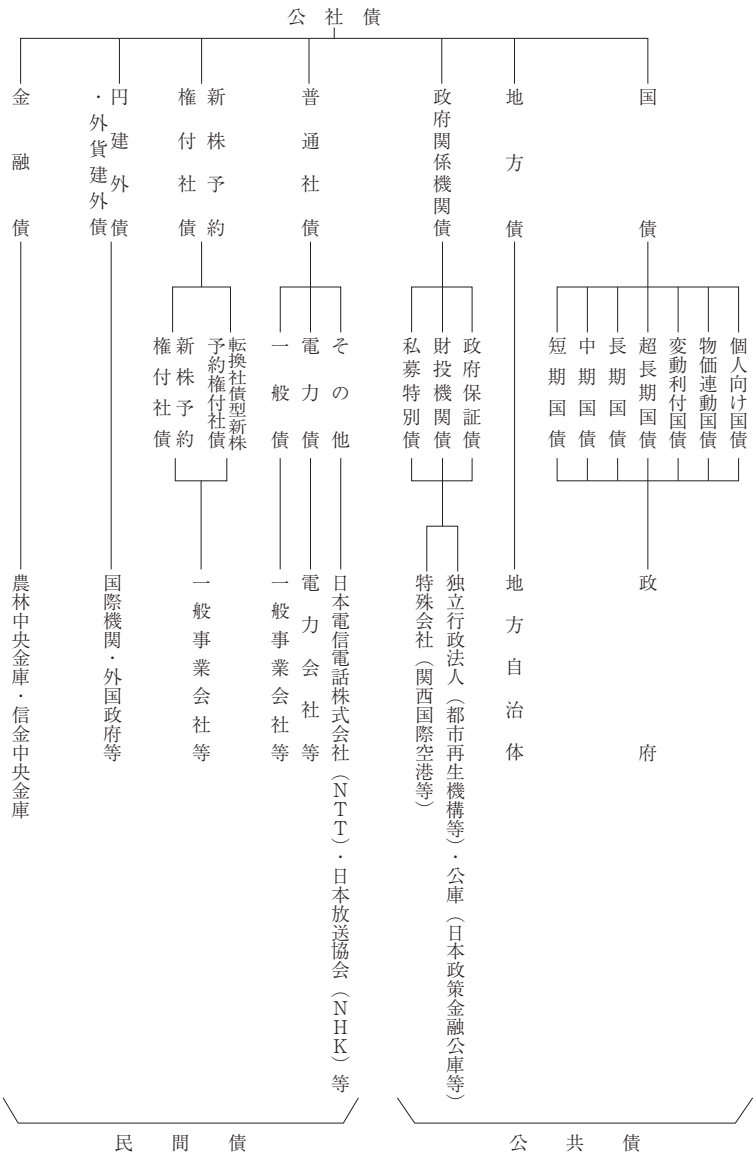
１．公社債の種類　公社債とは公的機関の発行する債券（公共債）と民間団体の発行する債券の総称である。公社債の発行は直接金融による資金調達となるが，株式とは異なり満期には元本を償還しなければならない。発行体別に，国債，地方債，政府関係機関債，金融債，社債（事業債），外国債がある。

このうち国債とは国が発行する債券で，満期別に短期国債（１年以内），中期国債（２～５年），長期国債（10年），超長期国債（10年超）に大別される。2002年度からは10年物個人向け国債（変動利付）の発行が開始され，03年１月からは財務大臣が指定する元本部分と利子部分を分離可能な振替国債である分離適格振替国債（ストリップス債）の発行が開始された。さらに，03年度から元本と利子が消費者物価指数に連動する物価連動国債（10年），05年度から５年物個人向け国債（固定利付），07年度から40年固定利付国債，10年度から３年物個人向け国債（固定利付）も発行されている。

地方債は資金別に公的資金と民間等資金に大別され，前者は財政融資資金と地方公共団体金融機構資金，後者は市場公募資金と銀行等引受資金に分かれる。このうち市場公募資金は，全国型市場公募地方債，共同発行市場公募地方債，住民参加型市場公募地方債（ミニ公募債）に分かれる。また，銀行等引受資金によって起債された地方債を銀行等引受債といい，証券発行と証書借入の方法に分類される。政府関係機関債は独立行政法人などの政府関係機関が発行する債券で，このうち政府保証が付く債券が政府保証債である。他方，政府保証が付かない債券は，公募方式で発行される財投機関債と特定の金融機関が直接引き受ける私募特別債に分かれる。これら３種類を公共債という場合もある。

金融債は特定の金融機関が特別の法律により発行する債券で，５年物利付金融債と１年物割引金融債が中心である。金融債は，政府関係機関債と合わせて金融商品取引法２条１項３号の「特別の法律により法人の発行する債券」に該当し，「特殊債」と呼ばれることもある。また，社債は民間企業の発行する債券であり事業債とも呼ばれる。非金融法人企業に加え，銀行や消費者金融会社も社債を発行することができる。外国債は外国政府や企業（非居住者）が国内で発行する債券であり，特に円建・円払いで発行されるものを円建外債と呼ぶ。

公社債の種類



（注）　地方債は，地方自治法・地方財政法にもとづく債務であるが，公社債に含まれるものは，市場公募資金によって消化されるものと証券発行形式による銀行等引受債のみである。

２．公社債の発行状況　2018年度の公社債発行額は総額177.7兆円で，前年度比で約3.1％減少した。総発行額をみると，近年では2013年度の約210兆円をピークに減少傾向にある。

種類別に発行額の内訳をみると，18年度の国債の発行額は148.7兆円であり，公社債全体の約83.7％を占めている。08年９月のリーマンブラザーズの破綻に代表される金融危機の発生により，09年度から13年度まで国債発行額の増加が続いたが，14年度以降は減少傾向となり，18年度の発行額は02年度の水準まで抑制されている。さらに国債の内訳をみると，超長期利付国債31.7兆円，長期利付国債33.3兆円，中期利付国債53.2兆円，割引短期国債21.6兆円となっている。

国債と同様に地方債も13年度をピークに減少傾向にあるようにみえるが，国債と比較してその減少は緩やかである。地方債は，地方自治体の財政悪化を受けて，01年度から住民参加型市場公募地方債，03年度からは公募地方債の共同発行が導入されている。

国債や地方債とは異なり，社債は銘柄数と発行額がともに高い水準で推移し，18年度は583の銘柄で10.5兆円が発行され98年度に匹敵する発行となった。特に19年に入り長期金利が低下したことを受け社債の発行が活発となっている。例えば日清製粉グループが初めて社債による資金調達を行った他，日東紡製は27年ぶりに社債を発行した。また，ソフトバンクグループと武田薬品工業が円建て社債としては過去最大規模の5,000億円の社債を発行した（４節図表）。

金融債はすべて利付金融債で18年度に1.4兆円が発行されているが，95年度の43兆円の発行額をピークに大幅に減少している。この背景には，長期産業資金供給源としての長期信用銀行が事実上消滅したこと，東京三菱銀行（現三菱東京 UFJ 銀行）の金融債発行終了（02年３月），みずほコーポレート銀行による財形型以外の金融債発行終了（07年３月），あおぞら銀行の金融債発行終了（11年９月）などがある。この他，18年度の政府関係機関債は，政府保証債3.1兆円，財投機関債等5.0兆円となっている。特に財投機関債は，財政投融資制度の改革に伴い2000年度に初めて住宅金融公庫が500億円発行した後，高い水準での発行が継続している。また，円建非居住者債は外国為替相場の影響を受けるものの，18年度は2.4兆円が発行されている。

公社債発行額

（単位：10億円）

	公社債合計		国債		内，利付国債 超長期		内，利付国債 10年		内，利付国債 5年		内，利付国債 4年・2年		内，短期割引 国債		内，個人向け 利付き国債	
年度	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1998	3,531	142,467	64	95,843	3	2,398	8	16,259	0	0	18	6,555	24	39,518	0	0
1999	2,672	141,307	80	99,807	5	2,897	10	16,920	2	1,639	18	14,487	36	48,799	0	0
2000	5,386	148,356	78	105,392	10	5,894	9	18,019	9	11,755	17	20,015	24	42,841	0	0
2001	4,651	181,531	68	144,493	11	7,392	8	20,600	7	20,425	12	19,663	24	39,596	0	0
2002	9,608	181,109	73	147,298	15	10,589	10	21,800	7	22,979	12	20,731	24	43,595	1	384
2003	13,827	196,008	79	157,797	17	12,986	11	23,000	10	23,189	12	22,185	24	47,998	4	2,967
2004	19,252	223,796	79	185,101	18	16,753	10	23,000	9	25,007	12	21,742	24	47,195	4	6,821
2005	24,485	221,001	84	180,692	20	19,579	9	23,100	10	25,718	12	22,338	24	41,907	5	7,271
2006	19,433	204,033	79	170,432	17	19,331	8	23,959	9	26,038	12	22,789	22	36,799	8	7,138
2007	12,926	173,003	63	136,504	13	17,343	5	23,533	7	25,773	12	22,041	14	22,796	8	4,662
2008	2,140	156,867	68	123,867	12	16,787	9	24,354	11	25,039	12	23,126	14	21,000	8	2,293
2009	1,507	188,807	63	156,023	11	23,141	7	28,880	7	29,621	12	29,397	18	32,899	8	1,360
2010	1,601	192,981	67	160,411	12	25,926	7	30,856	7	30,288	12	33,001	12	29,999	17	1,028
2011	1,500	196,954	72	167,283	12	26,136	8	31,360	8	31,036	12	34,514	12	29,999	20	2,426
2012	1,436	204,091	73	174,957	12	28,068	7	31,872	6	32,421	12	34,008	12	29,999	24	1,875
2013	1,458	210,040	72	180,171	10	29,349	5	33,727	8	35,216	12	36,176	12	29,999	24	3,349
2014	1,397	204,622	82	176,065	9	31,776	5	33,607	6	35,158	12	33,177	12	26,700	36	2,633
2015	1,280	199,414	78	173,670	9	34,787	4	35,519	4	32,128	12	30,766	12	25,800	36	2,137
2016	1,377	197,142	78	168,001	9	33,040	4	35,172	4	30,878	12	29,654	12	25,000	36	4,556
2017	1,409	183,344	78	155,903	9	33,172	4	33,029	4	29,336	12	28,360	12	23,800	36	3,449
2018	1,478	177,678	74	148,696	7	31,686	3	33,275	3	26,115	12	27,109	12	21,600	36	4,693

〔出所〕　日本証券業協会

	地方債		政府保証債		財投機関債等		普通社債		資産担保型 社債		転換社債型新株 予約権付社債		金融債		円建 非居住者債	
年度	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
1998	69	1,754	35	2,610	0	0	635	10,453	59	378	15	214	712	24,474	76	393
1999	72	2,061	40	3,325	0	0	437	7,788	126	441	23	434	688	23,304	68	1,037
2000	86	2,269	67	5,141	1	50	367	7,637	140	342	18	283	696	21,043	89	2,618
2001	90	2,225	55	4,315	24	731	333	8,172	127	394	17	283	755	16,867	41	1,308
2002	151	2,837	55	4,446	63	2,565	312	7,318	85	517	13	205	666	12,023	30	671
2003	226	4,621	95	6,898	86	2,663	353	6,993	82	200	9	77	667	9,271	39	943
2004	262	5,660	94	8,752	105	3,019	307	5,895	46	187	19	191	598	7,960	45	1,677
2005	312	6,189	94	7,002	115	4,722	335	6,904	28	354	13	113	563	8,756	47	1,592
2006	334	5,860	77	4,301	101	4,399	335	6,830	25	143	10	495	496	6,730	25	798
2007	365	5,721	79	4,298	125	4,941	425	9,401	5	153	3	30	407	6,505	78	2,647
2008	375	6,346	69	4,752	123	4,159	313	9,605	8	181	1	150	384	5,517	58	2,082
2009	418	7,361	78	4,667	164	4,735	388	10,300	2	100	3	249	347	4,180	40	1,192
2010	412	7,482	64	4,197	172	5,063	459	9,933	2	120	3	78	352	3,777	70	1,919
2011	394	6,663	61	3,331	212	5,735	394	8,277	5	200	2	33	284	3,438	76	1,994
2012	392	6,577	71	4,722	206	5,312	416	8,152	4	200	3	29	220	3,000	51	1,142
2013	421	7,069	69	5,060	212	4,678	462	8,142	1	50	10	77	121	2,618	90	2,174
2014	407	6,943	68	4,220	199	3,997	439	8,715	1	60	5	37	121	2,499	75	2,086
2015	406	6,772	68	3,146	212	4,489	348	6,941	1	50	4	166	91	2,365	72	1,816
2016	360	6,249	79	3,107	184	4,857	546	11,413	2	100	5	55	76	1,738	47	1,622
2017	362	6,101	82	3,956	210	4,814	560	10,063	2	100	1	10	76	1,330	38	1,067
2018	373	6,312	77	3,104	231	5,020	583	10,452	3	270	2	16	76	1,446	59	2,362

〔出所〕　日本証券業協会

３．公共債の発行　国債の発行の方式は市中発行方式，個人向け発行方式，公的部門発行方式に大別されるが，以下では前二者について説明する。

国債の市中発行に当たっては，2006年度以降シンジケート団（シ団）引受方式が廃止されたため，価格（または利回り）競争による公募入札が基本とされている。これは，財務省が提示した発行条件に対して入札参加者が落札希望価格と落札希望額を入札し，それに基づいて発行価格と発行額を決定する方式である。その際，国債の種類に応じて，各落札者の入札価格が発行条件となるコンベンショナル方式と，入札価格によらず均一の募入最低価格（募入最高利回り）が発行条件となるダッチ方式を使い分けている。競争入札のほかに，主として中小入札参加者に配慮した非競争入札（２・５・10年固定利付国債）と，国債市場特別参加者（19年９月１日時点で21社）向けの第Ⅰ・Ⅱ非価格競争入札がある。民間金融機関が募集を取り扱う個人向け販売方式は，個人向け国債と新型窓口販売（２・５・10年固定利付国債）に適用されている。

地方債の発行は，まず計画予算を策定し，地方公共団体議会の承認を経た上で総務大臣または都道府県知事と協議して決定しなければならない（地方債協議制度）。目的も公営企業財源，出資金・貸付金財源，借換財源などの適債事業に限定されている。公募地方債は総務省から指定を受けた35都道府県と20政令指定都市が発行している（2019年９月現在）。この場合，発行体は募集取扱いを行う引受シ団との交渉で発行条件を決定し，売れ残りが生じた場合はシ団が買い取ることが多い。また，03年度から発行されている共同発行市場公募地方債（36地方公共団体の共同発行債）でも引受シ団方式によるが，02年３月に導入された住民参加型市場公募地方債では，地域金融機関に対し，引受け並びに募集取扱い事務を委託することが一般的である。

政府保証債の発行は政府の財政投融資計画の一環として策定され，その発行限度額は毎年度国会の決議を経なければならない。発行方法には引受シ団方式と個別発行方式がある。前者の発行条件は毎月の国債の価格競争入札結果を参考にして決定され，後者は競争入札により発行条件と主幹事証券会社が決められる。財投機関債も利付債であり，その発行は主に発行体が主幹事証券会社を選定して引受シ団を組成する方法が採られる。

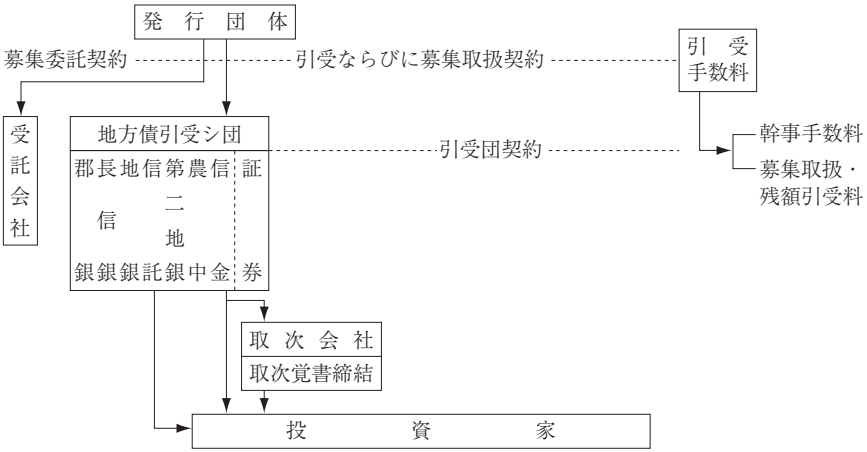
国債の種類

償還期間等	短期国債	中期国債	長期国債
	１年	２年，５年	10年
発行形態	割引国債	利付国債	
最低額面単位	５万円	５万円	
発行方式	公募入札 日本銀行乗換	公募入札 窓口販売 （募集取扱い）	
入札方式	価格競争入札・ コンベンショナル方式	価格競争入札・ コンベンショナル方式	
非競争入札等	第Ⅰ非価格競争入札	非競争入札 第Ⅰ非価格競争入札 第Ⅱ非価格競争入札	
譲渡制限	なし	なし	
発行頻度 （令和元年度計画）	月１回	それぞれ月１回	

償還期間等	超長期国債			個人向け国債	物価連動国債	変動利付国債
	20年	30年	40年	固定３年，固定５年，変動10年	10年	15年（注）
発行形態	利付国債					
最低額面単位	５万円			１万円	10万円	
発行方式	公募入札			窓口販売 （募集取扱い）	公募入札	－
入札方式	価格競争入札・ コンベンショナル方式		利回り競争入札・ ダッチ方式	－	価格競争入札・ ダッチ方式	－
非競争入札等	第Ⅰ非価格競争入札 第Ⅱ非価格競争入札		第Ⅱ非価格 競争入札	－	第Ⅱ非価格 競争入札	－
譲渡制限	なし			あり	なし	なし
発行頻度 （令和元年度計画）	それぞれ月１回		年６回	それぞれ月１回	年４回	予定なし

（注）　15年変動利付債国債は2008年５月に発行されて以降，発行を取り止めている。
〔出所〕　財務省理財局『債務管理レポート2019』39頁

公募地方債引受機構の一例



〔出所〕　地方債協会

４．民間債の発行　普通社債の発行については，かつて厳しい規制下に置かれており，その規制の中核が社債受託制度であった。この制度の下では，当時のメインバンク制を背景に，銀行が個別の社債発行に対し強い影響力を保持しており，社債発行市場全体においても，証券会社よりも銀行の発言力が強かった。しかし，メインバンク制の弱体化とともに，この社債受託制度は1980年代に機能を低下させ，93年の商法改正で抜本的な改革がなされた。これにより，社債制度の規制緩和が大きく前進した。

社債発行会社は，引受幹事証券会社，引受シ団，社債管理者または財務代理人などの関係機関を選定し，予備格付けも取得する。準備が整うと，引受幹事証券会社および引受シ団はプレマーケティングに基づく需要予測を行う。これをもとに発行条件が決定され，募集が行われる。この需要予測方式では，主幹事がシ団各社に投資家の需要調査を依頼し，その調査結果を集計した上で発行条件を決定する。その際の発行条件の決定は，発行予定社債と同年限の国債金利もしくはスワップ金利に，需要予測の結果得られた上乗せ幅を加えることで利率を決定するスプレッド・プライシングが一般的であったが，16年１月から日本銀行がマイナス金利政策を導入した影響もあり，現在では利回りの絶対値を提示して需要調査を行う絶対値プライシングも定着している。

近年の社債発行市場は10兆円規模で推移しているが，19年に入りソフトバンクグループが5,000億円の普通社債を発行した他，武田薬品工業が同額の円建て劣後債を発行するなど大型の発行が続いている。発行体の格付けでみた場合に，上位の高格付け社債発行が大半を占めて，低格付け社債発行の割合が低いことが日本の社債発行の特徴として挙げられる。これは大手機関投資家が主にA 格以上の高格付け社債に限定して投資していることが要因である。BBB 格の社債は鉄道・通信などインフラ関連企業が発行することが多い。ただし，かつては BB 格以下の高利回り社債の発行はみられなかったが，19年の５月に BB 格のアイフルが150億円の公募社債を発行したことが話題となった。

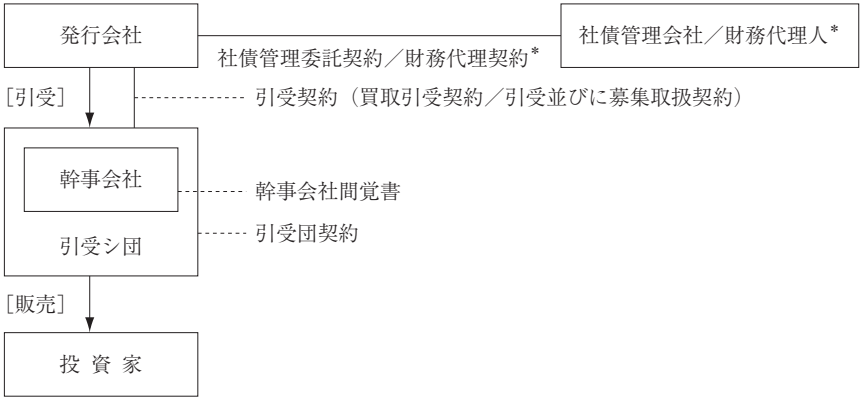
金融債は，以前はみずほ銀行やあおぞら銀行などが割引金融債を発行していたが，現在では商工中金，信金中央金庫，農林中央金庫が利付金融債を発行しているのみである。利付金融債の場合，その発行は発行日を決定して募集を行う募集債と売出期間を決定しその期間中に販売する売出債とに分けられる。

2019年度の主な社債発行事例（８月末時点）

	発行額	利率	年限	格付け
ソフトバンクグループ	5,000億円	1.64%	６年	A－（JCR）
武田薬品工業	5,000億円	注	60年	A－（JCR）
三菱地所	150億円	1.132%	50年	AA－（R&I）
アイフル	150億円	0.99%	１年６ヶ月	BB（JCR）
日清製粉グループ	100億円	0.20%	10年	AA（JCR）
日東紡製	50億円	0.24%	５年	BBB＋（R&I）

（注）　当初５年４ヶ月間は1.72%，次の５年間は６ヶ月円 Libor のため，実質は５年４ヶ月の年限
〔出所〕　日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」

公募事業債引受機構



（注）　＊物上担保附社債の場合，受託会社と信託契約を締結する。
〔出所〕　大和証券『債券の常識』

５．格付会社と公社債の格付け　格付けとは，公社債の元利払いの確実性を測定し，簡単な記号で表示したものであり，通常専門の格付会社が行っている。もともとはアメリカの社債市場で発達してきたものであり，1930年代の大恐慌期に定着したとされている。それがわが国でも80年代に導入され，現在社債発行企業は格付けを取得することが一般的である。

格付会社は，債券の格付けに当り，担保の有無，財務上の特約，他の負債との優先劣後条件などを踏まえて発行企業の財務・営業状況を分析することで元利払いの安全性を測定し，その結果を記号で表示する。AAA 格は最上位の信用力を有し，元利払いに関する不確実性はほとんどないことを示している。以下，AA，A，BBB と信用力は低下するが，この上位４格付けを通常，投資適格と呼んでいる。これを下回る BB 格以下の債券はジャンク債（投資不適格債）と呼ばれるが，これらの債券は信用度が低いために高利回りが設定されており，高利回り債（ハイ・イールド債）とも呼ばれ，欧米では相当規模の発行市場が定着している。このようなジャンク債の発行市場がわが国に存在しなかったのは，適債基準によりこの種の債券の発行が政策的に排除されていたためである。しかし，96年に適債基準は撤廃され，現在ではジャンク債の発行に関する規制は存在しない。しかしながら，19年に BB 格の発行（アイフル）があったが，BBB 格すら発行は低調のままである。

現在わが国では，スタンダード＆プアーズ（S&P），ムーディーズ，フィッチといった米系格付会社のほか，日系の格付投資情報センター（R&I），日本格付研究所（JCR）が信用格付業者として活動している。信用格付業者とは，金融商品取引法等の一部を改正する法律の施行（10年４月）により創設された制度であり，従来の指定格付機関制度に代わるものである。また，近年は地方債や財投機関債の格付も行われている。

米国のサブプライムローン問題発生後，格付けのあり方が大きく問われることとなった。もともと，格付会社は発行体からの格付手数料によって運営されているため，格付けが甘くなりがちであるという批判があると同時に，格付けは参考指標にすぎないという見方もあった。しかし，現在では，格付けはさまざまな金融規制や政策において利用されており，世界的にも格付会社は登録制により行政の監督下におかれることになっている。

格付の記号と定義の例

格付投資情報センター（R&I）	
格付け	定義
AAA	信用力は最も高く，多くの優れた要素がある。
AA	信用力は極めて高く，優れた要素がある。
A	信用力は高く，部分的に優れた要素がある。
BBB	信用力は十分であるが，将来環境が大きく変化する場合，注意すべき要素がある。
BB	信用力は当面問題ないが，将来環境が変化する場合，十分注意すべき要素がある。
B	信用力に問題があり，絶えず注意すべき要素がある。
CCC	債務不履行に陥っているか，またはその懸念が強い。債務不履行に陥った債権は回収が十分には見込めない可能性がある。
CC	債務不履行に陥っているか，またはその懸念が極めて強い。債務不履行に陥った債権は回収がある程度しか見込めない。
C	債務不履行に陥っており，債権の回収もほとんど見込めない。

日本格付研究所（JCR）	
格付け	定義
AAA	債務履行の確実性が最も高い。
AA	債務履行の確実性は非常に高い。
A	債務履行の確実性は高い。
BBB	債務履行の確実性は認められるが，上位等級に比べて，将来債務履行の確実性が低下する可能性がある。
BB	債務履行に当面問題はないが，将来まで確実であるとは言えない。
B	債務履行の確実性に乏しく，懸念される要素がある。
CCC	現在においても不安な要素があり，債務不履行に陥る危険性がある。
CC	債務不履行に陥る危険性が高い。
C	債務不履行に陥る危険性が極めて高い。
D	債務不履行に陥っていると JCR が判断している。

ムーディーズ	
格付け	定義
Aaa	信用力が最も高いと判断され，信用リスクが最低水準にある債務に対する格付。
Aa	信用力が高いと判断され，信用リスクが極めて低い債務に対する格付。
A	中級の上位と判断され，信用リスクが低い債務に対する格付。
Baa	中級と判断され，信用リスクが中程度であるがゆえ，一定の投機的な要素を含みうる債務に対する格付。
Ba	投機的と判断され，相当の信用リスクがある債務に対する格付。
B	投機的とみなされ，信用リスクが高いと判断される債務に対する格付。
Caa	投機的で安全性が低いとみなされ，信用リスクが極めて高い債務に対する格付。
Ca	非常に投機的であり，デフォルトに陥っているか，あるいはそれに近い状態にあるが，一定の元利の回収が見込める債務に対する格付。
C	最も格付が低く，通常，デフォルトに陥っており，元利の回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付。

スタンダード＆プアーズ	
格付け	定義
AAA	当該金融債務を履行する債務者の能力は極めて高い。スタンダード＆プアーズの最上位の個別債務格付け。
AA	当該金融債務を履行する債務者の能力は非常に高く，最上位の格付け（「AAA」）との差は小さい。
A	当該金融債務を履行する債務者の能力は高いが，上位２つの格付けに比べ，事業環境や経済状況の悪化の影響をやや受けやすい。
BBB	当該金融債務履行のための財務内容は適切であるが，事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性がより高い。
BB	他の「投機的」格付けに比べて当該債務が不履行になる蓋然性は低いが，債務者は高い不確実性や，事業環境，金融情勢，または経済状況の悪化に対する脆弱性を有しており，状況によっては当該金融債務を履行する能力が不十分となる可能性がある。
B	債務者は現時点では当該金融債務を履行する能力を有しているが，当該債務が不履行になる蓋然性は「BB」に格付けされた債務よりも高い。事業環境，金融情勢，または経済状況が悪化した場合には，当該債務を履行する能力や意思が損なわれやすい。
CCC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で高く，債務の履行は，良好な事業環境，金融情勢，および経済状況に依存している。事業環境，金融情勢，または経済状況が悪化した場合に，債務者が当該債務を履行する能力を失う可能性が高い。
CC	当該債務が不履行になる蓋然性は現時点で非常に高い。不履行はまだ発生していないものの，不履行となるまでの期間にかかわりなく，スタンダード＆プアーズが不履行は事実上確実と予想する場合に「CC」の格付けが用いられる。
C	当該債務は，不履行になる蓋然性が現時点で非常に高いうえに，より高い格付けの債務に比べて優先順位が低い，または最終的な回収見通しが低いと予想される。
D	当該債務の支払いが行われていないか，スタンダード＆プアーズが想定した約束に違反があることを示す。ハイブリッド資本証券以外の債務については，その支払いが期日通り行われない場合，猶予期間の定めがなければ５営業日以内に，猶予期間の定めがあれば猶予期間内か30暦日以内のいずれか早いほうに支払いが行われるとスタンダード＆プアーズが判断する場合を除いて，「D」が用いられる。また，倒産申請あるいはそれに類似した手続きが取られ，例えば自動的停止によって債務不履行が事実上確実である場合にも用いられる。経営難に伴う債務交換（ディストレスト・エクスチェンジ）が実施された場合も，当該債務の格付けは「D」に引き下げられる。
NR	格付けの依頼がない，格付けを確定するには情報が不十分である，またはスタンダード＆プアーズが方針として当該債務に格付けを付与していないことを表す。

６．社債管理　1993年６月の商法改正により，従来の社債受託制度が抜本的に改革された。この改正によって，従来の「社債募集の受託会社」は「社債管理会社」と名称を改められ，その機能も明確化された。具体的には，①社債管理会社を原則として強制設置とし，その資格を銀行，信託，担保付社債信託法上の免許を受けた会社等に限定する，②社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定する，③社債管理会社の権限・義務・責任を明確化するなどである。すなわち，従来社債募集の受託会社が行なっていた発行時の事務代行業務は社債管理会社の本来業務とされず，発行後の社債管理業務に限定された。

この法改正の結果，社債の受託会社が個別の発行会社の社債発行に関与する余地は法律上取り払われ，ここに従来の社債受託制度の個別発行体に対する規制者的な役割は終焉し，次の変化がみられた。①従来，受託銀行が徴収していた手数料は社債管理手数料と改称され，さらに大幅に引き下げられた，②社債管理会社の強制設置に例外規定（社債券面が１億円以上の場合など）が設けられたことによって，社債管理会社を設置せず，財務代理人だけを設置するいわゆる「不設置債」が増加し，一般化している，③社債管理会社の業務が明確化されたことによって，従来行われていた受託銀行によるデフォルト債の一括買取が行われず，実際その後の経過をみると不買取が定着した。

05年６月に成立した会社法（06年５月に施行）では「社債管理会社」が「社債管理者」に改められ，その責任および権限が拡充された。具体的には，①旧商法上，「社債ノ管理」とは社債管理会社に法律上付与された権限の行使のみを指し，社債管理委託契約等に基づく権限（約定権限）の行使は含まれなかったが，会社法では約定権限の行使が「社債の管理」に含まれ，その行使についても公平誠実義務や善管注意義務を負うこととなる，②社債管理委託契約の定めがあるとき，社債権者集会の決議なく社債の全部について訴訟行為および破産・更生手続等に属する行為を行うことができるようになる，③減資や合併などにおける債権者保護手続では，原則として社債権者集会の決議なく異議を述べることができるようになることなどがある。さらに16年８月に日本証券業協会が創設した「社債権者補佐人」制度では，社債にかかわる事務手続きや債権の保全などの支援を補佐人の業務とする。この補佐人は金融機関のほかに倒産実務に詳しい弁護士法人なども担うことができる。

会社法における社債管理者の選任・権限・責任

項　目	内　　容	法　条
【選任と権限】		
選任を要する場合	社債を発行する場合に選任を要するが，各社債の金額が１億円以上である場合その他社債権者の保護に欠ける虞がないものとして法務省令で定める場合は必要ない。	法702条
社債管理者となり得る者	銀行，信託会社あるいはこれに準じる者。	法703条
委託事項	社債権者のために，弁済の受領，債権の保全その他の社債管理を委託する。	法702条
社債管理者の義務	社債権者のために公平かつ誠実に社債の管理を行なわなければならない（公平誠実義務）。社債権者に対し善良な管理者の注意を持って社債管理を行なう義務を負担する（善管注意義務）。社債の管理には，社債管理委託契約等に基づく権限（約定権限）の行使が含まれる。	法704条
社債管理者の権限	社債権者のために社債に係る弁済を受け，または社債に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上または裁判外の行為をする権限を有する。上記のために必要あるときは，裁判所の許可を得て社債発行会社の業務および財産の状況を調査できる。	法705条　1項，４項
権限に関する特別の規制	以下の行為については，社債権者集会の決議によらなければできない。 ①その社債の全部についてする支払猶予，責任免除，和解 ②その社債全部についてする訴訟行為又は破産手続，更生手続若しくは特別清算に関する手続に属する行為（訴訟手続には裁判上の和解を含む）。 なお，社債管理者との間で社債管理委託契約の定めがあるときは，社債権者集会の決議なく社債管理者はこれらの行為を行なうことができるようになった。	法706条　1項，２項 法676条　８号
債権者保護手続における社債管理者の権限	社債権者が異議を述べる場合には社債権者集会の決議を要することが原則だが，社債管理者は社債権者のために異議を述べることができる。ただし，社債管理委託契約に別段の定めをすることができる。	法740条　1項，２項
【責任】		
責任（損害賠償）	社債管理者が会社法又は社債権者集会決議に違反する行為をしたときは，社債権者に対し連帯して損害賠償責任を負う。	法710条　1項
法定の特別責任(損害賠償)	①社債発行会社が社債の償還若しくは利息の支払を怠り，若しくは社債発行会社について支払の停止があったときの前３ヵ月以内に，社債管理者がその債権に係る債務について社債発行会社から担保の供与又は債務の消滅に関する行為を受けた場合。 ②社債管理者の債権につき，社債発行会社から担保の供与又は弁済の受領を受けること。 ③社債管理者との間で支配会社と被支配会社との関係その他特別な関係を有する者に対して，社債管理者の債権を譲渡すること。 ④社債管理者が社債発行会社に対し債権を有する場合に，相殺の目的を持って社債発行会社の財産の処分を内容とする契約を社債発行会社と締結すること，又は社債発行会社に対して債務を負担する者の債務を引き受ける契約を締結して相殺すること。 ⑤社債管理者が社債発行会社に対して債務を負担する場合に，社債発行会社に対する債権を譲り受けて相殺をすること。	法710条　2項
免責	社債管理者が誠実にすべき社債の管理を怠らなかったこと，又はその損害が社債管理者の行為によって生じたものではないことを証明したとき。	法710条　2項但し書き
社債管理者の辞任と責任	①社債発行会社および社債権者集会の同意を得て辞任することができる（但し，予め事務を承継すべき社債管理者を定める必要がある）。 ②やむを得ない事由がある場合に裁判所の許可を得て辞任することができる。 ③社債管理委託契約に定める事由が生じた場合にも辞任することができるようになった（但し，社債管理委託契約の中に事務を承継する社債管理者の定めがなければならない）。 なお，社債発行会社の社債の償還若しくは利息の支払を怠り，若しくは社債発行会社について支払の停止があった後，又はその前３ヵ月以内に社債管理委託契約に定める事由により辞任した社債管理者は710条２項に基づく損害賠償責任を免れない。	法711条 法712条

〔出所〕　佐藤彰紘『新会社法で変わった会社のしくみ』，日本法令，2005年，179，181頁から作成

７．新株予約権付社債・仕組み債　新株予約権とは，権利者（新株予約権者）が一定期間内に権利を行使した時に，会社が新株予約権者に対し一定価額で新株を発行するか，保有する自己株式を移転する義務を負うものをいう。

新株予約権付社債とは新株予約権を付した社債であり，実態的には従来の転換社債に相当するものと非分離型の新株引受権付社債に相当するものとに分けられる。転換社債に相当する転換社債型新株予約権付社債とは，①新株予約権を社債と分離して譲渡することができず，②社債の発行価額と新株予約権の行使に際して払い込むべき金額を同額とした上で，③新株予約権を行使すると必ず社債の現物出資により新株予約権が行使されるものをいう。その多くは株式分割などの場合を除いて株式への転換価格が発行時に決定され，固定される。しかし，株価の下落に伴い転換価格が下方修正されるものもあり，中でも転換価格が６カ月に１回を超える頻度で修正される条項付のものは，「転換価格の修正条項付き転換社債型新株予約権付社債（MSCB）」と呼ばれるが，株価下落懸念のため，最近の発行例は少ない。一方，従来の新株引受権付社債のうち，分離型のものは会社が社債と新株予約権を同時に募集するものとみなされるため，新株予約権付社債の範晴に含まれるものは非分離型のみである。この場合は，従来と同様，新株予約権が行使された際に払込金が別途支払われ，社債部分は残る。

仕組み債とは，一般にデリバティブを組み込んだ債券の俗称であるが，近年様々なタイプが発行されている。株式の他にも金利や為替，クレジットリスクを組み込んだ仕組み債などがある。このうち株式のリスクを組み込んだ仕組み債として，日経平均オプション取引を組み込んだ日経平均連動社債があり，一般に日経平均株価が上昇すれば高利回りが享受できるが，下落するとオプションが行使されるため損失が発生し，元本割れとなる。また，他社株転換条項付社債（EB 債）は，対象企業の個別株オプションを組み込んだものであり，一般に対象企業の株価が上昇すればオプション料が取得できるため投資家は高利回りを享受できるが，株価が下落するとオプションが行使され当該株式をその価格で引き取らなければならない。したがって，損失が発生することになるが，日経平均連動債と違って，その場で損失を確定せず，株式を保有して株価の回復を待つことも可能である。

仕組み債の種類

【変形キャッシュフロー債】

ステップ・アップ債

当初のクーポンは実勢金利よりも低いが，一定期間経過後からクーポンが高くなっていく債券。その仕組み上，発行体が任意での償還権（コールオプション）を付けている場合が多い。

ステップ・ダウン債

当初のクーポンは実勢金利よりも高いが，一定期間経過後にはクーポンが低くなる債券。

ディープ・ディスカウント債

クーポン部分は全期間を通じて実勢金利よりも低いものの，発行価格自体がアンダーパーで設定されていて，クーポンの低さを償還益で補完する債券。

リバース・フローター債

金利が上がればクーポンが低下し，下がればクーポンが上昇する債券。金利スワップを用いたデリバティブ債。

【インデックス債】

株価，金利，債券インデックス債

償還元本が日経平均に連動するもの，クーポンが日経平均に連動するもの，クーポンが金利スワップレートに連動するもの，償還元本が日本国債先物価格に連動するもの等がある。

為替インデックス債

払込金とクーポンが円貨，償還金が外貨のデュアル・カレンシー債と，払込金と償還金が円貨，クーポンが外貨のリバース・デュアル・カレンシー債が中心。通常はクーポンよりも元本の額が大きいため，デュアル・カレンシー債の方が為替変動リスクが大きい。

【オプション付随債】

他社株転換条項付社債

発行体の任意で，償還金の支払いを予め決められた株数の他社株式によって行うことができる債券。購入者にとっては，プット・オプションの売りを行っていることになり，オプション・プレミアムの分，クーポンが高くなる。

その他のオプション付随債

発行体の選択で期限前償還のできる「コーラブル債」，逆に投資家の選択で期限前償還ができる「プッタブル債」，デュアル・カレンシー債に為替オプションを付けた「ノック・イン・デュアル債」等がある。

〔出所〕 Hephaistos Investment Research のホームページ（http://hephaistos.fc2web.com/bond_guide/shikumi_sai.html），金融広報中央委員会 HP などから作成

第６章　公社債流通市場

１．公社債の売買　公社債の流通方法には，①金融商品取引所が開設する市場での売買と②投資者と証券会社等の市場仲介者との相対売買の二つが存在する。このうち，前者を取引所取引，後者を店頭取引という。公社債流通市場における取引の大部分は店頭取引により行われているという特徴がある。

公社債の流通市場の売買高（2018年５月以降の国債バスケット取引を含む。以下１．において同じ。）は1975年度には58兆円に過ぎなかったが，その後拡大を続け2007年度には１京円の大台を突破した。リーマンショックの影響等により，2010年度には7,700兆円台まで減少したものの，足元では再び増加傾向を示し，2018年度には１京9,000兆円弱の水準となっている。

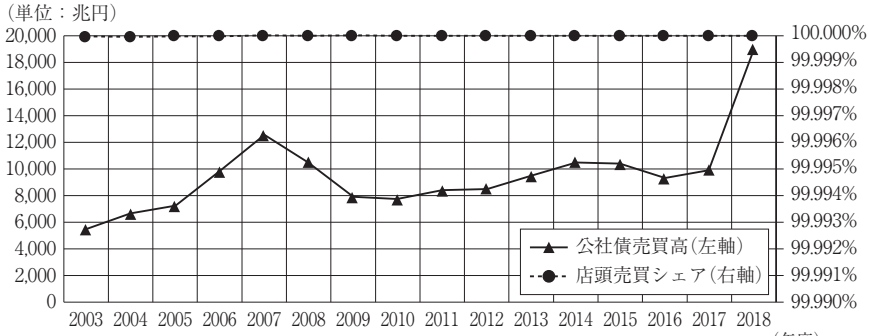
公社債の売買高をその種類別にみると，国債の売買が全体の90％超を占めていることから，わが国においては，国債が大量に発行され，その残高が大きく増加してきたことが公社債流通市場拡大の大きな要因と考えられる。

この傾向は近年においても同様であり，2010年度と2018年度を比較すると，公社債全体の売買高の増加額１京1,254兆円に対して，国債の売買高は１京1,275兆円増加している。このように，国債が他の公社債よりも活発に売買される背景には，発行額・現存額の多さもさることながら，わが国においてはリスクフリーの資産として取り扱われること等から，様々な運用ニーズの資金が集まりやすく，その結果として高い流動性が保たれていると考えられる。

今後のわが国の公社債流通市場の発展のためには，国債以外の公社債も活発に売買されることが重要である。中でも，企業金融の重要な一翼を担っている社債市場の活性化が必要との認識のもと，2009年に日本証券業協会（日証協）は，「社債市場の活性化に向けて」とする報告書の中で，わが国社債市場が抱える課題を整理するとともに，一層効率的で，透明性と流動性の高い社債市場の実現のための具体的な取組みを提示した。その上で，わが国社債市場の活性化は，今後，わが国経済の新たな成長戦略の重要な要素の一つとして，官民挙げた積極的な取組みが期待されるとしている。

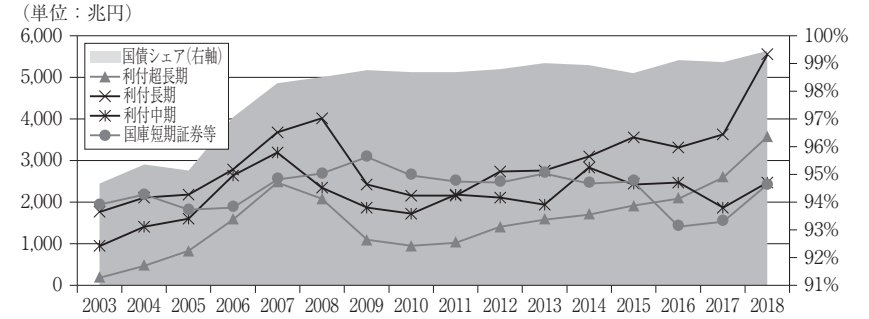
これを受けた日証協の具体的な取組みの一部については，本章後段を参照されたい。

年度別の公社債売買代金（額面ベース）及び店頭売買シェアの推移

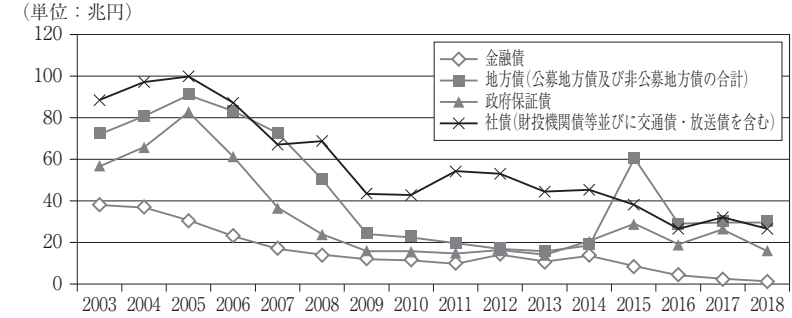


（注）　１．現先売買高を含み，新株予約権付社債を除く。
　　２．売買代金は原則額面ベースだが，2018年５月以降の国債バスケット取引は約定金額ベース
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）及び日本取引所グループホームページ掲載の統計（売買高・売買代金）より作成

公社債種類別売買高



（注）　現先売買（2018年５月以降の国債バスケット取引を除く。）を含み，新株予約権付社債を除く。
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）より作成



（注）　現先売買を含み，新株予約権付社債を除く。
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）より作成

２．公社債売買の主体　公社債の店頭取引の主体を業態別に見ると，証券会社等の「債券ディーラー」が大きな割合を占めている。公社債の店頭取引においては，投資者の取引ニーズに即座に応えることが求められるが，公社債は銘柄数が膨大であり，取引形態も多様であることから，そのニーズに合致した相手方を速やかに見つけることは容易ではない。このため，証券会社やディーリング業務を行っている金融機関が，投資者の取引ニーズに対して買い向かい，あるいは売り向かうことによって，円滑な取引を実現しているのである。このほかに，証券会社等は，自らの相場観に基づいた売買を行い，「債券ディーラー」の売買規模を大きくしている。次いで多いのが「その他」の分類であるが，ここには日本銀行が含まれており，同行を経由して入札発行される国債や，同行の各種債券オペによる売買が計上されている。「非居住者」による売買も多いが，債券投資というよりは「円への投資」の意味合いが強く，長期・超長期のほか，国庫短期証券などの短期国債の売買も積極的に行っていることによるものである。また，「都市銀行」については，運用難の状況が続くなかで収益を得るため，相場観に基づく自己売買を積極的に行っているほか，引き受けた地方債等の売却などを行っている。「信託銀行」については，受託している年金等の資産の運用対象として公社債を積極的に取り込んでいることがうかがえる。

次に，売りと買いとをその差額で見ると，近年においては多くの業態で公社債を買い越す傾向が見て取れる。この要因としては，日本銀行によるマイナス金利政策が長期化し，融資により利ザヤを得ることが難しくなっているほか，先般の金融危機への反省から，世界的に規制強化の流れが進展し，相対的に高リスクな証券化商品等での運用が難しくなったことで，余剰資金の退避先として，リスクフリーで流動性の高い国債市場に資金が流入したことが挙げられる。こうしたなか，長期に亘って買い越しとなっていた「地方銀行」が，2016年度と2017年度は売越しとなっているが，これは，都市銀行と比較して国内貸出の比率が高く，金利低下による収益への影響が大きい地方銀行が，運用難の状況下で収益を確保するために，保有する国債等を売却し，外国証券や投資信託等へ資産をシフトしたことによるものと考えられる。また，「その他」が恒常的かつ大幅に売越しになっているのは，入札発行される国債が，日本銀行による売却として計上されるためである。

公社債の投資家別売買状況

（上段は売りと買い合計，下段は売りと買い差額で▲は売越し）（単位：100億円）

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度
都市銀行	29,087 <3,706>	29,105 <▲193>	46,511 <▲1,997>	40,150 <▲2,861>	18,599 <▲2,837>	25,407 <▲2,630>	12,709 <▲973>	6,085 <1,064>	10,231 <2,209>	9,135 <352>
地方銀行	4,479 <1,172>	4,857 <1,130>	5,891 <1,020>	5,765 <644>	4,140 <482>	4,550 <303>	3,480 <51>	2,525 <▲80>	1,640 <▲60>	1,561 <16>
信託銀行	24,174 <7,599>	24,928 <6,409>	24,789 <8,252>	22,294 <8,109>	16,800 <5,478>	14,175 <1,298>	10,861 <561>	10,000 <299>	10,074 <516>	10,531 <372>
農林系金融機関	4,430 <2,999>	4,993 <4,002>	3,356 <2,221>	3,099 <2,126>	1,764 <779>	1,307 <486>	1,000 <232>	975 <240>	980 <325>	1,026 <230>
その他金融機関	5,795 <3,277>	5,607 <3,278>	5,448 <2,346>	4,266 <2,602>	3,475 <2,016>	2,636 <790>	2,128 <806>	1,631 <578>	733 <155>	613 <109>
生保・損保	3,653 <1,743>	4,186 <1,457>	4,583 <1,896>	4,826 <1,631>	4,256 <1,387>	2,704 <908>	1,956 <507>	1,555 <404>	1,507 <371>	1,701 <407>
投資信託	2,856 <1,890>	2,886 <1,963>	2,885 <2,100>	3,108 <2,309>	4,318 <3,165>	4,372 <3,045>	3,961 <2,284>	2,139 <416>	2,159 <240>	2,550 <430>
官庁共済	368 <245>	311 <208>	277 <166>	299 <213>	210 <151>	114 <54>	115 <15>	84 <5>	86 <7>	82 <3>
事業法人	1,302 <1,250>	1,435 <1,336>	1,003 <922>	1,203 <1,093>	1,281 <1,104>	696 <630>	320 <256>	81 <40>	98 <75>	144 <94>
非居住者	26,835 <8,474>	31,074 <11,213>	36,902 <14,891>	34,131 <15,997>	34,799 <16,300>	35,730 <20,103>	37,609 <21,575>	36,466 <21,814>	34,992 <21,208>	40,444 <24,486>
その他	53,324 <▲34,216>	50,173 <▲30,605>	52,719 <▲31,408>	58,930 <▲30,369>	62,355 <▲26,367>	60,975 <▲23,756>	61,742 <▲24,673>	56,869 <▲22,866>	48,849 <▲24,303>	46,837 <▲26,216>
債券ディーラー	168,735 <248>	181,423 <▲315>	179,035 <▲570>	164,805 <▲1,172>	162,073 <▲661>	187,339 <▲223>	142,679 <▲446>	116,243 <▲465>	117,185 <28>	111,706 <34>
合計（他の投資家を含む）	331,212 <1,319>	347,491 <1,843>	369,000 <1,253>	348,505 <1,432>	318,446 <2,222>	344,034 <1,984>	281,281 <557>	236,550 <1,490>	230,135 <881>	228,532 <474>

（注）　現先売買を除き，新株予約権付社債の売買を含まない

〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債投資家別売買高）より作成

３．公社債の店頭市場取引　公社債の流通は，取引がどこで行われるかにより，「取引所取引」と「店頭取引（「OTC 取引」と呼ばれる。）」に分類することができる。

取引所取引と店頭取引における公社債の売買高をみると，圧倒的に店頭取引の方が多い。これは，①公社債は発行銘柄が非常に多く，これらを全て取引所に上場することは事実上困難であること，②公社債の取引においては，売方・買方の売買内容が複雑で多岐に亘ることが多く，そのようなニーズを充足する取引相手を取引所で瞬時に見つけることは困難であること，③公社債の取引の多くを占める法人投資家による売買は取引単位が大きく，複数銘柄を組み合わせた複雑な取引も多いこと，④公社債の利子に対する課税方式が，保有者の属性に応じて異なっていたこと，などがその理由として挙げられる。一般的に，公社債の取引は，取引形態を標準化する必要がある取引所取引には馴染みにくいことから，相対の話し合いをベースに取引条件を決めながら売買を成立させる店頭取引による方が円滑に進むことになる。

店頭取引は，取引所取引のように一定の場所に投資者の取引ニーズを集中することなく，各証券会社等の店頭において行われる「当事者間の話し合いにより決定される自由な取引」であり，その意味では，各証券会社等のそれぞれの店頭が市場であることから，店頭市場は無数に存在するといえる。

店頭取引は投資者と証券会社等が合意すれば成立することから，取引の内容や対象商品は多岐に亘っている。店頭市場では，公募債だけでなく，非公募債の取引も可能であり，公社債の受渡し方法も売方と買方との合意で自由に設定できる。また，その取引価格は，他の金融商品と比較考量するなどして，当事者間で決定できることになる。

店頭市場においては，証券会社等が，顧客による公社債の売り注文を一旦受けて買い取り，その後，他の顧客に転売することになる。また，顧客による公社債の買い注文に対しては，手持ちの在庫や他のブローカーからの調達などで応じることになる。このように，証券会社等が，一旦顧客の相手方になって売買を行うことを「仕切り売買」といい，公社債市場における主要な売買形態となっている。

公社債の市場別売買高等

（単位：100億円）

		国　債	新株予約権付社債	その他
2009年度	取　引　所	0	112	0
	店　　頭	781,286	52	9,175
2010年度	取　引　所	0	56	0
	店　　頭	761,950	70	10,175
2011年度	取　引　所	0	40	0
	店　　頭	829,983	46	10,773
2012年度	取　引　所	0	30	0
	店　　頭	842,314	45	9,760
2013年度	取　引　所	0	27	0
	店　　頭	936,753	24	9,230
2014年度	取　引　所	0	8	0
	店　　頭	1,039,157	11	11,273
2015年度	取　引　所	0	30	0
	店　　頭	1,025,087	20	14,432
2016年度	取　引　所	0	18	0
	店　　頭	921,027	31	7,335
2017年度	取　引　所	0	6	0
	店　　頭	983,609	13	8,717
2018年度	取　引　所	0	4	0
	店　　頭	1,889,406	11	8,141

（注）１．取引所の売買高＝取引所出来高×２
　　２．店頭売買高には現先売買（2018年５月以降の国債バスケット取引（約定金額ベース）を含む）を含む
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高）及び日本取引所グループホームページ掲載の統計（売買高・売買代金）より作成

主要公社債種類別現存額・銘柄数

		国　債	地方債（公募）	政保債・財投機関債	普通社債・資産担保型社債	新株予約権付社債	金融債（利付・割引）
2009年度末	銘柄数	410	2,208	1,350	2,513	41	1,664
	現存額	716	45	61	60	1	19
2010年度末	銘柄数	423	2,376	1,474	2,614	32	1,514
	現存額	755	48	63	63	1	17
2011年度末	銘柄数	449	2,525	1,634	2,684	21	1,272
	現存額	781	52	64	63	1	15
2012年度末	銘柄数	470	2,655	1,772	2,733	17	1,163
	現存額	814	55	66	61	1	14
2013年度末	銘柄数	476	2,805	1,916	2,844	18	900
	現存額	848	57	69	61	0	12
2014年度末	銘柄数	493	2,917	2,021	2,883	22	789
	現存額	873	58	69	60	0	12
2015年度末	銘柄数	497	3,008	2,151	2,847	24	526
	現存額	901	59	69	58	0	11
2016年度末	銘柄数	506	3,059	2,244	2,977	26	428
	現存額	927	60	68	60	0	10
2017年度末	銘柄数	512	3,100	2,370	3,080	23	366
	現存額	948	60	68	60	0	9
2018年度末	銘柄数	516	3,152	2,505	3,278	17	364
	現存額	966	61	68	63	0	8

（注）　現存額の単位は兆円
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債発行額・償還額）より作成

４．公社債店頭売買参考統計値（１）　公社債の店頭市場での取引は，各証券会社等と顧客との間の相対で行われるものであり，第三者がそこで取引される価格を把握することは困難である。一方，公社債の取引の大半を占める店頭取引の価格などの情報を広く知らしめることは，公社債の取引の円滑化，公正な価格形成の実現，最良価格での執行機会の提供に資することになるなど，投資者保護の観点からも重要な事項であり，公社債市場の発展のためには欠かせない要件である。

これに関して，日証協では，投資者及び証券会社等が公社債の店頭売買を行う際の参考に資するため，「公社債店頭売買参考統計値発表制度」を創設し，公募公社債のうち一定の要件を満たす銘柄についての気配値（売り気配と買い気配の仲値）を毎営業日公表している。この制度は，1965年８月に当時の公社債引受協会が「事業債店頭気配」の発表を開始し，また，1966年３月には日証協の前身である東京証券業協会が「公社債店頭気配」の発表を開始したことに始まる。当時は戦後の国債の発行が開始された時期であり，公益及び投資者保護に資するため，国債の適正な価格形成と円滑な流通を図るべきという社会的な要請に応える形で本制度が開始されることとなった。その後，公社債市場を取り巻く情勢の変化などに合わせ，逐次の改善・見直しが図られており，公表銘柄数も制度開始当初の約300銘柄から，現在は約10,200銘柄と大幅に増加している。2002年８月には，本制度が公社債の店頭売買の参考に資するためのものであることを明確にするため，その名称を，従前の「公社債店頭基準気配」から「公社債店頭売買参考統計値」に改めるとともに，提供する情報を充実させることとし，平均値のみを発表する方法を改め，平均値，最高値，最低値及び中央値を発表することとした。

本制度は，その公表開始以来約50年を経ているところであるが，本来の目的である公社債の店頭売買の際の参考情報としての役割のほか，近年では，企業会計や税務会計における時価評価，各種取引における担保評価等に幅広く活用されるようになっている。こうした利用方法の拡大を背景に，本制度については，より一層の信頼性の向上が求められており，2013年には社債に係る公社債店頭売買参考統計値制度を中心に見直しが行われ，2015年11月より見直し後の新制度の運用を開始した。

公社債店頭売買参考統計値発表制度

１．概要

（１）目的

日本証券業協会協会員が顧客との間において行う公社債の店頭売買に際し，協会員および顧客の参考に資するため，協会が指定した協会員からの報告に基づき公表。

（注）1965年８月に公社債引受協会が「事業債店頭気配」を発表開始。その後1966年３月に東京証券業協会が「公社債店頭気配」を発表開始し，その後数次の改善・見直しが図られる。

（２）公社債店頭売買参考統計値の算出

気配報告協会員（2020年１月末現在，証券会社13社）から当日の午後３時現在における額面５億円程度の売買の参考となる気配の報告を受けて，このうち５社以上から気配報告のある銘柄について算術平均等して参考統計値を算出。

公社債店頭売買参考統計値発表制度の沿革

	選定対象銘柄の種別等	選定銘柄数
1966年３月 店頭気配発表 ・制度開始（毎週１回（木曜日）発表）	国債，地方債，政府保証債，利付金融債，事業債，加入者引受利付電信電話債券及び同割引電信電話債券，その他協会が適当と認めたもの	発表銘柄数…280銘柄 （1966年５月12日現在）
1977年１月 ・指標気配及び標準気配の発表（指標気配は，毎日（土曜日を除く。）発表。標準気配は，毎週１回（木曜日）発表。）	①指標気配（機関投資家向け）公社債のうち売買量が多く市場動向を的確に反映する銘柄から選定 ②標準気配（小口投資家向け）上記以外の銘柄のうち，国債，地方債，特殊債，金融債，社債及び円建外債の種類毎に償還年別，利率別に各１銘柄を選定	①指標気配 発表銘柄数…14銘柄 （1977年１月31日現在） ②標準気配 発表銘柄数…77銘柄 （1977年１月27日現在）
1978年８月 ・指標気配の発表方法変更（売り気配，買い気配の発表。）（指標気配は，毎日（土曜日を除く。）発表。標準気配は，毎週１回（木曜日）発表。）	同上	①指標気配 発表銘柄数…19銘柄 （1978年８月31日現在） ②標準気配 発表銘柄数…137銘柄 （1978年８月31日現在）
1992年１月 ・公社債店頭基準気配を毎日発表	非上場債のうち国債，地方債，政府保証債，金融債，社債，円建外債の種類毎に償還年限別，利率別に各１銘柄を選定	発表銘柄数…298銘柄 （1992年１月31日現在）
1997円４月 ・対象銘柄数の大幅拡大（新システム稼働）	非上場の公募債である公社債（残存期間１年超）のうち，利率が発行から償還まで一定であって，最終償還日に一括して償還される銘柄から選定	発表銘柄数…1,746銘柄 （1997年５月１日現在）
1998年12月 ・市場集中義務の撤廃等	公募債である公社債（払込元本，利金及び償還元本の全てが円貨である債券に限る。）から選定	発表銘柄数…2,867銘柄 （1998年12月１日現在）
2002年８月 ・「公社債店頭売買売参考統計値」に名称変更。平均値に加え，最高値，最低値，中央値を発表。	同上	発表銘柄数…4,198銘柄 （2002年８月１日現在）
2013年12月 ・社債等の算出方法の見直し及び公表時間の繰下げ等を決定。	同上	発表銘柄数…7,931銘柄 （2013年12月２日現在）
2015年11月 ・見直し後の制度運用開始	同上	発表銘柄数…8,257銘柄 （2015年11月２日現在）

（注）　2002年８月５日報告分から公社債店頭売買参考統計値制度へ移行

５．公社債店頭売買参考統計値（２）　公社債店頭売買参考統計値は，日証協が指定する協会員（以下「指定報告協会員」という。）からの午後３時現在における額面５億円程度の売買の参考となる気配の報告に基づき，日証協が毎営業日発表する価格情報であり，広く投資者，市場関係者に利用されている重要なインフラである。そのため，本制度に対しては，高い信頼性と安定性が求められることから，日証協では社債関連部分を中心に本制度の見直しを行い，2015年11月から新制度の運用を開始した。

新制度における見直し内容のうち，主なものは次のとおりである。

①指定報告協会員の指定基準の厳格化：社債に係る公社債店頭売買参考統計値の信頼性を向上させるためには，社債マーケットの動きを反映した適切な気配値を報告できる協会員を指定報告協会員とする必要があることから，社債等の売買高が上位20位以内であること等を指定報告協会員の指定基準に加えることとした。

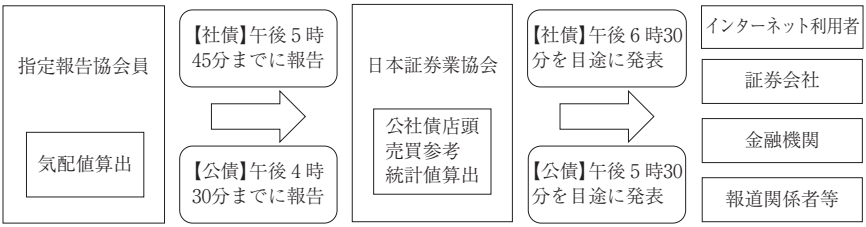
②日証協における指導・管理態勢の充実・強化：指定報告協会員から適切な報告がなされるよう，日証協が（１）毎営業日の報告気配値に適正でない値が含まれていないかについてチェック等を行う（２）指定報告協会員の報告態勢に問題が生じていないかについてチェックを行うこととした。

③公社債店頭売買参考統計値の算出方法の見直し：社債については，報告気配値のバラつきが比較的大きく，マーケットが大きく動いた場合には，平均気配値から大きく乖離した気配値の方がより適切な値である場合も考えられること，及び，異常値は②で排除されることから，従来機械的に実施していた報告気配値の上下カットを行わないこととした。

④報告時限及び公表時間の繰り下げ：社債の気配値報告を行っていない協会員から，報告を行うためには報告時限の繰り下げが必要であるといった声があったことを考慮し，報告時限を１時間15分繰り下げ，これに応じて公表時限を１時間程度繰り下げることとした。

⑤公社債店頭売買参考統計値に対する理解の促進：公社債店頭売買参考統計値は売り気配と買い気配の仲値であり，実際の取引価格とは乖離が生じることがある等，公社債店頭売買参考統計値の性質等についてのわかりやすい説明を日証協ホームページ等において充実させることとした。

公社債売買参考統計値の発表までの流れ（イメージ）



指定報告協会員の指定について

日本証券業協会は，指定報告協会員になろうとする協会員について，次の各号に掲げる指定基準につき審査し，指定報告協会員を指定するものとする。
（１）公社債店頭売買参考統計値発表制度の趣旨を理解し，指定報告協会員になる意思を有していること
（２）公社債店頭売買業務等に精通していること
（３）気配報告業務の適確な遂行に必要な組織体制，人員構成が確保されていること
（４）その他本協会が定める事項
※基準のより詳細な内容については日本証券業協会ホームページを参照。

公社債売買参考統計値の見直し策

見直し策	概要	見直しの対象債券
①指定報告協会員の指定基準の厳格化	「公社債店頭売買業務等に精通していること」の具体的な基準として以下を追加した。 ・社債等に係る気配の報告を行う指定報告協会員にあっては，社債等の売買高ランキングが20位以内であること ・ただし，自社が主幹事となっている社債等についてはランキングを満たしていない場合であっても報告可能	社債，特定社債，円建外債
②日証協における指導・管理態勢の充実・強化	・毎営業日の報告気配値のチェック（指定報告協会員への注意喚起を含む）の導入 ・指定報告協会員の報告態勢のチェックの導入 ・指定報告協会員間における気配水準に係る情報交換等の禁止を自主規制規則化	すべての債券
③売買参考統計値の算出方法の見直し	・報告された気配値の上下カットを取止め	社債，特定社債，円建外債
④報告時限および公表時間の繰り下げ	・報告時限を１時間15分繰り下げ午後５時45分 ・公表時限を１時間程度繰り下げ午後６時30分	社債，特定社債，円建外債
⑤売買参考統計値に対する理解の促進	・取引価格と乖離が生じるといった売買参考統計値の性質等について日証協 HP 等におけるより分かりやすい説明	すべての債券

６．社債の取引情報の報告・発表制度　社債市場の更なる活性化を図るためには，社債の取引情報を公表することにより社債の価格情報の透明性を高め，市場の信頼性を確保することが重要であることから，日証協では，2015年11月より，社債の店頭取引における実際の取引価格等を公表することとした。

この新しい取組みは，日証協がその会員である証券会社から取引価格等の報告を受ける制度と，その報告された取引価格等を公表する制度により成り立っている。

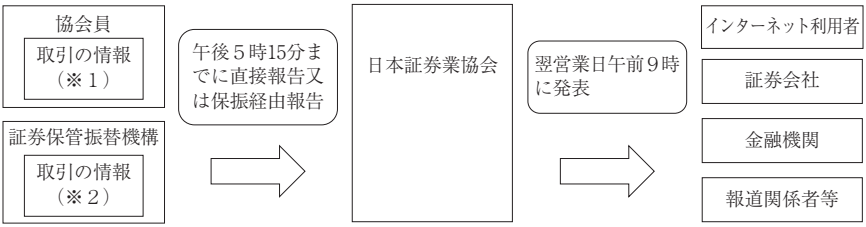
（１）社債の取引情報の報告制度：日証協の自主規制規則において，取引当事者の一方となる証券会社（日証協の会員）に対して，社債の取引を行った場合の日証協への報告を義務付けた。報告対象となる社債は，①国内で募集又は売出しが行われたものであること，②国内発行であること，③払込元本，利金及び償還元本の全てが円貨であること等の全ての要件を満たす社債（ただし，短期社債，新株予約権付社債を除く）である。また，報告対象となる取引には，①毎営業日報告されるもの（取引数量が額面１億円以上）と，②日証協への届出により月次の報告が可能なもの（取引数量が額面１億円未満。ただし，取引数量が額面1,000万円未満の取引は報告を省略可能）がある。

（２）社債の取引情報の発表制度：日証協では「銘柄格付がAA格相当以上」という発表基準を設け，これを満たしている社債の取引情報（取引数量が額面１億円以上のものに限る）を発表することとし，報告を受けた翌営業日に日証協ホームページにおいて発表する。発表項目は，①約定年月日，②銘柄コード，③銘柄名，④償還期日，⑤利率，⑥取引数量（額面５億円以上か否かの別），⑦約定単価（額面100円当たりの約定単価）のほか，2018年10月１日約定分より，⑧売買の別（証券会社の取引相手方における売りと買いの別）が追加された。

なお，取引情報の発表基準を満たす社債であっても，売買参考統計値に異常な変動がみられるなどの一定の要件にあてはまる場合には，当該社債の取引情報の発表を停止する措置が設けられている。

（３）定期的な検証：日証協は社債の取引情報の発表制度の実施後，本制度が社債の流動性に与える影響等について定期的に検証を行い，必要に応じて本制度の見直しの検討を行うこととしている。

社債の取引情報の報告・発表の流れ（イメージ）



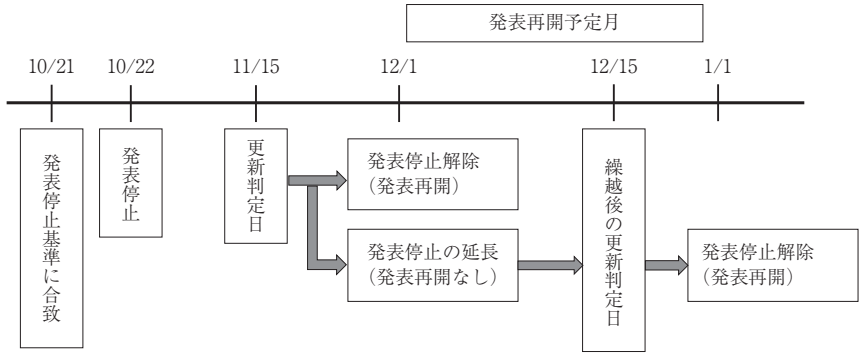
（※１）前営業日午後３時～当日午後３時にシステムにおいて処理（又は承認された）されたもの
（※２）前営業日午後４時45分～当日午後４時45分に決済照合システムに送信された売買報告データ

発表される情報

○2018年10月２日発表分
約定年月日：2018年10月１日

銘柄コード	銘柄名	償還日	利率	売買の別	取引数量（額面金額ベース）５億円以上	取引数量（額面金額ベース）５億円未満	約定単価（円）	【参考】売買参考統計値（平均値）
000039023	○○工業3	2027/9/20	1.9	売り	✓		102.△△	102.09
				買い		✓	102.××	
				売り		✓	102.●●	

発表停止と発表停止解除の例



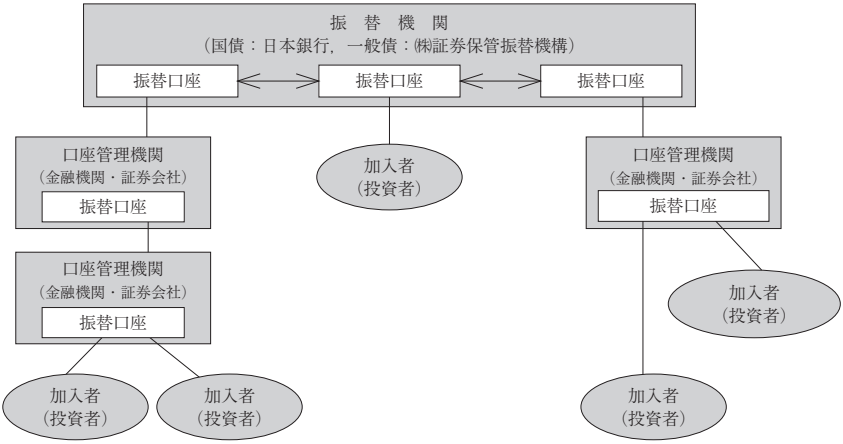
７．公社債の振替決済制度　投資者が公社債を保有する形態としては，以前は，証券（券面）が発行される「現物債」や，証券の発行は行われず各公社債毎に設けられた登録機関の登録簿にその公社債名や債権者の氏名等が登録される「登録債」のほか，国債に限っては，現物国債を日本銀行に寄託し，その取引に伴う受渡しは各証券会社等（口座管理機関）の帳簿上で管理する「振替国債」（1980年に創設）が存在していた。

しかしながら，公社債の取引がより大量に行われるようになったことで，証券自体の引渡しを必要とする現物債や，特定の登録簿への記載等を要する登録債により保有者を管理することには決済処理の面から限界があり，また，振替国債についても制度上不十分な面があったこと等から，公社債の決済制度の見直しの必要性が高まってきた。更に，わが国の証券市場全体の国際競争力を左右する制度的基盤ともいえる証券決済システムを，より安全で効率性の高いものに改革していくことが急務であるとの認識が高まってきた。このような状況を背景として，2002年６月に成立した通称「証券決済システム改革法」により，証券の完全ペーパーレス化，決済の迅速化，決済リスクの低減等を目的として，「社債等の振替に関する法律」が改正され，公社債の振替決済制度が措置された。2003年１月より，国債について新たに日本銀行による国債振替決済制度が開始され，2006年１月より，国債以外の公社債について㈱証券保管振替機構による一般債振替決済制度が開始された。

本振替決済制度は，「振替機関」（国債については日本銀行，その他の公社債については㈱証券保管振替機構）の下に複数の「口座管理機関」（振替機関に口座を有する証券会社等）がぶら下がり，更にそれぞれの「口座管理機関」の下に口座を有する証券会社等や投資者がぶら下がる多層階層構造を有しており，振替機関及び口座管理機関が管理する「振替口座簿」へ記載又は記録する方法により，その公社債の所有権等を管理する仕組みとなっている。振替決済制度の対象となる公社債は，原則として発行時に本制度に取り込まれ，償還までの期間を通じて現物債や登録債への転換が不可となり，完全ペーパーレス化が図られている。

なお，既述の「証券決済システム改革法」は，本振替決済制度を設けることと併せ，「社債等登録法」を廃止する措置を講じた。

公社債の振替決済制度の構成



一般債振替制度の利用状況

（単位：件，100万円）

		引　受	償還・買入消却	振　替	（取扱銘柄数）口座残高
2009年度	件数	31,642	38,176	411,272	71,202
	金額	38,124,350	32,846,953	132,878,030	245,552,257
2010年度	件数	29,501	36,849	439,327	67,788
	金額	37,212,947	32,691,251	146,347,996	250,073,952
2011年度	件数	26,664	35,619	439,867	60,701
	金額	32,955,046	30,589,808	156,713,049	252,439,190
2012年度	件数	27,326	33,476	471,798	58,486
	金額	33,558,410	33,213,581	143,537,681	252,784,020
2013年度	件数	26,726	31,642	437,387	55,595
	金額	34,446,614	34,030,438	135,561,923	253,200,196
2014年度	件数	25,761	32,082	465,813	54,294
	金額	33,410,427	34,831,065	158,293,806	251,779,558
2015年度	件数	25,722	30,604	524,130	53,825
	金額	31,146,061	32,462,918	204,529,981	250,462,702
2016年度	件数	27,401	28,040	349,226	58,288
	金額	41,737,175	35,052,475	131,163,539	257,147,401
2017年度	件数	28,345	27,238	287,072	63,087
	金額	34,276,788	34,479,534	140,831,156	256,944,654
2018年度	件数	28,885	26,163	289,272	68,826
	金額	36,439,329	31,520,591	145,921,506	261,863,392

（注）　2006年１月10日より制度を開始。
〔出所〕　㈱証券保管振替機構ホームページ掲載の統計（一般債振替制度）より作成

公社債の決済制度の改革

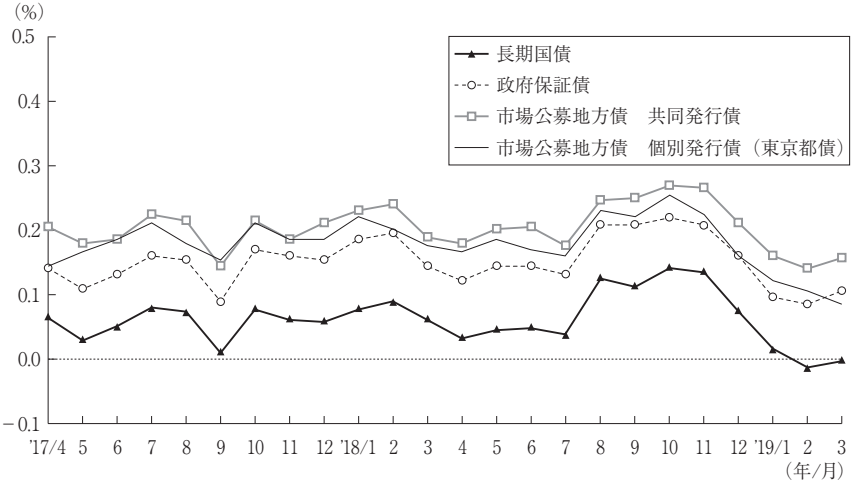
年　　月	事　　項
1994年 4 月	日銀ネットによる国債 DVP 取引開始
1997年 4 月	Ｔ＋３の国債ローリング決済開始
1999年10月	Ｔ＋３の一般債ローリング決済開始
2000年 1 月	国債取引の RTGS（即時決済）開始
2003年 1 月	社債等の振替に関する法律（公社債のペーパーレス化等を規定）施行
〃　　〃	国債のペーパーレス化による発行・取引開始
2004年 5 月	国債以外の公社債の DVP 取引開始
2005年 5 月	国債について清算機関を通した取引を開始
2006年 1 月	国債以外の公社債のペーパーレスによる発行・取引開始
2012年 4 月	国債取引に係る決済期間の短縮（Ｔ＋２）化
2018年 5 月	国債取引に係る決済期間の短縮（Ｔ＋１）化
2020年 7 月	国債リテール取引及び一般債取引に係る決済期間の短縮（Ｔ＋２）化の実施予定時期

８．公社債の流通利回りと発行条件　公社債を発行する者（資金調達者）は，できる限り低いコストでの調達を希望するが，公社債を購入する者（資金運用者）は，許容できるリスクの範囲内で，できる限り高い収益を期待する。理論的には，新発債の発行条件（応募者利回り）は，当該公社債と同質な既発債の流通利回り（最終利回り）と裁定関係が働き，一定の水準で均衡が達成される。この均衡点で発行条件を設定すると，「流通実勢を十分に反映した発行条件の設定が行われた」といわれるが，そのためには，既発債の残高及び売買高が十分に大きく，かつ新発債が継続的に発行され，新発債の発行条件決定に際して，既発債の流通利回りを参照することが可能であることが重要な要件となる。わが国の公社債市場においては，発行額及び売買高の拡大につれて公社債の発行条件の市場実勢化が進展してきたといえる。

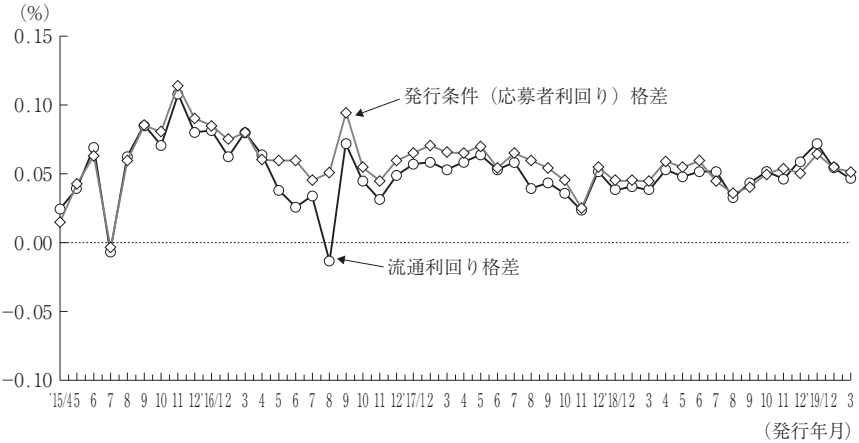
例えば国債については，従来は安定消化に重点を置き，引受シンジケート団による引受け（シ団引受け）により発行してきたものを，市場との対話を重視する国債管理政策の運営等により，徐々に既発国債の実勢利回りの変動に即した競争入札による発行の割合を増加させ，現在では，全ての国債（個人向け国債を除く。）の発行は入札によることが原則となっている（シ団制度は2006年３月をもって廃止された。）。

公社債の発行条件の実勢化は，信用度の異なる公社債間の比較においても進展してきた。例えば，政府保証債及び地方債の発行条件は，同月発行される10年長期国債の発行条件を参考にして決定されるが，過去には，これら３つの公社債間での発行条件格差が，そのときの流通実勢格差を反映しない状態があった。しかし，近年は投資者の間で，３つの公社債の信用度の違いを重視する動きが強まってきたこと等から，３つの公社債の発行条件の格差が流通実勢における格差を反映するようになってきたと言える。実勢化の進展は，近年，例えば政府保証債における競争入札（個別発行方式）による発行割合が増加していることからも窺われる。また，社債についても，投資者は格付機関による格付の違いを重視するなどして各社債への投資判断を行う傾向が強まってきており，発行企業は，予め投資者の需要予測（いわゆるプレマーケティング）を実施し，その状況等を踏まえて発行条件を設定する場合が多い。

公社債発行条件（利回り）の推移



共同発行地方債と政府保証債の発行条件格差・流通利回り格差の推移



（注）　１．流通利回り格差は，共同発行地方債及び政府保証債（10年最長期もの）のそれぞれの条件決定日前日の公社債店頭売買参考統計値（平均値：単利）の差
２．発行条件（応募者利回り）格差は，共同発行地方債－政府保証債（各10年債）

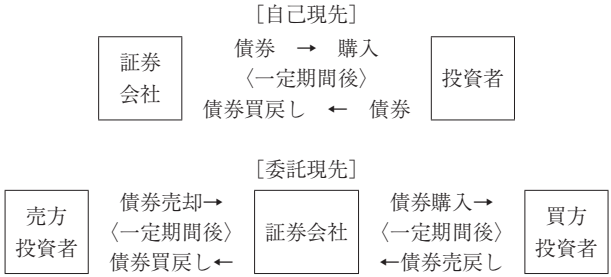
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債発行銘柄一覧）及び公社債店頭売買参考統計値より作成

９．公社債の現先取引（１）　公社債の現先取引は条件付売買とも呼ばれ，公社債を一定期間後に買い戻し，又は売り戻すことを条件にして，その公社債を売却し，又は購入する取引である。その保有者が買戻条件付きで公社債を売却（売り現先）すれば，一時的な資金調達をしたことになる。逆に，売戻条件付きで公社債を購入（買い現先）すれば，手許の余裕資金を短期間運用したことになる。証券会社等による現先取引は，証券会社等が保有債券を元手に資金を調達したい売方と資金を運用したい買方とを仲介する役割を担う「委託現先」と，証券会社等自身が，資金繰りのために，保有する公社債を買戻条件付きで売却する「自己現先」とに区分できる。通常，現先取引の買戻し又は売戻しにおける公社債の価格は，買方と売方の双方の合意により運用又は調達利回りに相当する金額を価格に上乗せして決定されるため，買戻し又は売戻し時点の市場価格とは一致しない。

現先取引高は，年度によって増減はあるものの，短期の資金調達・運用手段としてのニーズを中心に，一定規模を維持している。現先取引残高は，1980年代後半には７兆円程度であったが，2007年度末には約50兆円まで増加した。その後，世界的な金融危機の影響等から減少する場面も見られたが，2010年以降は上昇傾向にある。なお，2018年５月の国債取引に係る決済期間の短縮（T＋１）化以降，現先取引高及び現先取引残高は急激に増加しており，2018年度の現先取引高は１京6,000兆円超，2018年度末時点の現先取引残高は110兆円を超える規模となっている。

現先取引は，以前は短期の国債（TB：短期国債，FB：政府短期証券）を利用するものが圧倒的に多く，これには，期間や信用度の点から，より現先取引に適している短期の国債の流通拡大等が大きく寄与してきた。具体的には，1986年から，市中消化を原則としたTBの公募入札発行が開始されたことや，同年より，日本銀行が発行時に取得したFBを市中に売却する方法が現先方式に改められたこと，1999年からは，FBについても市中消化を原則とした公募入札発行が行われるようになり，その後もTB及びFBが恒常的かつ大量に発行されてきたこと等があげられる。このような短期の国債の市場拡大等を背景に現先市場は発展してきたが，近時においては国債全体の大量発行の影響もあり，利付国債の取引が主体となっている。

債券現先売買の仕組み



公社債現先売買高・残高

（単位：100億円，％）

年度	公社債売買高（A）	うち現先売買高（B）	B／A	現先残高
2009	790,513	459,243	58.1	1,589
2010	772,195	424,664	55.0	1,518
2011	840,802	471,756	56.1	2,538
2012	852,118	503,564	59.1	2,354
2013	946,008	627,538	66.3	2,641
2014	1,050,441	706,429	67.3	3,079
2015	1,039,539	758,277	72.9	3,053
2016	928,393	691,841	74.5	3,344
2017	992,339	762,223	76.8	4,024
2018	1,897,558	1,669,014	88.0	11,642

（注）１．2018年５月以降の国債バスケット取引を含む。
　　２．残高は年度末（３月末）時点
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高，公社債種類別店頭売買高，公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高）より作成

主要投資家別公社債現先売買残高

（単位：100億円）

	2009年度末		2010年度末		2011年度末		2012年度末		2013年度末		2014年度末		2015年度末		2016年度末		2017年度末		2018年度末	
	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残	売残	買残
信託銀行	0	68	0	88	0	97	0	13	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	1,570	1,241
その他金融機関	0	12	0	3	0	111	0	86	0	56	3	4	0	0	5	0	0	0	1,843	776
投資信託	0	75	0	65	0	143	0	206	0	84	0	33	0	0	0	0	0	0	145	183
事業法人	0	47	0	43	0	82	0	50	0	31	0	25	0	4	0	3	0	3	0	2
非居住者	446	446	538	560	616	1,200	511	1,293	588	1,759	865	1,951	754	2,228	572	2,373	882	2,988	1,175	2,995
その他	210	496	155	220	121	288	70	196	55	122	99	188	66	46	384	55	151	119	820	1,392
債券ディーラー	933	446	825	539	1,800	618	1,772	511	1,998	588	2,111	876	2,233	774	2,383	914	2,991	913	6,088	5,054
合計	1,589	1,589	1,518	1,518	2,538	2,538	2,354	2,354	2,641	2,641	3,079	3,079	3,053	3,053	3,344	3,344	4,024	4,024	11,642	11,642

〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債投資家別条件付売買（現先）月末残高）より作成

10. 公社債の現先取引（２）　わが国における短期金融市場の拡充や国際的競争力確保を目的に，債券と資金を相互に融通する現先取引の機能向上を図るため，2001年４月に，いわゆる「新現先取引」が導入された。それまでの現先取引は，欧米市場で一般的に行われているレポ取引と同じ売買形式であったが，取引期間中の各種リスク管理手法や，取引相手先がデフォルトを起こした場合の取扱いの仕組みが未整備である等の改善すべき課題を抱えていた。そこで，新現先取引においては，従来の現先取引をベースに，各種のリスク管理手法等の仕組みを整備・拡充し，グローバル・スタンダードに則った新現先取引を導入する措置が講じられたのである。

新現先取引の導入に際し，新たに盛り込まれたリスク管理手法等（契約書上の条項）は，次のとおりである。

（１）リスク・コントロール条項：取引期間中の債券価格の変動によって担保の過不足が生じないよう，担保の額を機動的に調節する。

①ヘアカット条項の導入（売買金額の算出比率）：取引契約に使用する単価が約定時点の債券の時価を一定率下回る仕組みを採用し，取引期間中に債券の時価が多少下落した場合でも，担保価値が不足することを回避する。

②マージンコール条項の導入（担保の管理等）：取引期間中の取引対象債券の時価の変動に応じて担保の受渡しを行う仕組み（例：債券の時価が下落した場合には，買手が売手に対して担保を請求する権利を有する。）を採用し，取引当事者間の与信額を調整する。

③リプライシングの導入（再評価取引）：債券の時価が取引開始時点から大きく変動した場合には，取引当事者間の合意により，その取引を解消し，改めて，その時点の時価を用いて当初の条件による取引を約定する。

（２）サブスティテューションの導入（取引対象債券の差換）：債券の売手が買手の同意を得て，取引対象債券を差し換える仕組みを採用することで，急遽，売手の別の取引に係る受渡しにより取引対象債券が必要となった場合であっても，当該債券を利用することができる。

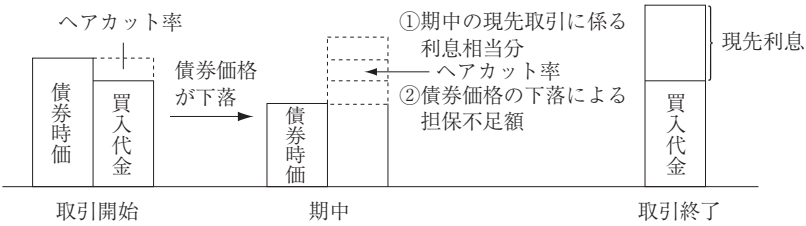
（３）一括清算条項：一方の当事者に倒産等の事由が発生した場合には，当事者間における基本契約書に基づく全ての取引を倒産時の時価に引き直して，債権・債務の差額を清算する。

新現先取引の仕組み

１．取引開始（スタート時）

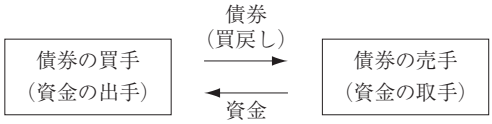
・債券の買手の買入代金
〔取引時点の債券時価÷（１＋ヘアカット率）〕×取引数量

２．取引期間中の信用リスクのコントロール



・債券の買手（資金の出手）の債券の売手に対する信用供与額＝①＋②
・上記の場合，債券の買手は債券の売手に対し信用供与額相当の担保（現金・債券等）を要求することができる（マージンコール）

３．取引終了（エンド時）



・債券の売手の取引終了時における債券買戻代金
取引開始時点における債券の買手の買入代金＋現先利息

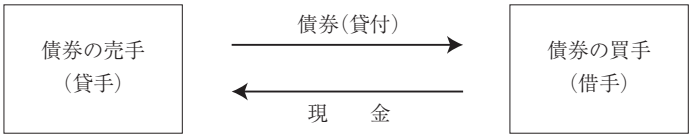
11. 公社債の貸借取引　債券の貸借取引は，債券の空売り（債券を保有せずに売却すること）等を行い，その受渡し以前に当該債券の買戻しを行わない場合に，受け渡すべき債券を手当て（借入れ）するために行われる。また，債券の貸借取引の担保として現金を利用する場合は，現先取引と同様に短期の資金調達・資金運用のために行われるものもある。また，貸借取引を利用することにより，債券を保有していない状態でも売却（空売り）の約定が可能となるため，公社債市場の流動性の向上が見込まれることになる。

債券の貸借取引は，1989年，債券の空売りの解禁に伴い制度化されたものである。従来，債券の空売りは，証券会社の経営の健全性や債券相場形成への影響等を考慮して自粛されていたが，現物債のマーケット・メイクや，現物債と先物間の裁定取引の活発化等を意図して容認され，その際に，受渡しに用いる債券の調達手段の一つとして，債券の貸借取引制度が導入されることとなった。当初は，現先取引との競合等を勘案して現金担保付の貸借取引が制限されたため，無担保の貸借取引が中心であったが，金融不安の高まり等を背景に，無担保取引における信用リスクの問題や，取引の活性化が課題となり，1996年には「現金担保付債券貸借取引」が実質的に可能となった。

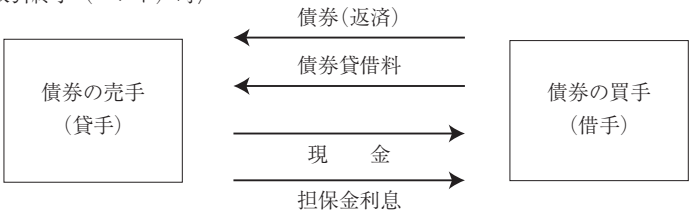
債券の貸借取引の法律上の性格は消費貸借とされているため，対象物の消費を目的として借入れを行い，返済時には借り入れた債券そのものではなく，同種・同量の債券を返済すればよい取引である。債券の貸借取引は，その担保の有無により「有担保取引」と「無担保取引」とに区分でき，更に有担保取引は，担保の種類によって「現金担保付取引」と「代用有価証券担保付取引」とに区分できる。また，現金担保付取引には，債券の貸借に主眼を置き銘柄を特定するSC取引（特定銘柄取引）や，資金調達に主眼を置き銘柄を特定しないGC取引（非特定銘柄取引）等がある。債券の貸借取引の市場規模（借入残高ベース）は，現金担保付取引が実質的に可能となった1996年以降，拡大傾向を示してきており，1996年度末の34兆円程度（うち現金担保分約17兆円）から，2016年度末には約127兆円（うち現金担保分約122兆円）まで増加したが，足下では現先取引への移行が進んでおり，2018年度末には約64兆円（うち現金担保分約54兆円）に減少している。

債券貸借（現金担保）取引の仕組み

〈取引開始（スタート）時〉



〈取引終了（エンド）時〉



債券貸借取引の担保別取引残高（受渡し・額面ベース）

（単位：100億円）

	債券貸付				債券借入			
	有担保取引	うち現金担保取引	無担保取引	計	有担保取引	うち現金担保取引	無担保取引	計
2009年度末	8,227	8,005	275	8,502	8,227	8,005	275	8,502
2010年度末	7,333	7,128	284	7,617	7,333	7,128	284	7,617
2011年度末	8,296	8,286	207	8,503	8,296	8,286	207	8,503
2012年度末	8,239	8,200	227	8,467	8,239	8,200	227	8,467
2013年度末	10,085	9,984	267	10,352	10,085	9,984	267	10,352
2014年度末	10,483	10,310	322	10,805	10,483	10,310	322	10,805
2015年度末	9,680	9,454	450	10,130	9,680	9,454	450	10,130
2016年度末	12,316	12,178	428	12,744	12,316	12,178	428	12,744
2017年度末	13,093	12,903	806	13,899	13,093	12,903	806	13,899
2018年度末	5,559	5,393	846	6,405	5,559	5,393	846	6,405

（注）　債券貸借取引の内訳は，1997年１月より公表。2009年１月より集計方法が一部変更されている。
〔出所〕　日本証券業協会ホームページ掲載の統計（債券貸借取引残高等状況（一覧））より作成

第７章　投資信託

１．概　説　投資信託は，複数の投資者から資金を集めて大きな基金をつくり，投資の専門機関が株式や債券など様々な資産で運用し，その収益を投資額に応じて投資者に分配する仕組みの商品である。

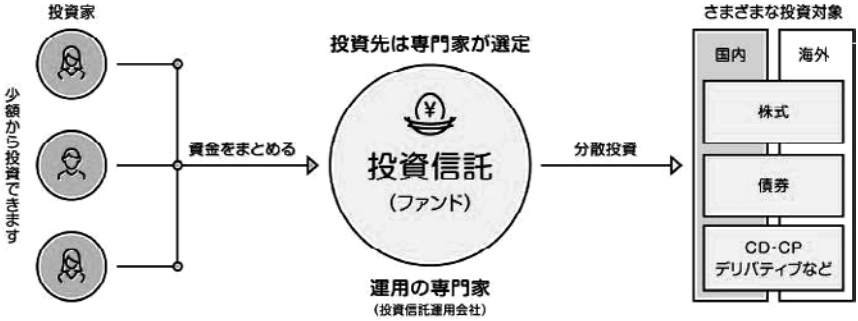
投資者からみれば，小口の資金でも間接的に様々な資産市場に参加できるばかりでなく，他の投資者の資金と集合して運用されるために規模の経済性，効率的分散投資，専門家の運用による情報や投資手法の優位性等を享受できるメリットがある。収益は運用成績に応じて変動するため元本は保証されないが，運用対象や運用方法の違いにより預貯金に近い商品性のものから，リスクをとって大きな収益を狙う派生商品的なものまで様々な種類がある。

日本の投資信託制度の全体的な枠組みは「投資信託及び投資法人に関する法律」で規定されている。また投資信託の運営において中心的役割を果たす投信委託会社の行為規制等については「金融商品取引法（金商法）」において定められており，さらに同法上の自主規制機関である投資信託協会が定めた自主ルールにより投資者保護が図られている。

投資信託は，国民の有力な投資代行の機能を営むものであるとともに，大衆の資金を証券市場に導入することにより，企業の資金調達に資するという国民経済的な意義をもっている。また，機関投資家として証券市場において合理的な価格形成に寄与するという機能も担っている。

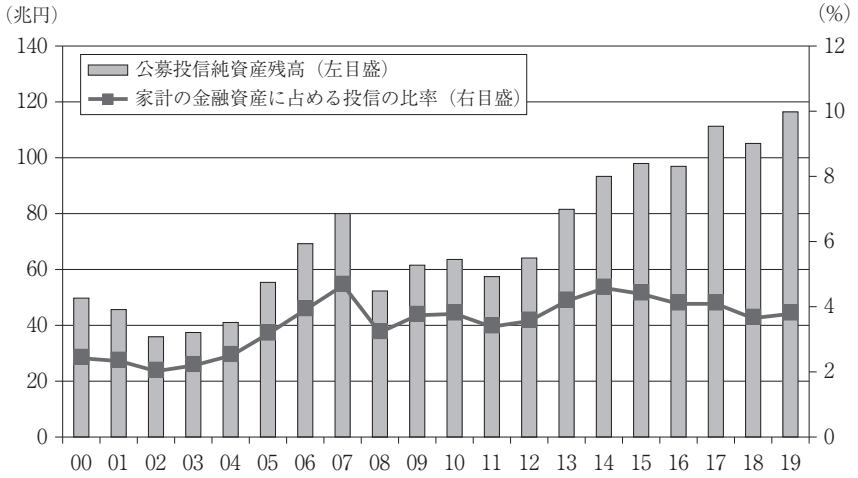
わが国の公募証券投資信託の過去20年間の量的推移は右図のとおりである。IT バブル崩壊後は残高減少を余儀なくされていたが，超低金利下での国民の運用意識の高まり，株式市況の回復などを受けて2005年頃から一たん拡大した。2008年には世界金融危機により前年比35％減少した後，2009年１月を底に回復し，2015年５月に史上初めて100兆円の大台を超えた。なお，世界全体の公募証券投資信託残高が2018年末現在で42.3兆ドル（4,600兆円）を超えている中で日本のシェアは2.3％に過ぎず，世界における日本の GDP シェア（5.9％程度）にくらべ小さい。それだけ潜在成長性が高いということであり，今後「貯蓄から資産形成へ」の流れを促進する中心的商品としても成長が期待される。

投資信託の概念



〔出所〕　投資信託協会

公募投信残高と個人金融資産に占める比率の推移



（注）　19年は９月末現在（家計金融資産に占める比率は６月末速報）
〔出所〕　投資信託純資産残高は投資信託協会，家計金融資産に占める投信の比率は日本銀行資金循環統計より筆者作成

２．投資信託の歴史　集団投資スキームとしての投資信託は，19世紀後半にイギリスで始まって以来，世界各国で様々な形態で普及が進んでいる。

わが国の投資信託は，戦前においても存在したが，現行の制度は1951年６月の「証券投資信託法」施行により，信託の形態をとる契約型の単位型株式投信として始まった。欧米のように投資者のニーズに基づいて始まったものではなく，財閥解体で大量に放出された株式の需給調整（証券民主化）や戦後の資金不足時代の産業資金の調達等のために政策的に導入された商品であった。

証券投資信託法は証券恐慌後の1967年に一部改正され，投信委託会社の受益者に対する忠実義務（信認を受けて他人の事務を処理する者は，その他人の利益のためにのみ行動しなければならない義務）の明確化，禁止行為に関する規定の強化・新設など投信委託会社の行為準則が設けられた。1995年には規制緩和とディスクロージャーの強化を主要テーマとする大規模な改革が行われた。

そして1998年には「金融システム改革法」施行に伴う大改正が行われた。商品面では，契約型投信だけが存在していたわが国でも，欧米で主流となっている会社型投信の制度が導入されるとともに，ファンドの設立が承認制から届出制に規制緩和され，投信委託会社のファンド運用指図の外部委託も可能になった。また銀行等の金融機関による窓口販売が認められるなど販売チャネルの拡大も実現した。その一方で投信についても証券取引法にもとづく開示を義務づけるなどディスクロージャーの強化が図られた。

次いで2000年には投資対象が有価証券以外のものにまで拡大されて「不動産投資信託」の設定が可能となり，法律名は「証券」の字が取れて「投資信託及び投資法人に関する法律」と改められた。また投信委託会社の行為準則に善管注意義務（善良な管理者の注意をもって信託財産の運用の指図を遂行しなければならない義務）が追加されるなどの改正が行われた。

そして2006年には金商法の制定（2007年９月末施行）にともない，投信委託会社の行為準則に関わる部分を同法に移管する法改正が行われ，また2014年には運用財産についてのリスク規制の導入等も実施された。

近年「貯蓄から資産形成へ」のスローガンの下，NISA（少額投資非課税制度）や iDeCo など確定拠出年金の整備が進められている。一方で販売業者に顧客本位の業務運営を求めるなど投資信託の健全な活用・発展が期待されている。

日本の投資信託の歴史（戦後）

制　　度	商　　品	販　　売	運　　用
証券投資信託法施行（1951）	単位型株式投信で開始（1951）	証券会社で販売	国内株中心
	追加型株式投信発足（1952）		
委託会社の証券会社からの分離（1960営業開始）	公社債投信発足（1961）		国内債組入れ本格化（1961）
投資信託法改正，「委託会社の受益者への忠実義務，ディスクロージャー義務」などを規定（1967）			外国証券組入れ開始（1970）
		外国投信の国内販売自由化（1972）	
	中期国債ファンド発足（1980）		
委託会社が投資顧問業務に進出（1984）			
外資系が投信委託業務に進出（1990）			
	MMF 発足（1992）		
銀行系が投信委託業務に進出（1993）		委託会社の直接販売開始（1993）	
投信改革決定（1994） 1995年に実施	日経300上場投信発足（1995）		デリバティブのヘッジ目的以外への利用など運用規制緩和（1995）
金融システム改革法施行（1998）		銀行，保険等が本体で販売参入（1998）	
	私募投信発足（1999）		
投資信託及び投資法人に関する法律施行（2000）	会社型投信発足（2000）		運用対象を不動産を含めた幅広い資産に拡大（2000）
公社債投信も時価評価へ移行（2001）	不動産投信発足（2001）	金融商品販売法施行（2001）	一部のＭＭＦが元本割れ（2001）
	現物拠出型 ETF 上場（2001）		
		郵便局での投信販売開始（2005）	
金融商品取引法施行（2007）			運用対象資産として商品が加わる（2008）
NISA 開始（2014）	毎月分配型投信が人気		信用リスク規制の導入（2014）
		金融庁が顧客本位の業務運営を推進（2017）	マイナス金利で MMF 残高ゼロに（2017）

〔出所〕　杉田浩治氏作成資料に筆者が加筆

3．投資信託の形態　投資信託の形態には大きく分けて契約型と会社型がある。

契約型（投資信託）　契約型には信託形態をとるものや組合形態をとるものがあるが，わが国では信託形態が採用され委託者指図型と委託者非指図型がある。

委託者指図型は，委託者，受託者および受益者の三者で構成される。委託者は金融庁に登録した資産運用業者（投信委託会社）であり，商品企画，信託約款の作成・当局への届出，受託者への運用指図（運用指図権限の外部委託が可能）等を行う。受託者は信託会社または信託業務を行う銀行であり，信託契約に基づき投資信託財産を保管・管理する。投資者は，受益証券を取得することによって受益者となり，運用の成果を分配金・償還金として受け取る。

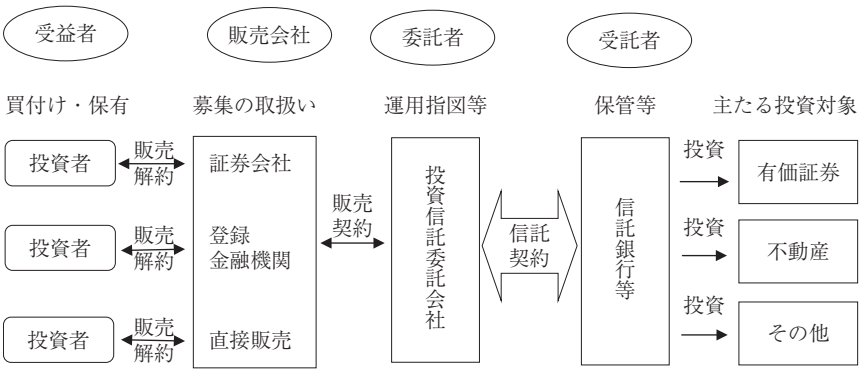
委託者非指図型は，受託者が委託者兼受益者である複数の投資者との間で個別に信託契約を結び，その資金を合同して一つの信託財産としたうえで，自らが（委託者の指図に基づかずに）主として有価証券以外の特定資産で運用するとともに，信託財産の保管・管理も行うものである。

上記のうちわが国で広く行われている委託者指図型投資信託の仕組みを図示すれば右図のとおりである。

会社型（投資法人）　会社型は株式会社に近い形で運営される。わが国の会社型は法人格を持つ投資法人が設立され，ファンドの運営は投資主総会で選任された役員が行うが，資産運用・保管・一般事務・募集の業務を全て外部に委託しなければならない。投資者は投資法人の発行証券（投資証券）を取得して投資主となり，運用益の分配を受ける。以上の仕組みを図示すれば右図のとおりである。

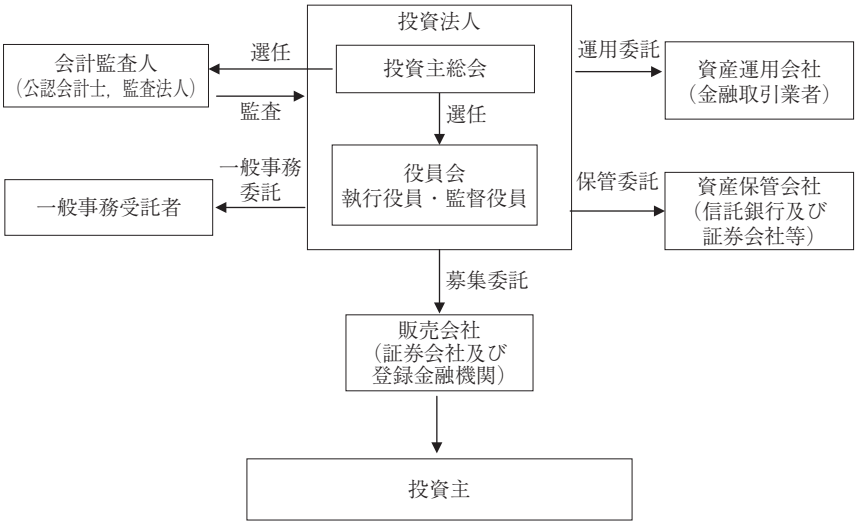
なお，世界における投資信託の形態の区分として，契約型と会社型のほかに，発行証券の買取請求権の有無によりオープンエンド型とクローズドエンド型がある。オープンエンド型は投資者からの買取請求に対して，時価により信託財産を取り崩して応じるタイプであり，クローズドエンド型は買取請求に応じないタイプである。後者の場合，発行証券の取引所上場などにより投資者の換金性が図られる。わが国の契約型は原則としてオープンエンド型であり，不動産投信に代表される会社型はクローズドエンド型により運営されている。

委託者指図型投資信託の運営の仕組み



〔出所〕　投資信託協会『日本の投資信託2014』掲載図を一部修正

投資法人の運営の仕組み



〔出所〕　投資信託協会『日本の投資信託2014』

4．投資信託の商品　わが国における広義の投資信託残高は2019年9月末現在224兆円に達しているが，これは種々の分類方法によって分けられる。

公募投信と私募投信　販売対象により，50名以上の不特定多数に販売されるファンドが公募投信であり，金商法で定める適格機関投資家・特定投資家または50名未満の少数に販売されるファンドが私募投信である。私募投信は1998年の投信法改正により設定が可能となった。公募投信に比べて運用規制が緩やかなため，投資者の合意さえ得られれば自由な商品設計が可能となることから機関投資家中心に大口投資家のニーズをとらえるとともに，変額年金保険の運用対象ファンド等としても規模を拡大している。

株式投資信託と公社債投資信託　わが国では，株式を若干でも組み入れることができるファンドを株式投信，株式を一切組み入れずに公社債等だけで運用するファンドを公社債投信と，税法において規定している。公社債投信の中には長期債中心に運用するものと，短期金融市場の商品で運用するMRF（マネー・リザーブ・ファンド）などがある。

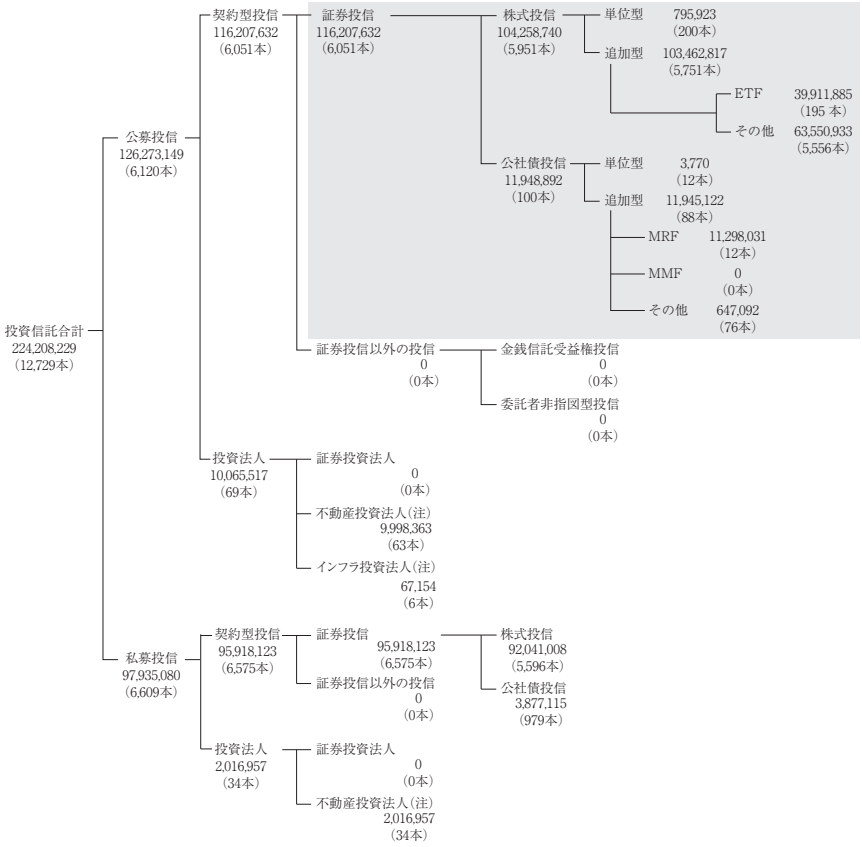
単位型と追加型　ファンド発足前の募集期間のみに元本価格で資金を受け入れ，その後は追加資金を受け入れないタイプのファンドが単位型（ユニット型とも呼ばれる）である。一方，ファンド発足後も引き続き時価で追加資金を受け入れるファンドが追加型（オープン型とも呼ばれる）である。わが国の投資信託は1951年に貯蓄商品に近い単位型でスタートしたが，現在は諸外国と同様に追加型が主流となっている。

投資対象による分類　投資者のファンド選択を容易にするため，投資信託協会はファンドの投資対象等に応じた商品分類を定めており，各ファンドの目論見書には当該ファンドがどの分類に属するかを記載することとなっている。

ETF（上場投資信託）　追加型投信のうち，値動きが株価指数など各種インデックスに連動するファンドで，その発行証券を取引所に上場し株式と同様に売買するファンドをETF（Exchange Traded Fund）と呼んでいる（米国ではアクティブ運用型ETFも存在する）。指定参加者等の現物拠出などにより設定され，ファンド組入れ証券等との交換が随時可能なものが多い。このため現物との裁定が可能で，取引所におけるファンド売買価額と対象指数との乖離が小さく保たれる仕組みになっている。

広義の投資信託の全体像（純資産総額・ファンド本数）
2019年９月末

上段：純資産総額（単位：百万円）
下段：ファンド本数
網掛け部分は証券投資信託



（注）　不動産投資法人およびインフラ投資法人は前月（ひと月遅れ）のデータ
〔出所〕　投資信託協会

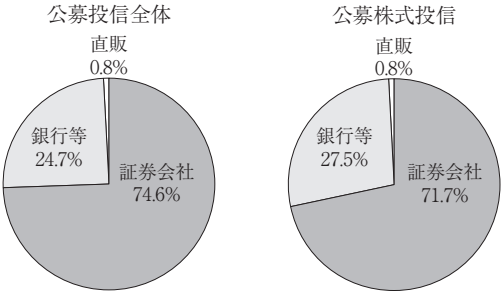
５．投資信託の販売　　日本の投資信託の募集・販売は，1951年の発足以来，証券会社のみによって行われてきた（1990年代に一部の投信委託会社が直接販売を開始した）が，1998年から銀行等の金融機関が加わり，2005年10月からは一部の郵便局も参加して急速に販売網が広がった。この結果，販売チャネル別にみた投信残高の内訳は，右図にみるとおり大きく変化しており，2019年９月末には，銀行等の金融機関のシェアは公募投信全体で25%，公募株式投信では28%となっている。また私募投信の場合には銀行等が８割近くを占めている。一方，投信委託会社による直接販売は，証券系列の大手が撤退（関係証券会社が販売業務を吸収）したこともあって伸び悩んでいる。

販売方法は販売会社の店頭，販売員を通じる方法が一般的であるが，最近はネット取引も普及しつつあり，2018年の日本証券業協会調査によれば，投資信託の売買注文はインターネット取引と答えた個人は19.5%であった。

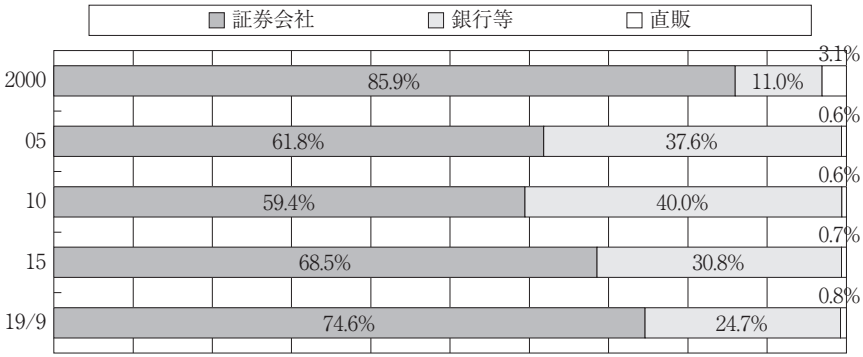
販売会社は「金商法」をはじめ「金融商品の販売等に関する法律」や日本証券業協会諸規則の適用を受け，さらに投資信託協会の販売ルールの遵守が義務づけられている。すなわち，顧客の知識・経験，投資目的および財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘を行ってはならないという「適合性原則」を守るほか，市場リスク・信用リスクなどのリスク要因，取引の仕組みのうちの重要な部分等の「説明義務」，断定的判断の提供など販売における「禁止行為」を犯さない義務，「顧客への誠実義務」などを負っている。また銀行など預金取扱い金融機関が投信を販売する場合には，預金保険の対象でないことの説明をふくめ，預金との誤認防止措置を取らなければならないとされている。さらに2007年の金商法施行にあたっては説明義務強化の一環として「契約締結内容の事前書面交付義務」が導入された。ただしこの契約前の書面交付義務は，目論見書を交付している場合等は必要がないとされ，投資信託については適格な目論見書の交付により条件を満たせることとなっている。

なお，日本の投資信託の販売手数料は，以前はファンド毎に定まっていたが，1998年の投資信託協会業務規程の変更により自由化された。現在は同一ファンドであっても販売会社により手数料が異なるケースがあり，手数料引下げや手数料体系の多様化も進んでいる。

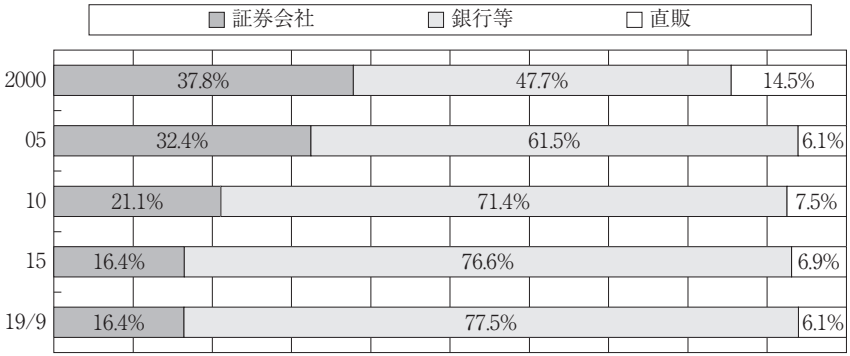
公募投信の販売チャネル別残高内訳（2019年９月末現在）



公募投信全体の販売チャネル別残高構成の変化



私募投信全体の販売チャネル別残高内訳の変化



〔出所〕　上掲のいずれも投資信託協会データより筆者作成

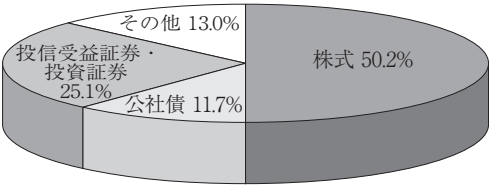
６．投資信託の運用　投資信託の主たる運用対象は「投資信託及び投資法人に関する法律施行令」に定められた「特定資産」(2019年９月現在，有価証券，デリバティブ取引に関する権利，不動産など12種類）である。このうち主として有価証券に投資するファンドは証券投資信託と呼ばれる。

2019年９月現在の公募証券投資信託の運用資産の構成は右図のとおりである。株式市況の上昇を反映して株式の比率が高く，一方，低金利により公社債の比率は以前より低下している。また国内株式の組入内容については電機機器，情報・通信など優良株が中心となっている。

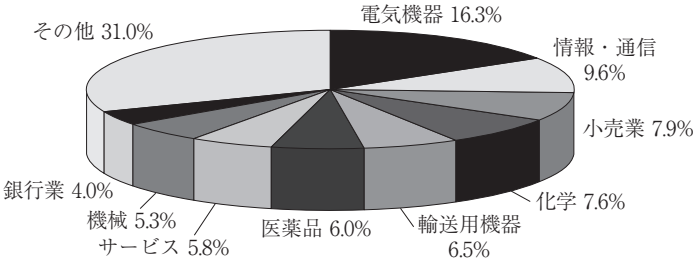
投信委託会社は各ファンドの目論見書に記載された投資方針に沿って運用を行うが，その業務遂行にあたっては金商法の投資運用業に関する特則の適用をうける。すなわち，顧客に対する誠実義務，受益者に対する忠実義務と善管注意義務を負うほか，禁止行為として①自己またはその取締役・執行役との間における取引，②運用財産相互間の取引（一部を除く），③特定の金融商品等について取引に基づく価格等の変動を利用して自己または第三者の利益を図るため正当な根拠を持たない取引を行うこと，④通常の取引と異なり，かつその条件での取引が受益者の利益を害することとなる取引，⑤運用として行う取引に関する情報を利用して，自己の計算において有価証券の売買その他の取引を行うこと，⑥損失補填・利益追加のため，自己または第三者が受益者または第三者に利益を提供することなどがある。また，弊害防止措置等として，他の業務の利益を図るため，あるいは親法人・子法人等の利益を図るため，運用の方針，運用財産の額，市場の状況に照らして不必要な取引を行うことも禁止されている。このほか，投信法上の制限として，一投信委託会社の運用する全ての委託者指図型投資信託が保有する同一企業の株式が，当該企業の発行株式総数の50％を超えてはならないといった制限がある。また投資信託協会は信用リスク規制のほか，投資対象・投資手法などについての自主ルールを設けている。

一方，組み入れ株式にかかる議決権行使などの株主権等については投信委託会社が行使することが投信法に定められており，各投信委託会社はホームページ等で議決権行使の基本的考え方，議決権行使結果を公表している。このほか，2014年に策定された「責任ある機関投資家の諸原則（スチュワードシップ・コード)」に沿って上場企業に対するエンゲージメント活動も進んでいる。

投資信託の運用資産構成（2019年９月末，全公募証券投信合計）



投資信託組み入れ国内株式の業種別内訳（2019年９月末，公募株式投信）



〔出所〕　上掲のいずれも投資信託協会データより筆者作成

投資信託委託会社の株主総会における国内株式の議決権行使状況（2018年５月，６月）
－会社提案の議案に対する行使状況，国内株式を運用対象としている67社合計－

議案名称		賛成（A）	反対（B）	棄権（C）	白紙委任（D）	反対棄権計（E）（B＋C）	議案数合計（F）（A＋E＋D）	反対等行使比率（E/F）%
会社機関に関する議案	取締役の選解任（※１）	296,712	36,944	550	0	37,494	334,206	11%
	監査役の選解任（※１）	30,781	5,803	22	0	5,825	36,606	16%
	会計監査人の選解任	542	0	0	0	0	542	0%
役員報酬に関する議案	役員報酬（※２）	14,025	1,333	0	0	1,333	15,358	9%
	退任役員の退職慰労金の支給	1,633	1,498	0	0	1,498	3,131	48%
資本政策に関する議案（定款に関する議案を除く）	剰余金の処分	27,851	1,552	1	0	1,553	29,404	5%
	組織再編関連（※３）	371	8	0	0	8	379	2%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	111	964	0	0	964	1,075	90%
	その他資本政策に関する議案（※４）	2,339	91	0	0	91	2,430	4%
定款に関する議案		9,008	229	0	0	229	9,237	2%
その他の合計		343	28	0	0	28	371	8%
合　計		383,716	48,450	573	0	49,023	432,739	11%

※１…原則的に子議案（候補者）ごとの賛否等の件数を集計することとする
※２…役員報酬額改定，ストックオプションの発行，業績連動型報酬制度の導入・改訂，役員賞与等
※３…合併，営業譲渡・譲受，株式交換，株式移転，会社分割等
※４…自己株式取得，法定準備金減少，第三者割当増資，資本減少，株式併合，種類株式の発行等

７．投資信託の顧客層　日本の投資信託の保有者構成（金額内訳）は，右図のとおりである。個人（家計）が３割強を，金融機関が４割弱を保有し，保険・年金が続いている。米国と比べると個人と保険・年金の保有割合が低い。日本では私的年金の購入がまだ少なく，一方，金融機関は私募投信を多く購入している。日銀の ETF 購入増加により中央銀行の比率も高まっている。

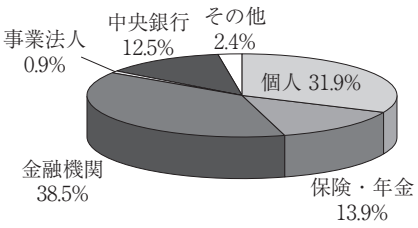
個人への投信普及率は低く，日本証券業協会による2018年度の調査によれば，成人人口のうち投信保有者の比率は8.8％に過ぎない。なお，この比率はバブル期の1988年に世帯普及率で16％を超えていた状況から大きく後退したが，2003年の6.1％をボトムとして回復の兆しを見せている。年齢別にみると，個人金融資産の保有が高年層に偏っている日本の状況そのままに，65歳以上の保有率が概ね10％を超えているのに対し，20代では５％以下となっており，若年層の保有率が極端に低いことが目立つ。図表には掲げていないが，米国では投信の世帯普及率は44％で，ジェネレーション X 世代（38～53歳）が52％，ベビーブーマー世代（54～72歳）が46％と高く，ミレニアム世代（37歳未満）でも38％に達している（2018年現在）。日本でも NISA，ジュニア NISA，つみたて NISA，さらには iDeCo（イデコ）など確定拠出年金制度の拡充等をつうじ，若年層の投信保有増加の兆しが見られる。

2018年の投資信託協会アンケートによれば，保有投資信託の平均購入総額は433万円である。件数では100万円未満が28.4％，100万円から300万円が22.5％を占めるが，1000万円以上も11.8％である（不明・回答拒否が12.3％）。

個人投資家の金融商品の購入目的は，以前は「とくに目的はない」という答えが多かった（近時で多い「病気や不時の災害への備え」も購入目的としてはやや曖昧である）が，最近は「老後の生活資金」のため購入する層が増えている。米国では「退職後の資金」とするために投信を購入する個人が圧倒的であり，購入の仕方も401k など確定拠出年金勘定を通じて継続的に購入するケースが多い（したがって中年・若年の保有率が高くなっている）。これと比べると日本の場合，まだ目的意識が明確でない投信の購入者も多く，購入の仕方も毎月積立てなどよりも，一時にまとまった金額を投資するケースが多く，それは証券市況の動向に左右される面が強いと推定される。

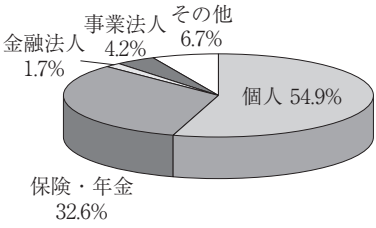
投資信託の保有者構成（2018年末）

日本



〔出所〕　日本銀行『資金循環統計』

（参考）米国



〔出所〕　FRB, *Fund of Funds Accounts*

投資信託を保有する個人投資家のプロフィール（2018年）

年齢別投信保有率			年収別投信保有率	
	男性	女性		
20～24歳	1.3%	0.0%	100万円未満	5.8%
25～29歳	5.0%	2.5%	100～200万円未満	8.3%
30～34歳	6.6%	5.9%	200～300万円未満	10.0%
35～39歳	7.5%	2.7%	300～400万円未満	9.4%
40～44歳	7.8%	3.8%	400～500万円未満	12.2%
45～49歳	9.4%	10.5%	500～700万円未満	11.7%
50～54歳	10.3%	11.1%	700～1,000万円未満	15.4%
55～59歳	7.0%	12.9%	1,000万円以上	19.8%
60～64歳	7.5%	9.8%		
65～69歳	15.2%	13.7%		
70～74歳	13.7%	17.6%		
75～79歳	16.2%	10.7%		
80～84歳	12.1%	6.9%		
85～89歳	9.0%	0.8%		
90歳以上	0.0%	10.0%		
全体平均　8.8%				

（注）　全体の回答者は7,000人。女性の90歳以上は回答者30人のうち保有者が３人
〔出所〕　日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（個人調査）平成30年度版」

個人投資家の金融商品の購入目的

日本［金融商品］		（参考）米国［投資信託］	
老後の生活資金	65.6%	退職後の資金	73%
病気や不時の災害への備え	61.1%	不時に備えて	6%
こどもの教育資金	30.1%	現在の収入の補完	6%
とくに目的はないが，金融資産を保有していれば安心	20.7%	教育資金	5%
耐久消費財の購入資金	15.4%	住宅または高額商品購入	5%
旅行，レジャーの資金	13.7%	節税	3%
住宅（土地を含む）の取得または増改築などの資金	11.7%	その他	2%
こどもの結婚資金	5.6%		

〔出所〕　金融広報中央委員会『「家計の金融行動に関する世論調査」「２人以上世帯調査」（2018年）』，３つまでの複数回答
米国は ICI "Profile of Mutual Fund Shareholders"（2018年），「Mutual Funds 保有の主たる目的」への単数回答

８．投資信託のディスクロージャー　投資信託についてのディスクロージャー（情報開示）は，1997年までは証券取引法の適用除外とされ投信法の枠組みの中で行われていた。しかし1998年の金融システム改革法の実施により，ファンドの設立が承認制から届出制に規制緩和されたことなどをうけて，株式などと同様に証券取引法（現在は金商法に移行）の適用も受けることとなった。したがって現在は公募証券投資信託のディスクロージャーは金商法と投信法の二つの法の下で行われている。その内容を概説すると次のとおりである。

発行開示　金商法にもとづく募集時の開示は，監督当局向け（公衆縦覧）の「有価証券届出書」の提出と，個別投資家向けの「目論見書」の交付により行われる。目論見書については，投資信託販売形態の特殊性（株式が新規公開・増資の時だけに募集が行われ，そのほかの時には投資家は流通市場で既発行株式を取得するのに対し，投資信託は常に新規発行証券の募集が行われること）を踏まえ，2004年に「投資家に情報を分かりやすく提供する」趣旨から，目論見書の２分冊化が実施された。すなわち購入約定をおこなう全ての投資家に事前交付しなければならない「交付目論見書」と，投資者の請求があった場合に交付する「請求目論見書」の２本建てとなっている。

一方，投信法にもとづく発行開示としては監督当局向けの「約款の内容の届出」と，投資者向けの「約款の内容記載書面の交付」があるが，後者については目論見書に記載することで足りるとされている。

継続開示　ファンド発足後の金商法にもとづく開示は，ファンド決算時における監督当局向け（公衆縦覧）の有価証券報告書の提出（年１回決算の場合は半期報告書も提出）により行われる。

一方，投信法にもとづく継続開示は個別投資家向けの「運用報告書」の交付により行われる。この運用報告書は，上記の目論見書の２分冊化と同様の趣旨から，2014年に全受益者に交付する「交付運用報告書」と，運用会社ホームページに掲載するとともに受益者の請求があった場合に交付する「運用報告書（全体版）」に２段階化された。

この他，投資信託協会では自主ルールとして各投信会社がホームページ等に掲載すべき「適時開示」規定を設けており，各ファンドについて月次開示等が行われている。

日本の公募証券投資信託ディスクロージャー制度

	法　定　開　示				自主開示
	監督当局向けと公衆縦覧開示		投資家向け個別交付開示		投資者向け公衆縦覧開示
	金融商品取引法	投資信託法	金融商品取引法	投資信託法	投資信託協会規則等
発行開示（募集時開示）	有価証券届出書 訂正届出書	約款の内容の届出	目論見書 （交付目論見書） （請求目論見書）	約款の内容記載書面 （目論見書記載で可）	「目論見書作成に当たってのガイドライン」を規定
継続開示（運用中開示）	有価証券報告書 半期報告書 臨時報告書	運用報告書		運用報告書 （交付運用報告書） （運用報告書全体版）	各投信会社のホームページに「MMF，MRFの月次開示」と「適時開示」

〔出所〕　杉田浩治氏作成

公募証券投資信託の交付目論見書（説明書）の主要記載事項

記載項目	記載内容
［表紙等に記載する項目］	
(1)　ファンドの名称および商品分類	有価証券届出書に記載されたファンド名称と，投資信託協会制定「商品分類に関する指針」における商品分類。
(2)　委託会社等の情報	委託会社名，設立年月日，資本金，運用する投資信託の純資産総額，ホームページアドレス，電話番号，受託会社名等。
［本文に記載する項目］	
(1)　ファンドの目的・特色	約款の「運用の基本方針」「投資態度」等にもとづくファンドの特色，投資の着目点。また，ファンドの仕組み，運用手法，運用プロセス，投資制限，分配方針等，ファンドの特色となる事項。運用の外部委託をする場合は委託先の名称，委託内容。
(2)　投資リスク	基準価額の変動要因，リスクの管理体制，他の資産との比較。
(3)　運用実績	①直近10年間の基準価額・純資産の推移－基準価額は折れ線グラフ，純資産は棒グラフまたは面グラフ。 ②分配金の推移－直近10計算期間。 ③主要資産の状況－組み入れ上位10銘柄，業種別比率，資産別比率など。 ④年間収益率の推移－直近10年間の騰落率を暦年毎に棒グラフにより記載。ベンチマークのあるファンドはベンチマークの騰落率も併記。
(4)　手続・手数料等	①お申し込みメモ（購入価額・申込手続・信託期間，課税関係など）。 ②ファンドの費用（購入時手数料・信託財産留保額・運用管理費用（信託報酬）とその配分，その他の費用，税金等。
(5)　追加的情報	ファンドの特色やリスク等をより詳しく説明する必要がある場合（ファンド・オブ・ファンズ，仕組債やデリバティブを利用する場合など）は，その内容。

〔出所〕「特定有価証券等の内容等の開示に関する内閣府令」および投資信託協会「交付目論見書の作成に関する規則・細則」より作成

9．投資信託を活用したサービス・商品など

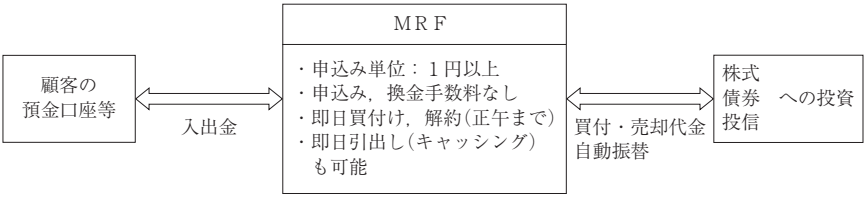
証券総合口座　証券会社の証券取引口座に口座専用の追加型公社債投信であるMRFを自動振替で結合したものである（最近はMRFの代りに銀行預金を用いる場合もある）。この口座は，公社債の利金，株式の配当金，証券の売却代金など，口座に流入し滞留している余裕金をMRFで運用するとともに，証券取引の代金の決済，ATMを通じたキャッシング，証券担保融資などのサービスが付随している。米国でメリルリンチが1977年に開発したCMAをモデルとして，1997年10月に創設された。MRFについては，信用度が高く満期までの期間が短い金融商品に投資することなど，流動性・安全性に配慮した運用ルールが投資信託協会によって定められている。

投信ラップ口座　ラップ口座とは，顧客が預けた資金残高に対する年間フィーだけ（売買にともなう手数料はなし）で，証券会社等が資産配分の決定・リバランス，組入れ銘柄の選択・入替え，運用実績報告など一連の資産運用サービスを一括して提供する仕組みの商品である。投信ラップ口座は，投信を対象として資産運用を行うものであり，1998年に投信の販売手数料が自由化され，証券会社による投資一任業務が認可されたことで商品化が可能となった。1999年10月に株式売買委託手数料が完全に自由化されたため，株式等の個別銘柄での資産運用サービスを行うラップ口座の商品化も可能となっている。

確定拠出年金制度（日本版401k，イデコなど）　日本における雇用の流動化・確定給付企業年金の財政悪化などを背景に，2001年にポータビリティーの高い確定拠出年金制度が施行された。確定拠出年金制度を導入した企業の年金加入者は，企業が拠出した積立金（2012年から従業員拠出も認められた）を，また個人型確定拠出年金（愛称「iDeCo」）加入者は自らが拠出した積立金を投資信託や預貯金，保険などの運用対象のなかから自己責任で運用し，その運用実績が将来受け取る年金額に反映される仕組みになっている。多くの投信会社はコストの低い確定拠出年金専用ファンドを提供している。

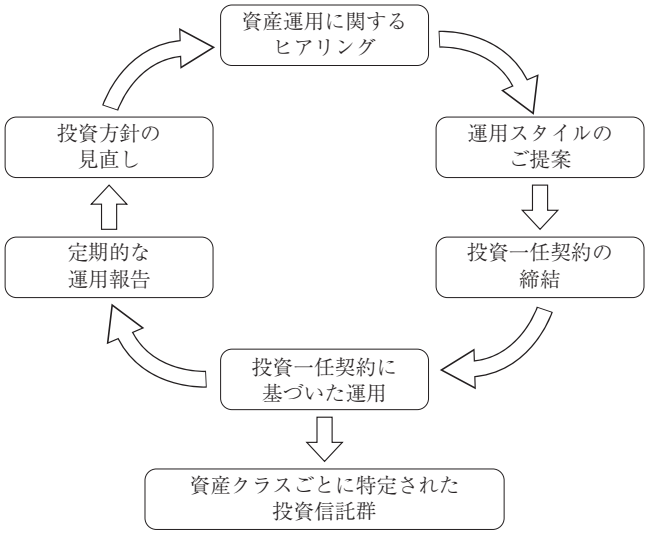
変額年金保険　1999年から本格的に発売された生命保険会社の商品である。変額年金保険も，確定拠出型年金と同様に，契約者が払い込んだ保険料を投資信託などで運用し，その運用成績により将来受け取る年金額が左右される仕組みである。証券会社に加え，銀行等も販売に加わった。

証券総合口座のイメージ



〔出所〕　筆者作成

投信ラップ口座のサービスの流れ（例）



〔出所〕　大和証券ホームページなどを参考に筆者作成

10. 外国籍投信　外国の法令に基づいて外国で設定された外国投信の国内販売は1972年に自由化された。当初は国内投信への影響に対する配慮から，外貨建で運用され，円資産の組入比率は50％以下のものとされるなどの規制が行われていた一方，日本の投信法の適用は受けなかったため，当時日本では認められていなかった私募投信なども持ち込まれていた。

しかし1998年の投信法改正にともない，外国投信も投信法の対象となって国内投信と同じ規制が適用されることとなった。すなわち，外国投信を国内で販売する場合にはあらかじめ日本の監督当局に国内投信と同様の届出を行うこと，外国投信の運用が著しく適正を欠き国内投資家の利益が阻害されて投資家の損害拡大を防止する緊急の必要がある場合には，日本の裁判所が国内での募集の禁止または停止命令を出せることなどが盛りこまれた。一方で円建てファンドの国内持ち込みも可能となり，税制も現在は国内投信と同一となった。また，目論見書・運用報告書の作成・交付をふくめディスクロージャー制度も基本的には国内投信と同様になっている。なお，日本証券業協会は「外国証券の取引に関する規則」の中で「外国投信選別基準」を設けて，国内で販売できる外国ファンドの要件を定めている。

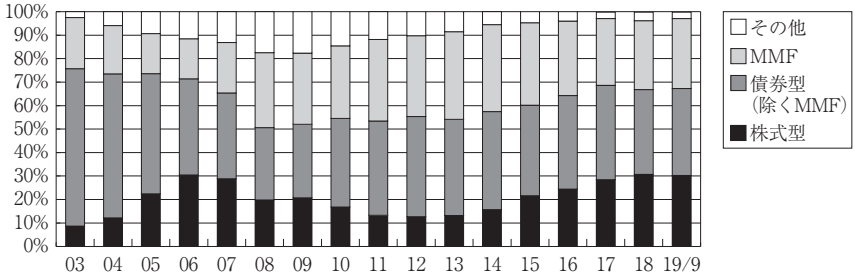
最近23年間の外国投信販売残高の推移は右表のとおりである。基本的に為替動向などの影響を受けて変動してきたが，1997年以降，日本の超低金利が継続する中での高利回り外債への投資ニーズの高まり，円安傾向などを反映して外国投信の販売は急増した。国内投信と合計した日本の投信市場全体の中での比率で見ても2004年には13％を超えた。その後，国内株ファンドの人気回復あるいは国内籍の毎月分配型ファンドの増加などにより，外国籍ファンドの販売は一服状態にある。商品別には右図に見るとおり，世界的に株価が回復した2004年以降は一時，株式投信も増え，また「その他」に分類される不動産型やオルタナティブ・ファンドも増加したが，傾向的にはMMFをふくめた広義の債券型ファンドが主流となっている。なお，設定国別の内訳では従来ルクセンブルグ籍が圧倒的に多かったが，2005年頃からケイマン諸島籍のファンドが増加しており，2019年９月末現在の純資産総額の内訳を見ると，ケイマン諸島籍52.2％，ルクセンブルグ籍37.0％，その他が10.8％となっている。

日本における外国投信販売残高（単位：億円）と投信全体に占める比率（公募分）

年末	外国投信残高(A)	国内投信残高(B)	合計(C)	(A)/(C)
1997	15,236	406,495	421,731	3.6%
98	29,352	327,393	356,745	8.2%
99	35,099	513,536	548,635	6.4%
2000	36,084	493,992	530,076	6.8%
01	41,426	452,807	494,233	8.4%
02	47,147	360,160	407,307	11.6%
03	54,427	374,356	428,783	12.7%
04	62,411	409,967	472,378	13.2%
05	79,670	553,476	633,146	12.6%
06	87,104	689,276	776,380	11.2%
07	82,427	797,606	880,033	9.4%
08	51,473	521,465	572,938	9.0%
09	59,306	614,551	673,857	8.8%
10	58,800	637,201	696,001	8.4%
11	52,358	573,274	625,632	8.4%
12	57,839	640,600	698,439	8.3%
13	61,290	815,200	876,490	7.0%
14	62,893	935,045	997,938	6.3%
15	54,248	977,562	1,031,810	5.3%
16	53,540	966,415	1,019,955	5.2%
17	60,913	1,111,920	1,172,832	5.2%
18	54,143	1,051,592	1,105,735	4.9%
19/9	58,576	1,162,076	1,220,652	4.8%

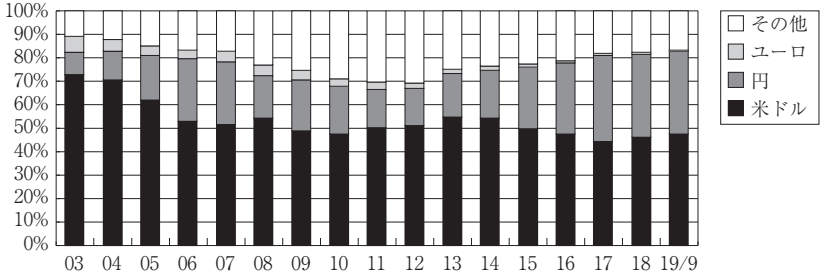
（注）　国内投信残高は証券投資信託の残高である。
〔出所〕　外国投信残高は日本証券業協会，国内投信残高は投資信託協会より筆者作成

日本における外国投信残高の商品分類別内訳



〔出所〕　日本証券業協会資料より筆者作成

日本における外国投信残高の表示通貨別内訳



〔出所〕日本証券業協会資料より筆者作成

第８章　デリバティブ市場

１．先物取引　先物取引とは将来の時点での取引価格を現時点で決めて取引する契約を指す。先物取引の歴史は商品取引の歴史と同じくらい古いと言われているが，現在の整備された先物市場の始まりとしては，江戸時代に大阪でおこなわれていた帳合米取引（米相場）が通常挙げられる。個々の当事者の相対取引を組織することによって差金決済が可能である仕組みを生み出し，現物の受け渡しを必要としない取引主体の参加を可能にしたことが先物取引所の嚆矢とされている。こうした伝統を受け継ぎ，わが国の株式市場においても戦前は清算取引という形で株式の先物取引が証券取引所においておこなわれていた。戦後はGHQの指導により，投機的な取引を抑制するために清算取引は禁止されたが，信用取引という形で個人投資家を対象として株式市場では部分的には復活していたとも言える。

1972年にシカゴ・マーカンタイル取引所で通貨を対象とする先物取引が始まり，1974年にはシカゴ商品取引所で標準物と呼ばれる架空の債券を対象とした債券先物取引が，1982年にはカンザスシティ商品取引所で株価指数を対象とした先物取引が開始され，こうした取引は世界各国に波及し，わが国でも証券を対象とした先物取引が導入されることになった。1985年に東京証券取引所で開始された長期国債先物取引がわが国で最初の金融先物取引であり，1987年に大阪証券取引所で株先50，1988年に大阪証券取引所で日経225先物，東京証券取引所でTOPIX先物，1989年に東京金融先物取引所で円短期金利先物，ドル短期金利先物，円／ドル通貨先物が相継いで導入された。

厳密に言えば，先物契約（Futures Contract）は取引所で取引され，第三者への契約の移転が可能である代わりに取引不履行に備えて証拠金を預託する必要のある取引を指し，先渡契約（Forward Contract）は当事者間の取引で，第三者への移転はできないが，かならずしも証拠金を預託する必要がない取引を指す。通貨や短期金利を対象とする先物取引はしばしば銀行との間で相対契約としておこなわれる先渡契約で，それぞれFXA，FRAと呼ばれており，スワップ取引とともに1990年代の世界的なデリバティブ市場急拡大の主役となった。

世界の主要な金融先物上場年

	諸外国	日　本
1972年	マルク，円等通貨先物（CME）	
1976年	T ビル先物（CME）	
1977年	T ボンド先物（CBOT）	
1981年	ユーロドル金利先物（CME）	
1982年	S&P500先物（CME），T ノート先物（CBOT），英国債先物・ポンド金利先物（LIFFE）	
1984年	FTSE100先物（LIFFE）	
1985年		長期国債先物（東証）
1986年	仏国債先物（MATIF），日経平均先物（SIMEX）	
1987年	日本国債先物（LIFFE）	
1988年	CAC40先物・PIBOR 先物（MATIF），Bund 先物（LIFFE）	日経225先物（大証），TOPIX 先物（東証）
1989年	ユーロ円金利先物（SIMEX）	ユーロ円短期金利先物（金融取）
1990年	ユーロマルク金利先物（LIFFE），日経平均先物（CME），DAX 先物・Bund 先物（DTB）	
1991年	銀行間金利先物（BM&F）	
1992年	ドル／ルーブル通貨先物（MICEX）	
1996年	ユーロ円金利先物（LIFFE），Nasdaq100先物（CME），KOSPI200先物（KSE）	
1997年	E ミニ S&P500先物（CME）	
1998年	EURIBOR 先物（LIFFE），ユーロ STOXX 50 先物（EUREX）	
1999年	E ミニ Nasdaq100先物（CME）	
2000年	CNX Nifty Index 先物（NSE）	
2001年	個別株先物（LIFFE），E ミニ Russell 2000先物（CME）	
2002年	個別株先物（OneChicago）	
2004年	VIX 指数先物（CFE）	
2005年	RTS 株価指数先物（RTS）	
2006年		為替証拠金取引（金融取）
2008年	Russell 2000先物（ICE）	日経225mini 先物（大証）
2010年	CSI300先物（CFFEX）	

（注）　BM&F: Brazilian Mercantile and Futures Exchange（現 BM&F BOVESPA），CBOT: Chicago Board of Trade, CFE: CBOE Futures Exchange, CFFEX: China Financial Futures Exchange, CME: Chicago Mercantile Exchange, DTB: Deutsche Terminbörse（現 EUREX），ICE: ICE Futures U.S., KSE: Korea Stock Exchange（現 KRX），LIFFE: London International Futures and Options Exchange（現 ICE Futures Europe），MATIF: Marché à Terme International de France（現 Euronext Paris），MICEX: Moscow Interbank Currency Exchange（現 Moscow Exchange），NSE: National Stock Exchange of India, RTS: Russian Trading System（現 Moscow Exchange），SIMEX: Singapore International Monetary Exchange（現 SGX），東証：東京証券取引所，大証：大阪証券取引所（現 大阪取引所），金融取：東京金融先物取引所（現 東京金融取引所）

２．債券先物取引　有価証券を対象とした先物取引はGNMA債という債券を対象として1974年にアメリカで始まり，わが国でも国債の大量発行という事態を受けて1985年に長期国債（10年物国債）を対象とした国債先物取引が金融先物取引としては初めて東京証券取引所で開始された。次いで1988年には超長期国債（20年物国債）先物が東京証券取引所に上場され，翌1989年には世界最大の取引高を誇ったＴボンド（米国長期国債）先物が東京証券取引所で開始された（超長期国債先物は2002年に休止されたが，2014年に再開）。1996年には中期国債（５年物国債）を対象とした中期国債先物取引が東京証券取引所で始まり，ようやく諸外国並の品揃えがそろうこととなった。

債券先物取引では一般に標準物と呼ばれる架空の債券が想定されており，その標準物価格がイールド・カーブの水準を表しているものとして取引がおこなわれている。したがって，個々の債券はこのイールド・カーブ上，ないしはこのイールド・カーブと平行なイールド・カーブ上にあるものとして，先物価格が形成されている。受渡決済では売り手が銘柄を選択できるので，その時点での最割安銘柄が選ばれるが，標準物価格から取引所が定めたコンバージョン・ファクターと呼ばれる換算係数に基づいて受渡銘柄の価格は計算される。

わが国の債券先物取引の特徴の１つは取引単位の額面が１億円と諸外国（シカゴ商品取引所のＴボンド先物は10万ドル，ユーレックスのBUND先物は10万ユーロ）に比べて10倍程度大きいことである。これは債券の現物取引において１億円未満の取引が端債扱いされていることによるものであるが，通常は国際比較に契約数が用いられるので，実際よりも過小評価される傾向がある。

わが国の債券先物市場の特徴は長期国債先物に取引が集中していることにあるが，これも現物国債の発行や流通がかつて10年物長期国債中心となっていたことと関係しているのであろうとはいえ，アメリカやドイツでは中期国債の先物も流動性をもっているのとは対照的となっている。

1990年代半ばからはわが国固有の現象とされてきた現物国債市場の指標銘柄への取引集中は緩和され，1999年３月末からは指標銘柄という指定もなくなり，10年物長期国債先物は指標銘柄が果たしてきた役割を引き受ける形となった。なお，2009年３月から差金決済のみで10分の１の大きさのミニ長期国債先物も東京証券取引所で導入されたが，取引は長期国債先物の１％に満たない。

債券先物の取引要綱

	中期国債先物	長期国債先物	超長期国債先物
取引対象	中期国債標準物 （クーポン３％，残存５年）	長期国債標準物 （クーポン６％，残存10年）	超長期国債標準物 （クーポン３％，残存20年）
受渡対象	残存期間４年以上５年３カ月未満の５年利付国債	残存期間７年以上11年未満の10年利付国債	残存期間19年３カ月以上20年未満の20年利付国債
取引限月	３・６・９・12月から３限月	３・６・９・12月から３限月	３・６・９・12月から３限月
受渡期日	３・６・９・12月の20日	３・６・９・12月の20日	３・６・９・12月の20日
取引最終日	受渡期日の５営業日前	受渡期日の５営業日前	受渡期日の５営業日前
取引時間	８：45－11：02 12：30－15：02 15：30－翌日５：30	８：45－11：02 12：30－15：02 15：30－翌日５：30	８：45－11：02 12：30－15：02 15：30－翌日５：30
取引単位	額面１億円	額面１億円	額面１億円
呼び値	額面100円当り１銭	額面100円当り１銭	額面100円当り１銭
値幅制限	通常値幅：基準値段±2.00円 最大値幅：基準値段±3.00円	通常値幅：基準値段±2.00円 最大値幅：基準値段±3.00円	通常値幅：基準値段±4.00円 最大値幅：基準値段±6.00円
一時中断措置	先物取引の中心限月取引において，制限値幅の上限（下限）値段に買（売）呼値が提示され（約定を含む），その後，１分間に当該値段から即時約定可能値幅（中期国債先物・長期国債先物では直近約定値段を中心に上下10銭，超長期国債先物では直近約定値段を中心に上下30銭）の範囲外の値段で取引が成立しない場合，10分間取引を中断		

債券先物の取引状況

	中期国債先物		長期国債先物		超長期国債先物	
	取引数	建玉数	取引数	建玉数	取引数	建玉数
2015年	0	0	8,677,576	95,509	2,978	127
2016年	0	0	7,383,298	80,838	843	19
2017年	0	0	8,190,265	96,251	303	1
2018年	0	0	10,304,257	110,589	152	3
2019年	0	0	9,611,513	78,887	1,957	312

〔出所〕 日本取引所グループ（JPX）ページ

３．株価指数先物取引　株価指数を対象とした先物取引は1982年にアメリカではじめて上場されたが，わが国では1987年に大阪証券取引所で50銘柄の個別株式のパッケージである株先50の取引が始まり，株価指数を対象とした先物取引としては1988年に日経225先物（大阪証券取引所）と TOPIX 先物（東京証券取引所）が上場されている。そして，1994年に日経300先物（大阪証券取引所），1998年にハイテク40・フィナンシャル25・コンシューマー40の業種別株価指数先物（大阪証券取引所），電気機器・輸送用機器・銀行業の業種別株価指数先物（東京証券取引所），2001年に S&P/TOPIX150株価指数先物（東京証券取引所），2002年に MSCI JAPAN 指数・FTSE 日本指数・ダウ工業株指数（大阪証券取引所），2005年に RN プライム指数先物（大阪証券取引所），2006年に日経225mini 先物（大阪証券取引所），2008年にミニ TOPIX 先物・TOPIX Core30先物・東証 REIT 指数先物（東京証券取引所），2010年に日経平均配当指数先物（大阪証券取引所）・TOPIX 配当指数先物・TOPIX Core30配当指数先物（東京証券取引所），日経平均株価を対象とした証拠金取引（東京金融取引所），2012年に日経225ボラティリティ指数先物・NY ダウ先物（大阪証券取引所），2014年に CNX Nifty 先物・JPX 日経インデックス400先物（大阪取引所），2016年に東証マザーズ指数先物（大阪取引所）が上場された。なお，日経平均株価を対象とした先物取引は1986年にシンガポール国際金融取引所（SIMEX，現 SGX-DT）でわが国に先駆けて取引が円建てで開始され，1992年からシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）でもドル建て・円建てで取引がおこなわれている（SGX では mini 取引もおこなわれている）。

わが国の株価指数先物市場では日経225先物が最も活発に取引されてきたが，TOPIX 先物や日経225mini 先物，SGX 日経平均先物もかなりの流動性を持ち，複数の株価指数先物が流動性を持つという特徴を有している。

1989年６月からはアメリカにならって満期日の１営業日前を取引最終日とし，SQ と呼ばれる満期日の寄付きの各構成銘柄価格から計算される値によって最終清算価格が決められている。また，国内の株価指数先物取引には３段階の値幅制限のほか，現物市場には存在しないサーキット・ブレーカーと呼ばれる取引一時中断措置があり，現物市場と先物市場が同時に取引を停止するアメリカのサーキット・ブレーカーとは異なる形で価格変動の抑制がはかられている。

株価指数先物の取引要綱

	日経225mini 先物	日経225先物	TOPIX 先物
取引対象	日経平均株価	日経平均株価	東証株価指数（TOPIX）
取引限月	６・12月限：直近の10限月 ３・９月限：直近の３限月 他の限月：直近の３限月	６・12月限：直近の16限月 ３・９月限：直近の３限月	３・６・９・12月の５限月
取引単位	日経平均株価×100	日経平均株価×1,000	TOPIX×10,000円
呼び値	日経平均株価で５円	日経平均株価で10円	TOPIX で0.5ポイント
満期日	３・６・９・12月の 第２金曜日	３・６・９・12月の 第２金曜日	３・６・９・12月の 第２金曜日
取引最終日	満期日の１営業日前	満期日の１営業日前	満期日の１営業日前
取引時間	８：45－15：15 16：30－翌日５：30	８：45－15：15 16：30－翌日５：30	８：45－15：15 16：30－翌日５：30
値幅制限	一次値幅：基準値段±８％ 二次値幅：基準値段±12％ 最大値幅：基準値段±16％	一次値幅：基準値段±８％ 二次値幅：基準値段±12％ 最大値幅：基準値段±16％	一次値幅：基準値段±８％ 二次値幅：基準値段±12％ 最大値幅：基準値段±16％
一時中断措置	先物取引の中心限月取引において，制限値幅上限（下限）で約定又は買（売）気配提示され，１分の間に制限値幅上限（下限）から制限値幅の10％を超えて下落（上昇）して取引が成立しない場合，10分間取引を中断		

株価指数先物の取引状況

	日経225mini 先物		日経225先物		TOPIX 先物	
	取引数	建玉数	取引数	建玉数	取引数	建玉数
2015年	247,159,359	370,373	27,678,234	416,962	22,303,956	602,235
2016年	233,940,373	579,972	26,765,460	449,752	22,560,705	562,313
2017年	219,518,050	683,633	23,054,495	413,373	24,392,610	665,711
2018年	273,327,463	1,279,710	26,193,823	426,448	26,224,277	534,861
2019年	237,577,721	500,550	22,527,189	335,127	26,345,546	561,087

〔出所〕　日本取引所グループ（JPX）ホームページ

４．金融先物取引　通貨を対象とした先物取引は1972年にアメリカで開始され，銀行間金利を対象とした先物取引も1982年にアメリカでユーロドル短期金利先物が上場されたのが始まりであるが，わが国では1989年に東京金融先物取引所で日本円短期金利先物，米ドル短期金利先物（1998年休止），円／ドル通貨先物（1992年に廃止）が同時に上場された。その後，1991年にドル／円通貨先物，1992年に１年物日本円金利先物（1998年休止），1999年に日本円LIBOR 金利先物，2003年に５年円金利スワップ先物と10年円金利スワップ先物（2007年休止），2005年にはドル・ユーロ・ポンド・オーストラリアドルを対象とした取引所為替証拠金取引（くりっく365），2009年には無担保コール O/N 金利先物・GC レポ S/N 金利先物，2010年には日経平均株価・FTSE100・DAX を対象とした証拠金取引（くりっく株365）が東京金融取引所で上場された（東京金融先物取引所は2007年に東京金融取引所に改名）。

アメリカでは商品取引所が金融商品を対象とした先物・先物オプション取引を開始し，イギリス・フランス・ドイツといったヨーロッパ諸国では金融商品を対象とした金融先物取引所が新たに設立されたが，わが国では債券や株式といった証券を対象とした先物・オプション取引は証券取引所がおこなっており，銀行間金利や通貨といった銀行が中心の取引を対象とした先物・オプション取引は銀行と一部の証券会社が設立した東京金融取引所でおこなわれている。

東京金融取引所では設立当初から日本円短期金利先物に取引が集中し，他の商品はあまり取引がおこなわれなかった。そこで，1990年には米ドル短期金利先物と円／ドル通貨先物にマーケットメーカー制が導入され，1991年からはドル／円通貨先物，1992年からは日本円短期金利先物オプションにもマーケットメーカー制が導入されたが，流動性の改善はみられなかった。

他方，東京金融取引所は1996年にリスクに見合った証拠金計算をおこなう TIFFE-SPAN を導入し，ロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）の日本円短期金利先物とリンクをおこなう一方，取引時間を拡大し，1997年にはドル／円通貨先物に夜間取引制度を導入し，取引の振興に努めてきたが，1995年以降の超低金利状況では1990年代前半に拡大した取引も伸び悩んでいた。こうした中で，外国為替証拠金取引の拡大に着目して上場した「くりっく365」や日経平均株価を対象とした「くりっく株365」は取引を定着させている。

金融先物の取引要綱

	ユーロ円３ヵ月金利先物	米ドル／円証拠金取引	日経225証拠金取引
取引単位	元本１億円	10,000米ドル	日経平均株価×100
表示方法	100から年利率（%，90/360日ベース）を差し引いた値	１米ドルあたりの日本円相当額	１株価指数あたりの日本円相当額
呼び値	0.005（1,250円）	0.01（100円）	１円（100円）
取引限月	３・６・９・12月から20限月，その他の限月は直近２限月	なし	なし
取引最終日	限月第３水曜日の２営業日前	なし	なし
最終決済日	取引最終日の翌営業日	なし	なし
決済方法	差金決済（最終決済価格はTIBORの小数点第４位を四捨五入し，100から引いた値）	差金決済	差金決済
値幅制限	なし	なし	なし
取引時間	８：45－11：30 12：30－15：30 15：30－20：00	月曜７：10－翌日６：55 火曜～木曜７：55－翌日６：55 金曜７：55－翌日６：00 （米国サマータイム適用時はそれぞれ１時間繰り上げ）	８：30－翌日６：00 （米国サマータイム適用時は５：00）

金融先物の取引状況

	ユーロ円３ヵ月金利先物		米ドル／円証拠金取引		日経225証拠金取引	
	取引数	建玉数	取引数	建玉数	取引数	建玉数
2015年	2,000,289	175,190	12,919,505	718,119	7,840,578	139,036
2016年	2,506,430	159,565	14,992,697	544,263	5,203,500	172,940
2017年	1,545,861	134,560	10,478,227	537,737	5,722,311	237,114
2018年	1,423,666	102,874	8,363,218	534,564	4,266,773	218,858
2019年	855,250	58,550	5,352,811	523,692	5,254,459	200,762

〔出所〕　東京金融取引所ホームページ

５．オプション取引　オプション取引とは将来，定められた価格（権利行使価格）での取引をおこなう権利を取引する契約を指す。将来時点での取引には売り手と買い手の双方がいるわけであり，買い手となる権利はコール・オプション，売り手となる権利はプット・オプションと呼ばれている。

オプション取引の歴史も古く，ギリシャの哲学者ターレスがオリーブ圧搾機のオプション契約をおこなったことがアリストテレスによって紹介されている。現在の整備されたオプション市場の始まりとしては，1973年にオプション取引所として設立されたシカゴ・オプション取引所（CBOE）が挙げられる。個々の当事者の相対取引を組織することによって先物取引と同様に差金決済が可能である仕組みを生み出し，現物の受け渡しを必要としない取引主体の参加を可能にしたことがオプション取引の歴史に画期をもたらしたとされている。

1973年に CBOE ではじまったオプション取引は他の金融商品にも広まり，1982年には通貨オプション取引，債券オプション取引，債券先物オプション取引，1983年には株価指数オプション取引，株価指数先物オプション取引，1984年には通貨先物オプション取引が開始され，こうした取引は世界各国にも波及した。わが国では1989年４月に債券店頭オプション（選択権付債券売買）が導入され，６月には大阪証券取引所で日経225オプション，10月には東京証券取引所で TOPIX オプション，名古屋証券取引所でオプション25（1998年廃止）がそれぞれ導入され，1990年には東京証券取引所で長期国債先物オプション，1991年には東京金融先物取引所で円短期金利先物オプションが相継いで導入された。さらに，1994年には大阪証券取引所で日経300オプション，1997年には個別株オプションが東京証券取引所と大阪証券取引所で同時に開始され，1998年には大阪証券取引所でハイテク40・フィナンシャル25・コンシューマー40という３つの業種別株価指数オプションが導入された。

上場オプション取引は取引所で取引され，第三者への契約の移転が可能である代わりに売り手は取引不履行に備えて証拠金を預託する必要があり，店頭オプション取引は当事者間の取引であり，第三者への移転はできないが，かならずしも証拠金を預託する必要がない。株式や株価指数のオプション取引とは違って，通貨や金利を対象とするオプション取引の多くは店頭市場で銀行や証券会社との相対契約としておこなわれている。

世界の主要な金融オプション上場年

	諸外国	日　本
1973年	米個別株オプション（CBOE）	
1974年	米個別株オプション（AMEX，PHLX，PCX）	
1978年	英個別株オプション（LTOM）	
1982年	通貨オプション（PHLX），T ボンド先物オプション（CBOT）	
1983年	S&P100オプション・S&P500オプション（CBOE），S&P500先物オプション（CME）	
1984年	通貨先物オプション（CME），FTSE100オプション（LIFFE）	
1987年	ポンド金利先物オプション（LIFFE），仏個別株オプション（MONEP）	
1988年	仏国債先物オプション（MATIF），CAC40オプション（MONEP），Bund 先物オプション（LIFFE）	
1989年		（債券店頭オプション），日経225オプション（大証），TOPIX オプション（東証）
1990年	独個別株オプション（DTB），ユーロ円金利先物オプション（SIMEX），ユーロマルク金利先物オプション（LIFFE），DAX オプション・Bund 先物オプション（DTB）	長期国債先物オプション（東証）
1991年		ユーロ円短期金利先物オプション（金融取）
1992年	日経平均先物オプション（SIMEX）	
1994年	日本国債先物オプション（SIMEX）	
1997年	KOSPI200オプション（KSE）	証券オプション（東証，大証）
1998年	EURIBOR 先物オプション（LIFFE），ユーロ STOXX 50オプション（EUREX），TAIEX オプション（TAIFEX）	
2000年	米個別株オプション（ISE）	
2001年	Nifty オプション（NSE），SENSEX オプション（BSE）	
2006年	VIX 指数オプション（CBOE）	

（注）　AMEX: American Stock Exchange（現 NYSE MKT），BSE: Bombay Stock Exchange, CBOE: Chicago Board Options Exchange, CBOT: Chicago Board of Trade, CME: Chicago Mercantile Exchange, DTB: Deutsche Terminbörse（現 EUREX），ISE: International Securities Exchange, KSE: Korea Stock Exchange（現在は KRX），LIFFE: London International Futures and Options Exchange（現 ICE Futures Europe），LTOM: London Traded Options Market（現 ICE Futures Europe），MATIF: Marché à Terme International de France（現 Euronext Paris），MONEP: Marché des Options Négociable de Paris（現 Euronext Paris），NSE: National Stock Exchange of India, PHLX: Philadelphia Stock Exchange（現 Nasdaq OMX PHLX），PCX: Pacific Exchange（現 NYSE Arca），SIMEX: Singapore International Monetary Exchange（現 SGX），TAIFEX: Taiwan Futures Exchange，東証：東京証券取引所，大証：大阪証券取引所（現 大阪取引所），金融取：東京金融先物取引所（現 東京金融取引所）

６．債券オプション取引　債券を対象とした上場オプション取引は1982年に同時に開始されたＴボンドオプション取引（シカゴ・オプション取引所）とＴノートオプション取引（アメリカン証券取引所）が最初であり，債券先物取引を対象とした先物オプション取引では1982年のＴボンド先物オプション取引（シカゴ商品取引所）が最初である。わが国では1989年４月に選択権付債券売買取引という名称で店頭市場での債券オプション取引が開始された。そして，1990年には長期国債先物取引を対象とした長期国債先物オプション取引が東京証券取引所で開始され，2000年には中期国債先物取引を対象とした中期国債先物オプション取引（2002年休止）も東京証券取引所で開始された。

債券店頭オプション取引は標準物を用いる債券先物取引とは異なって国債・社債・外国債などの個々の債券が対象として取引されており，しかも上場オプションとは違って店頭で取引されているため，その契約は第三者に転売することができないことが特徴になっている（取引の大半は国債）。また，取引単位は国債先物取引と同様に額面１億円であるが，契約日から受渡日まで最長で１年３カ月という制約があり，転売できないという性質もあって通常は６カ月なり，１年なり，かなり先の契約がおこなわれている。

これに対して，長期国債先物オプション取引は長期国債先物取引を対象とした上場アメリカン・オプション取引（権利行使が毎日可能）であり，取引要綱は長期国債先物取引に類似している。長期国債先物取引は最長９カ月の３限月制であるのに対して，長期国債先物オプション取引は最長６カ月の最大４限月制であり，長期国債先物取引も長期国債先物オプション取引も期近物に取引が集中しているところは債券店頭オプション取引と対照的である。

オプション取引が古くからおこなわれてきた欧米諸国ではオプション取引に対する馴染みも深いが，わが国ではオプション取引の伝統はなく，先物取引に比べるとオプション取引の利用は少ない。とりわけ長期国債先物オプション取引は長期国債先物取引に比べて取引は著しく少ない。これはオプション取引だけをおこなうアウトライト取引に関心が集まっており，原資産である長期国債先物取引と合わせてカバー取引が十分におこなわれていないためと考えられる。他方，債券店頭オプション取引では原資産と組み合わせたカバード・コールやターゲット・バイイングといった戦略がよく用いられている。

債券オプションの取引要綱

	債券店頭オプション	長期国債先物オプション	中期国債先物オプション
取引対象	転換社債とワラント債を除くすべての債券	長期国債先物を対象としたコール・オプションとプット・オプション	中期国債先物を対象としたコール・オプションとプット・オプション
取引限月	自由	３・６・９・12月から直近２限月とそれ以外から最大直近２限月	３・６・９・12月から直近２限月とそれ以外から最大直近２限月
取引最終日	－	３・６・９・12月の前月の末日	３・６・９・12月の前月の末日
受渡期日	契約日から１年３カ月以内	取引日の翌営業日	取引日の翌営業日
取引単位	額面１億円	長期国債先物１契約	中期国債先物１契約
呼び値	－	額面100円当り１銭	額面100円当り１銭
権利行使価格	自由	50銭刻みで上下10本，先物価格の変動に応じて追加設定	50銭刻みで上下10本，先物価格の変動に応じて追加設定
値幅制限	－	通常値幅： 基準値段±2.10円 最大値幅： 基準値段±3.00円	通常値幅： 基準値段±2.10円 最大値幅： 基準値段±3.00円
一時中断措置	－	先物限月取引において一時中断措置が行われる場合	先物限月取引において一時中断措置が行われる場合
権利行使方法	自由	アメリカン・オプション	アメリカン・オプション

債券オプションの取引状況

	債券店頭オプション		長期国債先物オプション		中期国債先物オプション	
	取引金額	残高代金	取引数	建玉数	取引数	建玉数
2015年	1,092,287	17,090	1,142,738	10,664	－	－
2016年	1,120,506	15,390	958,472	9,997	－	－
2017年	1,644,695	12,226	861,714	20,995	－	－
2018年	2,145,579	29,494	783,545	7,720	－	－
2019年	2,188,984	17,990	631,807	4,411	－	－

〔出所〕 日本取引所グループ（JPX）ホームページ，日本証券業協会ホームページ

７．株価指数オプション取引　株式を対象としたオプション取引は上場物としては1973年に開設されたシカゴ・オプション取引所の個別株オプションから始まっているが，株価指数を対象としたオプション取引は1983年にS&P100オプション（シカゴ・オプション取引所）が導入され，株価指数先物取引を対象とした先物オプション取引はS&P500先物オプション（シカゴ・マーカンタイル取引所）とNYSE総合株価指数先物オプション（ニューヨーク先物取引所）が1983年に上場されている。わが国では株価指数を対象としたオプション取引は1989年６月に日経225オプション（大阪証券取引所），同年９月にオプション25（名古屋証券取引所，1998年休止）とTOPIXオプション（東京証券取引所）が相次いで上場されている。そして，1994年には日経300オプション（大阪証券取引所，2010年休止），1998年にはハイテク40・フィナンシャル25・コンシューマー40という３つの業種別株指数オプション（大阪証券取引所，2002年休止），2001年にはS&P/TOPIX150オプション（東京証券取引所，2002年休止），2015年には日経225オプション（大阪取引所）にウィークリー・オプションも導入された。さらに，日経平均先物取引を対象とした先物オプション取引は1992年からSIMEX（現SGX-DT）でおこなわれている。

わが国の上場オプション市場では大阪証券取引所の日経225オプションが最も活発に取引されており，他の株価指数オプション取引はほとんど取引されていないという点は株価指数先物取引の場合と大きく異なる。

日経225オプション・TOPIXオプション・SGX日経平均先物オプションの取引要綱を比べると，取引対象は国内の株価指数オプションが現物オプションであるのに対して，SGX日経平均先物オプションはSGX日経平均先物を対象とした先物オプションであり，また日経225オプションとSGX日経平均先物オプションには長期オプションが存在するところが異なっている。他方，証拠金ではシカゴ・マーカンタイル取引所が開発した，リスクに応じて証拠金をネッティングするSPAN（Standard Portfolio Analysis of Risk）システムまたは類似の算出方法を各取引所が採用しており，それほど大きな違いはない。また，株価指数先物にサーキット・ブレーカーによる取引一時中断措置が発動された場合には同様に取引が一時中断されることになっている。

株価指数オプションの取引要綱

	日経225オプション（Weekly）	TOPIX オプション
取引対象	日経平均株価を対象としたコール・オプションとプット・オプション	TOPIX を対象としたコール・オプションとプット・オプション
取引限月	６・12月は16限月，３・９月は３限月，他の月は６限月（Weekly オプションは第２週を除く毎週の４限月制）	６・12月は直近の10限月，３・９月は直近の３限月，その他の月は直近の６限月
取引単位	日経平均株価×1,000	TOPIX×10,000円
呼び値	50円以下１円 50円以上1,000円以下５円 1,000円超10円	値段が20ポイント以下は0.1ポイント，20ポイントを超えると0.5ポイント
満期日	限月の第２金曜日	限月の第２金曜日
取引最終日	満期日の１営業日前	満期日の１営業日前
取引時間	９：00－15：15 16：30－翌日５：30	９：00－15：15 16：30－翌日５：30
権利行使価格	当初は250円刻みで上下８本，残存期間が３カ月となる月の SQ 日の前営業日から直近の３限月は125円刻みで上下８本	当初は50ポイント刻みで上下６本，残存期間が３カ月となる月の SQ 日の前営業日から直近の３限月は25ポイント刻みで上下９本
権利行使方法	ヨーロピアン・オプション	ヨーロピアン・オプション
値幅制限	通常時：基準値段に応じて４・６・８・11％ 一次値幅：通常時＋３％ 二次値幅：一次値幅＋３％	通常時：基準値段に応じて４・６・８・11％ 一次値幅：通常時＋３％ 二次値幅：一次値幅＋３％
一時中断措置	日経225先物取引のサーキット・ブレーカー発動に伴う連動中断あり	TOPIX 先物取引のサーキット・ブレーカー発動に伴う連動中断あり

株価指数オプションの取引状況

	日経225オプション		日経225Weekly オプション		TOPIX オプション	
	取引数	建玉数	取引数	建玉数	取引数	建玉数
2015年	37,806,896	1,778,198	188,422	248	329,529	19,145
2016年	33,763,728	1,911,257	256,350	1,222	145,716	46,641
2017年	32,594,768	2,083,846	493,801	2,229	259,384	76,958
2018年	35,502,311	1,909,369	601,555	1,605	179,262	69,113
2019年	29,763,572	1,546,360	697,579	628	238,319	99,876

〔出所〕 日本取引所グループ（JPX）ホームページ

８．有価証券オプション取引　個別株を対象としたオプション取引は上場物としては1973年に開設されたシカゴ・オプション取引所でのコール・オプションが最初であり，1977年にはプット・オプションも上場されている。諸外国では個別株オプションがまず上場され，後に株価指数オプションが導入されているが，わが国では株価指数オプションが1989年に導入され，1997年に東京証券取引所と大阪証券取引所で株券オプションが各20銘柄（うち重複上場７銘柄）上場された。その後，両取引所で取引対象が上場証券に拡大されて証券オプションと改名され，2014年３月24日に東京証券取引所のデリバティブ市場は大阪取引所のデリバティブ市場に統合され，大阪取引所の個別証券オプション取引は東京証券取引所の有価証券オプション取引と同日付で統合された。

シカゴ・オプション取引所の開設後間もなくから，わが国でも証券オプション取引の導入が検討されてきたが，中小証券会社の収入源である信用取引と競合するという心配から証券オプションの導入が20年以上も遅れることになったと言われている。

有価証券オプションの取引要綱は株価指数オプションの取引要綱と基本的には同じであるが，原資産である証券が受け渡しの対象となっていることと最終清算価格が原資産の終値で決定されるところが株価指数オプション取引とは異なっている。

信用取引との競合が心配された証券オプションであるが，実際には取引はさほど活発ではない。この原因としては，わが国ではオプション取引の伝統がなく，投資家の馴染みが薄いこと，とりわけ諸外国では活発に取引をしている個人投資家による証券オプションの取引が少ないことが挙げられよう。オプション取引は原資産の取引と合わせて複合的におこなわれるものであるが，原資産である株式取引と証券オプション取引のキャピタル・ゲインにはそれぞれ分離課税が認められているが，両者を損益通算することは認められていないことが個人投資家の証券オプション取引を抑制しているとも言われている。また，諸外国では流動性の低い有価証券オプション市場では取引優遇措置と引き替えに値付けをおこなうマーケットメーカーが存在し，わが国でもマーケットメーカー制度（大証）やサポートメンバー制度（東証）を導入したが，取引の大幅な増加に結びついてはいない。

証券オプションの取引要綱

	有価証券オプション（大阪取引所）
取引対象	国内上場有価証券を対象としたコール・オプションとプット・オプション
取引限月	直近の２限月と３・６・９・12月から２限月
受渡期日	権利行使日から５日目
満期日	限月の第２金曜日
取引最終日	満期日の１営業日前
取引単位	原資産株式の売買単位
呼び値	原資産価格に応じて10銭から5,000円まで16段階
権利行使価格	原資産価格に応じて25円から500万円まで16段階で上下２本，その後追加設定
制限値幅	当日の指定市場におけるオプション対象証券の基準値段に100分の25を乗じて得た数値
建玉制限	対象有価証券ごとに設定
取引時間	９：00～11：35，12：30～15：15
権利行使方法	ヨーロピアン・オプション

証券オプションの取引状況

	有価証券オプション（大阪取引所）	
	取引数	建玉数
2015年	834,886	69,594
2016年	922,341	32,543
2017年	915,787	78,082
2018年	869,163	24,713
2019年	1,226,146	29,129

（注）　2014年３月24日に東京証券取引所のデリバティブ市場を大阪取引所のデリバティブ市場に統合，大阪取引所の「個別証券オプション取引」は東京証券取引所の「有価証券オプション取引」と同日付で統合し，「有価証券オプション取引」に改称。統合前の東京証券取引所での取引は大阪取引所の2014年年間データに含む。

〔出所〕　日本取引所グループ（JPX）ホームページ

９．店頭デリバティブ取引　1990年代の世界的なデリバティブ市場の拡大は取引所市場よりも店頭市場でめざましかった。とりわけ1982年に始まったとされる金利スワップ取引は金融自由化の流れの中で金融機関のみならず，事業法人の間にも広がり，デリバティブ市場の主役となった。取引所市場でのデリバティブ取引は統計が整備されており，状況を把握するのが容易であるが，店頭市場でのデリバティブ取引は統計を作成する機関がなく，状況を把握するのが極めて困難であった。そこで，国際決済銀行（BIS）は店頭デリバティブ市場の状況を把握するために，1986年から３年ごとに実施してきた外国為替市場の調査の際に店頭デリバティブ市場の調査も1995年から合わせておこなうことになった。

2019年４月におけるわが国店頭金利デリバティブ市場（通貨スワップを含まず）での取引は想定元本ベースで１営業日平均1,352億ドル（世界全体で6.501兆ドル）であり，2016年４月の前回調査よりも142％増加（世界全体で143％増加）しており，商品別内訳をみると，金利スワップは1,299億ドル（翌日物金利スワップ114億ドル，その他スワップ1,185億ドル）で174％増，金利オプションは46億ドルで40％減，金利フォーワード８億ドルで８％減であった。また，2019年６月末時点でのわが国金融機関の店頭金利デリバティブ取引の残高は想定元本ベースで55.1兆ドル（世界全体で524兆ドル）であり，2016年６月末時点よりも８％増加（世界全体で４％減少）しており，想定元本残高の商品別内訳では金利スワップが４％増加してシェア78.0％（前回81.6％），金利オプションが61％増加してシェア11.2％（前回7.6％），金利フォーワードが８％増加してシェア10.7％（前回10.8％）であった。

2009年の G20ピッツバーグ・サミットにおいて，2012年末までに標準化された全ての店頭デリバティブ契約は中央清算機関を通じて決済されるべきとする合意がおこなわれ，わが国では日本取引所グループ（JPX）傘下の日本証券クリアリング機構（JSCC）が2011年７月から CDS，2012年10月からは金利スワップの清算業務をおこなっており，９割を占める円建て金利スワップでは毎月70兆円から100兆円規模の清算業務が日本証券クリアリング機構（JSCC）を通じておこなわれている。

有価証券店頭デリバティブ取引等状況

取引状況（想定元本，億円）

取引件数	合計		先渡取引		店頭指数等先渡取引		店頭オプション取引		店頭指数等スワップ取引	
2014年度	2,898,768	3.94%	88,204	3％	2,483,307	86%	296,602	10%	10,063	1％
2015年度	4,328,495	49.32%	70,077	2％	3,803,333	88%	296,996	7％	10,869	4％
2016年度	5,165,442	19.34%	1,874	0％	3,899,978	76%	237,830	5％	30,655	20%
2017年度	10,027,543	94.13%	2,180	0％	5,565,062	55%	276,604	3％	562,974	42%
2018年度	15,801,793	57.58%	2,375	0％	10,105,163	64%	360,779	2％	1,025,760	34%
取引金額	合計		先渡取引		店頭指数等先渡取引		店頭オプション取引		店頭指数等スワップ取引	
2014年度	1,229,462	−9.93%	178,068	14%	120,961	10%	614,448	50%	315,983	26%
2015年度	2,266,798	84.37%	180,855	8％	164,686	7％	1,430,751	63%	490,504	22%
2016年度	2,122,106	−6.38%	85,368	4％	161,615	8％	1,525,389	72%	349,733	16%
2017年度	3,575,665	68.50%	121,478	3％	260,631	7％	2,148,520	60%	1,045,037	29%
2018年度	4,001,964	11.92%	195,294	5％	349,649	9％	2,086,395	52%	1,370,626	34%
期末残高	合計		先渡取引		店頭指数等先渡取引		店頭オプション取引		店頭指数等スワップ取引	
2014年度	126,452	185.22%	7,717	2％	3,752	1％	163,205	42%	212,313	55%
2015年度	135,679	16.46%	10,620	2％	6,112	1％	209,056	46%	224,879	50%
2016年度	386,987	16.55%	13,689	3％	13,643	3％	326,160	62%	171,742	33%
2017年度	450,669	5.07%	20,314	4％	7,070	1％	308,465	56%	216,022	39%
2018年度	525,234	−19.57%	15,628	4％	7,966	2％	215,439	49%	204,833	46%

媒介状況（想定元本，億円）

取引件数	合計		先渡取引		店頭指数等先渡取引		店頭オプション取引		店頭指数等スワップ取引	
2014年度	174,599	178.4%	86,969	50%	2,326	1％	27,123	16%	58,181	33%
2015年度	303,977	74.1%	69,431	23%	1,935	1％	29,105	10%	203,506	67%
2016年度	1,478,041	386.2%	1,081	0％	1,700	0％	18,789	1％	1,456,471	99%
2017年度	6,525,444	341.5%	918	0％	1,902	0％	26,905	0％	6,495,719	100%
2018年度	28,605	−99.6%	1,545	5％	1,625	6％	17,558	61%	7,877	28%
取引金額	合計		先渡取引		店頭指数等先渡取引		店頭オプション取引		店頭指数等スワップ取引	
2014年度	1,341,991	9.7%	143,579	11%	366,430	27%	743,337	55%	88,643	7％
2015年度	1,098,104	−18.2%	133,830	12%	323,595	29%	484,216	44%	156,465	14%
2016年度	652,753	−40.6%	73,469	11%	120,653	18%	205,505	31%	253,125	39%
2017年度	1,063,569	62.9%	109,471	10%	146,619	14%	239,335	23%	568,142	53%
2018年度	701,479	−34.0%	186,539	27%	131,695	19%	145,707	21%	237,534	34%

（注）　合計欄の比率は対前年度変化率，各取引欄の比率は構成比を表す。
〔出所〕　日本証券業協会ホームページより作成

10. クレジット・デリバティブ取引　クレジット・デリバティブ取引は貸付債権や社債の信用リスクをスワップやオプションの形式で売買する取引の総称であり，従来のデリバティブ取引が市場リスクを取引してきたのに対して，信用リスクが取引対象となっている点が異なる。信用リスクの取引は保証の取引とも言えるが，デリバティブ取引という形態をとることによって，債務不履行に対する保証だけではなく，業績悪化による信用力の低下といった状況を取引の対象とする商品など，多種多様な商品が生み出されている。

クレジット・デリバティブ取引ではクレジット・デフォルト・スワップ（CDS），トータル・リターン・スワップ（TRS），クレジット・リンク債（CLN）の３つが代表的な取引形態である。まず，CDS は貸付債権の信用リスクを保証してもらうオプション取引であり，貸付債権にデフォルト（債務不履行）が起こった際，その損害額が保証されるが，プレミアムの支払いに交換の形式が利用されるところに，この名前は由来している。次に，TRS は債券の生み出す全損益（クーポンと評価損益）と市場金利を交換する取引であり，保有する債券を売却できない場合などに利用される。そして，CLN は信用リスクを異なる発行主体の債券に結びつけた債券であり，CDS の仕組みを債券に取り入れたものと言える。CLN は契約で指定する会社に債務不履行などが発生しなければ満期日に額面で償還されるが，債務不履行などが発生すると期限前に減額した形で償還される。CDS を取引するには保証する側に十分な保証能力が必要だが，CLN は債券を購入するという形で保証をおこなうため，投資家の信用力に関係なく取引が成立するという利点をもつ。

日本銀行の公表データによれば，わが国のクレジット・デリバティブ取引の想定元本ベースの残高は2003年以降，拡大のペースを速め，2011年６月末には2002年12月末に比べると83倍にまで拡大した。しかし，それ以後は縮小に転じており，2015年６月末にはピーク時の半分以下にまで縮小している。アメリカでクレジット・デリバティブ取引残高がピークを迎えた2008年からわが国のクレジット・デリバティブ取引残高は３年間で倍増し，2011年６月末から2015年６月末に半減するという極端な動きを示していた。そして，2017年12月を底として３半期続けて増加に転じている。

わが国のクレジット・デリバティブ取引

（想定元本ベース残高：百万米ドル）

	OTC取引	クレジット・デフォルト・スワップ			トータル・リターン・スワップ			クレジット・スプレッド商品			クレジット・リンク債			その他商品		
	合計	合計	売り	買い	合計	売り	買い	合計	売り	買い	合計	発行	購入	合計	売り	買い
2009年６月	894,196	887,258	451,942	435,316	384	374	10	0	0	0	5,662	5,280	382	890	270	620
2009年12月	1,029,791	1,022,922	525,688	497,235	522	512	10	0	0	0	5,661	5,258	403	689	114	575
2010年６月	1,116,517	1,110,430	561,026	549,404	207	196	11	0	0	0	5,344	4,874	470	537	119	418
2010年12月	1,144,710	1,137,088	577,434	559,653	2,001	1,101	900	0	0	0	5,215	4,745	470	407	125	282
2011年６月	1,157,661	1,151,538	579,602	571,934	278	266	12	0	0	0	5,642	4,915	727	204	136	68
2011年12月	1,116,847	1,111,618	553,655	557,963	195	182	13	0	0	0	4,649	4,068	581	386	199	187
2012年６月	1,105,389	1,098,891	547,638	551,253	209	196	13	0	0	0	6,038	3,933	2,105	252	107	145
2012年12月	1,047,913	1,040,915	529,454	511,462	473	374	99	0	0	0	6,302	3,510	2,792	226	93	133
2013年６月	1,061,005	1,055,262	536,826	518,436	542	143	399	130	65	65	4,868	1,838	3,030	203	86	117
2013年12月	853,899	848,494	427,571	420,923	455	119	336	0	0	0	4,815	1,815	3,000	132	75	57
2014年６月	785,138	778,255	389,898	388,358	367	123	244	0	0	0	5,999	2,316	3,683	514	455	59
2014年12月	710,060	703,689	356,398	347,292	261	104	157	0	0	0	5,664	2,471	3,193	444	394	50
2015年６月	563,687	552,855	280,527	272,330	4,415	2,260	2,155	0	0	0	6,144	2,864	3,280	270	221	49
2015年12月	518,641	507,140	261,156	245,986	4,313	2,101	2,212	0	0	0	6,967	3,591	3,376	223	173	50
2016年６月	510,693	505,278	255,136	250,141	5,414	2,054	3,360	0	0	0	(9,209)	(4,784)	(4,425)	(384)	(384)	(0)
2016年12月	441,444	437,525	219,801	217,721	3,918	1,522	2,396	0	0	0	(9,071)	(5,340)	(3,731)	(353)	(353)	(0)
2017年６月	411,471	406,931	203,595	203,335	4,537	1,804	2,733	0	0	0	(8,862)	(6,291)	(2,571)	(138)	(138)	(0)
2017年12月	381,682	375,022	187,255	187,769	6,656	2,802	3,854	0	0	0	(9,410)	(6,548)	(2,862)	(159)	(159)	(0)
2018年６月	382,030	377,141	189,032	188,108	4,812	2,091	2,721	82	82	0	(10,438)	(7,465)	(2,973)	(262)	(262)	(0)
2018年12月	384,498	380,788	189,823	190,965	3,707	1,647	2,060	0	0	0	(10,156)	(7,265)	(2,891)	(342)	(342)	(0)
2019年６月	391,418	387,741	194,000	193,741	3,683	2,174	1,509	0	0	0	(10,133)	(7,098)	(3,035)	(445)	(445)	(0)

（注） クレジット・デリバティブに含まれていた「クレジット・リンク債」,「その他商品」は2016年から対象から除外され，参考という扱いになっている。

〔出所〕 日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告」（http://www.boj.or.jp/statistics/bis/yoshi/index.htm/）の時系列係数より作成

第９章　証券化商品市場

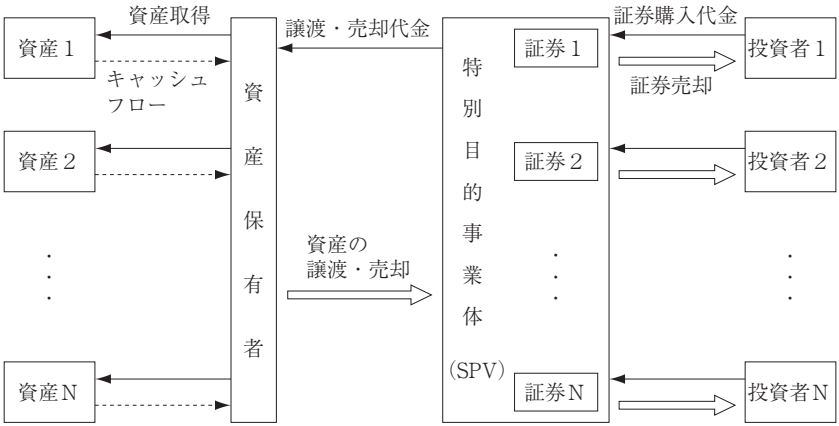
１．証券化商品とは　企業等が保有する収益を生み出す資産をプール（集合）し，その資産を所有する企業等のバランスシートから特別目的事業体（SPV）へ譲渡する。そして，SPV が，その資産から生み出されるキャッシュフローを裏付けとする証券を発行し，投資者に対して売却する。このようなプロセスを経て発行された証券を一般的に証券化商品と呼ぶ。なお，証券化商品の裏付けとなる企業等が保有する資産としては，一般的に自動車ローン，住宅ローン，リース料，企業向け貸付けなどの債権，および商業用不動産等が利用されている。また，法（資産流動化法）解釈上，著作権，特許権などの知的財産権なども，証券化の対象になると想定される。

資産保有者にとって証券化を行うメリットは，将来にわたって得られるキャッシュフローを，譲渡・売却代金として，発行時点で受け取ることが可能となる点にある。つまり，不確実性のある将来の収益を，確定された現在の資金に変換することが出来るのである。また，商業用不動産など流動性の乏しい資産を裏付けとして証券化を行った場合，事実上の小口の募集となり，投資者層が拡がるために，売却が容易になるという意味での流動性を上昇させることも特長と言えよう。

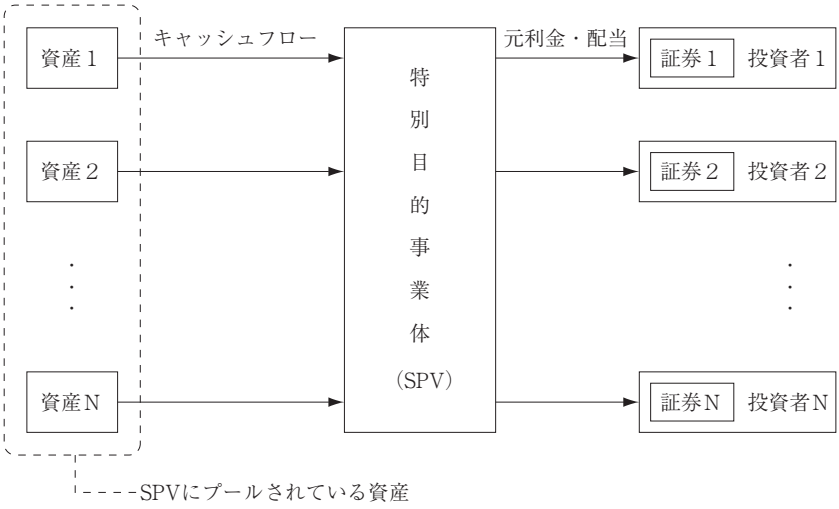
一方，投資者にとっての証券化商品は，新たな性格を持つ投資対象として価値を持つ。最初のポイントとして挙げられるのは，不動産の様な少額で購入することが難しかった資産に対し，投資することが可能となったことである。次に，資産を証券化する際，信用リスク等をコントロールすることにより，いくつか差別化したもの（優先劣後構造）が同時に発行出来るため，投資者が自分自身のニーズに合致した証券を購入しやすくなった点が挙げられる。右頁図で言えば，証券１から証券Ｎの発行条件を同一にせず，投資者１から投資者Ｎの選好に最も合致したものにすれば良いのである。例えば，利子，および償還金の支払いの優先順位について差違をつけること，一部に信用力を高める条件を付与すること（信用補完）などにより，異なった性格を持った証券が発行し，投資者の選択の幅を広げるのである。よって，投資者は，ポートフォリオをより効率的なものに組み直すことが出来るようになる。

証券化商品の概念図

証券化商品発行時



証券化商品発行後

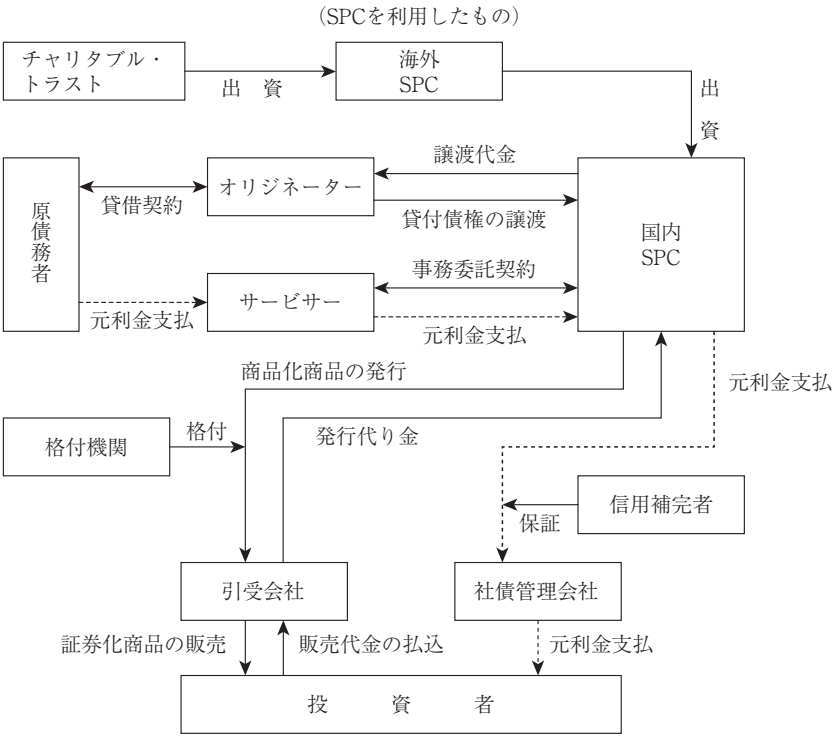


２．証券化商品の基本的な仕組み　一般的に，多くの証券化商品は以下の仕組みを用いて発行される。まず，証券化の対象になる住宅ローン，売掛債権などの資産の保有者（オリジネーター）が，その資産を SPV へ譲渡する。これにより，オリジネーターの貸借対照表から，当該資産が切り離され，SPV がそれを保有することになる。SPV の形態としては，「組合方式」，「信託方式」，「特別目的会社（SPC）方式」などがある。なお，資産流動化法に基づいて設立される SPC は，特定目的会社（TMK）と呼ばれる。「SPC 方式」を利用する場合，倒産隔離性（SPC を所有する企業等が倒産しても，影響を及ぼさないようにする）を確保するために，英米法に特有の「信託宣言」を用いたチャリタブル・トラスト（慈善信託）が所有する海外 SPC を設立し，その子会社として国内 SPC を設定するのが一般的である。また，オリジネーターに対し，債務を負っているものを原債務者と呼んでいる。

次に行われるのが，SPV により発行される証券化商品の発行条件に関するデザインである。「信託方式」ならば信託会社の信託受益権，「SPC 方式」ならば SPC の発行する，定められた種類の有価証券といったかたちで，証券化商品は投資者へ供されるのであるが，全てを同一の発行条件にする必要は無い。つまり，利子，および償還金の支払いの優先順位について差違をつける，償還期限に差違をつける，一部に損害保険会社等の信用補完者による保証をつけるなどの手法を用い，異なった性格付けがなされた商品（トランシェ）をデザインすることが出来るのである。これにより，多様な投資者のニーズに対し，より合致させたものを発行することが可能になっている。なお，支払いの優先度の高い順から，優先証券，メザニン証券，劣後証券と呼ばれる。

また，証券化商品の販売に際して，不特定多数を対象とする場合，客観的で，かつ簡潔なリスク評価の指標として格付けを取得することにより，投資者に判断材料を提供し，受け入れ易くしているものがある。なお，他の証券化商品に関与するプレーヤーとして，SPV に譲渡され，証券化に利用されている資産の管理，および資金回収を行う事業者（サービサー），および投資者が購入した証券化商品（社債）を管理する社債管理会社がある。そして，このような証券化の仕組みを，関連する企業に提案し，発行，販売のための調整を行う企業はアレンジャーと呼ばれ，証券，銀行が担当することが多い。

一般的な証券化商品の仕組みの一例



SPV の分類

類型	基本法に基づく SPV	特別法に基づく SPV
会社型	特別目的会社－SPC ［国内］ ・株式会社（会社法） ［海外］ ・SPC（外国の法律）	特定目的会社－TMK（資産流動化法） 投資法人（投信法）
信託型	一般的な信託（信託法，信託業法）	特定目的信託－SPT（資産流動化法） 投資信託（投信法）
組合型	匿名組合（商法），任意組合（民法）	匿名組合，任意組合（不動産特定共同事業法）

〔出所〕　各種資料により筆者作成

３．主な証券化商品の内容　証券化商品は，担保とする資産の違い，および発行される証券の性格付けの違い等により，いくつかのグループに分類される。まず，不動産，およびそれを担保とする債権を用いた商品のグループに属するものに，住宅ローン担保証券（RMBS），商業用不動産担保証券（CMBS），不動産投資信託（REIT）などがある。RMBS は，個々の住宅ローン債権を束ねポートフォリオを作成（プーリング）した後，それを小口化し発行されるものである。住宅ローン債権の証券化の嚆矢としては，1973年に「住宅ローン債権信託」が挙げられるが，発行者，投資者両者にとって制約が多く，魅力のある商品と言えなかった。しかしながら，その後の SPC 法等の施行により，SPC を利用したスキームが利用可能となったため，99年以降，発行量が拡大している。また，SPC を利用したもので無いが，2001年から発行され始めた貸付債権担保住宅金融支援機構債券も RMBS に含められよう。一方，CMBS は，オフィス・ビル等の商業用不動産を担保とするローン債権に対して証券化を行ったものである。基本的な仕組みは，RMBS とほぼ同じと言って良い。なお，2000年５月に施行された投信・投資法人法により，発行が可能となった REIT は，資金運用先が不動産を中心とする資産に限定された投資信託である。

次に，不動産ローン以外の売掛金，リース料，クレジット，自動車ローン，消費者ローン等の債権を対象としたものとして，資産担保証券（狭義の ABS）のグループがある。これらは，1993年６月の「特定債権法」の施行後の，90年代後半から拡大し始めた商品である。これらの担保資産は，比較的小口のものの集まりであり，十分に分散しやすいため，証券化に適した性格を持つ。加えて法制面での整備も進んだため，前者と比較して証券化の進んでいるグループである。

それ以外では，金融機関の保有する一般貸付債権，債券，および債権のクレジット・リスクを裏付けとして証券化を行ったものを債務担保証券（CDO）と呼ぶ。例えば，中小企業に対する債権を証券化したものなどは，CDO の一種と言えるだろう。また，CDO は，ローン担保証券（CLO）と債券担保証券（CBO）に分類される。なお，コマーシャル・ペーパー（CP）の発行者適格基準が撤廃された96年以降，証券化商品の発行形態として資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）が利用されるようになっている。

主な証券化商品の内容

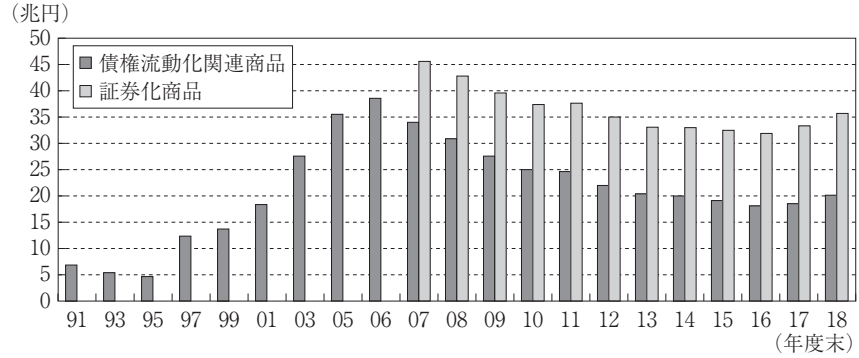
対象債権	発行される証券	オリジネーター	根拠法令等	基本的な仕組み
住宅ローン	住宅ローン担保証券（RMBS）	銀行 その他金融機関	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	金融機関が保有する住宅ローン債権をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
	貸付債権担保住宅金融支援機構債券（RMBS）	住宅金融支援機構	独立行政法人住宅金融支援機構法 金融商品取引法	住宅金融支援機構が保有する住宅ローン債権を信託会社に信託し，その際に発行される信託受益権を担保に債券を発行する。
商業用不動産担保債権，賃貸収入	商業用不動産担保証券(CMBS)	事業会社 銀行 その他金融機関	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	商業用不動産担保債権，賃貸収入等をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
不動産	不動産特定共同事業商品	許可・届出業者	不動産特定共同事業法	多数の小口投資者から出資を募り，任意組合や匿名組合，不動産信託の仕組みを利用することによって，不動産に共同投資し，運用収益を分配する。
	不動産投資信託（REIT）	投信が購入した物件の所有者	投信・投資法人法 金融商品取引法	投資法人が投資口を発行し，運用会社の指図に従い，集めた資金で不動産，および不動産担保債権を購入する。
土地・建物または地上権を目的とする抵当権付貸付債権	抵当証券	抵当証券会社	抵当証券法 金融商品取引法	抵当証券会社の抵当権付貸付債権を抵当証券登記することによって抵当証券を交付し，投資者に抵当証券の共有持分権を販売する。
財政融資資金貸付金債権	財政融資資金貸付金証券化商品	国	資産流動化法 金融商品取引法	国が保有する財政融資資金貸付金債権を信託会社に信託し，その際に発行される信託受益権をSPCに譲渡する。SPCはそれを担保に債券を発行する。
リース債権，クレジット債権，割賦債権，売掛・手形債権	資産担保証券（ABS，ABCP）	事業会社	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	事業会社が保有するリース債権等をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
一般貸付債権	ローン担保証券（CLO）	銀行	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	金融機関が保有する一般貸付債権をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。
債券	債券担保証券（CBO）	銀行等債券保有者	資産流動化法 信託法，信託業法 金融商品取引法	複数の債券をSPCに譲渡し，SPCが債券を発行，あるいは信託銀行に信託し，信託銀行が信託受益権を発行する。

４．市場規模　日本銀行は，2011年から「証券化商品」の残高を2007年度末まで遡及して公表するようになった。それ以前は，「債権流動化関連商品」として，証券化商品内の一部の残高が公表されていた。この統計によると，2018年度末における「証券化商品」の残高は，36兆円弱になっている。株式等・投資信託受益証券，民間金融機関の企業・政府向け貸出，事業債，金融債の残高がそれぞれ1,411兆円，871兆円，80兆円，８兆円程度であったことを考慮すると，民間の資金調達額全体に占める割合は未だに大きくないと言えるだろう。なお，最も証券化が進んでいるとされる米国における市場規模は，2018年度末において残高約1,200兆円（資産担保証券とモーゲージ関連市場の合計値），発行額も270兆円となっており日本とは桁違いの規模となっている。

1989年度末において4,000億円に過ぎなかった市場が，その後の特定債権法（93年施行，04年廃止），SPC 法（98年），SPC 法を改正した資産流動化法（2000年）などの法制度の整備を背景として，急成長を遂げた。また，裏付となる担保資産についても多様化が進み，証券化が多くの分野に浸透し始めたことが窺われる。歴史的に見れば，特定債権法の施行により可能となった割賦債権等を裏付とした証券が，当初の増加の原動力であった。加えて，これらの資産は，返済期間が短くかつ分散化しやすいため，比較的リスクが低く，証券化しやすいことも増加を後押しした一因として挙げられる。資産流動化法施行後となる2000年に入ると，住宅貸付，企業・政府向け貸出の証券化が急拡大している。この理由は，バーゼル合意により自己資本比率を高める必要性に迫られた銀行が，貸付資産のオフ・バランス化を推進したことに求められよう。そして，2006年度にピークに達した後は，サブプライム危機に端を発した景気低迷の影響等から減少に転じた後，近年回復傾向にある。

なお，「証券化商品」の定義であるが，「資産担保型債券」と「資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）」および「信託受益権」の合計値である。資産担保型債券は「宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が発行する貸付債権担保債券（機構 MBS）」が８割以上を占めている。残高全体の約半分を占める信託受益権の50％強を「住宅貸付債権」が，25％弱を「リース・クレジット債権」が裏づけ資産として用いられている。

証券化商品および債権流動化関連商品残高



年度	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04
資産流動化商品	6.9	5.9	5.3	5.0	4.5	5.3	12.3	14.2	13.6	14.8	18.3	24.2	27.4	30.1
証券化商品	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－	－
年度	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18
資産流動化商品	35.5	38.6	34.0	31.0	27.4	25.1	24.6	22.0	20.5	20.0	19.0	18.0	18.6	20.2
証券化商品	－	－	90.1	176.1	161.1	152.4	148.8	143.4	133.0	129.4	130.6	128.5	130.6	139.3

〔出所〕　日本銀行「資金循環統計」より作成

担保資産等による内訳の推移

（単位：兆円）

	2008	2010	2012	2014	2016	2018	構成比
資産担保型債券	55.4	55.3	57.2	55.9	59.1	64.8	46.5
機構 MBS	29.6	34.9	41.6	44.0	48.1	53.2	38.2
不動産関連債券	18.4	14.6	9.8	6.7	7.0	8.7	6.2
その他の資産担保型債券	7.4	5.8	5.7	5.1	4.0	2.9	2.1
ABCP	16.0	9.7	9.0	7.1	6.6	5.8	4.2
信託受益権	104.7	87.4	77.2	66.5	62.8	68.7	49.3
住宅貸付債権担保分	38.7	35.1	32.1	29.8	31.5	36.1	25.9
一般貸付債権担保分	15.9	11.1	8.1	6.3	6.8	6.2	4.5
売掛債権担保分	24.0	21.5	21.5	15.8	7.7	5.0	3.6
リース・クレジット債権担保分	21.2	16.6	12.0	10.7	13.8	16.9	12.1
合計	176.1	152.4	143.4	129.4	128.5	139.3	100.0

〔出所〕　日本銀行「資金循環統計」より作成

５．証券化商品の発行市場　証券化商品の発行市場の規模については，当事者間で取引の完結する私募形式で行われるものが多く，全貌を正確に把握することが難しい。しかし，日本証券業協会では全国銀行協会と共同で，証券化商品のアレンジャー等から任意に発行に関する情報を受け付け，それらを取りまとめた上で，「証券化市場の動向調査」として公表している。それによると，わが国における証券化商品の発行額は2018年度には4.8兆円弱の規模に達したとしている。過去の水準との比較では，ピークとなる2006年度に9.8兆円まで拡大した後，サブプライム問題に端を発した景気悪化の影響による低迷期を経て，近年は回復傾向にある。

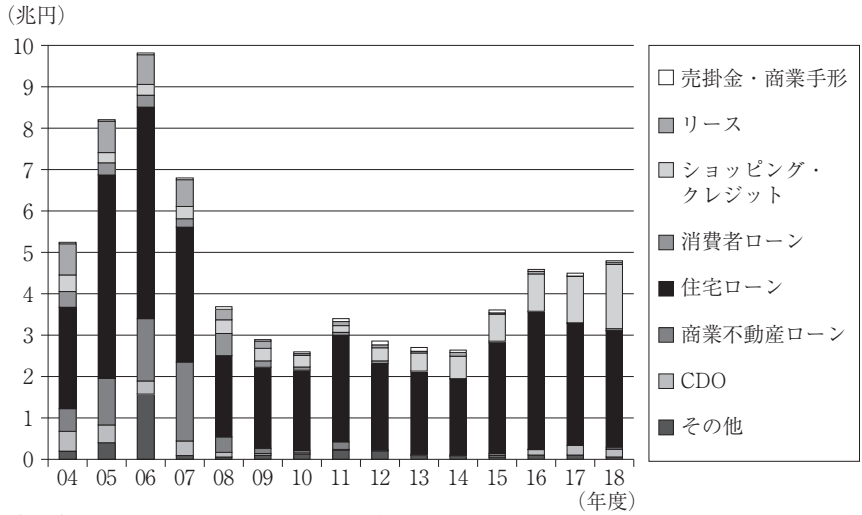
担保に供される資産毎に見ると，住宅ローン，ショッピング・クレジットは回復基調が見られるのに対してその他の資産は低迷しており，裏付けとなる債権の違いによって異なる結果となっている。なお，担保に供される資産の全体に占める割合では，住宅ローンの存在感が高く，ここ数年においてこの傾向は変わらない。これは，銀行が自行で貸し付けた住宅ローンの証券化を積極的に行っていること，貸付債権担保住宅金融支援機構債券の発行額が高水準に推移していたためである。また，ショッピング・クレジットは，2012年度から2018年度にかけて，５倍弱に急拡大しており，３割強を占めている。

公募された資産担保型社債の発行についても，日本証券業協会が取りまとめを行っている。これによると，統計が開始された1997年以降，発行額は順調に増加したものの，2002年度にピークである0.52兆円を記録した後に減少へと転じており，2018年度は0.27兆円であった。私募形式による発行が主流となっている理由としては，投資者保護の枠組み，税金，情報開示のコストなどが考慮されているためであると推察される。

発行された証券化商品の他の特性を見ていく。償還方法については，85%以上がパススルー償還となっており，残りを分割償還，満期一括償還という順に占めている。

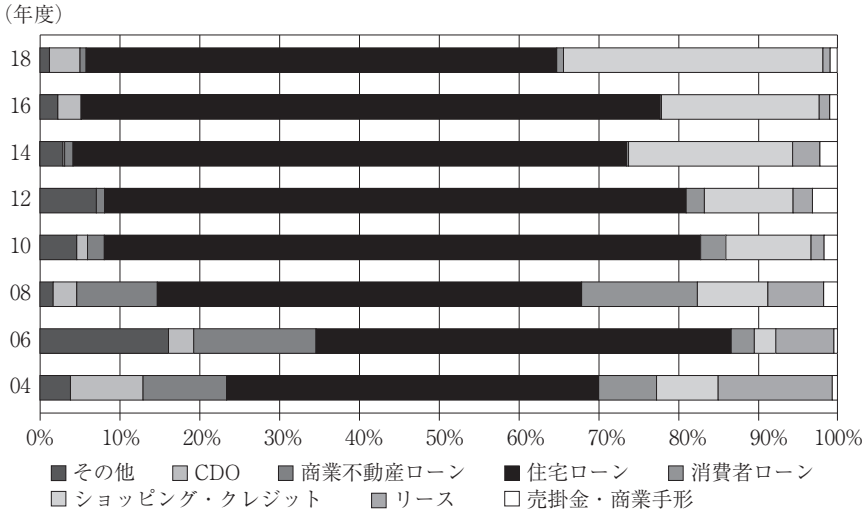
また，格付けについては85％以上がＡＡＡとなっており，ＡＡやＡといった格付や短期格付によっても発行されBBB格付での発行も確認される。

証券化商品発行額



〔出所〕　日本証券業協会「証券化市場の動向調査」より作成

担保資産内訳



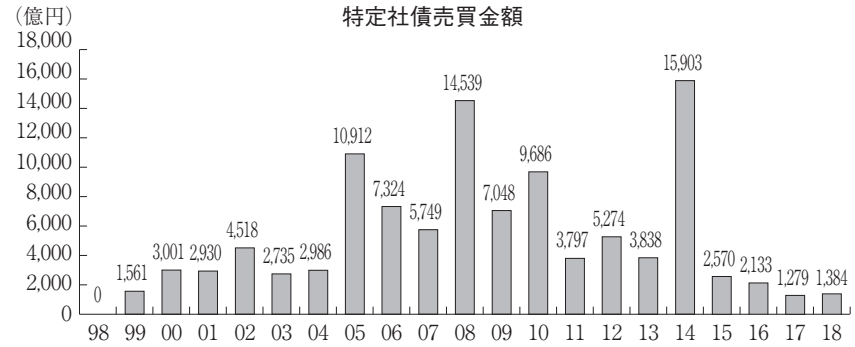
〔出所〕　日本証券業協会「証券化市場の動向調査」より作成

６．証券化商品の流通市場　証券化商品に関しては，後述する不動産投資信託とインフラファンドを除き，取引所での集中売買が行われていない。公社債流通市場の場合と同様に，商品および取引内容が複雑多岐にわたるため，取引所取引になじまない性格を持っている。その為，店頭における業者間の相対取引のみが流通市場を形成している。ここでは，業者間取引の売買金額が入手可能となっている日本証券業協会が発表する特定社債（資産流動化法に基づき設立された会社が発行する公募社債，なお発行市場の統計の項目である資産担保社債は，資金調達のために会社法により設立された発行体分も加えられている）のデータなどを利用して，証券化商品の流通市場の現状を眺める。

日本証券業協会が会員証券会社の報告に基づき集計した特定社債の売買金額は，1998年以降のデータしか存在しない。これによると，増減を繰り返しながら2014年にピークを記録している。また，売買金額を他の債券と比較すると，2018年全体で，特定社債が1,400億円弱であるのに対して，一般社債，電力債がそれぞれ13.1兆円，3.6兆円となっている。統計がカバーする範囲が一部であるといえ，流通額は非常に限られている。なお，値付けを行っている証券会社は限定的であり，流動性がかなり低いものと推察される。一方，貸付債権担保住宅金融支援機構債券（統計上は財投機関債に分類）は，多数の証券会社が値付け業務に従事しており，ある程度の流動性が確保されていると見られる。

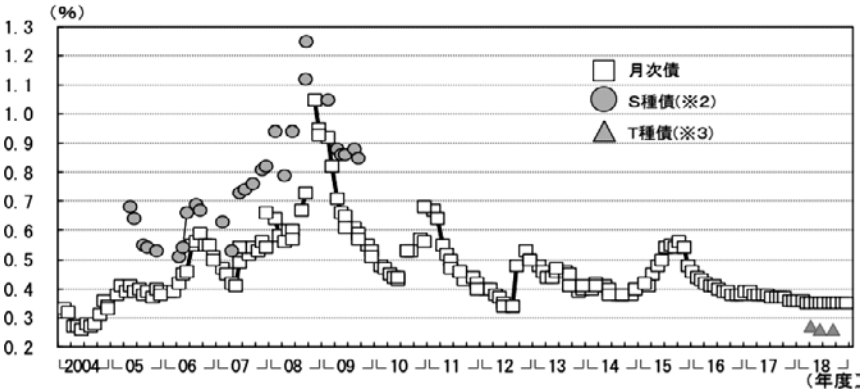
次に流通利回りであるが，流通市場が未成熟であるため入手することが難しく，発行利回りで代替する。これによると，最も流動性がある貸付債券担保住宅金融公庫債は，政府保証債と比較して，高利回りで取引されているが，これは想定される償還期間，政府保証の有無に加え繰上償還による再投資リスクを考慮しているためだと見られる。両者のスプレッドは多少の大きくなる時期はあるものの概ね0.5％以下で安定している。

最後に購入主体であるが，日銀の資金循環統計の金融資産負債残高表によると，証券化商品とみなされる債権流動化関連商品の現在の保有者は，非金融法人が４割弱，金融機関が６割を占めており，この両者でほぼ100％となっている。しかし1990年においては家計が主たる保有者であったが，その後一貫して減少しており，現在は０となっている。その間，金融機関が保有量を伸ばし，主たる保有者が移り変わったことがわかる。



〔出所〕　日本証券業協会「公社債店頭売買高」より作成

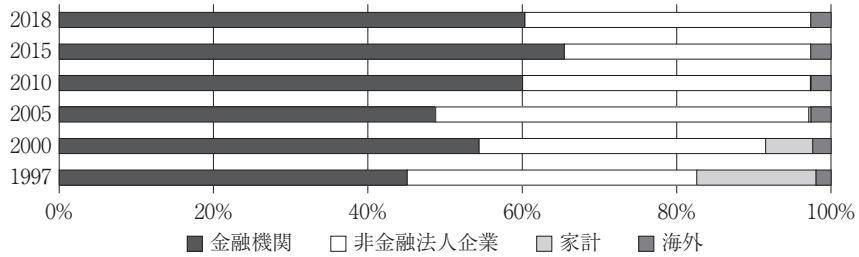
貸付債権担保住宅金融支援機構債券（月次債）のローンチスプレッド推移



（注）　１．表面利率と条件決定時の新発国債利回り（月次債は10年国債，Ｔ種債は５年国債）との差。
２．Ｓ種債（旧住宅金融公庫が過去に直接実行した住宅ローンを証券化したもの。）は2009年12月を最後に，発行されていない。
３．Ｔ種債は2018年度以降，項目追加。

〔出所〕　日本証券業協会「証券化市場の動向調査のとりまとめ」より

債権流動化商品保有割合



〔出所〕　日本銀行「資金循環統計」より作成

７．不動産投資信託の発行・流通市場　2001年９月10日，日本における最初の不動産投資信託（REIT）として，「日本ビルファンド投資法人」，「ジャパンリアルエステイト投資法人」の２銘柄が東京証券取引所に上場した。これは，2000年11月に施行された証券投資信託法の改正等により，不動産投資信託のスキームによるファンドの組成が可能となったためである。また，東京証券取引所では，不動産投資信託証券の上場制度を定めた「不動産投資信託証券に関する有価証券上場規程の特例」を新たに作成し，01年３月１日に施行している。なお，19年３月末現在，上場銘柄数は61社まで拡大している。

基本的な REIT の仕組みは，投資法人と呼ばれる法人または投資信託委託業者と呼ばれる運用会社などが投資者から資金を集め，不動産を中心とする資産に対して投資して運用し，賃料などの運用益を投資者に分配するものである。なお，投資信託法に規定されている信託型の「委託者指図型投資信託の受益証券」，「委託者非指図型投資信託の受益証券」，および会社型の「投資法人の投資証券」の３種類は，不動産投資信託に対しても適用が可能となっている。委託者指図型投資信託は，運用会社が資産を保管する信託会社へ運用指図を行うものである。委託者非指図型投資信託は，信託銀行が独自の判断で運用を行う。会社型は，投資信託法上の法人である投資法人が資産を保有，運用会社へ運用を委託するスキームである。なお，東京証券取引所に上場している REIT は，いずれも「投資法人の投資証券」の形態をとっている。

REIT の投資者にとってのメリットは，不動産投資を小口資金で可能にし，かつ市場で自由に売買出来る流動性を確保出来ることにある。また，REIT を加えることで，投資者はポートフォリオ選択の幅を広げられる。なお，REIT は配当可能所得の90％超の利益配当を行うなど，一定の要件を満たせば，投資主に対する配当額を損金算入することが可能となる。

REIT の課題として挙げられるのが，外部へ運用を委託するものについて，投資者と運用者間における利益相反が生じる可能性があると言う点である。つまり，運用会社の株主が保有する不動産を，REIT に対し高値で押し付けるなどの問題の発生が懸念されるのである。これに関しては，投資物件等についての積極的な情報開示が望まれよう。また，投資者は，投資主総会を通じて投資法人の経営に関与することも考慮すべきであろう。

東証における上場基準の概略

項　　目	上場基準の内容
資産運用会社の適格性	上場申請銘柄に係る業務の委託を受けた資産運用会社が，㈳投資信託協会の会員であること。
運用資産総額に占める不動産等の額の比率	70％以上になる見込みのあること。
運用資産等の総額に占める不動産等，不動産関連資産および流動資産等の合計額の比率	上場の時までに95％以上になる見込みのあること。
純資産総額	上場の時までに10億円以上になる見込みのあること。
資産総額	上場の時までに50億円以上になる見込みのあること。
監査意見	⑷最近２年間に有価証券報告書等に「虚偽記載」を行っていないこと。 ⑸最近２年間の監査報告書に「無限定適正意見」または「除外事項を付した限定的適正意見」等が記載されていること。
上場口数	上場の時までに4,000口以上になる見込みのあること。
大口投資主	大口投資主が所有する総口数に自己投資口口数を加えたものが，上場の時までに，全上場口数の75％以下になる見込みのあること。
投資主数	大口を除き，上場時に1,000人以上になる見込みのあること。

〔出所〕　東京証券取引所のホームページより作成

東証に上場する REIT に関する諸統計

暦　年	上場銘柄数	出資総額（億円）	純資産総額（億円）	負債総額（億円）	資産総額（億円）
2009	42	39,624	40,202	40,947	81,514
2010	35	36,239	39,090	41,360	80,842
2011	34	37,925	41,097	44,321	85,636
2012	37	42,444	45,789	47,654	93,679
2013	43	53,762	57,387	57,595	115,252
2014	49	61,521	65,407	64,601	130,328
2015	52	66,287	73,483	70,504	144,336
2016	57	72,797	82,955	77,972	161,431
2017	59	78,199	88,498	82,772	171,889
2018	61	83,928	95,837	89,193	185,544

〔出所〕　投資信託協会『不動産投信の状況』より作成

８．上場インフラファンド　東京証券取引所は，2015年４月にインフラ施設を投資対象とするインフラファンド市場を創設した。この市場で取り扱うインフラファンドは，インフラ設備を保有し運用者へ賃貸を行うことで生じるキャッシュフローを得られる。このキャッシュフローを裏付けとして発行された証券を取引するのがインフラファンド市場である。

インフラファンドは REIT と非常に似通った仕組みを持っている。上場基準についても REIT に準拠しているが，インフラ設備を借り受けて運営を行うオペレーターについての選定方針が上場基準に含まれている点が異なる。

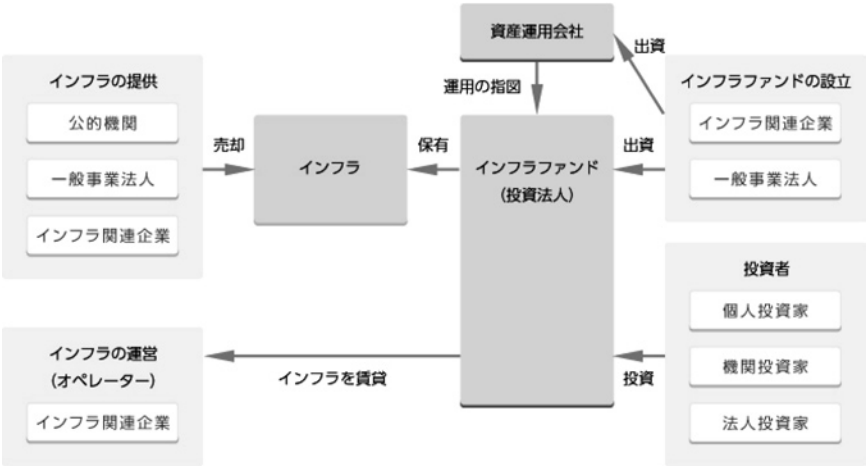
インフラファンド市場は2019年３月末時点で，計６銘柄が上場されているに過ぎない。また，上場銘柄全てが太陽光発電設備を裏づけ資産として保有して証券の発行を行っている。これは2011年に電気事業者による再生可能エネルギー電気の調達に関する特別措置法（FIT 法）が成立したことにより，太陽光発電の買取価格が固定化されたため非常に安定して収益をあげることが可能となると見込まれたためであろう。

電気・ガス・水道・鉄道・道路などの生活基盤となる設備・施設がインフラファンドの裏付け資産となりうる。インフラファンドが注目される一つの理由として，これらのインフラ設備の収入は比較的景気の変動を受けにくいといわれていることにある。そのため，インフラファンドも安定した収益を上げることが可能となる。日本では現在のところ全て太陽光発電となっているが，今後他のインフラ設備を裏付け資産としたインフラファンドが登場することが期待される。

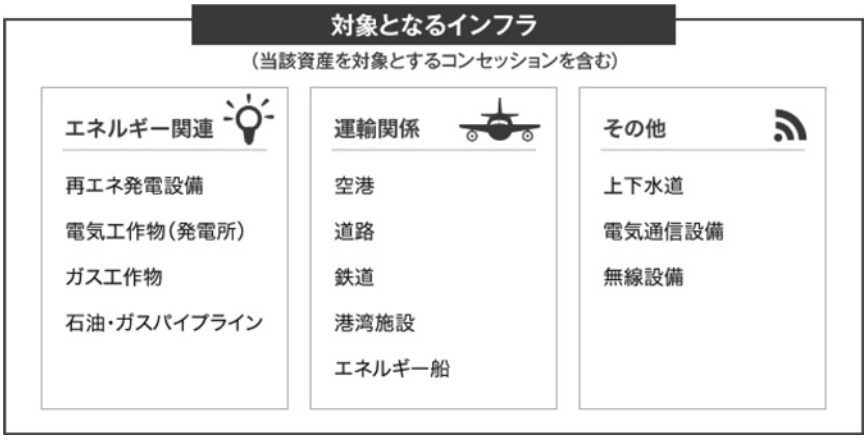
６銘柄あわせた総発行株式数が63万株程度であり，2019年12月での時価総額は約900億円となっている。市場での取引は2019年８月と９月の１営業日あたりの出来高数は，この時点で上場されている６銘柄で3,000株弱となっている。取引量も増加傾向が見られており，今後のさらなる進展が注目される。

また，インフラ投資においてグリーンフィールド，ブラウンフィールドという言葉が使われる。前者が人間の手のついてない野原を意味しており，何も無いところへの投資を指すのに対して，後者は既に手の入っている状態を意味し，既存のインフラ設備への投資を指している。

インフラファンドの仕組み



〔出所〕　東京証券取引所グループ HP より



＊公共施設等運営権（コンセッション）は，利用料金の徴収を行う公共施設について，施設の所有権を公共主体が有したまま民間事業者に運営を委託するための運営権を指す。
〔出所〕　東京証券取引所グループ HP「インフラファンド特集」より

９．証券化商品のリスクと信用補完　証券化商品は，仕組みが複雑であることから，投資基準の一つとして格付けが重視される。高格付けが得られるような証券化商品を組成するためには，様々なリスクがコントロールされなければならない。原資産の種類やスキームの参加者によってリスクの内容は変わるが，共通するのは，約定通りの元利金の償還を受けられないというデフォルト・リスク（債務不履行リスク）である。デフォルト・リスクは証券化商品の場合，原債権のキャッシュフローが貸倒れや延滞等によるリスク，債務者を含むSPCやオリジネーターなど関係者が破綻するリスク，という２つのリスクに分類できる。

原債権のキャッシュフローに関するリスクは，種々の信用補完措置を利用することで軽減できる。証券化商品の格付けは，発行者の信用リスクがベースとなる一般社債と異なり，個別の審査が必要であり，証券化商品の引受・販売を行うアレンジャーとオリジネーターが格付会社と交渉を行い，高格付けを取得する構造になっている。信用補完は証券化商品の発行の仕組みなどによって様々な方法がある。大きく分けると，外部の金融機関等の信用力を活用する外部信用補完，発行する証券の構造に信用補完の機能を持たせる内部信用補完がある。なお，外部信用補完は，間接方式と直接方式に分類される。前者は，原債権のキャッシュフロー，後者は証券化商品のキャッシュフローについて補完を行う。間接方式については，サービサーリスク等を回避できない問題点が指摘されている。また，内部信用補完の手段として，一般的に利用される優先劣後構造であるが，日本では，劣後部分をオリジネーターが自己保有する場合が多い。この背景としては，劣後部分を好んで購入する投資者の不在等，いくつかの理由が挙げられている。

原債権のキャッシュフローに関するリスクは信用補完措置により大部分カバーできるが，関係当事者が破綻した場合に顕在化する破綻リスクは現実に大きな問題となる。オリジネーターの倒産処理手続きに譲渡債権や回収金が組み込まれ，投資者が元利金償還を受けられなくなるリスク等が代表的である。関係当事者自身の業務内容にリスクが内在しないか，他の関係当事者のリスクと切り離されているか，が重要になる。リスクは複雑に絡み合うが，代表的なものをまとめたのが右図である。

主な信用補完措置

信用補完（外部）	原債権者のリコース Recourse	原債権者がSPCに対して売却した資産の一定範囲の償還義務（リコース）を負う。リコースの程度によってはオフバランスが認められないケースがある。
	クレジット・デフォルト・スワップ Credit Default Swap	スワップ購入者が一定のプレミアムを支払う代わりに，売却者が特定の債権の信用リスクを負担する。
	金融機関による保証，保険 Financial Guaranty Insurance	銀行による保証契約，信用状の発行，損害保険会社による保険契約を用いて，原債権，あるいは発行証券のデフォルト・リスクを低下させる。
信用補完（内部）	利鞘積立勘定 Spread Account	原債権からのキャッシュフローから，投資者に支払う金額と手数料を差し引いた残余資金をスプレッド勘定に積み立て，貸倒れが発生したときにその補填金として使用する。
	超過担保 Over Collateral	証券発行額以上の裏付資産をSPVに売却することで，発行する証券の信用力を高める。
	優先劣後構造 Senior Subordinate Structure	発行証券の一部を劣後証券とすることで，その他の部分の信用力を高める。

証券化商品の代表的なリスク

ABS全体に関するリスク	概　　要	リスク回避に必要な措置
クレジット・リスク	オリジネーターのデフォルトにより，予定されているキャッシュ・フローが得られなくなるリスク。	信用補完措置の検討。多数の債権を原資産とする場合，十分に分散を図る。
期前償還リスク	償還日前に予期しない償還が発生し，投資者が再運用リスク（プリペイメントリスク）にさらされる。	裏付け資産と発行証券のキャッシュフローの関係を工夫する，CMO型，据置期間設定型などの技術の開発。
流動性リスク	急速な資金の流出などがあった場合に，証券化商品の流動性が低いために，途中売却できないリスク。	流通市場の整備。 劣後部分を購入する幅広い投資者層が存在すること。
関係当事者に関わるリスク	概　　要	リスク回避に必要な措置
オリジネーターリスク	オリジネータからSPCへ売却された債権が，倒産したオリジネーターの破産財産の一部と認定されると，投資者が本来の元利金償還を受けられなくなるリスク。	譲渡債権が担保目的でなく，『真正売買（True Sale）』であること。 オフバランス化されていること。 債権譲渡の対抗要件の具備。
サービサーリスク	サービサーが倒産し，回収した資金がSPVに送金される前にサービサー自身の資金と混同されてしまうコミングリングリスク。	超過担保を積む有能なバックアップサービサーの指定。 債権者からの送金を直接SPVへ入金。 専用別口座管理（Lock box）。
SPCのリスク	証券化のスキームで，SPC自身が倒産しないこと，他社の倒産処理に巻き込まれないこと，を満たすバンクラプシーリモート（Banklupcy remote：倒産隔離）性を実現しなければならない。	事業内容の限定，チャリタブルトラスト（慈善信託）によりオリジネーターと資本関係にないSPCを設立。 チャリタブルトラストを実質株主とすることで自ら倒産手続開始を制限。

10. 証券化関連立法　わが国の現行法制は業法中心であり，金融商品が各関係業法によって，業態別に縦割りの状態で規制される体系になっている。そのため，業法規制や禁止規定が多く，証券化などの新しい業務を行う場合，法改正や新法の整備等が必要とされる場合が少なくなかったという指摘がある。

証券化に関しては，1931年の抵当証券法が嚆矢となり，1993年に特定債権法が独立した形の法律として作られた。特定債権法の施行以降，法制面でのインフラ整備が着実に進展してきている。特定債権法の下で，リース債権など特定債権等に分類される債権の流動化・証券化がはじまった。その後，バーゼル銀行監督委員会の自己資本比率に対する基準，90年代に入り深刻化した不良債権問題への対応などを目的として証券化を促進するための法制が進展した。

SPC 法，および同法を改組した資産流動化法により，SPV を利用して，資産を同法で定められた種類の資産対応証券，特定目的信託の形で証券化することが可能となった。また，SPC 法では，投資者保護の観点から，証券取引法（現金融商品取引法）上の有価証券の情報開示制度とは別に，資産流動化計画・個別流動化案件等の情報提供制度が導入されている。

動産・債権譲渡特例法は，民法の特例法として98年に制定，2005年に改正された。民法では指名債権（債権者が特定している債権）の移転を債務者または第三者に主張するための法律要件（債務者対抗要件と第三者対抗要件）が規定されている。指名債権は譲渡可能な債権であるが，民法の規定が証券化の障害となっていた。同法によって簡易に対抗要件を具備する手段が創設された。

弁護士法の特例法として，許可を受けた株式会社に債権管理回収業務を行うことを認めたのがサービサー法である。この法律により，弁護士法に抵触せずに不良債権の回収が可能となったため，サービサー法上の債権回収会社を設立できるようになった。ノンバンク社債法は，貸金業者に貸付資金目的の社債・CP の発行，および ABS の発行を条件付きで解禁したものである。

なお，金融システム改革法に基づく証券取引法の改正，金融商品取引法の施行により，資産流動化法上の資産対応証券や信託受益権，抵当証券法上の抵当証券が有価証券として扱われるようになった。また，改正投信法が施行され，運用対象資産として不動産も含められた。これによって，REIT の発行が可能になっている。その後，対象資産が拡大され，インフラファンドが登場した。

証券化関連法制度年表

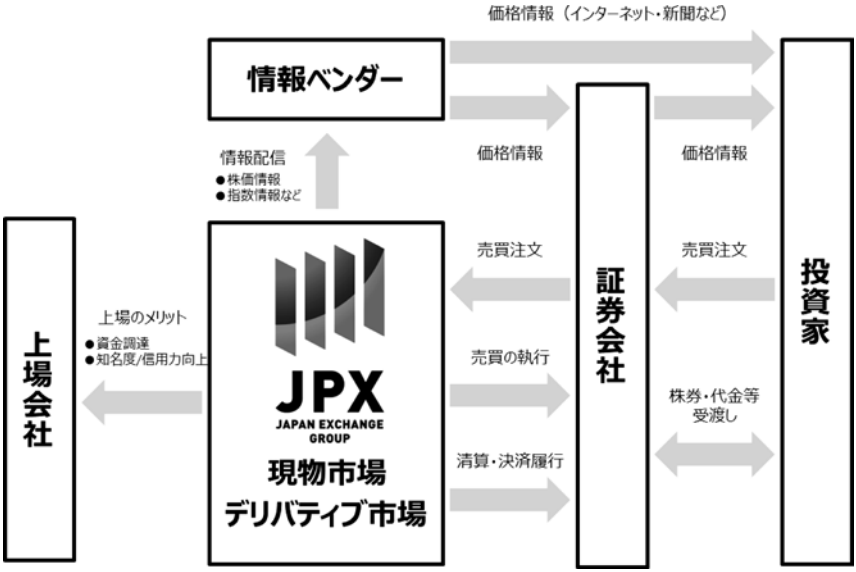
年	月	事　　項
1931年	８月	抵当証券法制定
1973年	６月	住宅金融専門会社等の住宅ローン債権信託による資金調達
1974年	９月	住宅金融専門会社等の住宅抵当証券による資金調達
1988年	１月	抵当証券業の規制等に関する法律施行
1992年	４月	商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）施行
1993年	４月	住宅ローン信託受益権を証券取引法上の有価証券に指定
	６月	特定債権等に係る事業の規制に関する法律（特定債権法）施行
	７月	ノンバンクによる CP 発行解禁
1995年	４月	不動産特定共同事業法施行
1996年	４月	資産担保証券（ABS，ABCP）の発行が認められ，証券取引法上の有価証券に指定される
1997年	６月	不動産担保ローンを含む一般貸付債権の信託受益権を証券取引法上の有価証券に指定
1998年	２月	証券投資信託法改正（会社型投信，私募投信の解禁）
	４月	土地，債権流動化トータルプラン発表
	９月	特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律（SPC 法）施行
	10月	債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律（債権譲渡特例法）施行
1999年	１月	金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書公表（条件付きの金融資産の譲渡について財務構成要素アプローチを採用）
	２月	債権管理回収業に関する特別措置法（サービサー法）施行
	５月	金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律（ノンバンク社債法）施行
2000年	11月	資産流動化法施行され，流動化対象資産が広く財産権一般に拡大
	11月	改正投信法（投資信託及び投資法人に関する法律）が施行され，不動産等へ運用対象資産が拡大
2001年	９月	改正サービサー法施行
2004年	12月	信託業法が改正され，登録制の管理型信託会社の制度創設
	12月	特定債権法廃止
2005年	10月	債権譲渡特例法が動産・債権譲渡特例法に改正
2006年	５月	会社法施行
	12月	信託法が改正され，新たに事業信託，自己信託，目的信託を導入
2007年	10月	金融商品取引法施行
2011年	11月	改正資産流動化法施行

第10章　金融商品取引所等（１）

１．金融商品取引所の機能　金融商品取引所の基本的機能は，高度に組織化された市場を開設し，有価証券等の需給を集中させることによって，その流動性を高め，需給を反映した公正な価格を形成し，かつ，その価格を公示することにある。その目的は，有価証券の売買や市場デリバティブ取引を行うために必要な市場を開設し，公益および投資者の保護に資するための売買等が公正，円滑に行われることを旨として運営することにあり，公正かつ透明で効率的な市場の提供がその基本的な使命である。開設する市場は，金融商品への流動性の付与と公正な価格形成の場の提供という機能を有し，投資者が安心して投資できる環境を提供するとともに，有価証券の発行による円滑な資金調達や市場デリバティブ取引によるリスクヘッジなどを可能にしている。また，取引所で形成された価格は，有価証券の財産価値等の基準となるほか，その価格の指数は，経済動向・景気動向を示す重要な指標ともなっている。このように，取引所の開設する金融商品市場は，国民経済を支える重要な役割を担うことから，その開設には内閣総理大臣の免許を必要とし，その運営に関しても，金融商品取引法に基づく監督下に置かれている。

従前，証券取引法上，取引所は会員制の組織とすることが定められていたが，2000年の法改正により，株式会社組織を選択することも可能となり，2001年の大阪証券取引所を皮切りに，東京，名古屋，ジャスダックの各取引所が株式会社化した。2007年に施行された金融商品取引法により，取引所持株会社や自主規制法人等の設立が可能となった。この法改正を受けて，同年，取引所と自主規制法人を傘下に置く持株会社である東京証券取引所グループが設立された。持株会社の設立は，自主規制業務の担い手である取引所の公共性と，株式会社としての役割との間に利益相反のおそれがあることを背景に，自主規制業務という公共性の高い機能の独立性を強化する方策として行われた。さらに2013年，国境を越えた金融取引システムの発達による市場間競争の激化を背景に，市場の魅力と利便性の向上および国際的な競争力強化を目的として，東京証券取引所グループと大阪証券取引所が経営統合し，日本取引所グループが設立された。

金融商品取引所の機能



【日本取引所グループの企業理念】
「私たちは，公共性及び信頼性の確保，利便性，効率性及び透明性の高い市場基盤の構築並びに創造的かつ魅力的なサービスの提供により，市場の持続的な発展を図り，豊かな社会の実現に貢献します。私たちは，これらを通じて，投資者を始めとする市場利用者の支持及び信頼の増大が図られ，その結果として，利益がもたらされるものと考えます。」

【東京証券取引所の事業目的】
定款　第２条　当社は，次の事業を営むことを目的とする。
（１）　有価証券の売買を行うための市場施設の提供，相場の公表及び有価証券の売買の公正の確保その他の取引所金融商品市場の開設に係る業務
（２）　金融商品の取引（取引所金融商品市場における取引を除く。）の当事者を識別するための番号を指定する業務
（３）　当社の属する企業集団に属する他の会社のための市場の開設に関連するシステムの設計，運用若しくは保守又はプログラムの設計，作成，販売若しくは保守を行う業務
（４）　前３号に附帯する業務
第２項　当社は，公益及び投資者保護に資するため，有価証券の売買を公正かつ円滑ならしめることを旨として業務を営むものとする。

2．市場の歩み　戦後，証券取引所が再開した際，取引所市場は単一の市場であった。その後，日本経済が高度成長期を迎え，中小企業の資本調達需要が高まると，取引所外の店頭取引が組織化された集団取引が急速に拡大し，中小企業育成と投資家保護の観点から，集団的店頭取引の組織化の必要性が生じた。これを受けて，1961年に東京，大阪，名古屋の取引所が，従来よりも上場基準を緩和した第二部市場を創設し，店頭売買銘柄の多くが吸収された。これが現在の東証の本則市場である「市場第一部」及び「市場第二部」の創始である。従来，新規上場会社は市場第二部に指定するものとしていたが，1986年，NTT 株券の上場に伴い一部指定基準等を改正し，上場株式数が多大で，株式の分布状況が特に良好と認められる銘柄については，新規上場時から市場第一部へ指定できることとした。1996年には明瞭化の観点から市場第一部への直接上場に関する基準を規則化し，一定の上場株式数や一部指定基準相当の株式の分布が求められることとなった。

また，市場第二部開設後，高度成長を背景に，取引所市場への上場が難しい企業の資本調達の場が再び必要となると，1963年に日本証券業協会が店頭登録制度（株式店頭市場）を創設した。店頭登録制度は，1983年に新店頭市場となり，証券取引所の補完市場（1998年の証券取引法改正後は店頭売買有価証券市場となり取引所と並列する市場）として，ベンチャー企業の資金調達に寄与した。また，2004年には取引所化されてジャスダック証券取引所となり，2010年には大証の運営するヘラクレスと市場統合。2013年７月からは東証と大証の経営統合に伴い，「JASDAQ」として運営されている。

また，東証では1999年，成長段階の新興企業へ上場機会を提供することを目的に，新興企業向け市場として「マザーズ」を創設。マザーズでは，情報開示の充実を通じて投資者保護を図ることで，高い成長可能性を有する企業であれば，債務超過や経常赤字企業も上場が可能とされた。その後，一部の企業による不祥事などを契機に，上場審査基準が厳格化され，投資者保護が強化されている。直近では，2011年にマザーズの信頼性向上と活性化の観点から上場制度の見直し（上場会社監査事務所による監査の義務付けや，長期的視点で事業計画の実現可能性を評価することへの上場審査手法の変更など）が行われた。

本則市場（市場第一部・市場第二部）の沿革

1949年（昭和24年）	４月	証券取引所再開
1961年（昭和36年）	10月	東京・大阪・名古屋に市場第二部が開設 市場第一部指定基準，市場第二部への指定替え基準の新設
1986年（昭和61年）	11月	NTT の株券の上場等に係る諸規則の改正 ・上場株式数が多大で，株式の分布状況が特に良好と認められる銘柄について，市場第一部への直接上場を可能に
1996年（平成８年）	11月	明瞭化のため市場第一部の直接上場基準を規則化 ・上場株式数，株式の分布状況（一部指定基準相当）等

JASDAQ の沿革

1983年（昭和58年）	11月	新店頭市場発足
1998年（平成10年）	12月	証券取引法上において「店頭売買有価証券市場」と定義し，取引所と並列する市場となる
2004年（平成16年）	12月	証券取引所免許を取得し，㈱ジャスダック証券取引所へ商号変更
2007年（平成19年）	８月	NEO を創設
	10月	JASDAQ・NEO・ヘラクレスを統合し「新 JASDAQ」を開設
2013年（平成25年）	７月	東証と大証の経営統合に伴い，東証が運営を引継ぎ

マザーズの沿革

1999年（平成11年）	11月	市場開設
2002年（平成14年）	５月	上場制度の見直し ・売上高に係る上場廃止基準の新設 ・時価総額に係る上場審査基準及び上場廃止基準の新設　など
2006年（平成18年）	12月	上場制度総合整備プログラムに基づく上場制度の整備① ・新規上場申請時に幹事取引参加者に対して推薦書の提出を義務付け
2007年（平成19年）	11月	上場制度総合整備プログラムに基づく上場制度の整備② ・本則市場からマザーズへ市場変更の規定を廃止（本則市場へのステップアップ市場としての位置付け明確化）など
2009年（平成21年）	11月	信頼性向上のための上場制度の整備 ・「事業計画の合理性」を上場審査項目として新設 ・株価に係る上場廃止基準の新設　など
2011年（平成23年）	３月	マザーズの信頼性向上・活性化に向けた上場制度の整備 ・上場会社監査事務所による監査の義務付け ・上場後10年経過後の市場選択制度の新設 ・市場コンセプトに則した上場審査手法（「事業計画の合理性」の確認）の導入

３．市場コンセプト

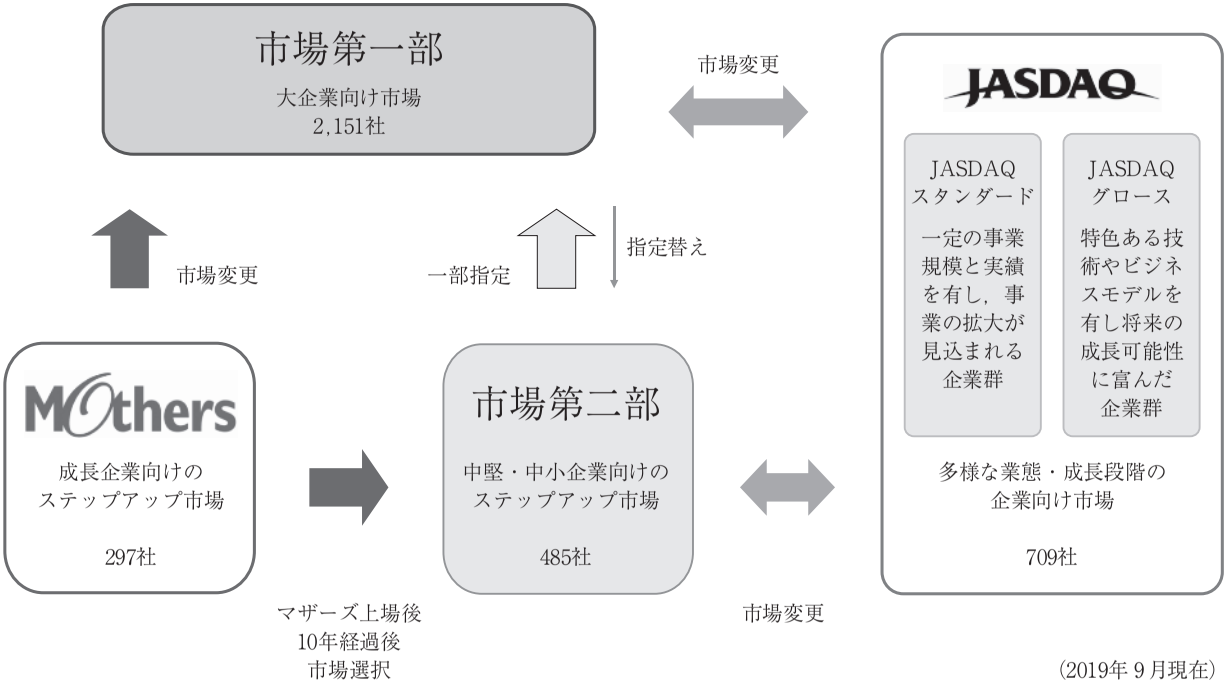
2013年の東証と大証の経営統合に伴う現物市場の統合を経て，現在は一般投資者向けに，市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQ というコンセプトの異なる４つの市場を運営している。

市場第一部・市場第二部のコンセプト　市場第一部・市場第二部は，国内外を代表する大企業・中堅企業が上場する中心的な市場。市場第一部・市場第二部の区分は，主に上場株券等の流通性の程度による区分と位置づけられている。特に，市場第一部は海外投資家が売買の太宗を占める国際的な市場として，市場規模や流動性において，世界でもトップクラスの市場である。なお，市場第一部及び市場第二部を総称して「本則市場」という。

マザーズのコンセプト　マザーズは，次世代を担う高い成長可能性を有する企業に対して上場機会を提供するため，1999年に創設された新興企業向け市場。マザーズにおいては，企業の過去の実績を問う財務数値基準が設けられていない一方で，ビジネスモデルや事業環境などにおいて，「高い成長可能性」を有することを求めている。また，多くの成長企業に資金調達の場を提供するという観点から，上場対象企業に規模や業種などの制限を設けず，従業員数十名規模の会社から，情報通信などのいわゆるインフラ型で従業員数千人規模の会社も上場している。2011年には，ステップアップ市場というコンセプトをより明確にするため，上場後10年を経過した際に，マザーズへの上場継続か，市場第二部への市場変更かを選択する市場コンセプトへの適合性確認プロセスが設けられた。

JASDAQ のコンセプト　JASDAQ は，「新しい産業や中堅・中小企業に幅広くエクイティ資金を提供することを通じて，その成長を支援する」との基本理念のもと創設され，「信頼性」，「革新性」，「地域・国際性」の３つの市場コンセプトを掲げている。また，一定の事業規模と実績を有する成長企業を対象とした「スタンダード」と特色ある技術やビジネスモデルを有し将来の成長可能性に富んだ企業を対象とした「グロース」の二つに区分されている。2013年７月に東証が運営を引き継いだ後も，本則市場へのステップアップを前提とせず，多様な業態や成長段階の企業が上場するエンドマーケットとして位置付けられている。

東証における市場コンセプト



（2019年９月現在）

4．本則市場の新規上場制度　証券取引所は，投資者保護の観点から上場審査基準を設け，有価証券が基準に定める要件を満たしているかどうかについて審査を行っている。上場審査基準は，形式要件と実質要件から構成され，証券取引所は，新規上場を希望する会社からの申請を受けて，まず，形式要件の充足について確認を行い，その後に，実質要件の適合性について審査を行っている。

本則市場の形式要件としては，株式の円滑な流通と公正な株価形成の確保という観点から「株主数」,「流通株式」(大株主等以外の株主の所有する株式の数，時価総額，持株比率）および「時価総額」の基準が定められ，企業の継続性，財政状態，収益力等の面での上場適格性保持という観点から「事業継続年数」,「純資産の額」および「利益の額」の基準が，適正な企業内容の開示の確保という観点から「財務諸表等」・「監査意見」,「上場会社監査事務所による監査」についての基準が定められている。このほか，株券の流通に係る事故防止，円滑な流通を形式面から担保するという観点から「株式事務代行機関の設置」,「単元株式数」,「株券の種類」,「株式の譲渡制限」および「指定振替機関における取扱い」についての基準が定められている。

他方，実質要件としては，「継続的に事業を営み，かつ，安定的な収益基盤を有していること」,「事業を公正かつ忠実に遂行していること」,「コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され，機能していること」,「企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること」,「その他公益または投資者保護の観点から，取引所が必要と認める事項につき適当であると認められること」が定められている。これらの実質要件に関する審査は，発行会社から提出された書類やヒアリングなどをもとに行われる。

本則市場（市場第一部・第二部）へ新規上場する会社は，通常，市場第二部銘柄に指定され，上場後に一部指定基準を満たした後，市場第一部銘柄に指定される。また，上場の時までに「株主数」2,200人以上，「流通株式数」２万単位以上，「流通株式比率」35％以上，「時価総額」250億円以上といった，形式要件をみたす見込みがある場合は，新規上場時から直接，市場第一部に上場することも認められている。

市場第二部の上場基準の概要（東京証券取引所）

2019年９月現在

形式要件	
株主数[1] （上場時見込み）	800人以上
流通株式[2] （上場時見込み）	a　流通株式数：4,000単位[3]以上 b　流通株式時価総額：10億円以上 c　流通株式比率：上場株券等の30％以上
事業継続年数	直前事業年度末から起算して３年前より前から取締役会を設置して事業活動を継続
純資産の額[4] （上場時見込み）	＜連結＞10億円以上（かつ，単体純資産の額が負でないこと）
利益の額[5]	＜連結＞最近２年間における利益の総額が５億円以上
時価総額 （上場時見込み）	20億円以上
財務諸表等	最近２年間「虚偽記載」なし
監査意見	最近２年間「無限定適正」又は「限定付適正」（監査報告書） 最近１年間「無限定適正」（監査報告書及び四半期レビュー報告書）
その他	上場会社監査事務所[6]による監査 株式事務代行機関の設置 単元株式数 株券の種類 株式の譲渡制限 指定振替機関における取扱い

（注）１．株主数とは，１単元以上の株式を所有する者の数をいう。
２．流通株式とは，上場株券等の10％以上を保有する株主，役員等及び自己（自己株式を所有している場合）以外が所有する株式をいう。
３．１単位は，単元株制度を採用する場合には１単元の株式の数をいい，単元株制度を採用しない場合には１株をいう。
４．純資産の額とは，「純資産の部合計」に「（特別法上の）準備金等」を加え「（純資産の部に掲記される）新株予約権及び非支配株主持分」を控除した金額をいう。
５．利益の額とは，「経常利益（損失）金額」に，「非支配株主に帰属する当期純利益（損失）」を加減した金額をいう。なお，上場時時価総額が500億円以上の場合（最近１年間の売上高が100億円未満の場合を除く）は，利益の額の基準への適合を要しない。
６．日本公認会計士協会の上場会社監査事務所登録制度に基づき，上場会社監査事務所名簿に登録されている監査事務所（同協会の品質管理レビューを受けた準登録事務所を含む）をいう。

2019年９月現在

実質要件
【企業の継続性及び収益性】 継続的に事業を営み，かつ，安定的な収益基盤を有していること
【企業経営の健全性】 事業を公正かつ忠実に遂行していること
【企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性】 コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が適切に整備され，機能していること
【企業内容等の開示の適正性】 企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること
その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項

5．新興市場の新規上場制度

新興市場の上場審査基準の概要　新興市場の上場審査基準は，本則市場（市場第一部・第二部）と同様，形式要件と実質要件で構成される。証券取引所は，新興市場へ新規上場を希望する会社からの申請を受けて，形式要件および実質要件の適合性の審査を行っている。

マザーズの上場審査基準　成長企業向けの市場であるマザーズは，「高い成長可能性」を有することを適合要件の一つとし，幹事証券会社にその旨を記載した「推薦書」の提出を求めている。

マザーズの形式要件には，本則市場と同様，形式要件として，「株主数」や「流通株式」，「時価総額」などの流動性に係る基準，「事業継続年数」や「財務諸表等」・「監査意見」，「上場会社監査事務所による監査」などの継続的な事業活動や，適正な企業内容の開示確保に係る基準が定められている。この他，特徴的な点として新規上場時に500単位以上の公募を求めること，利益の額および純資産の額に係る基準がないことなどが挙げられる。

実質要件としては，「企業内容，リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること」，「相応に合理的な事業計画を策定しており，当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること，または整備する合理的な見込みのあること」などが定められている。

JASDAQ の上場審査基準　JASDAQ はスタンダード，グロースという２つの区分について，各区分のコンセプトを踏まえ，異なる上場審査基準を設けている。

両区分に共通する形式要件としては，流動性の基準として「株主数」や「流通株式時価総額」を求めており，本則市場，マザーズで求められている「流通株式数」や「流通株式比率」に係る基準は設けていない。「純資産の額」，「利益の額」などの財政状態・収益力の基準については，スタンダードに比べ，グロースの方が緩和された基準となっている。

実質要件においても，各区分のコンセプトに応じ，スタンダードは「事業活動の存続に支障を来す状況にないこと」，グロースは「成長可能性を有していること」などが求められている。

マザーズ・JASDAQ の上場基準の概要

2019年９月現在

形式要件			
	マザーズ	JASDAQ	
		スタンダード	グロース
株主数[1] （上場時見込み）	200人以上		
流通株式[2] （上場時見込み）	次のａからｃまでに適合すること ａ　流通株式数：2,000単位以上 ｂ　流通株式時価総額：５億円以上 ｃ　流通株式比率：上場株券等の25％以上	流通株式時価総額：５億円以上	
公募又は 売出しの実施	上場時までに500単位[3]以上の公募	上場日時までに1,000単位又は上場株券等の数の10％のいずれか多い株式数以上の公募又は売出し	
事業継続年数	直前事業年度末から起算して１年前より前から取締役会を設置して事業活動を継続	－	
純資産の額[4] （上場時見込み）	－	２億円以上	正であること
利益の額[5] （又は上場時 時価総額）	－	＜連結＞ 最近１年間における利益の額が１億円以上 （又は時価総額が50億円以上）	－
時価総額 （上場時見込み）	10億円以上	―	
財務諸表等	最近２年間「虚偽記載」なし		
監査意見	最近２年間「無限定適正」又は「限定付適正」（監査報告書） 最近１年間「無限定適正」（監査報告書，中間監査報告書及び四半期レビュー報告書）		
その他	上場会社監査事務所による監査[6]，株式事務代行機関の設置，単元株式数，株券の種類，株式の譲渡制限，指定振替機関における取扱い		

（注）１．株主数とは，１単位以上の株式を所有する者の数をいう。
２．流通株式とは，上場株券等の10％以上を保有する株主，役員等及び自己（自己株式を所有している場合）以外が所有する株式をいう。
３．１単位とは，単元株主制度を採用する場合には１単元の株式の数をいい，単元株制度を採用しない場合には１株をいう。
４．純資産の額とは，「純資産の部合計」に＋「（特別法上の）準備金等」を加え－「（純資産の部に掲記される）新株予約権及び非支配株主持分」を控除した金額をいう。
５．利益の額とは，「経常利益（損失）金額」に，「非支配株主に帰属する当期純利益（損失）」を加減した金額をいう。
６．日本公認会計士協会の上場会社監査事務所登録制度に基づき，上場会社監査事務所名簿に登録されている監査事務所（同協会の品質管理レビューを受けた準登録事務所を含む）をいう。

実質要件		
マザーズ	JASDAQ スタンダード	JASDAQ グロース
【事業計画の合理性】 相応に合理的な事業計画を策定しており，当該事業計画を遂行するために必要な事業基盤を整備していること又は整備する合理的な見込みのあること	【企業の存続性】 事業活動の存続に支障を来す状況にないこと	【企業の成長可能性】 成長可能性を有していること
【企業経営の健全性】 事業を公正かつ忠実に遂行していること	【企業行動の信頼性】 市場を混乱させる企業行動を起こす見込みのないこと	
【企業のコーポレート・ガバナンス及び内部管理体制の有効性】 コーポレート・ガバナンス及び内部管理体制が，企業の規模や成熟度等に応じて整備され，適切に機能していること	【健全な企業統治及び有効な内部管理体制の確立】 企業規模に応じた企業統治及び内部管理体制が確立し，有効に機能していること	【成長の段階に応じた健全な企業の統治及び有効な内部管理体制の確立】 成長の段階に応じた企業統治及び内部管理体制が確立し，有効に機能していること
【企業内容，リスク情報等の開示の適切性】 企業内容，リスク情報等の開示を適切に行うことができる状況にあること	【企業内容等の開示の適正性】 企業内容等の開示を適正に行うことができる状況にあること	
その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項		

6．本則市場の上場管理制度　証券取引所は，上場有価証券の適切な管理を行い，投資者の保護を図る観点から，上場管理に係る規則を定めるとともに，上場時に上場会社との間で締結する上場契約において，証券取引所の定める規則の遵守を約する旨の記載を求めて，規則の実効性の担保としている。

東京証券取引所について見ると，「有価証券上場規程」において，重要な会社情報の適時開示，企業行動に適切な対応を求める企業行動規範，上場株券の市場区分の変更および上場廃止等に関する規定が定められている。

会社情報の適時開示　流通市場における公正な価格形成を確保し，金融商品市場の健全な発展を図る上で，価格形成の基礎となる投資者の投資判断に影響を与える重要な会社情報が適時，適切に開示されることは，極めて重要である。東京証券取引所では「有価証券上場規程」の中に，会社情報の適時開示等に関する項目を設け，上場会社に重要な会社情報の適時開示を義務づけている。

企業行動規範　上場会社は，金融商品市場を構成する一員としての一層の自覚を持ち，会社情報の開示の一層の充実を図ることにより透明性を確保することが求められるだけでなく，投資者保護および市場機能を適切に発揮する観点から，企業行動に対して適切な対応をとることを求められており，東京証券取引所では，これを企業行動規範として定めている。

上場市場区分の変更　本則市場における市場第一部・第二部の区分は，1961年に当時未成熟であった店頭市場での取引銘柄を取引所市場に取り込むにあたり，投資者保護の観点から設けられたが，現在では，主に上場株券等の流通性の程度による区分と位置づけられている。東京証券取引所では，「有価証券上場規程」で，市場第二部銘柄が市場第一部銘柄となるための一部指定基準や，市場第一部銘柄が市場第二部銘柄となる指定替え基準を定めている。

上場廃止基準　東京証券取引所では，「有価証券上場規程」に上場廃止基準を設け，いずれかの基準に該当した場合に上場廃止とすることを定めている。

証券取引所は，上場廃止基準に「該当するおそれがある」場合に，監理銘柄に指定してその旨を投資者に周知する。上場廃止基準に「該当した」場合には，整理銘柄に指定してその旨を周知するとともに，一定期間（通常1ヵ月間）は売買が継続される。

企業行動規範の項目概要（東京証券取引所）

2019年９月現在

遵守すべき事項（違反した場合，措置の適用対象）	望まれる事項（努力義務）
・第三者割当に係る遵守事項 ・流通市場に混乱をもたらすおそれのある株式分割等の禁止 ・MSCB 等の発行に係る遵守事項 ・書面による議決権行使等の義務 ・上場外国会社における議決権行使を容易にするための環境整備 ・独立役員の確保義務 ・コーポレートガバナンス・コードを実施するか，実施しない場合の理由の説明 ・取締役会，監査役会又は委員会，会計監査人の設置義務 ・会計監査人の監査証明等を行う公認会計士等への選任義務 ・業務の適正を確保するために必要な体制整備 ・買収防衛策の導入に係る遵守事項 ・MBO の開示に係る遵守事項 ・支配株主との重要な取引等に係る遵守事項 ・上場会社監査事務所等による監査 ・内部者取引の禁止 ・反社会的勢力の排除 ・流通市場の機能又は株主の権利の毀損行為の禁止	・望ましい投資単位の水準への移行及び維持 ・売買単位の統一に向けた努力 ・コーポレートガバナンス・コードの尊重 ・取締役である独立役員の確保 ・独立役員が機能するための環境整備 ・独立役員等に関する情報の提供 ・議決権行使を容易にするための環境整備 ・無議決権株式の株主への書類交付 ・内部者取引の未然防止に向けた体制整備 ・反社会的勢力排除に向けた体制整備等 ・会計基準等の変更等への的確な対応に向けた体制整備 ・決算内容に関する補足説明資料の公平な提供

上場廃止基準の概要（東京証券取引所）

2019年９月現在

項目	概要
①株主数	400人未満（１年の猶予期間あり）
②流通株式数	次のａからｃまでのいずれかに該当する場合 ａ　流通株式数：2,000単位未満（１年の猶予期間あり） ｂ　流通株式時価総額：５億円未満（１年の猶予期間あり） ｃ　流通株式比率：上場株券等の数の５％未満
③売買高	１年間の月平均売買高が10単位未満又は３ヵ月間売買不成立
④時価総額	10億円に満たない場合において，９ヵ月[1]以内に10億円以上とならないとき等
⑤債務超過	債務超過となった場合（１年の猶予期間あり）[2]
⑥破産等	破産，再生手続，更生手続を必要とするに至った場合又はこれに準ずる状態になった場合[3]
⑦事業活動の停止	上場会社が事業活動を停止した場合又はこれに準ずる状態になった場合
⑧不適当な合併等	吸収合併等を行った上場会社が実質的な存続会社でないと当取引所が認めた場合であって，３年以内に上場審査基準に準じた基準に適合しない場合
⑨支配株主との取引の健全性の毀損	第三者割当により支配株主が異動した場合において，３年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めるとき
⑩有価証券報告書等の提出遅延	監査報告書又は四半期レビュー報告書を添付した有価証券報告書又は四半期報告書を法定提出期限経過後１ヵ月以内に提出しない場合[4]
⑪虚偽記載又は不適正意見等	有価証券報告書等に虚偽記載を行った場合又は監査報告書に「不適正意見」又は「意見の表明をしない」旨が記載された場合であって，直ちに上場廃止としなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかであると当取引所が認める場合
⑫特設注意市場銘柄等	・特設注意市場銘柄の指定要件に該当するが，内部管理体制等について改善の見込みがないと当取引所が認める場合 ・特設注意市場銘柄に指定されている間に，内部管理体制等について改善の見込みがなくなったと当取引所が認める場合 ・特設注意市場銘柄に指定されたにもかかわらず，内部管理体制等について改善がなされなかったと当取引所が認める場合
⑬上場契約違反等	上場会社が上場契約に関する重大な違反を行った場合，新規上場申請に係る宣誓事項について重大な違反を行った場合又は上場契約の当事者でなくなることとなった場合
⑭株主の権利の不当な制限	株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている場合 (例)随伴性のないライツプランの導入／デッドハンド型ライツプランの導入／拒否権付種類株式の発行　など
⑮その他	銀行取引の停止／株式事務代行機関の不設置／株式の譲渡制限／完全子会社化／指定振替機関における取扱いの対象外／全部取得／株式等売渡請求による取得／反社会的勢力の関与／その他，公益又は投資者保護のため，当取引所が上場廃止を適当と認めた場合

（注）１．事業の現状，今後の展開，事業計画の改善などを記載した書面を提出しない場合は３ヵ月
２．再生手続等により猶予期間経過後１年以内に債務超過を解消する計画がある場合，猶予期間を１年延長
３．再建計画の開示を行い，１ヵ月間の時価総額が10億円以上であった場合を除く
４．有価証券報告書等の提出期限の延長の承認を得た場合には，当該承認を得た期間の経過後８日目までに提出しない場合

7．新興市場の上場管理制度　新興市場の上場管理制度も本則市場（市場第一部・第二部）と同様，証券取引所が上場管理に係る規則を定めるとともに，上場規則の遵守について約する上場契約を上場会社との間で締結し，規則の実効性の担保としている。

会社情報の適時開示等　東京証券取引所では「有価証券上場規程」の中に会社情報の適時開示等に関する項目を設け，投資者の投資判断に影響を与える重要な会社情報の適時開示を義務づけている。

基本的に，マザーズおよびJASDAQの上場会社における会社情報の適時開示義務は本則市場の上場会社と同一であるが，成長段階にある新興企業を対象とする位置づけを踏まえ，投資者の投資判断材料の充実も図られている。例えば，マザーズ上場会社は，年２回以上，投資に関する説明会の開催が義務付けられている。また，JASDAQグロース上場会社は，適時開示における単年度の業績予想とは別に，中期経営計画の策定，提出および中期経営計画をもとにした投資者向け説明会を実施することを義務付けられており，提出された中期経営計画は公衆の縦覧に供される。

企業行動規範　新興市場でも，本則市場と同様，企業行動に対して適切な対応をとることが，上場規則の企業行動規範によって求められている。ただし，JASDAQグロース上場会社は，独立役員の確保など，一部の規定の適用を一定期間猶予する旨の規定を設けている。

上場廃止基準　東京証券取引所では，「有価証券上場規程」の中に上場廃止基準を設け，いずれかに該当した場合に上場廃止とする旨を定めている。新興市場の上場会社でも，監理銘柄および整理銘柄への指定の要件は，本則市場と同様である。

マザーズやJASDAQについては，成長段階にある新興企業等を対象とするコンセプトを踏まえ，市場の信頼性確保のため，独自の上場廃止基準も設けている。例えばマザーズでは，上場後短期間での経営の変質を未然防止するため，これまでの上場制度の見直しの過程で，「売上高」や「株価」に関する基準を設けている。また，JASDAQでも，売上高や利益などの「業績」に係る基準や「株価」に係る基準等を設けている。

マザーズ・JASDAQ の上場廃止基準の概要（東京証券取引所）

2017年９月現在

	マザーズ	JASDAQ
株主数	150人未満（１年の猶予期間あり）	
流通株式数	次のａからｃまでのいずれかに該当する場合 ａ　流通株式数：1,000単位未満（１年の猶予期間あり） ｂ　流通株式時価総額：2.5億円未満（１年の猶予期間あり） ｃ　流通株式比率：上場株券等の数の５％未満	次のａ及びｂのいずれかに該当する場合 ａ　流通株式数：500単位未満（１年の猶予期間あり） ｂ　流通株式時価総額：2.5億円未満（１年の猶予期間あり）
債務超過	債務超過となった場合（１年の猶予期間あり）[1]	
売買高	１年間の月平均売買高が10単位未満又は３ヵ月間売買不成立	－
売上高	最近１年間における売上高が１億円未満である場合[2]	－
業績	－	４期連続で営業利益及び営業 CF の額が負である場合において，１年以内に営業利益又は営業 CF が負でなくならないとき
利益計上	－	（グロースのみ） 上場申請期の営業利益の額が負であり，かつ上場後９期連続で営業利益の額が負である場合において，１年以内に営業利益の額が負でなくならないとき
時価総額	５億円に満たない場合において，９ヵ月[3] 以内に５億円以上とならないとき等	－
株価	上場後３年を経過するまでに新規上場の際の公募の価格の１割未満となった場合において，９ヵ月以内に当該価格の１割以上に回復しないとき[4]	株価が10円未満となった場合において，３ヵ月以内に10円以上とならないとき
破産等	破産，再生手続，更生手続を必要とするに至った場合又はこれに準ずる状態になった場合[5]	
事業活動の停止	上場会社が事業活動を停止した場合又はこれに準ずる状態になった場合	
不適当な合併等	吸収合併等を行った上場会社が実質的な存続会社でないと当取引所が認めた場合であって，３年以内に上場審査基準に準じた基準に適合しない場合	
支配株主との取引の健全性の毀損	第三者割当により支配株主が異動した場合において，３年以内に支配株主との取引に関する健全性が著しく毀損されていると当取引所が認めるとき	
有価証券報告書等の提出遅延	監査報告書又は四半期レビュー報告書を添付した有価証券報告書又は四半期報告書を法定提出期限経過後１ヵ月以内に提出しない場合（有価証券報告書等の提出期限の延長の承認を得た場合には，当該承認を得た期間の経過後８日目までに提出しない場合）	
虚偽記載又は不適正意見等	・有価証券報告書等に虚偽記載を行った場合であって，直ちに上場廃止としなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかであると当取引所が認める場合 ・監査報告書に「不適正意見」又は「意見の表明をしない」旨が記載された場合であって，直ちに上場廃止としなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかであると当取引所が認める場合	
特設注意市場銘柄等	・特設注意市場銘柄の指定要件に該当するにもかかわらず，内部管理体制等について改善の見込みがないと当取引所が認める場合 ・特設注意市場銘柄に指定されている間に，内部管理体制等について改善の見込みがなくなったと当取引所が認める場合 ・特設注意市場銘柄に指定されたにもかかわらず，内部管理体制等について改善がなされなかったと当取引所が認める場合	
上場契約違反等	上場会社が上場契約に関する重大な違反を行った場合，新規上場申請に係る宣誓事項について重大な違反を行った場合又は上場契約の当事者でなくなることとなった場合	
株主の権利の不当な制限	株主の権利内容及びその行使が不当に制限されている場合 （例）随伴性のないライツプランの導入／デッドハンド型ライツプランの導入／拒否権付種類株式の発行　など	
その他	銀行取引の停止／株式事務代行機関の不設置／株式の譲渡制限／完全子会社化／指定振替機関における取扱いの対象外／全部取得／反社会的勢力の関与／公益又は投資者保護のため，当取引所が上場廃止を適当と認めた場合	

（注）１．マザーズについては，上場後３年間において債務超過の状態となった場合を除く。マザーズ，JASDAQ ともに，再生手続等により猶予期間経過後１年以内に債務超過を解消する計画がある場合，猶予期間を１年延長。
２．利益の額が計上されている場合及び上場後５年間において売上高が１億円未満である場合を除く。
３．事業の現状，今後の展開，事業計画の改善などを記載した書面を提出しない場合は３ヵ月。
４．2009年11月９日以降に新規上場したマザーズの上場会社に限る。
５．再建計画の開示を行い，１ヵ月間の時価総額が５億円以上であった場合を除く。

８．コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードの概要　東証では上場会社の実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたコーポレートガバナンス・コード（以下，コード）を策定し，2015年６月から上場会社に適用している。コードは基本原則，原則，補充原則の３層構造で，コンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しており，各原則の実施は一律には求められず，各社の個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば，その理由や代替策の実施状況などを説明すれば足りる。本則市場（市場第一部・第二部）の上場会社はコードの全原則について，マザーズ・JASDAQの上場会社は基本原則について，対応状況を「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」に記載することとされており，証券取引所のウェブサイト等で公衆の縦覧に供される。

コーポレートガバナンス・コードの改訂と対応状況　2018年６月には，企業と投資家との対話を通じ，コーポレート・ガバナンス改革をより実質的なものへ深化させていくため，コードの改訂を行った。改訂においては，①経営環境の変化に対応した経営判断・投資戦略・財務管理の方針，② CEO の選解任・取締役会の機能発揮等，③政策保有株式，④アセットオーナーなどの項目で，より高い水準の取組みが求められることとなった。

2019年７月時点の対応状況を見ると，市場第一部の上場会社2,148社のうち，コードの全原則を実施している会社は21.3％（2017年７月比－10.3％），９割以上の原則を実施している会社86.6％（2017年７月比－6.4％）と，改訂前にあたる2017年７月と比べ，今回新設・改訂の対象となった原則を中心に，コンプライ率が低下した。新設・改訂の対象となった原則は，従来より，上場会社と投資家との間で必要と考える取組の水準にギャップがあったものが中心であり，改訂に伴い追加的な取組が求められる中で，対応の検討に時間を有している会社も一定程度あると推察される。なお，コード改訂により，原則として指名・報酬に関する諮問委員会の設置が求められることとなったことを受け，市場第一部では法定又は任意の指名委員会・報酬委員会の設置率が５割近くまで上昇するなど，着実な進展も見られている。

コーポレートガバナンス・コードの概要

１．株主の権利・平等性の確保　上場会社は，株主の権利・平等性を確保すべき。

➢株主の権利・平等性の実質的な確保
　⇒株主が総会議案の十分な検討時間を確保するための対応（招集通知の早期発送，議決権の電子行使，招集通知の英訳等）
➢資本政策についての説明
　⇒基本的な方針，買収防衛策・支配権の変動や大規模な希薄化の必要性・合理性，政策保有株式*等
　*政策保有株式：縮減方針の開示，経済合理性の検証に基づく保有のねらい・合理性の説明，議決権行使の基準の策定・開示

２．株主以外のステークホルダー　上場会社は，企業の持続的成長は，従業員，顧客，取引先，地域社会などのステークホルダーの貢献の結果であることを認識し，適切な協働に努めるべき。

➢社会・環境問題をはじめとするサステナビリティーを巡る課題に適切に対応
➢社内における女性の活躍促進を含む多様性の確保の推進

３．情報開示　上場会社は，財務情報や非財務情報について，法令に基づく開示を適切に行うとともに，利用者にとって有用性の高い情報を適確に提供すべき。

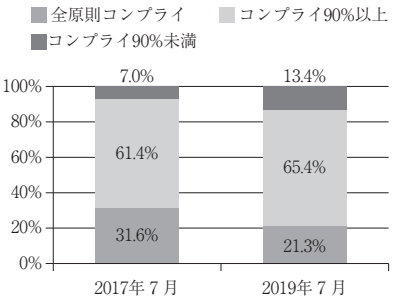
４．取締役会等　取締役会は会社の持続的成長を促し，収益力・資本効率等の改善を図るべく，以下の役割・責務を果たすべき。
　１．企業戦略等の大きな方向性を示すこと
　２．経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
　３．独立した客観的な立場から，実効性の高い監督を行うこと

➢経営判断の結果，会社等に予期せぬ損害が生じれば，株主代表訴訟等が懸念。その際，裁判例は「意思決定過程の合理性」の有無を重視。
　⇒会社の健全なリスクテイクを側面から支援。
➢独立社外取締役の活用
　⇒建設的な議論に貢献できる人物を２名以上設置，独立社外者のみの会合，筆頭独立社外取締役，指名・報酬などへの適切な関与
➢取締役会・監査役会の実効性確保
　⇒取締役会の実効性評価，会議運営（資料配布，審議事項など），情報入手（会社の支援体制の整備，研修機会の提供など）

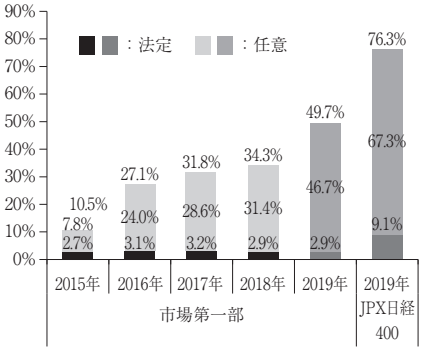
５．株主との対話　上場会社は，持続的な成長の観点から，株主と建設的な対話を行うべき。

コーポレートガバナンス・コードの適用状況

【市場第一部における“実施”状況】



【市場第一部における指名委員会設置会社の比率推移】



９．株式売買制度（１）　証券取引所の中心的な株式売買の制度は，個別競争売買方式により行われる売買立会による売買（立会取引）である。立会取引の制度概要としては，東京証券取引所を例にとると，取引時間は，午前９時から午前11時30分まで（午前立会「通称“前場”」）と，午後０時30分から午後３時まで（午後立会「通称“後場”」）の二つに区分されている。

注文の種類は，主に，値段を具体的に指定する指値注文と，その時の市場価格により売買が成立する成行注文の２種類があり，指値注文の値段は，その価格帯ごとに１円単位や10円単位など注文できる値段の単位が定められている。特に流動性の高い一部の銘柄においては，約定値段の改善や約定までの順番待ちの緩和を目的として，より細かい値段の単位が定められており，現在最も細かい単位は，0.1円（値段が1,000円以下の場合）となっている。また，指値注文で指定できる値段は，前日の終値等から一定の値段までと定められており，これにより，急激な株価の変動を抑止している。

立会取引の売買契約の締結は，価格優先の原則（最も値段の高い買注文と，最も値段が安い売注文が他の注文より優先される）と時間優先の原則（同じ値段の注文であれば，先に発注された注文が，後から発注された注文より優先される）という二つの原則に従い，以下に説明する板寄せ方式およびザラバ方式の２通りの方法によって行われる。

板寄せ方式

板寄せ方式とは，立会開始後最初の約定値段を決定する時等に行われる方式であり，成行注文の全量執行など，一定の合致要件を充足する単一の価格を約定値段として，売買成立前に発注されたすべての注文を，価格優先の原則に従い対当させるものである。

ザラバ方式

ザラバ方式とは，板寄せ方式により立会開始後の最初の約定値段が決定した後，立会終了値段決定の直前まで継続して行われる方式であり，価格優先および時間優先の原則に従って，新たに発注された買（売）注文を，既に発注されている最も優先される売（買）注文と対当させていくものである。

売買契約の締結方法

板寄せ方式
ある銘柄に対する始値決定時の注文控（板）

（売呼値）	（値段）	（買呼値）
H(2)I(4)	成行呼値	K(1)M(3)
○○○	503円	
○○○	502円	T(1)
○○	501円	P(5)N(2)
G(1)F(1)E(1)	500円	A(4)B(3)C(2)D(1)
S(2)	499円	○○○
R(4)	498円	○○○
	497円	

ザラバ方式
ある銘柄に対するザラバの注文控（板）

（売呼値）	（値段）	（買呼値）
	成行呼値	
○○○	503円	
○○○	502円	
○D(2)C(4)	501円	
B(3)A(3)	500円	
	499円	F(3)G(2)○
	498円	○○○
	497円	○○○

（注）　１）アルファベットは取引参加者名を表す。
　　２）（　）内の数字は株数で，単位は１単位の株式数100株とする。
　　３）○印は呼値の取引参加者名及び株数を省略。
　　４）板寄せ方式において，始値が決定するまでの呼値については，すべて同時に行われたもの（同時呼値）とみなす。

［板寄せ方式］
a　まず，成行の売呼値600株（H 証券200株，I 証券400株）と，成行の買呼値400株（K 証券100株，M 証券300株）を対当させる。この時点では，成行の売呼値が200株残る。
b　次に，始値を500円と仮定して，成行の売呼値の残りの200株および499円以下の売呼値600株（S 証券200株，R 証券400株）と，501円以上の買呼値800株（P 証券500株，N 証券200株，T 証券100株）を対当させる。その結果，売呼値が1,200株，買呼値が1,200株で，株数が合致する。
c　最後に，500円の売呼値300株（E 証券100株，F 証券100株，G 証券100株）と，500円の買呼値1,000株（A 証券400株，B 証券300株，C 証券200株，D 証券100株）を対当させる。しかし，売呼値が300株，買呼値が1,000株なので，株数が合致しない。この場合，500円の売呼値の全部300株と，500円の買呼値を行っている A 証券，B 証券，C 証券の呼値について各100株，合計300株とを対当させる。この結果，始値が500円に決定され，その値段で合計1,500株の売買契約が締結されることになる。
［ザラバ方式］
a　例えば，「板」の状態が図のような場合に，M 証券が500円で200株買いたいという呼値をすると，A 証券の500円の売呼値300株のうち200株と対当させて売買契約が締結される。
b　次いで，N 証券が１万株の成行の買呼値をすると，まず，A 証券の500円の売呼値の残り100株および B 証券の500円の売呼値300株と対当させて売買契約が締結され，次に，C 証券の501円の売呼値400株および D 証券の501円の売呼値200株を対当させて売買契約が締結される。
c　その後，K 証券が499円で500株の売呼値をすると，499円の買呼値をしている F 証券の300株および G 証券の200株を対当させて売買契約が締結される。
d　この結果，次のような売買契約が締結されたことになる。

売方証券	買方証券	約定値段(円)	株数(株)	売方証券	買方証券	約定値段(円)	株数(株)
A証券	M証券	500	200	D証券	N証券	501	200
A証券	N証券	500	100	K証券	F証券	499	300
B証券	N証券	500	300	K証券	G証券	499	200
C証券	N証券	501	400				

e　このように，売買立会時間中，間断なく呼値が行われ，値段が合致すると，つぎつぎに売買契約が締結されてゆく。

10. 株式売買制度（２）　証券取引所の売買の中心は立会取引であるが，大口取引やバスケット取引といった，立会取引では円滑な執行が困難な取引ニーズに対応するため，立会取引を補完する制度として，1990年代後半に立会外取引が導入された。

導入当初の当該制度は，発注方法がファックスに限定されていたこともあり，クロス注文（同一の取引参加者による売り注文及び買い注文）のみを対象としたが，東京証券取引所では，より一層の取引の効率化，利便性向上の観点から，1998年６月に電子取引システム（ToSTNeT）を稼働させるとともに，新たな取引の種類を追加するなど，取引制度を拡充してきた。

その後も，2008年１月には，さらなる取引の種類の追加や取引時間の拡大を行い，市場としても立会取引からは独立したものにするなど，投資者の取引ニーズの多様化にあわせて，適宜，制度等の改善を図っている。

なお，東京証券取引所の立会外取引（ToSTNeT 取引）の制度概要は，以下のとおり，単一銘柄取引，バスケット取引，終値取引および自己株式立会外買付取引の４種類に分けられる。

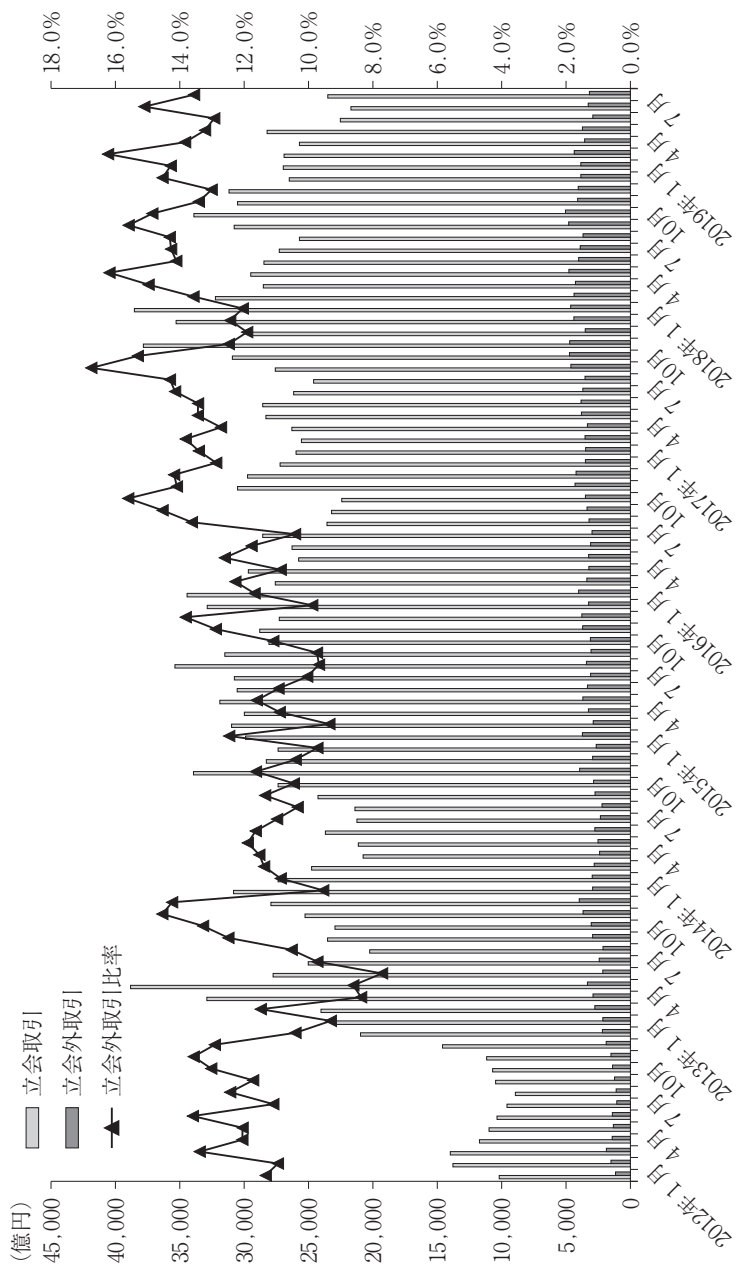
単一銘柄取引　個別銘柄を対象とし，原則，立会取引における直前の約定値段等の上下７％（７％を乗じた値が５円未満の場合には一律５円）における価格での執行を行う取引制度である。

バスケット取引　15銘柄以上を同時に，かつ総売買代金で１億円以上を売り付ける（または買い付ける）取引を対象とし，バスケット構成銘柄の立会取引における直前の約定値段等に基づいて算出される基準売買代金の上下５％の売買代金での執行を可能とする取引制度である。

終値取引　午前立会，午後立会の開始前および午後立会の終了後の時間帯において，各立会区分の最終値段（前日最終値段，午前立会最終値段，午後立会最終値段）等により，原則，時間優先の原則に基づき売買を成立させる取引制度である。

自己株式立会外買付取引　午前立会開始前に，前日の最終値段等によって行われる自己株式取得のための取引制度である。なお，当該制度での買付者は，自己株式取得を行う上場会社に限定されている。

東京証券取引所の売買立会取引と立会外取引の１日平均売買代金の推移



11. 清算・決済制度（1）　証券取引所で行われた有価証券の売買は，清算機関である日本証券クリアリング機構（JSCC）において，清算・決済が行われる。JSCC の業務開始（2003年 1 月）以降，それまで各市場で行われていた有価証券の売買の清算および決済は，JSCC の下で統一的に行われている。

JSCC の主要な機能としては，①債務引受け，②ネッティング，③振替指図，④決済保証の 4 つが挙げられる。

①債務引受け　JSCC は，証券取引所での売買が成立すると同時に，売方・買方の双方から相手方との間に発生した債務（証券の引渡しまたは売買代金の支払い）を引き受けるとともに，それに対応する債権を取得し，債権・債務の当事者となる。清算参加者（JSCC の清算資格を有する市場参加者）にとっては決済の相手方が JSCC に一元化されるため，決済事務の効率化が図られる。

②ネッティング　JSCC は，各清算参加者間の売付数量と買付数量，支払金額と受取金額を相互に相殺（ネッティング）し，その差額を決済する。これにより，決済に必要な金額や証券の移動を最小限にすることができる。

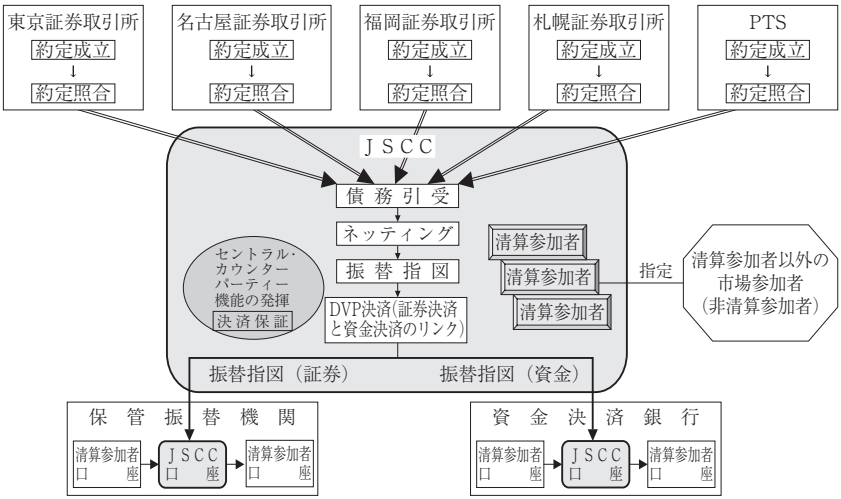
③振替指図　JSCC は，ネッティングによって決済数量を確定させたうえで，証券の振替を決済機関である証券保管振替機構に，資金の振替を日本銀行または JSCC の指定する資金決済銀行に対して指図する。

④決済保証　JSCC は，ある清算参加者に決済不履行が生じた場合でも，決済当事者として他の清算参加者との決済を履行する。この決済保証により，取引当事者は原始取引相手方の決済不履行リスクを意識することなく，売買を行うことが可能となる。

JSCC は，業務開始以降，清算機能の提供範囲を拡大しており，2010年 7 月には PTS での有価証券の売買を清算対象に加えた。また，金融危機を契機に，標準化された店頭デリバティブ取引について清算機関を通じた決済が義務付けられる（清算集中）など，各国で規制改革が進む中，2011年 7 月には CDS 取引，2012年10月には金利スワップ取引の清算を開始し，2013年10月には日本国債清算機関と統合し，国債店頭取引の清算も開始した。

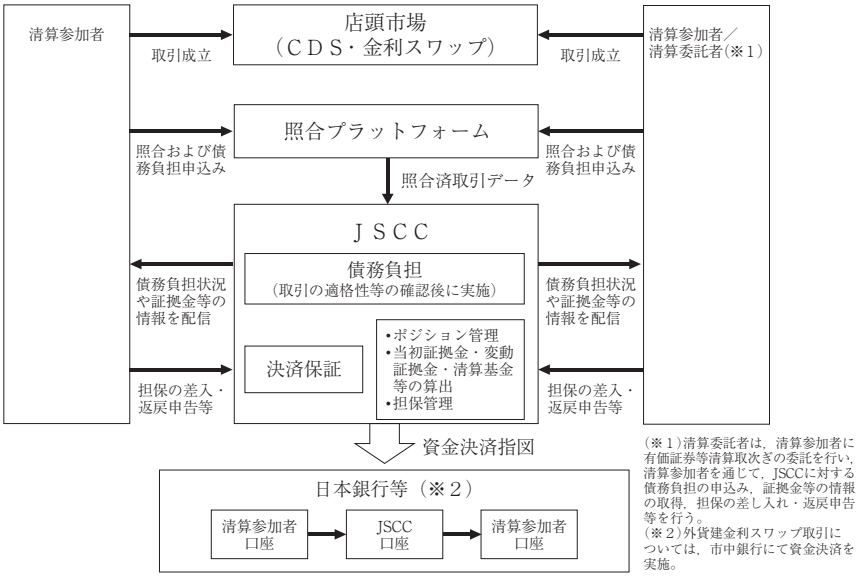
今後，2020年 7 月を目途に総合取引所の実現が予定されているが，それに併せ，JSCC と日本商品清算機構が統合し，貴金属等の商品先物取引についても JSCC が清算を行うことが予定されている。

JSCC を利用した清算・決済のイメージ（取引所取引）



※清算機関は，売方と買方の間に入って双方の決済の相手方となることから，セントラル・カウンターパーティー（Central Counter Party；CCP）と称される。
※非清算参加者（清算資格をもたない市場参加者）が行った売買は，当該非清算参加者があらかじめ指定した清算参加者を通じて決済が行われる。

JSCC を利用した清算・決済イメージ（店頭デリバティブ取引）



（※１）清算委託者は，清算参加者に有価証券等清算取次ぎの委託を行い，清算参加者を通じて，JSCCに対する債務負担の申込み，証拠金等の情報の取得，担保の差し入れ・返戻申告等を行う。
（※２）外貨建金利スワップ取引については，市中銀行にて資金決済を実施。

12. 清算・決済制度（2）　JSCC が行う株式等の決済には，決済リスクの中でも主要な元本リスク（有価証券または資金を交付した後に，その対価を受け取れないリスク）を排除するため，DVP（Delivery Versus Payment）決済が採用されている。

DVP 決済とは，有価証券と資金の授受をリンクさせ，代金の支払いが行われることを条件に有価証券の引渡しを行うとともに，有価証券の引渡しが行われることを条件に代金の支払いを行うことにより，仮に決済不履行が生じても取りはぐれが生じない決済方法をいう。

JSCC による DVP 決済は，債務引受けを行った各証券取引所および PTS における株式等の取引のうち，証券保管振替機構の取扱銘柄である株式，転換社債型新株予約権付社債（CB）等を対象として行われている。

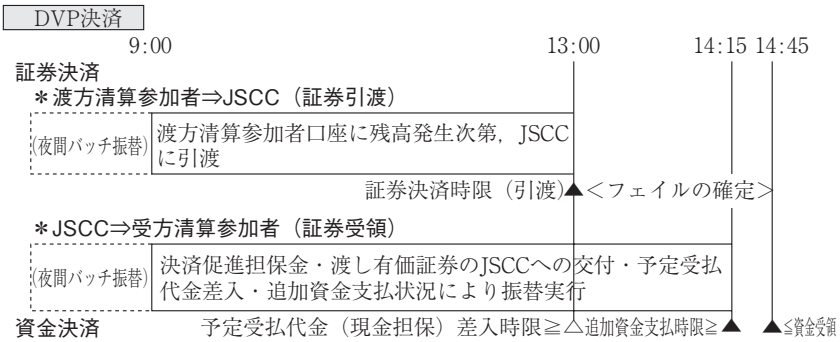
DVP 決済においては，原則として資金決済（支払い）の終了が確認できるまで有価証券を受領することはできないが，それだけでは，清算参加者と顧客との間の受渡しを含む証券決済全体でみた場合，決済の円滑性が損なわれるおそれがある。

そこで，JSCC では，有価証券を早期に受領するための仕組みを設けており，有価証券の受方清算参加者は，受領すべき有価証券の価値に相当する金銭または有価証券を担保として JSCC に預託することで，資金決済の終了以前に有価証券を受領することが可能となっている。

また，DVP 決済において，有価証券の渡方清算参加者がやむを得ない事由によって決済日の証券決済時限までに有価証券を引き渡すことができなかった場合には，フェイル（証券決済未了）として，当該有価証券およびこれに対応する決済代金の授受を翌日に繰り越し，翌日の決済分とネッティングしたうえで授受することとしている。

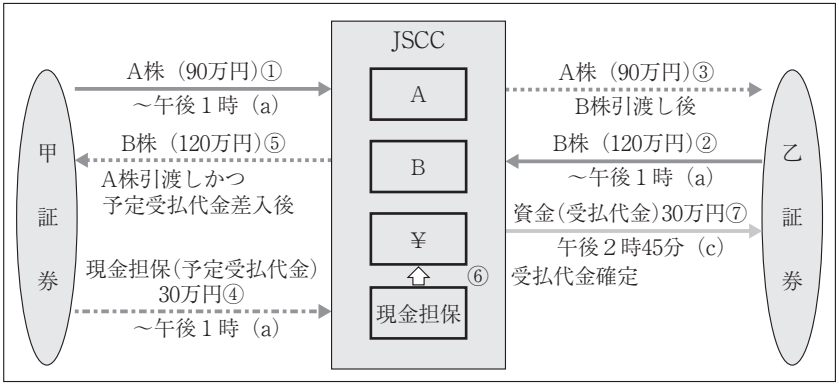
ただし，決済は，予定された決済日を遵守することが基本であることから，無制限にフェイルが継続されることのないよう，フェイルを起こした清算参加者に対する遅延損害金等のペナルティーや，バイイン（被フェイル参加者からの請求により，フェイルに係る有価証券の強制買付および引渡しを行う制度）といった仕組みを設けている。

DVP 決済（タイムテーブル）



＊受方清算参加者による証券の受領は，資金の支払い等JSCCに対する債務の履行や担保差入を条件として元本リスクを排除する形で実行

DVP スキームイメージ（通常の決済）



・決済時限　a 証券決済時限および現金担保（予定受払代金）差入時限：～午後１時
　　b 資金支払時限：～午後２時15分
　　c 資金受領時刻：午後２時45分

①甲証券はA株を，②乙証券はB株を午後１時までにJSCCに引き渡す。
③乙証券はB株をJSCCに引き渡した後，A株を受領できる。
④甲証券は予定受払代金を午後１時までにJSCCに差し入れる。
⑤甲証券はB株を①④実行後に受領できる。
⑥JSCCは予定受払代金を受払代金が確定した時点で資金決済に係る支払に充当する。
⑦乙証券は午後２時45分に資金（受払代金）を受領する。

13. 株式等振替制度　上場会社の株式等に係る権利の管理は，振替機関である証券保管振替機構（保振）の株式等振替制度により，保振および口座管理機関である証券会社等に開設された振替口座において行われている。従前は株券等の存在を前提とした管理が行われていたが，2009年1月の株券電子化によって株券等が廃止されたため，現在は電子的に管理が行われている。

株式等振替制度の対象有価証券は，証券取引所に上場されている株式，新株予約権，新株予約権付社債（CB），投資口（REIT 等），協同組織金融機関の優先出資，投資信託受益権（ETF），受益証券発行信託の受益権（JDR）などである。

株式等振替制度の概要は，次の通りである。

①株式の権利の帰属は振替口座簿の記録により定まり，株式の移転は口座の振替により行われる。

②口座管理機関は，基準日等の振替口座簿における株主の氏名や住所等および保有株式数の情報を振替機関に通知し，振替機関は当該情報を編集して，発行会社に対して通知（総株主通知）する。

③株主総会の議決権行使や剰余金の分配等は，発行会社が総株主通知に基づき作成する株主名簿の記載に基づき行われる。

④少数株主権等の行使は，株主の申出により，振替機関から発行者へ株主の保有株式数や継続保有期間の通知（個別株主通知）がされた後の一定期間に行うことができる。

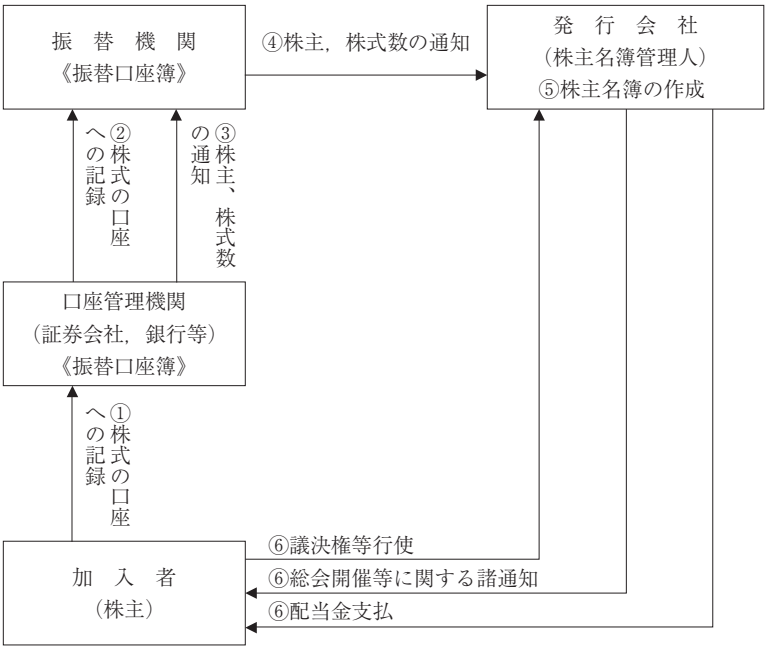
振替制度の主なメリットとしては，以下の点が挙げられる。

①株主にとっては，株券を手元で保管することによる紛失や盗難，偽造株券取得のリスクが排除され，また発行会社の合併や商号変更の際に，発行会社に株券を提出する必要がなくなる。

②発行会社にとっては，株券の発行に伴う印刷代や印紙税，企業再編（企業間の合併や株式交換，株式移転など）に伴う株券の回収・交付コストが削減できる。

③証券会社にとっては，株券の保管や運搬に係るリスクやコスト等が削減できる。

株式等振替制度における加入者，振替機関および発行会社との関係



株券電子化前後の主な制度変更

	保管振替制度（電子化前）	振替制度（現行）
券面	・券面あり ・保振に預託された株券は保振で集中保管し，請求に応じ交付 ・保振制度外の株券は，所有者が個別に保管	・券面なし
権利の帰属	・株券の占有による株式の権利の推定（保振制度外） ・口座簿に記録された者を株券の占有者とみなす	・振替口座簿の記録による株式についての権利の推定
株主管理の形態	・株主名簿で管理（保振制度外） ・実質株主名簿で管理（保振制度内） ・株主の名寄せは株主名簿管理人が行う	・株主名簿で一元的に管理 ・振替機関が株主を名寄せし，株主名簿管理人に通知する
株式の譲渡	・券面の交付（保振制度外） ・口座振替（保振制度内）	・口座振替

14. 金融商品取引所（証券取引所）のシステム化（１）　株式市場を支える株式売買システムおよび清算システムについて概説する。

株式売買システムは，東京証券取引所の現物市場で，注文発注・注文の付け合せ・約定通知作成・板の問合わせ等を行うためのシステムで，立会内およびToSTNeT 取引（立会外取引）の株式・CB（転換社債型新株予約権付社債券）等に係る売買取引を処理している。取引参加者からの注文入力等は，主に取引参加者の社内システムと，取引所の売買システムを直接接続して行われている。

東京証券取引所における売買のシステム化は，1982年１月に稼働した「市場第二部売買システム」（旧株式売買システム）から始まる。現在稼働している株式売買システムは，機能強化と性能改善を図り，2019年11月にリニューアルを行った「arrowhead」および「ToSTNeT システム」である。「arrowhead」は，電子取引の更なる進展，注文件数の継続的な増加等の市場を取り巻く環境変化や，電子取引の進展が市場に与えるリスク等に対応するため，信頼性・利便性・処理能力の向上という３つの基本方針に基づいて，リニューアルされた。

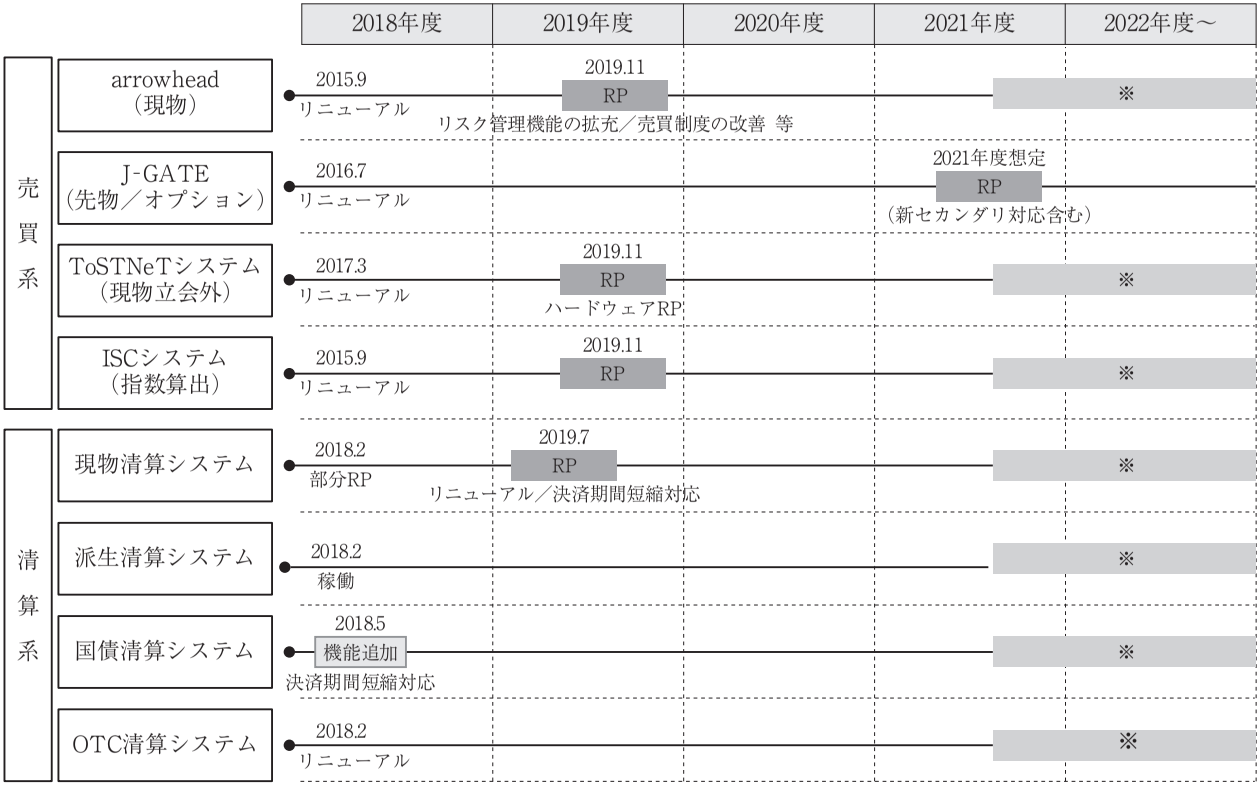
なお，これまで相場報道機能を担っていた相場報道システムは，2015年の「arrowhead」リニューアル時に統合された。

日本取引所グループが2013年１月に発足し，2013年７月に，現物市場が東京証券取引所に統合されたことに伴い，大阪証券取引所の株式・CB に係る売買システムも「arrowhead」および「ToSTNeT システム」に一本化された。

株式・CB の清算システムは，東京証券取引所および他市場での有価証券売買に関する受渡し等の清算業務を支援するシステムであり，2003年１月より，統一清算機関である JSCC の清算システムが市場横断的に利用されており，清算システムについても2014年11月に大阪取引所のシステムを統合している。なお，株式等の決済期間短縮に伴い，2019年７月にリニューアルが実施された。

これらのシステムでの取引参加者等との通信は専用ネットワークである「arrownet」を経由して行われている。

日本取引所グループのシステムスケジュール



※詳細スケジュールについては今後検討。

〔出所〕　日本取引所グループ「ITマスタープラン」2019年３月版

15. 金融商品取引所（証券取引所）のシステム化（２）　デリバティブ市場を支える売買システムおよび清算システムについて概説する。

デリバティブ売買システムは，大阪取引所のデリバティブ市場で，注文発注・注文の付け合せ・約定通知の作成・板の問合わせ等を行うためのシステムで，先物・オプション等に係る立会内および立会外取引を処理している。取引参加者からの注文入力等は，主に取引参加者の社内システムと取引所の売買システムを直接接続して行われている。

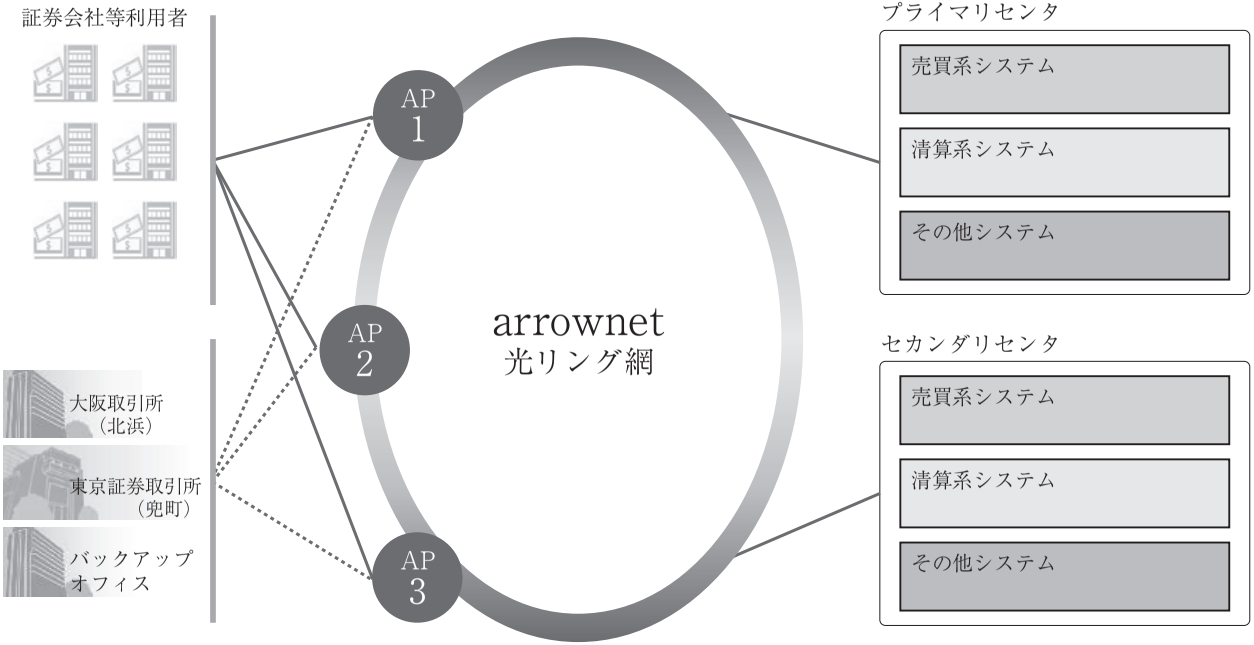
大阪取引所のデリバティブ市場を担う売買システム「J-GATE」は，アルゴリズム取引をはじめとした投資家の取引手法の高度化・多様化を踏まえ，従来の日本特有の複雑な取引制度を見直し，海外主要市場で採用されている制度，機能，取引形態を備えたシステムとして2011年２月から稼働した。2016年７月には，安定性および信頼性をより向上させ，流動性の向上を図るという観点から，NASDAQ社のGenium INET Tradingをベースとしたシステムにリニューアルを行った。

なお，次期デリバティブ売買システムは，2021年度第３四半期の稼働に向け，市場間競争力の強化はもとより，システムの信頼性等の更なる向上を図り，投資者や取引参加者をはじめとした市場利用者にとって，より信頼性や利便性の高い市場とすることに貢献するため，機動的な商品・機能追加を実現する開発に着手している。

日本取引所グループが2013年１月に発足し，2014年３月に，デリバティブ市場が大阪取引所に統合されたことに伴い，東京証券取引所のデリバティブ売買システムも「J-GATE」に一本化された。また，J-GATEへのネットワークも，2014年９月に「arrownet」へ一本化された。

デリバティブの清算システムは，大阪取引所が大証清算システム，東京証券取引所がJSCCの清算システムを利用していたが，2013年７月に清算機関がJSCCに統合され，デリバティブ取引に係る証拠金業務をJSCCの清算システムでの処理に一本化した。その後，2014年11月に残る清算・決済業務についても，JSCCの清算システムへ一本化された。2018年２月には，デリバティブ清算機能等の部分リプレースが実施された。

日本取引所グループのシステムイメージ（2019年４月時点）



〔出所〕 日本取引所グループ「ITマスタープラン」2019年３月版

第11章　金融商品取引所等（２）

１．株式店頭市場の概要

①店頭取引とは　株式の流通市場には，証券取引所での取引のほかに店頭取引が存在する。証券取引所で売買される株式は上場基準を満たした上場株式に限られるので，上場株式以外の株式は証券取引所の外で売買されることとなる。こうした株式の取引は，通常，証券会社の店頭において証券会社間，あるいは顧客と証券会社での相対取引で行われることから「店頭取引」と呼ばれる。上場株式については，各証券取引所において取引等に関する規制が行われるのに対して，証券会社を通じた店頭取引は日証協の規則等によって規制されている。

なお，この店頭取引には未上場株式（上場企業の発行する未上場株式も含む）の売買，店頭売買有価証券市場での売買および上場株式の取引所市場外取引における売買がある。

②株式店頭市場のあらまし　店頭取引が活発に行われると，複数の証券会社間で売買価格等の情報が交換されるとともに，投資者に情報が配信され「組織化」された市場となる。戦後わが国では証券取引所再開後も店頭取引が活発に行われ，61年にはこれらの銘柄を証券取引所市場第二部に昇格させたが，その後も店頭取引が行われたことから，63年２月に日証協の定める登録基準を満たした「店頭売買有価証券」の取引を組織的に行う株式店頭市場が誕生した。

株式店頭市場は，当初投資勧誘が規制されるなど，株式の換金市場的な側面が強かったが，71年の改正証券取引法により法制度面での整備も進み，さらに，83年には証券取引所の補完的市場として位置付けられ，ジャスダック市場として中堅中小企業の株式を売買する市場として抜本的な改革が行われた。ジャスダック市場は新興企業向け市場として成長し，98年には証券取引法上の「店頭売買有価証券市場」とされたが，04年12月にジャスダック証券取引所に改組されたため，現在店頭売買有価証券市場は法律上の存在でしかない。

なお，ジャスダック市場以外にも未上場株式の取引ニーズが生まれたことから，97年７月にはグリーンシート銘柄制度を発足させた（同制度は18年３月末をもって廃止）。また，15年５月には，同制度に代わる株主コミュニティ制度のほか，株式投資型クラウドファンディング制度を発足させた。

店頭市場の主な歴史

1945年　戦後自然発生的に集団売買が再開される。

1949年　６月　証券業協会の規則により店頭売買承認銘柄制度開始。

1961年　取引所二部市場創設　店頭売買承認銘柄が吸収され承認銘柄制度終了。

1963年　２月　店頭登録制度発足。

1976年　店頭市場を仲介する日本店頭証券㈱創設。

1983年　11月　新しい株式店頭市場（ジャスダック市場）発足。

1991年　JASDAQ システム稼動。

1992年　ジャスダック市場に行為規制ルール適用。

1997年　グリーンシート銘柄制度発足。

1998年　ジャスダック市場，証取法（現金商法）上の店頭売買有価証券市場となる。

2001年　日本店頭証券㈱，㈱ジャスダックに商号変更。市場運営会社となる。

2004年　12月　ジャスダック市場，取引所化　店頭売買有価証券市場を閉鎖。

2005年　４月　グリーンシート銘柄，証取法上の取扱有価証券となり，インサイダー取引規制が適用される。

2008年　グリーンシート銘柄制度からフェニックス銘柄制度を独立。

2015年　５月　株式投資型クラウドファンディングおよび株主コミュニティの制度を発足。

2018年　３月　グリーンシート銘柄制度廃止

2．店頭有価証券等

①店頭有価証券　非上場，非登録の株券等については，企業内容開示が法的に行われないため日証協の規則によって証券会社の投資勧誘が原則として禁止されている。この規制は，個人投資家を含む幅広い投資者に対して，情報を持たない状況のまま売り買いの注文を誘引する投資勧誘行為を行うことは，顧客に多大なリスクを負わせることになり投資者保護上問題が多いことから，古くから行われてきた自主規制であった。

しかし，顧客側からの売買注文を受託することは可能とされており，店頭有価証券として相対取引により売買が行われている。そのための売買ルール等（成行注文の受託，未発行有価証券の売買および信用取引の禁止）が日証協の「店頭有価証券に関する規則」に定められている。

04年４月の改正証券取引法においてエクイティ商品についても「プロ私募」が認められることになったことから，適格機関投資家に対して勧誘が行われる場合，適格機関投資家以外へ転売されることがないことを条件に，投資勧誘が解禁されている。

②店頭取扱有価証券　「会社内容説明書」により一定の開示が定期的に行える有価証券については，店頭有価証券のなかでもリスクが少ないことから，日証協の規則上「店頭取扱有価証券」とされ，投資勧誘を行うことができる銘柄予備軍とされている。

「会社内容説明書」は，金融商品取引法の有価証券報告書の記載様式にある「企業情報」に準拠して作成された日証協所定の開示資料であり，一事業年度の財務諸表に公認会計士等による金融商品取引法または会社法に準拠した総合意見が適正または適法である旨の監査報告書が添付されている財務諸表等が添付され，また事業計画の概要およびその実現性等将来に関する情報が追記されている必要がある。継続開示会社の場合は，総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されている有価証券報告書または有価証券届出書をもって代替される。

現在，店頭取扱有価証券については発行会社，証券会社および投資者の間で２年間の譲渡制限および「会社内容説明書」の作成を条件に，募集・売出しの取扱い等において投資勧誘を行うことを一部解禁しているが，上場会社の非上場有価証券は，流通時に「証券情報等説明書」の作成を条件に解禁している。

店頭有価証券と上場銘柄・登録銘柄との関係

取引所金融商品市場　上場銘柄
（東京，名古屋，札幌，福岡）

店頭売買有価証券市場　登録銘柄
（現在開設されていない）

店頭有価証券

店頭取扱有価証券

継続開示会社または一定の開示ができる会社の発行する株券等

フェニックス銘柄
（現在該当銘柄なし）

金商法上の
取扱有価証券

日証協の指定を受けた証券会社が気配提示等を行った上で投資勧誘を行うことができる銘柄

株式投資型クラウドファンディング

インターネットのウェブサイトおよび電子メールを通じてのみ投資勧誘を行うことできる仕組み

発行者一社当たりの資金調達額および投資者一人当たりの投資額に制限あり

株主コミュニティ

日証協の指定を受けた証券会社が株主コミュニティの参加者に対してのみ投資勧誘を行うことができる仕組み

３．経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引

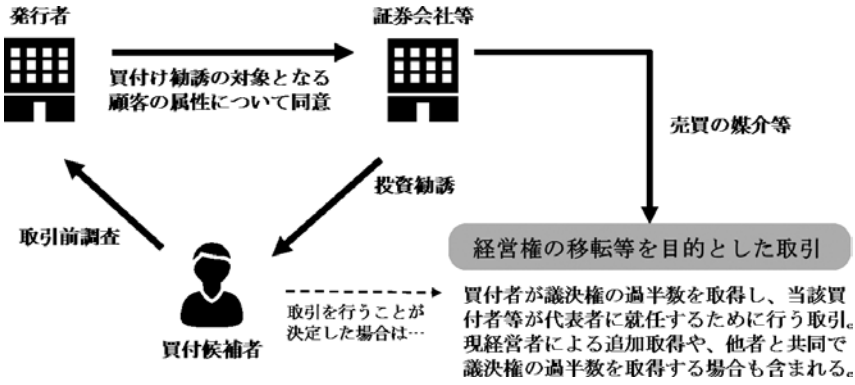
①経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引とは　前述のとおり，店頭有価証券については，日証協の規則によって証券会社等の投資勧誘が原則禁止されている。他方，昨今，主に中小企業等の非上場企業において，経営者の高齢化に伴い，後継者の不在といった問題が顕在化し，廃業を余儀なくされる中小企業等が増加するなど，事業承継が社会的課題となっている。

こうした状況を踏まえ，証券会社等が中小企業等の非上場企業における円滑な事業承継に貢献するため，19年８月，事業承継等を含む経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘が解禁されている。

「経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引」とは，店頭有価証券の買付者が発行会社の「総株主の議決権の過半数を取得すること」，及び「買付者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任すること」の両方の目的を達成するために行われる，一連の店頭有価証券の売買又は売買の媒介のことをいう。当該取引には，現経営者による議決権の追加取得や他者と共同で議決権の過半数を取得する場合も含まれる。

②取引を達成するための要件等　経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘を行う際，証券会社等は，一定の要件を満たすことが求められる。その主な要件とは，イ．証券会社等は，発行会社から，買付け勧誘の対象となる顧客の属性等について同意を得ること，ロ．証券会社等は，投資勧誘の対象となる全ての顧客に対し，「総株主の議決権の過半数を取得すること」，「買付者又は当該買付者が指名する者が発行会社の代表者に就任すること」の両目的を達成できる見込みがない場合には，本取引を行えない旨を説明するとともに，買付候補者に対しては，発行会社に対する取引前調査を行うことができる旨を説明すること，ハ．買付候補者が取引前調査を行った場合には，その概要を証券会社等に提供すること等について，証券会社等は買付候補者からの同意を得ること，ニ．証券会社等は，買付候補者から取引前調査の結果の概要を取得した場合には，原則，投資勧誘の対象となる他の顧客に対して当該概要を提供すること，などである。

経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引の概念図



日証協の自主規制規則「店頭有価証券に関する規則」第３条の２
（経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘）の主な内容

１．経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引について，投資勧誘ができる。
２．買付けに係る投資勧誘の対象となる顧客の属性等について，発行者から同意を取得
３．取引前調査
　・発行者による取引前調査の協力
　・買付候補者に対し，取引前調査が可能であることを説明
　・買付候補者が取引前調査を実施した場合は，他の投資勧誘の対象となる顧客に対し，証券会社等を通じて，当該調査の結果の概要を提供
４．取引実施前の確認・事前説明
　・経営権の移転等の目的を達成する見込みがあること等を，取引実施前に確認
　・目的達成の見込みがない場合は取引の執行不可⇒その旨を顧客に事前説明
５．日証協への事前・事後の報告

４．株式投資型クラウドファンディング（１）

①株式投資型クラウドファンディングとは　「クラウドファンディング」とは，「群衆（crowd）」からの「資金調達（funding）」を意味し，これらの語を結び付けた造語である。新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付け，多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みとされている。

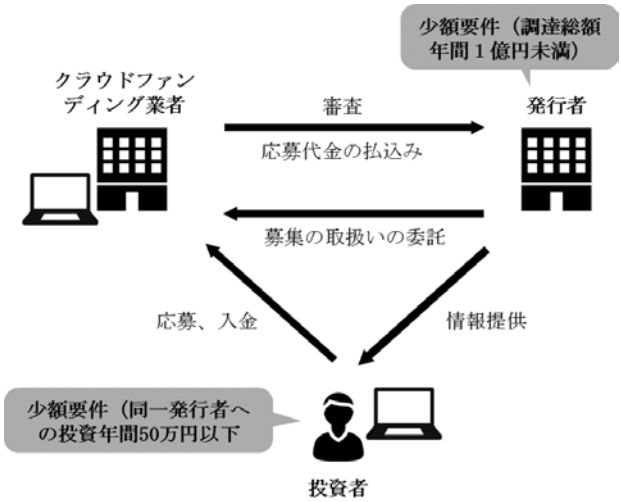
クラウドファンディングは，インターネットを利用することにより，小規模の資金調達でも，低コストかつ広範囲に，多数の資金提供者から少額ずつ資金を集めることが可能となり，近年購入型や貸付型を中心に急速に普及が進んでいる。これを受け，新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進の観点から，15年５月，店頭有価証券の発行を通じた資金調達を可能とするため，株式投資型についてもクラウドファンディングの制度が整備された。

株式投資型クラウドファンディングは，証券会社および少額の株式投資型クラウドファンディング専業業者（第一種少額電子募集取扱業者）のみが取り扱うことができる（いずれも第一種金融商品取引業の登録が必要）。

②少額要件および勧誘手法併用の禁止　株式投資型クラウドファンディングでは，多数の投資者から少額ずつ資金を調達するというクラウドファンディングの特徴に鑑み，少額要件として，発行者一社当たりの資金調達額が年間１億円未満，投資者一人当たりの同一発行者への投資額が年間50万円以下という制限が設けられている。また，非上場の株式や社債をかたった投資詐欺が後を絶たない状況に鑑み，投資勧誘の方法を①インターネットのウェブサイトによる方法および②当該ウェブサイトの利用を前提とする電子メールによる方法に限定しており，電話および証券会社等の訪問による投資勧誘は禁止されている。

③銘柄・発行者の審査　証券会社等は，株式投資型クラウドファンディングにおいて取り扱う店頭有価証券につき，社内規則に従って，発行者とその事業の実在性，発行者の財務状況，事業計画の妥当性および資金使途等を厳正に審査し，適当と認めたもののみを取り扱うことができる。また，証券会社等は，発行者が反社会的勢力でない旨を確約するなどの契約を発行者と締結するとともに，発行者が反社会的勢力に該当すると認められた場合等には，株式投資型クラウドファンディングを行ってはならない。

株式投資型クラウドファンディングの概念図



日証協の自主規制規則
「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の主な内容

１．日証協の会員等（証券会社及び第一種少額電子募集取扱業者）が行う株式投資型クラウドファンディングにおける投資勧誘を，非上場株式に係る投資勧誘禁止の例外として認める。
２．発行者についての審査及び反社会的勢力排除のための措置
３．株式投資型クラウドファンディングの案件についてのウェブサイトにおける表示
４．契約締結前交付書面の交付
５．株式投資型クラウドファンディング業務により初めて非上場株式を取得する投資者からの確認書の徴求
６．少額要件（一発行者による調達総額：年間１億円未満，一投資家による同一発行者への投資：年間50万円以下）
７．インターネット以外（電話及び対面等）の勧誘手法との併用禁止
８．終了後に発行者が事業の状況について投資者に定期的に適切な情報を提供することの契約の締結と，当該提供が行われていることの確認
９．業務管理体制の整備
10．月間実績の報告・公表

5．株式投資型クラウドファンディング（2）

④ウェブサイトにおける情報提供および書類の授受　証券会社等は，株式投資型クラウドファンディングを行っている期間中，発行者および資金調達に関する情報のほか，その発行者が発行する店頭有価証券の取得に係る特有のリスク等（金商法に基づく開示または証券取引所での適時開示と同等程度の開示は義務付けられていないことなど）についても，そのウェブサイトにおいて投資者による閲覧が可能な状態に置かなければならない。

また，証券会社等は，株式投資型クラウドファンディングによる店頭有価証券の取得を初めて行う投資者から，リスク，手数料等の内容を理解し，投資者の判断と責任において当該取得を行う旨の確認を得るため，あらかじめ，これらを説明した上で，確認書を徴求するとともに，投資者に対し，少なくともウェブサイトにおいて情報提供すべき事項を含む，個別銘柄に関する契約締結前交付書面を当該取得の都度交付しなければならない。

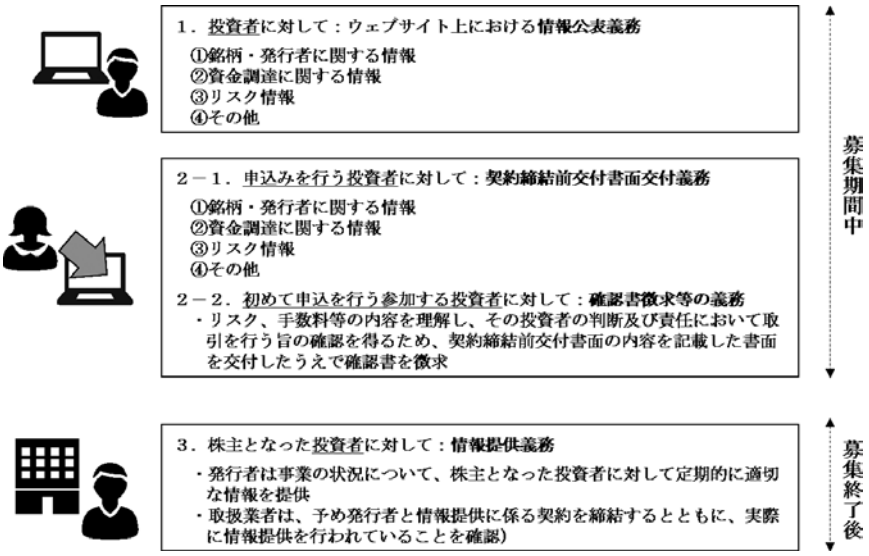
⑤発行者による事後の定期的な情報提供　株式投資型クラウドファンディング終了後において，証券会社等は，資金調達を行った発行者が店頭有価証券を取得した投資者に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することに関し，当該発行者との間で契約を締結し，当該契約に基づき発行者により情報の提供が行われていることを確認しなければならない。

⑥取扱状況の報告・公表　証券会社等は，株式投資型クラウドファンディングの状況について，毎月定期的に日証協に報告しなければならず，日証協は，その報告された内容について公表することとしている。

⑦業務管理体制の整備等　証券会社等は，法令・自主規制規則を遵守しながら株式投資型クラウドファンディングを適切に遂行するために，必要な社内規則の作成および業務管理体制の整備をしなければならない。また，自社の株式投資型クラウドファンディングの取扱方法等を示す取扱要領を作成し，それを自社のウェブサイトにおいて投資者が閲覧可能な状態に置かなければならない。

なお，証券会社等は，法令・自主規制規則に違反する等の事由により業務管理体制の改善等を求められている間は，株式投資型クラウドファンディングを行ってはならない。

株式投資型クラウドファンディングに関する情報提供・書面の授受（取扱業者の行為）



株式投資型クラウドファンディングの取扱状況

2019年12月末現在

	取扱業者数（単位：社）	取扱件数（単位：件）	資金調達総額（単位：千円）
2015年	－	－	－
2016年	－	－	－
2017年	3	18	514,740
2018年	3	59	1,470,395
2019年	3	54	951,590

６．株主コミュニティ（１）

①株主コミュニティとは　日証協では，非上場株式の取引制度として「グリーンシート銘柄制度」を運営していたが，新興市場における上場基準の引下げに伴う上場市場の補完的役割としての存在意義の低下や，インサイダー取引規制等，上場会社と大差のない開示負担により，同制度の利用は低迷し，同制度は18年３月末をもって廃止となった。一方で，地域に根差した企業等の非上場株式に一定の取引・換金のニーズは引き続き存在しており，これに応える場が必要との指摘がなされていた。

これらを受け，グリーンシート銘柄制度に代わる非上場株式の流通取引・資金調達の制度として，15年５月，株主コミュニティの制度が整備された。

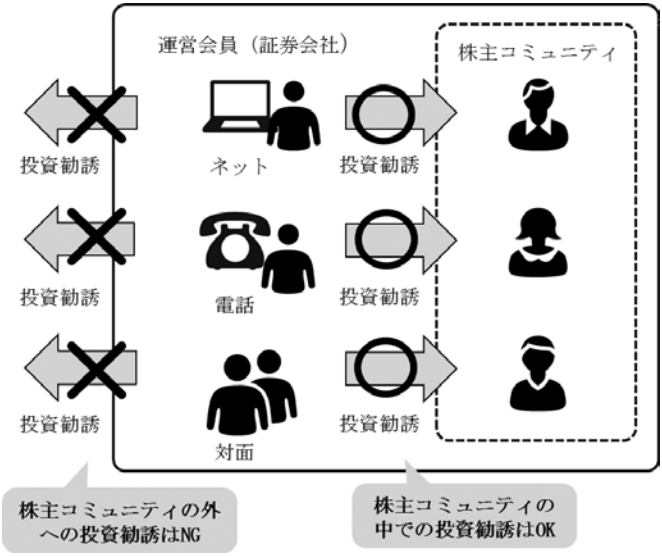
株主コミュニティは，流通性を制限する観点から，証券会社が店頭有価証券の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し，これに自己申告により参加する投資者に対してのみ投資勧誘を認める仕組みである。また，株主コミュニティの制度は，投資勧誘・取引の範囲を株主コミュニティの参加者に限定することにより流通性が制限されるため，インサイダー取引規制の適用対象外とされた。

②運営会員の指定および指定取消し　証券会社が，株主コミュニティを組成・運営するためには，日証協に届出を行った上で運営会員としての指定を受けなければならない。日証協は，届出書類に不備がないと認める場合は，運営会員としての指定・公表を行うが，当該証券会社が法令・自主規制規則に違反する等の事由により必要であると認める場合は，指定しないことができる。

また，運営会員の指定の取消しについても，基本的には運営会員からの届出によるが，運営会員が法令・自主規制規則に違反する等の事由により必要であると認める場合は，日証協は，当該届出によらずに，運営会員としての指定を取り消すまたは期間を定めて指定を停止することができる。

③株主コミュニティへの参加に関する勧誘および投資勧誘の禁止等　運営会員は，原則として株主コミュニティに参加していない投資者に対し，株主コミュニティへの参加に関する勧誘や投資勧誘を行ってはならない。ただし，株主コミュニティ銘柄の保有者又は発行者の役職員であれば，当該株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行うことができる。また，株主コミュニティ銘柄の店頭取引は，株主コミュニティの中で行わなければならない。

株主コミュニティの基本的な仕組み



日証協の自主規制規則「株主コミュニティに関する規則」の主な内容

1．証券会社が非上場株式の「株主コミュニティ」を組成。その非上場株式等への投資意向を有する投資者がその株主コミュニティに参加。
　・参加者として主に想定されるのは，発行者の役職員やその親族，株主，取引先，その発行者の事業の利用者・顧客など。
2．株主コミュニティを組成・運営する証券会社は，日証協から指定を受ける。
3．株主コミュニティに参加している投資者に対してのみ，投資勧誘を認める。
　・株主コミュニティへの参加勧誘は，発行者の役職員や株主に対してのみ認める。
　・株主コミュニティに参加していない投資者に対しては，提供可能な情報が制限されている。
4．発行者についての審査及び反社会的勢力排除のための措置
5．発行者に関する，会社法に基づく計算書類・事業報告その他の情報を，株主コミュニティに参加している投資者に提供
6．契約締結前交付書面の交付
7．株主コミュニティに初めて参加する投資者からの確認書の徴求
8．業務管理体制の整備
9．週間実績の報告・公表

７．株主コミュニティ（２）

④銘柄・発行者の審査　運営会員は，株主コミュニティを組成しようとする店頭有価証券につき，社内規則に従って，発行者とその事業の実在性等について厳正に審査し，適当と認めたもののみを取り扱うこととされている。また，発行者が反社会的勢力でない旨を確約するなどの契約を発行者と締結するとともに，発行者が反社会的勢力に該当すると認められた場合等には，株主コミュニティを解散しなければならない。

⑤株主コミュニティ銘柄に関する情報の提供および書類の授受　運営会員は，投資者の株主コミュニティへの関与度合い（株主コミュニティへの参加・申出の有無・情報提供依頼の有無）に応じて，株主コミュニティ銘柄に関して必要な情報を投資者に提供することとされている。

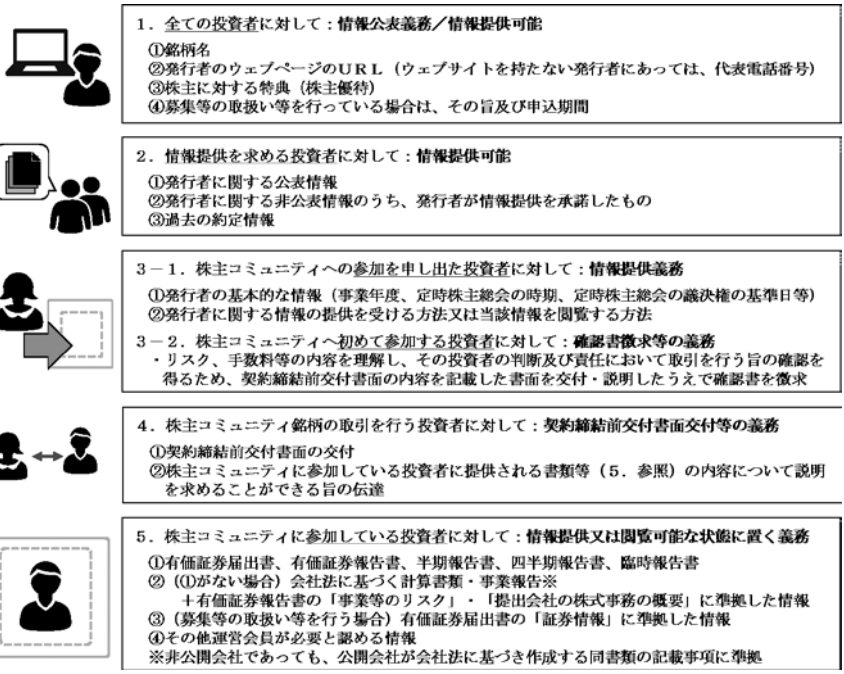
加えて，運営会員は，株主コミュニティ銘柄の店頭取引を初めて行う投資者から，リスク，手数料等の内容を理解し，投資者の判断と責任において当該店頭取引を行う旨の確認を得るため，あらかじめ，これらを説明した上で，確認書を徴求するとともに，投資者に対し，少なくとも当該店頭取引に係る特有のリスク等を含む，個別銘柄に関する契約締結前交付書面を交付し，その内容について説明しなければならない。

⑥株主コミュニティからの脱退および解散　運営会員は，株主コミュニティの参加者からの脱退の申出その他のあらかじめ取扱要領に定めた事由により，参加者に係る脱退の手続を行う。また，運営会員は，日証協により運営会員としての指定を取り消された場合には，直ちに自らが運営している全ての株主コミュニティを解散しなければならない。

⑦取扱状況の報告・公表　運営会員は，自社が取り扱っている株主コミュニティ銘柄の店頭取引等の状況について，毎週定期的に日証協に報告しなければならず，日証協は，その報告された内容について公表することとしている。

⑧業務管理体制の整備　運営会員および運営会員になろうとする証券会社は，株主コミュニティの適切な運営に必要な社内規則の作成および業務管理体制の整備をしなければならない。また，運営会員は，自社の株主コミュニティの運営方法等を示す取扱要領を作成し，これを公表しなければならない。

株主コミュニティ銘柄に関する情報提供・書面の授受（運営会員の行為）



株主コミュニティの取扱状況

2019年12月末現在

	運営会員数 （単位：社）	組成銘柄数 （単位：銘柄）	売買金額 （単位：千円）
2015年	2	11	71,149
2016年	3	13	441,599
2017年	3	16	551,013
2018年	5	20	499,065
2019年	6	19	500,798

８．プロ投資家向け市場「TOKYO PRO Market」　「TOKYO PRO Market」は，東京証券取引所とロンドン証券取引所が共同で，2009年６月に創設した「TOKYO AIM」を母体とし，現在は，東京証券取引所が運営するプロ投資家向けマーケットである。TOKYO AIM は，株式会社 TOKYO AIM 取引所（出資比率は東証51％，ロンドン証取49％）が運営していたが，2012年３月，東証がロンドン証取の全持分を譲受け，７月に東証へ統合された。TOKYO AIM（現 TOKYO PRO Market）は，2008年12月施行の改正金融商品取引法に盛り込まれた，プロ向け市場制度に基づいて運営されている。

従来の取引所市場では，売買注文を出せる投資家は特段に制限されていないが，プロ向け市場制度では，その範囲は特定投資家および非居住者に限られる。プロ投資家のみを対象に資金調達を行う場合，有価証券届出書等の提出は必要なく，東証の定める様式・方法に従って財務情報等（「特定証券情報」と呼ばれる）を公表すれば足りる。また，TOKYO PRO Market の上場会社は，有価証券報告書を提出する必要はなく，これも東証の定める様式・方法に従って財務情報等（「発行者情報」と呼ばれる）を公表すれば足り，内部統制報告書の提出や四半期開示も任意とされる等，投資判断・分析の可能なプロ投資家のみが投資することを前提として，従来の取引所市場よりも発行体の負担が一部軽減されている。

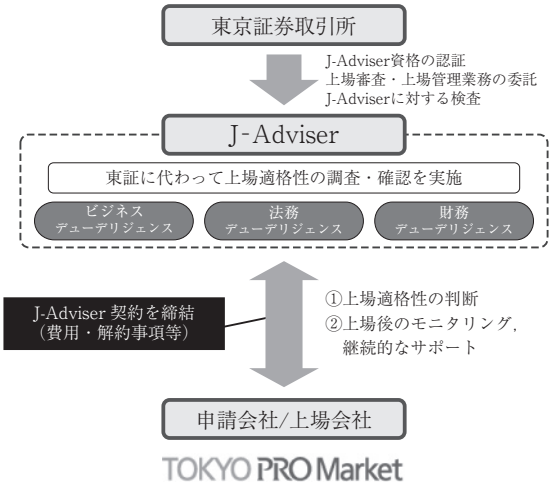
他方，プロ向け市場制度でも，財務情報等の虚偽記載やインサイダー取引に対して，法律上の罰則が適用され，大量保有報告制度，TOB 制度等は他の市場と同様に適用される。制度の詳細は右頁を参照されたいが，TOKYO PRO Market ではこのような法的枠組みを利用して，J-Adviser 制度（認証アドバイザー制度）を採用し，柔軟かつ規律ある市場制度を発行体ならびに投資家に提供することを目指している。J-Adviser を中心とする市場運営は，ロンドン証取の運営する AIM（Alternative Investment Market）の Nomad（Nominated Adviser）制度を参考に取り入れたもので，J-Adviser に属するコーポレートファイナンス等に係る専門家が，上場会社に対する新規上場手続きや上場後の適時開示等の助言・指導義務を担う制度である。

なお，TOKYO PRO Market では2019年12月末現在，J-Adviser が10社，上場会社が33社を数える。

TOKYO PRO Market 上場制度の概要

<table>
<tr><td>開示言語</td><td>●日本語または英語</td></tr>
<tr><td>上場基準</td><td>●数値基準はなし</td></tr>
<tr><td>審査主体</td><td>● J-Adviser（取引所に代わって上場適格性の調査・確認を実施）</td></tr>
<tr><td>上場申請から上場承認までの期間</td><td>●原則10営業日
●ただし，申請30営業日前に，取引所から J-Adviser への確認手続きあり</td></tr>
<tr><td>監査証明</td><td>●最近１年間</td></tr>
<tr><td>内部統制報告書</td><td>●任意</td></tr>
<tr><td>四半期開示</td><td>●任意</td></tr>
<tr><td>投資家</td><td>●特定投資家（注）及び非居住者
（注）　特定投資家とは
<table>
<tr><td>特定投資家</td><td>適格機関投資家（金融機関など），国，日本銀行</td></tr>
<tr><td>特定投資家
（一般投資家へ移行可能）</td><td>上場会社，資本金５億円以上の株式会社</td></tr>
<tr><td>「みなし」特定投資家</td><td>上記の特定投資家以外の株式会社
一定の要件に該当する個人（純資産の合計額／金融資産の合計額が３億円以上と見込まれ，１年以上の取引経験を有すること）</td></tr>
</table></td></tr>
</table>

J-Adviser の役割



J-Adviser制度

■役割
- J-Adviserは，新規上場の際，上場適格性の調査・確認（いわゆる，上場審査）を実施
- 上場後も上場適格性を維持できるよう，継続的な助言・指導サポートを実施
- 上場会社には，常に１社の担当J-Adviserの確保を義務付け

■J-Adviser資格の要件
- 資金調達（IPO/M&A）の助言業務，公開支援業務などに関する業務実績があり，これらの業務に精通している人材を要する法人で，取引所が認証

J-Adviserは現在10社

- ㈱アイ・アールジャパン
- SMBC日興証券㈱
- GCA FAS㈱
- 大和証券㈱
- 宝印刷㈱
- ㈱日本M&Aセンター
- 野村證券㈱
- フィリップ証券㈱
- みずほ証券㈱
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券㈱

（50音順）※2019年12月末時点

９．ETF 市場におけるマーケットメイク制度　ETF（上場投資信託）の流動性の向上を目指して，東京証券取引所では，2018年７月２日より，ETF 市場にマーケットメイク制度（以下「本制度」という。）を導入している。本制度は，取引所から指定を受けたマーケットメイカーが，所定の気配提示義務に基づいて継続的に注文を出すことで，投資家がより適切な価格で即時に売買ができるようになる制度である。本制度は，レバレッジ・インバース型 ETF を除く，全ての ETF を対象としており，マーケットメイカーは，低流動性銘柄数又は海外株式・債券指数連動 ETF の銘柄数等の所定の条件を満たすように，自身で参加する銘柄を選択する。

気配提示義務とインセンティブ

マーケットメイカーは，所定の気配提示義務に基づいて継続的に注文を出すことで，その対価としてインセンティブを得ることができる。気配提示義務には，⑴気配提示銘柄数，⑵気配提示時間及び⑶気配提示数量・スプレッドの３種類があり，マーケットメイカーはすべての義務を履行することで，売買代金比例のインセンティブ及び取引費用の一部免除等のインセンティブを得ることができる。なお，売買代金比例のインセンティブは，過去の日次売買代金が少ないほど高く設定されている一方，日次売買代金が50億円超の銘柄では支払わないことで，流動性が低い銘柄に対してマーケットメイカーの参加を促す仕組みにしている。

マーケットメイカーが気配提示義務に基づいて注文を出すことで，多数の銘柄で継続的に，立会市場におけるスプレッドが縮まり，注文数量が増えることになるため，投資家がより売買がしやすい環境が提供されることになる。

スポンサード ETF マーケットメイク制度

東証が設定する気配提示義務・インセンティブは，銘柄間の公平性の観点から，同種の ETF では一律の条件を設定しているが，運用会社が独自の気配提示義務・インセンティブを上乗せで設定できる，スポンサード ETF マーケットメイク制度も本制度に合わせて実施している。これにより，マーケットメイカーが参加しにくい銘柄への参加を促すことや，より高い水準の気配提示義務を設定することができるようになり，更なる流動性の向上が期待される。

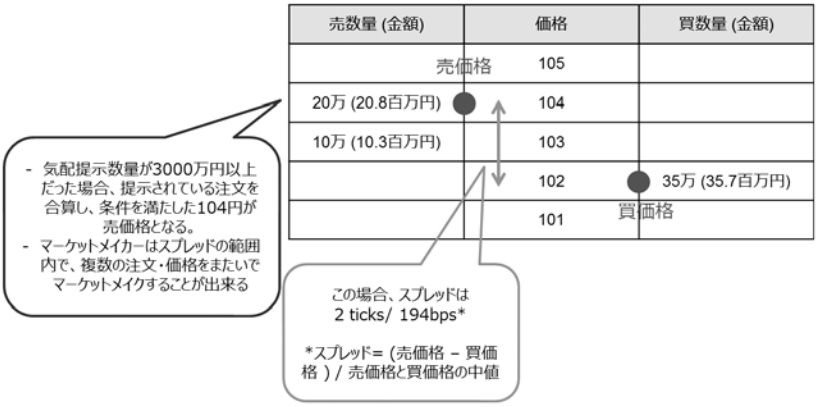
ETF マーケットメイク制度の概要

項目	内容	説明
対象銘柄	ETF（レバレッジ・インバース型を除く）	・ETNは対象としない ・レバレッジ・インバース型ETFは対象としない
申請資格	取引参加者自己 もしくは 高速取引行為者として登録を受けた者	・取引参加者自己（第一種金商業者/外国証券業者） ・委託（高速取引行為者として登録を受けたもの） のいずれかが登録される。委託マーケットメイカーとして申請する場合には、取引参加者経由での申請が必要 ・仮想サーバの占有が必要
気配提示義務	1．気配提示銘柄数	・定められた銘柄数以上の銘柄において気配提示義務を充足する必要がある
	2．気配提示時間	・立会内（計測対象時間）のうち80%以上の時間帯に気配提示を行う必要がある。なお売買停止等の期間中は計測対象時間から除外
	3．スプレッド・気配提示数量	・銘柄タイプ別に異なる最大スプレッド/最低気配提示数量を定める
インセンティブ	① 売買代金比例のインセンティブ	・流動性（日次売買代金）に応じて単価が異なる
	② アクセス料の一部免除	・マーケットメイクを行う銘柄に対して、アクセス料を一部免除
	③ 仮想サーバ費用の一部免除	・一定以上の数の銘柄で気配提示義務を満たした場合、仮想サーバ費用を一部免除

スプレッド・気配提示数量に係る気配提示義務（2019年10月１日時点）

銘柄タイプ	銘柄群	スプレッド（売り買い注文の間隔：いずれか広い方）	気配提示数量
A	日経225・TOPIX・JPX日経400を対象指数とするETF	20 bps もしくは 2 ticks 以内	片側 3,000万円以上
B	国内株・REITを連動対象とするETF	50 bps もしくは 3 ticks 以内	片側 1,000万円以上
C	海外指数ETF	50 bps もしくは 3 ticks 以内	片側 500万円以上
D	一部海外指数ETF	80 bps もしくは 4 ticks 以内	片側 500万円以上

スプレッド・気配提示数量の考え方



第12章　金融商品取引業（証券業）

１．金融商品取引業者（証券会社）の概説（１）　証券取引法を統合した「金融商品取引法」（以下，金商法と略）が2007年９月に全面施行された。金商法は，金融商品取引業の業務種別として，第一種および第二種金融商品取引業，投資助言・代理業，投資運用業の４つをあげる。証券会社は第一種金融商品取引業の登録を受けなければならない（同法29条）。第一種業のうち有価証券関連業（28条８項）が従来の「証券業」に相当する。有価証券関連業を除く第一種業としては店頭金融先物業（主として店頭外為証拠金業）があげられる。

証券業の登録制は1948年証取法制定以来採られてきたが，68年４月以降，免許制に移行した。免許制の運用は，過当競争の防止と専念義務（兼業の原則禁止）によって証券会社の経営を安定させ，これを通じて投資家保護をはかるという理念に立脚している。この結果，証券行政は予防的性格を強め，証券業への新規参入はほとんどみられなくなった。

しかし，証券市場の発展につれ証券会社の取扱商品は多様化するだけではなく，90年代に入ると産業構造の転換，高齢化社会への移行，日本的雇用慣行の修正，インターネットなどIT革命等を背景にして，未公開株の取扱い，資産の証券化，M&A（合併・買収）の仲介，資産管理，インターネット・ブローキングなど，証券サービスに対する顧客ニーズも変化・多様化しはじめた。

免許制は，証券会社の経営安定効果をもつ反面，店舗設置，新商品・サービス開発等の営業政策において創意工夫を殺ぎ，自己責任意識を希薄にするという弊害が指摘されるようになった。そこで，「金融システム改革法」の一環として証取法が改正され，98年12月から証券業は再び「登録制」に移行した。

その後，投資性の強い金融商品・サービスには横断的に同等の投資家保護規制をかぶせるべき，との考えから集団投資スキームやデリバティブ取引など幅広く規制対象に含めた金商法が成立した。同法は証取法，抵当証券業規制法，金融先物取引法，投資顧問業法等を統合し，証券業，金融先物取引業，投資顧問業などの縦割り型規制から，「金融商品取引業」という幅広い業概念を導入し，横断的に業規制を行うこととなった。また2012年金商法改正により，商品関連市場デリバティブ取引が第１種金融商品取引業に追加された。

証券会社（第一種金融商品取引業）の業務範囲とその要件

<table>
<tr><td>1．第一種金融商品取引業(金商法28条１項１－５)</td><td>有価証券関連業（金商法28条８項）</td></tr>
<tr><td rowspan="4">①有価証券の売買，市場デリバティブ取引，外国市場デリバティブ取引の「自己売買」，「媒介・取次ぎ・代理」，上記の「売買委託の媒介・取次ぎ・代理」，「有価証券等清算取次ぎ」，「有価証券の売出し」，「有価証券の募集・売出しの取扱い，私募の取扱い」。 ②商品関連市場デリバティブ取引の「媒介・取次ぎ・代理」，上記の「売買委託の媒介・取次ぎ・代理」，「清算取次ぎ」。 ③店頭デリバティブ取引の「媒介・取次ぎ・代理」とその「清算取次ぎ」。④有価証券の「引受」。⑤電子情報処理組織を利用して同時に多数の者を一方当事者または各当事者として有価証券の売買，媒介・取次・代理を行う業務（私設取引システム運営業務＝PTS 業務）。⑥上記取引に関連して受ける顧客からの有価証券等の預託業務および社債・株式の口座振替に関する業務（有価証券等管理業務）

注　⑤は認可を要する（30条１項）。なお，PTS は Proprietary Trading System（私設取引システム）の頭文字。</td><td>左記第１種金融商品取引業のうち，「有価証券」にかかる業務を指す。従来の「証券業」に該当する業務（金融機関が行うことを原則として禁止されている業務範囲を定義したもの）</td></tr>
<tr><td>登録拒否事由（＝登録基準）（金商法29条の４第１項，金商法施行令15条）</td></tr>
<tr><td>①登録取消後５年未満，法令違反による罰金刑に処せられて５年未満。②役員等に破産者もしくは一定の刑事罰を受け，執行後５年未満の者がいる。③金融商品取引業を適格に遂行するに足る人的構成を有しない。④資本の額および純財産額が5,000万円に満たない。⑤株式会社でない者。⑥付随業務，兼業届出業務以外の業務が公益に反するかまたはリスク管理が困難である者。⑦主要株主〔議決権20％〕が不適格者である。⑧自己資本規制比率が120％未満。⑨他の金融商品取引業者と商号が同一または類似商号である者。</td></tr>
<tr><td>最低資本金（金商法施行令15条７および11）</td></tr>
<tr><td></td><td>①主幹事として元引受を行う場合，30億円，
②上記以外の元引受，５億円以上
③PTS 業務は，３億円
④上記以外の第一種金融商品取引業は，5,000万円</td></tr>
<tr><td colspan="2">2．付随業務（35条１項１－15）</td></tr>
<tr><td>①有価証券の貸借またはその媒介・代理
②信用取引に付随する金銭の貸付
③顧客からの保護預かり有価証券を担保とする金銭の貸付
④有価証券に関する顧客の代理
⑤投信の収益金・償還金・解約金の支払いに係る業務の代理
⑥投資法人の投資証券（会社型投信）の配当金・払戻金・残余財産の分配に係る業務の代理
⑦累積投資契約の締結
⑧有価証券に関連する情報の提供・助言
⑨他の金融商品取引業者等の業務の代理</td><td>（以下は，金商法で新たに付随業務として追加された業務）
⑩登録投資法人の資産の保管
⑪他の事業者の事業譲渡・合併・会社分割・株式交換・株式移転に関する相談またはこれに関する仲介
⑫他の事業者の経営に関する相談
⑬通貨その他のデリバティブ取引に関連する資産の売買およびその媒介・取次・代理
⑭譲渡性預金その他の金銭債権の売買およびその媒介・取次・代理
⑮投信法に規定する特定資産に対する投資として運用財産の運用を行うこと</td></tr>
<tr><td colspan="2">3．届出業務（35条２項，金融商品取引業等内閣府令68条）</td></tr>
<tr><td>①商品取引所取引
②商品等デリバティブ取引
③貸金業その他，金銭の貸付およびその媒介
④宅地建物取引業および宅地建物の賃貸業務
⑤不動産特定共同事業
⑥商品投資運用業務
⑦有価証券またはデリバティブ取引に係る権利以外の資産に対する投資として運用財産の運用を行う業務
その他内閣府令で定める業務として次の項目を列挙：
①金地金の売買又はその媒介，取次ぎ，代理業務。②組合契約。③匿名組合契約。④貸出参加契約の締結又はその媒介，取次ぎ，代理業務。⑤保険募</td><td>集業務。⑥不動産賃貸業務。⑦物品賃貸業。⑧電子計算機プログラムの作成・販売および計算受託業務。⑨確定拠出年金運営管理業。⑩信託契約代理業。⑪遺言信託・遺産整理契約の締結の媒介。⑫金融機関代理業。⑬不動産管理業務。⑭不動産投資助言業務。⑮排出権の取引・同デリバティブ取引およびその媒介・取次・代理。⑯投資法人・特別目的会社から受託する機関運営事務。⑰有価証券・デリバティブ取引に係る権利以外の資産に他人のため投資運用を行う業務。⑱債務保証・債務引受とその媒介等。⑲顧客に対する他の事業者の斡旋・紹介業務。⑳他の事業者の業務に関する宣伝・広告。㉑資金移動業など。</td></tr>
</table>

（注）１．以上のほか，内閣総理大臣の承認を受けた業務（承認業務）を行うことが出来る（35条４項）
２．投資一任契約は独立した金融商品取引業務のひとつである「投資運用業」とされたため，届出業務から削除された。

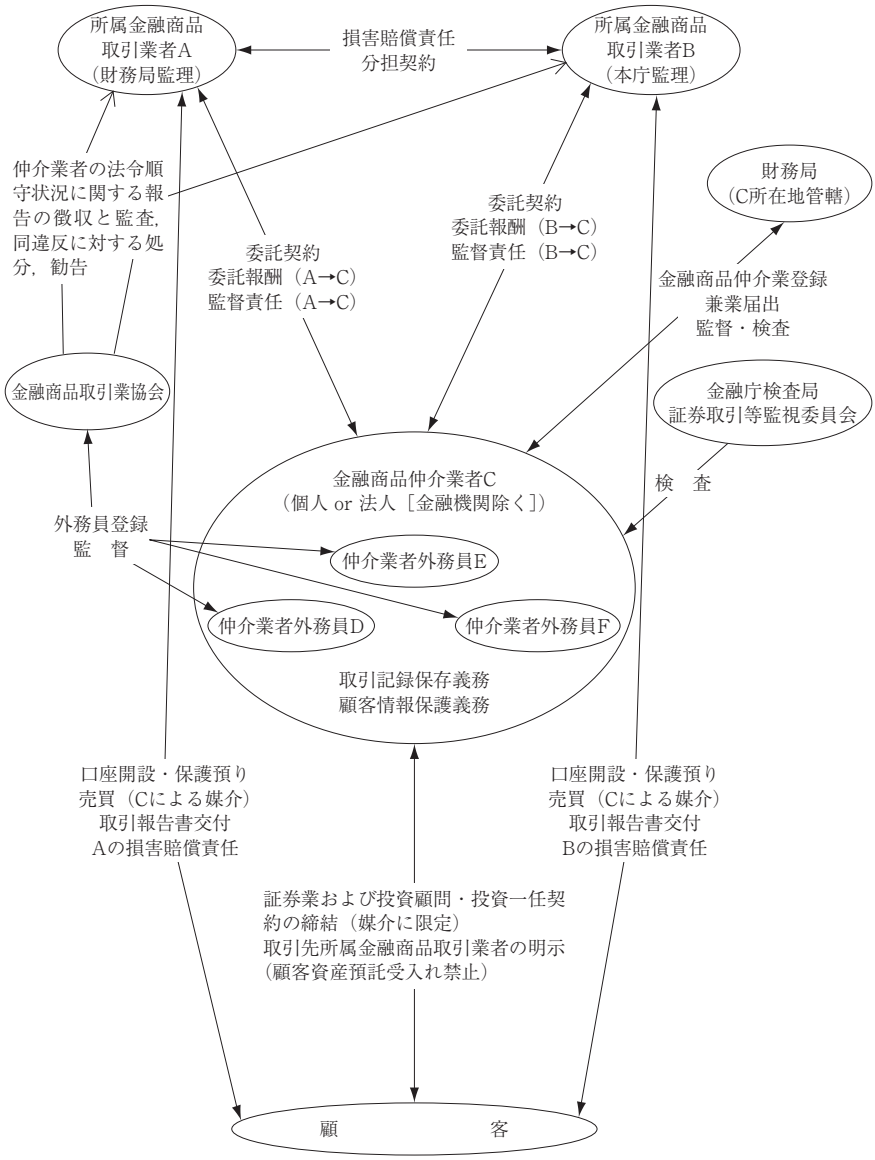
２．金融商品取引業者（証券会社）の概説（２）　従来の証券仲介業は，金融商品取引法では「金融商品仲介業」と呼ばれることになった。当該仲介業は，第一種金融商品取引業，投資運用業，登録金融機関（12節）の委託を受けて，①有価証券の売買（PTS での取引は除く）の媒介，②取引所市場における有価証券の売買または市場デリバティブ取引の媒介，③有価証券の募集・売出しまたは私募の取扱い，④投資顧問・投資一任契約の締結の媒介を行う業務をいう（金商法２条11項）。すなわち，自らは顧客口座を有さず顧客を勧誘しその取引の注文を所属業者に取次ぐ業務である。

これまでの証券仲介業と比べると，新たにデリバティブ取引の媒介，投資顧問・投資一任契約の締結の媒介が加わり，業務範囲が拡大した。他方，規制内容は基本的に変わらない。すなわちこの業務に携わろうとする者を登録制にして不適格者を排除し，金融商品取引業者に準じた行為規制（損失補てん禁止や適合性原則の遵守など）に服せしめ，所属業者の指揮命令関係を明確にしてその監督責任，賠償責任を法律上明記するとともに行政当局が検査・監督権限をもつことにして，投資家保護をはかろうとする法規定になっている。

また登録要件も旧証券仲介業とほぼ同様である。第１種金融商品取引業者とは別に緩やかな登録要件にして当該仲介業への参入を容易にする工夫が維持され，①仲介業者は個人，法人いずれでも良く，法人は株式会社でなくても良いこと，②最低資本金や純資産額，自己資本規制いずれについても不問とされている。また業務範囲は勧誘，注文取次ぎに限られており，顧客からの金銭・証券の預託を受けることは禁止される（従って投資者保護基金の加入も免除される）。仲介業者の営業員は金融商品取引業者の場合と同様に外務員資格を必要とし，その登録事務は日本証券業協会（認可金融商品取引業協会）が行う。

金融商品仲介先は複数社（者）でも良い。2019年６月末現在，金融商品仲介業者は実数で891（法人582社，個人309名），延べ数で1,149（法人812，個人337）である。仲介先としてエース証券410，SBI 証券145など，販売網拡大を狙う中堅中小証券やネット証券に多い（金融庁「金融商品仲介業者登録一覧」調べ）。このほか，金融商品仲介業は登録金融機関業務に含まれ，金融機関も株式，社債，外債について仲介業を営むことが出来る（12節参照）。大手証券は地方金融機関と仲介業契約を結ぶことに熱心である。

金融商品仲介業者の概要



（注）　複数の委託契約も可能
〔出所〕　金融庁資料より筆者作成

３．金融商品取引業者（証券会社）の概説（３）　戦後ながらく，わが国証券会社は収入源，業務量いずれからみても株式ブローカー業務に多くを依存するという共通性をもちながら，①経営組織的には日本的雇用慣行のもとで大量の社員を採用し，すべての証券業務を多角的に営む大規模「総合証券」と株式ブローカー業務を中心に歩合外務員に依存する小規模「中小証券」が二極的に併存し，②競争構造的には野村，大和，日興，山一の大手４社が証券業務のあらゆる分野で最大のシェアを占め，かつ多くの中小証券を系列化する「４社寡占」体制が確立してきた。この構図は，海外はもちろん戦前にもみられない戦後わが国証券業界の大きな特徴であり，若干の修正を加えられながらも90年代後半まで維持されてきた。

しかしバブル崩壊後の90年代に証券不況が深化，この過程で97年以降山一証券をはじめ多くの証券会社の経営破綻が続いた。また大手証券が中小証券系列化政策を放棄し，証券会社の経営権も浮動化し始めた。他方，これと前後して大手銀行などが証券会社の経営権を取得し，加えて特定の分野に業務を絞った特色ある営業スタイルの業者が多数，証券業に新規参入をはじめた。

このほか，外資系証券会社の進出も活発である。外国証券会社の一部は，90年以降，既存の証券業務では海外投資家からの注文を中心に株式やデリバティブの売買シェアを上昇させる一方，資産の証券化，仕組み債の組成，M&A など新しい業務を主導しつつある。

登録制と専業義務の撤廃（1998年），日本証券業協会の加入要件の緩和（2007年，９節参照）の結果，主たる業務が証券業ではない業者も第一種業に登録し，協会に加入するようになった。2007年４月～19年３月までの12年間，協会員は152社が退出（合併・事業譲渡，自主廃業，登録取消による），104社が参入（変更登録を含む），業界の流動化は進んでいる。なお，外資系証券会社在日支店は10社（2019年８月末）だが，現地法人設立や国内法人化，国内証券の買収により実質的な外資系はもっと多いと推定される（右下表）。

こうして，業界序列の面では４社中心，業務特性ではブローカー中心の画一的なあり方は激変し，わが国証券業界は外資系，銀行系など支配株主面で多様化した。また，証券業自体がブローカー業務以外へ多様化しているだけではなく，そもそも「非証券業プロパー」の業者の参入も多くなっている。

証券会社数・資本金・従業員数

年末	証券会社（本店数）			店舗数（本店含む）	資本金（億円）	従業員数（人）	
	取引所参加者	取引所参加者等以外	計			内勤従業員	外務員
2012年	103 (6)	168 (11)	271 (17)	2,138 (17)	17,349	13,372	69,684
2013年	101 (6)	157 (10)	258 (16)	2,106 (17)	17,378	12,256	82,976
2014年			253 (16)	2,107 (18)	17,539	13,016	85,358
2015年			252 (13)	2,130 (15)	17,936	13,562	88,108
2016年			260 (11)	2,142 (13)	18,352	14,552	89,942
2017年			265 (10)	2,184 (12)	18,308	14,235	76,696
2018年			266 (10)	2,147 (12)	17,520	14,335	76,480
2019年			265 (10)	2,125 (12)	17,519	14,484	77,868

（注）　1．カッコ内は外国証券の在日支店数で内数。東京支店は本店に含む。2．2019年の社数，店舗数，資本の額，従業員数は６月末。このほか，金融商品仲介業者所属の外務員3,946人（2019年６月末）。3．資本金は外国証券会社を除く。4．2003年４月16日付規則改正で歩合外務員の定義及び資格要件等を廃止，2014年３月末以降，取引所参加者の区分表示を廃止した。

〔出所〕　日本証券業協会『証券業報』，『業務報告書』等より作成

証券業協会加盟業者分類

（2019年７月末）

	証券業プロパー	非証券業プロパー	内訳		
			資産運用関連	FX（外為証拠金取引）	そのほか
国内業者　190社	149	41	20	16	5
外資系業者　75社	46	29	26	3	

（注）「非証券業プロパー」とは主たる業務が証券業ではない業者を言う。また「資産運用関連」とは投資運用，ファンド・証券化組成販売をさす。なお，外資系業者は筆者推計。

国内業者149社（証券業プロパー）の支配株主・規模・地域・業務特性分類

独立系大手（野村系２，大和）　3社	銀行系 29社		中堅中小（対面） 78社		ネット専業（スマホ証券含む） 15社
上場証券　15社	内訳	メガバンク系　4	内訳	東京　21	PTS 専業 6社
		地銀系　22		大阪　7	
		そのほか銀行系　3		地方　50	そのほか 3社

４．証券業務（１）―― 本来業務（１）　金商法により証券会社は第一種金融商品取引業者と呼ばれるようになり，業務範囲は拡大した。このうち有価証券関連業は，株式，公社債，投資信託，デリバティブに係るものに分けられ，業務方法別に①自己売買－ディーリング業務，②委託売買－ブローカー業務，③引受－アンダーライティング業務，④募集－セリング業務に大別できる。

流通市場における株式業務としては顧客注文に基づき証券取引所で執行するブローカー業務が中心であり，これと並んで自己の計算で行うディーラー業務がある。公社債については値段が株価に連動する転換社債等を除き証券取引所で執行することが少ないので，証券会社は顧客の注文を自己勘定と付け合わせる形で執行する場合が多い（公社債ディーラー業務）。ブローカー，ディーラー業務を通じて，証券会社は証券取引所と並んで有価証券の公正な価格形成，流動性提供の一翼を担っている。

発行業務としては国債等の公共債，民間企業の普通社債，エクィティ証券（株式，新株予約権付き社債）の公募発行における引受のほか，証券取引所等への上場の際の株式公開に伴う引受業務がある。引受とは新規に発行（または売出し）される証券を他に取得させる目的で，または売れ残った場合に取得することによって発行を確実にさせる行為をいう。発行者から取得する行為を元引受（発行者と元引受契約を確定するため協議をおこなう業者を幹事証券会社という），元引受け業者から取得する行為を下引受という。募集とは新規発行証券の取得の勧誘・販売の業務をさし，対象としては上記の発行証券の他，投資信託等がある。売出しとは既発行証券の取得の勧誘・販売の業務をさし，大株主からの分売などがこれに当たる。

98年に新規に認められた業務として店頭デリバティブ業務とPTS業務がある。前者は証券取引所外で株式や株価指数等の先渡取引，オプション取引，株価指数と金利とのスワップ取引等を顧客と締結またはその委託を行う業務であり，実際にはこの契約を組み込んだ仕組み債券（株価連動社債等）を組成，販売している場合が多い。PTSは電子情報処理組織を利用して投資家の注文を付合わせる業務である。PTS業務は業務の専門性が高く，金商法でも高度のリスク管理が必要なことから内閣総理大臣の認可を必要とする（１節参照）。

東京証券取引所および大阪取引所取引参加者による取引状況

	現物株式売買高（金額ベース，兆円）			上場デリバティブ取引状況（金額ベース，兆円）
	自己売買	委託売買	うち信用取引受託比率（%）	想定元本（株式，債券など）
2007/3	525	982	18	2,273
2008/3	552	1,036	16	2,776
2009/3	381	665	18	1,846
2010/3	291	540	21	1,467
2011/3	243	595	16	1,632
2012/3	152	537	15	1,420
2013/3	177	672	17	1,888
2014/3	273	1,348	21	2,295
2015/3	249	1,174	18	2,381
2016/3	285	1,317	15	2,689
2017/3	280	1,212	14	2,178
2018/3	336	1,429	14	2,828
2019/3	317	1,349	13	3,098

（注）　1．決算年度は前年４月～当年３月まで。2．往復計算。3．現物は総合取引参加者（外国証券会社含む，2019年３月期末88社）の取り扱い分。4．このうち77社は大阪取引所デリバティブ取引にも参加。5．このほか金融機関25行（庫）が大阪取引所国債先物等取引に参加。6．デリバティブ取引状況には統合前の旧東証における取引を含む。

〔出所〕　日本取引所グループ『統計資料』等より作成

PTS の取引状況

（単位：10億円）

	取引所内取引（A）	取引所外取引（B）	合計（A）+（B）	PTS 取引（C）	取引所外取引に占める PTS 取引（C/B）	取引所銘柄取引合計に占める PTS 取引（C/（A+B））
2011/3	397,577	24,801	422,378	4,937	19.9%	1.2%
2012/3	335,080	32,299	367,379	15,203	47.1%	4.1%
2013/3	382,653	36,328	418,981	21,247	58.5%	5.1%
2014/3	722,202	72,361	794,563	44,004	60.8%	5.5%
2015/3	655,514	72,505	728,019	36,177	49.9%	5.0%
2016/3	755,464	86,191	841,655	38,381	44.5%	4.6%
2017/3	671,447	83,932	755,379	30,967	36.9%	4.1%
2018/3	787,401	121,446	908,846	35,235	29.0%	3.9%
2019/3	745,182	114,155	859,336	37,339	32.7%	4.3%

（注）　1．決算年度は前年４月～当年３月まで。2．片道計算。3．PTS 大手として，SBI ジャパンネクスト証券，チャイエックスジャパンなど。

〔出所〕　PTS Information Network の統計資料より作成

５．証券業務（２）── 本来業務（２）　金商法は証取法のほか金融先物取引法も包含する形で施行されたため，第一種金融商品取引業には有価証券デリバティブ取引のほか金融先物取引等も含まれることになった。また，これまで認可を要した店頭デリバティブ取引は認可不要となった（店頭デリバティブ取引の概況については８章９節を参照のこと）。

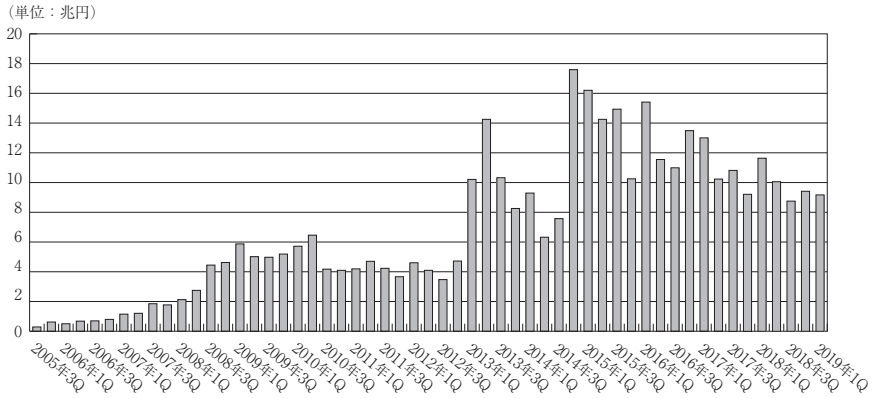
デリバティブ取引の対象は，①有価証券，預金債権，通貨などの「金融商品」（金商法２条24項）および②金融商品の価格・利率，気象観測数値などの「金融指標」（２条25項）である。2012年法改正により，「金融商品」の定義に「コモディティ」（ただし米を除く）が加わった。デリバティブの顧客は金融機関や機関投資家が中心で取引先間のスワップの媒介を行うほか，証券会社が仕組み債の甘味材として株式店頭オプションを利用し，あるいは，外債の引受において発行会社と金利や通貨スワップを締結する例が多い。

他方，個人投資家の利用頻度が比較的高いものとして，日経225ミニ先物（大取）のほか，店頭物として「外為証拠金取引（FX 取引）」がある。店頭 FX 取引とは，証拠金（保証金）を業者に預託し，主に差金決済による為替の売買を行う取引であり，1998年の外為法改正により外貨取引が自由化されたことを受け，一部の商品先物業者が先鞭をつける形ではじまった。少額の証拠金で高いレバレッジ（１～100倍，平均20倍）の取引が可能とされる。

当初，この取引に関する法律や規制がなく，トラブルが多発したため，2005年に改正金融先物取引法（現，金商法）が施行，業者は登録制となり，悪質な業者は排除されつつある。この結果，右図に見られるように FX 取引は急速に拡大している。また，東京金融先物取引所が2005年に FX 取引を上場させ（「くりっく365」），取引の透明性も図られている。なお，レバレッジの上限も2010年８月に50倍，11年８月には25倍に制限された。

現在，FX 取引の中心は，対面からインターネット取引に移行しており，FX 専業者（外為ドットコム，外為オンラインなど）のほか，ネット証券会社も積極的に手がけている。なお，外為に限らず証券・証券指数・金利・コモディティを対象資産とし，少額の証拠金で差金決済する店頭取引は，CFD 取引（Contract for Difference）と呼ばれる。この取引はイギリスを発祥とするが，わが国でも一部の業者において手がけられている（右表）。

店頭外為証拠金取引



（注）　1．当協会会員および特別参加者からの報告に基づく集計。
　　2．出来高は，買付取引と売付取引の合計であり，媒介取引の計数を含む。
　　3．外国通貨は，各期末の外国為替レートで日本円に換算して計上。
〔出所〕　金融先物取引業協会調べ

証券を対象とする店頭 CFD 取引

	2015年３月末	2016年３月末	2017年３月末	2018年３月末	2019年３月末
口座数	105,790	123,137	148,692	185,131	248,497
証拠金等残高（億円）	107	152	161	243	309

（取引状況）

	個別株関連	株価指数関連	債券関連	その他有価証券関連	合計
2017年４月～2018年３月					
取引金額（億円）	1,258	118,358	1,114	1,529	122,259
取引件数	187,412	4,939,815	8,998	420,028	5,556,253
建玉（億円，2018年３月末）	40	285	24	17	366
2018年４月～2019年３月					
取引金額（億円）	1,676	213,580	792	1,826	217,874
取引件数	241,273	8,975,777	7,246	868,669	10,092,965
建玉（億円，2019年３月末）	31	390	14	22	457

（注）　取引金額，建玉は想定元本ベース。建玉は年度末。日本証券業協会の会員および特別会員の取引高等を合算したもの
〔出所〕　日本証券業協会資料より作成

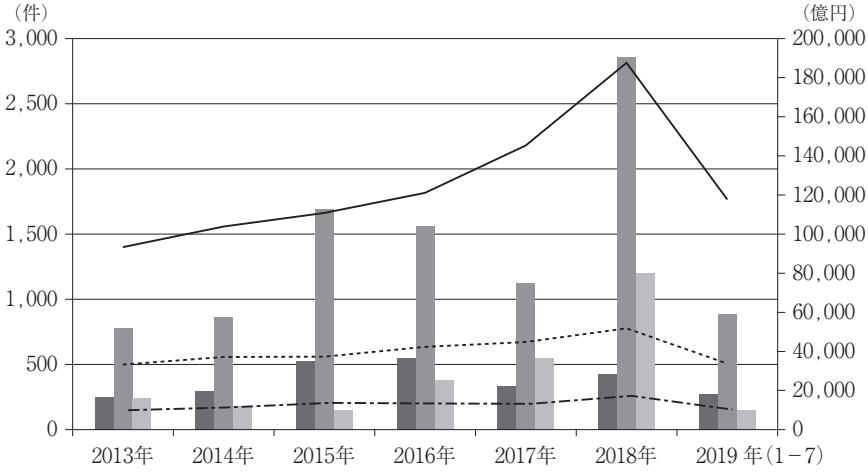
6．証券業務（3）―― 付随業務，兼業業務ほか　以上の本来業務のほか証券会社が行いうる業務として付随業務，届出業務その他がある。また，届出業務に含められていた投信運用，投資一任および集団投資スキームにかかる財産の運用は「投資運用業」（金商法28条４項）として別個に登録を必要とすることになったが，登録要件は第一種金融商品取引業に準じている。

株式委託注文のうち資金や株券を顧客に貸し付けて行う「信用取引」は1999年頃から増え始め，2000年代には委託高の14～20％前後を占める（４節の表）。「有価証券貸借取引」とは株式や公社債を貸借する取引であり，貸株取引，債券レポ（Repo）取引とも称する。この取引は担保として現金を徴収するため，見方を変えれば株券や債券を担保とする資金調達手段ともいえるので，債券レポ取引は経済的には債券現先取引と同等である。従って現物の株券，債券，資金の調達機能が向上し，証券会社は顧客からの大口注文やバスケット注文に応じやすくなり，公正な価格形成，市場流動性向上に資する効果がある。「他の事業者の事業譲渡・合併等に対する相談又はこれに関する仲介」とは取引先企業に対して事業部門の分社化や買収，合併，公開価格，買収価格の算定などM&A に関連するアドバイザリーサービスである。

他方，大手・準大手など主要証券会社は「投資運用業」の登録を併行させ，投資一任業務として「ラップ口座」，集団投資スキームの運用業務として未公開株や不動産に投資するファンドの組成・運用を行っている。2019年３月末現在，ラップ口座は86万8,097件，88,287億円の残高となり（日本証券投資顧問業協会調べ），順調に伸びている。またM&A のアドバイザリーや未公開株，不動産ファンドの組成，証券化業務（届出業務のうちの金銭債権の売買を含む）などは，これと連動する引受業務とあわせ「投資銀行業務」と総称され，大手・外資系・メガバンク系証券が注力している業務である。

なお，委託手数料の全面自由化（99年10月）を受けて，株式ブローカー業務では手数料の低いインターネット取引サービスが出現，その取引シェアは急増している。同サービスの提供業者数は77社，口座数2,693万口座（2019年３月末），18年10月～19年３月中の株式現金および信用取引は175兆789億円（委託売買代金の23.6％），投信販売7,528億円となっている（日本証券業協会『証券業報』19年６月）。特にネット専業証券の伸張が著しい。

日本企業に関する M&A の件数と金額



（注）　1．金額は棒グラフ（右目盛り，億円），左から「内－内」，「内－外」，「外－内」。
　　件数は折れ線（左目盛り），上から「内－内」，「内－外」，「外－内」。
　　2．内－内は日本企業同士の M&A。内－外は日本企業による外国企業への M&A。
　　外－内は外国企業による日本企業への M&A。2019 年は 1 － 7 月のみ。

ラップ口座を利用する顧客との契約状況

（単位：億円）

	投資一任		投資助言		総合計	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額
2011年３月末	43,509	5,890	260	17	43,769	5,907
2012年３月末	42,467	5,799	5	6	42,472	5,805
2013年３月末	51,758	7,689	0	0	51,758	7,689
2014年３月末	105,706	13,760	0	0	105,706	13,760
2015年３月末	307,346	38,973	0	0	307,346	38,973
2016年３月末	482,217	57,776	4	0	482,221	57,776
2017年３月末	564,622	65,702	0	0	564,622	65,702
2018年３月末	716,614	79,843	4	10	716,618	79,853
2019年３月末	868,092	88,272	5	15	868,097	88,287

（注）　ラップ口座は顧客が投資顧問業務に係る報酬，売買執行手数料，口座管理手数料等の手数料を運用残高に応じて一括して支払う口座を言う。
〔出所〕　日本投資顧問業協会「統計資料」

７．金融商品取引業者（証券会社）の収支状況　証券会社の証券業務を収入項目と関連させてみると，①ブローカー業務は「委託手数料」，②アンダーライティング業務は「引受・売出手数料」，③セリング業務は「募集・売出取扱手数料」，④ディーラー業務は「トレーディング損益」（売買益と売買損を相殺）となる。⑤「金融収益」は，顧客への信用取引供与に際して徴収する利子・品貸料，信用取引以外の方法（レポ取引など）で行う株券や債券の貸付けに伴う品貸料および株券や債券の借入れに伴い担保として差し入れた現金への利子，証券在庫から派生する利子・配当金その他からなる。⑥「その他手数料」には付随業務，兼業業務にかかる手数料が含まれ，投信分配金等の支払い代理業務等にかかる投信委託会社からの代行手数料，資本政策やM&Aなどに関する取引先企業への情報提供・助言手数料などがある。

他方，費用をみると，①「販売費・一般管理費」（人件費，不動産関係費，事務費，取引関係費等），②「金融費用」（信用取引に要する資金や株券を証券金融会社等から借り入れた場合の利子・品借料，レポ取引に係る品借り料・利子，銀行借入金・社債発行利子等）よりなる。証券業務にかかる収益を営業収益，これから金融費用を控除したものを純営業収益，さらに販売・一般管理費を控除したものを営業利益という。業務に関わらない営業外損益を加味して経常利益が算出される。投資有価証券や所有不動産の売却益，売却損，ノンバンクなど関連会社・子会社等への支援損は特別損益に計上される。

平成の30年間をみると，絶対額，純業務収益に占める割合からみて委託手数料は傾向的に落ち込む一方，「その他手数料」は逆に増加している。募集手数料は純業務収益の８％前後を占めるが，その多くは投信販売によるものである。「その他手数料」は今や最大の収益源であり，①M&A等の助言手数料，②外資系証券会社の移転価格税制に基づく損益配分，③投信の代行手数料，④投信委託者報酬，一任運用投資顧問料，⑤外為証拠金取引手数料などである。

近年，日本企業のM&Aが増えていること（６節），外国証券会社が海外親会社グループと国内機関投資家等との媒介によって海外証券等を売買させていること，内外合わせ65社の投資運用業，ファンド・証券化組成運用業，FX専業者等が参入しており（３節），その収入のほとんどが「その他手数料」として計上されていることが，この収支状況に反映している。

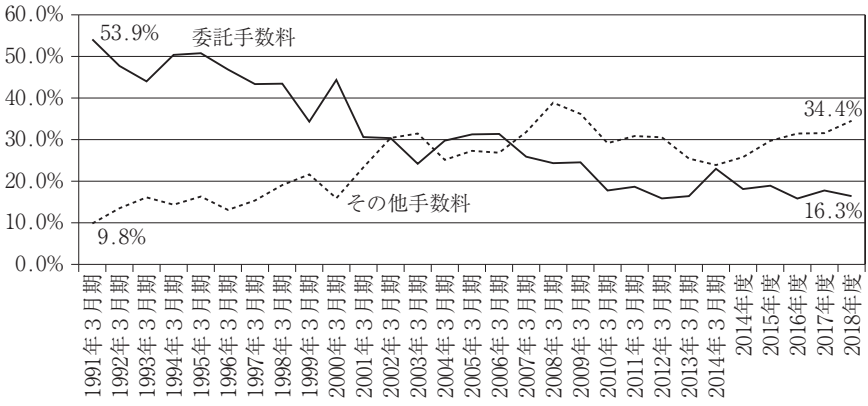
日本証券業協会員の決算概況

（百万円）	1991年３月期		2018年度	
会員数	260	構成比	259	構成比
営業収益	4,428,700		3,727,313	
受入手数料	2,877,500	76.7%	2,010,060	64.0%
委託手数料	2,023,000	53.9%	513,089	16.3%
引受手数料	172,100	4.6%	184,934	5.9%
募集手数料	314,300	8.4%	231,414	7.4%
その他手数料	368,100	9.8%	1,080,621	34.4%
売買損益	217,400	5.8%	744,113	23.7%
金融収入	1,333,800	35.6%	901,672	28.7%
信用取引	784,300	20.9%	96,346	3.1%
金融費用	677,800	18.1%	587,231	18.7%
信用取引	184,400	4.9%	13,389	0.4%
支払い利息	467,000	12.5%	72,409	2.3%
純営業収益	3,750,900	100.0%	3,140,082	100.0%
販売・一般管理費	3,036,100		2,752,194	
取引関係費	562,700		684,923	
人件費	1,264,300		1,022,578	
営業損益	714,800		387,888	

（注）　協会員の決算年度は2014年４月以降，３月決算を義務付けられなくなった。2018年度は従来の表記では2019年３月期に相当する。

〔出所〕　日本証券業協会『会員の決算概況』より作成

純営業収益に占める割合（委託手数料とその他手数料）



８．金融商品取引業者（証券会社）の財務状況　証券会社のバランスシートは，業務の特殊性を反映して実際以上に膨らんで見える。最も額の大きい項目として資産側の「有価証券担保貸付金」，負債側の「同借入金」がある。これは証券貸借取引（６節参照）に付随する担保金の処理項目であり，債券等の借り入れに対する担保金の差し入れは「同貸付金」，貸し付けに対する担保金の受入は「同借入金」となる。次に「トレーディング商品」はディーラー業務に関して生じる勘定であり，現物の買いポジションは「商品有価証券等」の借方に，空売りは貸方に計上される。また先物，オプション，スワップなどのデリバティブについては時価評価し，その評価益を「デリバティブ取引」の借方に，評価損を貸方に計上する。約定したが受渡しが未済の場合，売却にかかる代金相当額を約定見返勘定の借方に，買付けにかかる支払相当額を貸方に計上する。証券会社は現物，デリバティブ，債券レポにおいて顧客注文の迅速な執行，裁定利益追求の目的で両建てのポジションをもつが，リスク管理徹底のためリスクに焦点を当てた約定基準の経理処理をすることになっている。

ついで，信用取引貸付金は，顧客の信用取引にかかる買付け代金相当額であり，同「借証券担保金」は貸借取引により証券金融会社に差し入れている担保金である。他方，信用取引借入金は証券金融会社からの貸借取引借入金であり，同「貸証券受入金」は顧客の信用取引にかかる売りつけ代金相当額である。

顧客資産の分別管理に伴い，顧客分別金を社外に信託しなければならないが（11節参照），これが預託金の大部分を占める「顧客分別金信託」勘定である。

なおリスク管理に関して従来は個別商品ごとに純財産額に対する保有割合の上限を画してきたが，新商品の増加，1987年のブラック・マンデー（ウォール街の大暴落）等の経験を踏まえ総体的なリスク管理の必要性が痛感されたこと，証券監督者国際機構（IOSCO）でも規制の国際的調和が唱えられたことから，証券会社にも自己資本規制比率が導入された（1990年実施，92年法令化）。

自己資本規制比率は，証券会社が相場商品を取り扱うことから，市況の急激な変動により収入が減少，保有資産の価格低下に直面した場合においても証券会社の財務の健全性が保たれ投資家保護に万全を期することができるよう，各種のリスクが顕在化した場合でも流動的な資産によって対応し得るような規制の枠組みとなっている。

全国証券会社（256社）主要勘定（2019年３月末）

資産	百万円	負債・資本	百万円
現金・預金	9,695,625	トレーディング商品	28,860,767
預託金	6,985,211	（商品有価証券等）	15,306,193
（顧客分別金信託）	6,030,283	（デリバティブ取引）	13,554,557
トレーディング商品	42,797,844	約定見返勘定	368,416
（商品有価証券等）	28,069,534	信用取引負債	1,444,885
（デリバティブ取引）	14,728,290	（信用取引借入金）	296,828
約定見返勘定	1,637,581	（信用取引貸証券受入金）	1,147,999
信用取引資産	3,141,131	有価証券担保借入金	79,541,601
（信用取引貸付金）	2,385,615	預り金	4,857,497
（信用取引借証券担保金）	755,460	受入保証金	5,189,451
有価証券担保貸付金	78,094,746	短期借入金	14,168,339
短期差入保証金	5,116,461	流動負債計	136,447,390
短期貸付金	664,863	固定負債計	6,889,975
流動資産その他とも計	149,276,635	負債その他とも計	143,484,467
有形固定資産	180,122	資本金	1,840,776
無形固定資産	357,733	資本剰余金	3,147,328
投資等	1,259,506	利益剰余金	2,477,090
（投資有価証券）	900,448		
固定資産計	1,797,550	純資産合計	7,590,253
資産その他とも合計	151,074,831	負債・純資産合計	151,074,831

〔出所〕 日本証券業協会資料より作成。営業休止中の会社を除く。合計数字が合わないがそのままにした。

東証総合取引参加者（88社）の自己資本規制比率（2019年６月末）

最小値	204.9%
最大値	2000.1%
中央値	411.0%
平均値	520.3%
分布	
100％台	0社
200％台	11社
300％台	29社
400％台	10社
500％台	9社
600％台	12社
700％台	6社
800％以上	11社

〔出所〕 東証資料より作成

第一種金融商品取引業者（証券会社）の自己資本規制比率の概要

（金商法46条の６第１項および「金融商品取引業等に関する内閣府令」178条）

自己資本規制比率＝（固定化されていない自己資本÷各種リスク相当額）×100％	
固定化されていない自己資本＝基本的項目（自己資本）＋補完的項目（劣後債務，引当金）－控除資産（固定的資産等）	各種リスク相当額＝市場リスク＋取引先リスク＋基礎的リスク
市場リスク＝相場の変動が保有有価証券等の価格変動をもたらすことにより発生しうる損失リスク 取引先リスク＝取引相手の契約不履行により生じる損失リスク 基礎的リスク＝事務部門の誤りなど日常的な業務の遂行上発生しうるリスク	

（注） 総資産規模１兆円を超える大規模業者は「特別金融商品取引業者」に指定され，連結ベースで自己資本比率規制が課せられる（金商法第57条の２第１項，2019年６月末現在，21社）。このうち野村，大和の２グループは，持株会社が同法第57条の12第１項にいう「指定親会社」に該当するため（いわゆる「川上連結」），バーゼルⅢに基づく連結自己資本規制比率との選択制となっている。

自己資本規制比率に基づく早期是正措置の発動

自己資本規制比率		
140％以下	届け出を要する	「金融商品取引業等に関する内閣府令」179条
120％以上	維持義務	金商法46条の６第２項
120％未満	・登録拒否 ・業務方法の変更，財産の供託	金商法29条の４第１項６号 金商法53条第１項
100％未満	３ヵ月以内の業務停止命令	金商法53条第２項
100％未満で回復の見込み無し	登録取り消し	金商法53条第３項

９．金融商品取引業協会（１）　旧証券業協会は金商法で「認可金融商品取引業協会」に改められた。第１種金融商品取引業者（店頭金融先物取引業者は除く）によって組織され，その設立は内閣総理大臣の認可を要する（67条の２第２項）。その目的は有価証券等の売買を公正・円滑ならしめ投資家保護に資することにあり，その目的のために店頭売買有価証券市場を開設することができる（67条第１，２項）。主たる業務は①自主規制業務，②金融商品取引業および金融商品市場の発展に資する業務，③国際業務と国際交流の３つである（右表）。現在，「日本証券業協会」が同法に基づくわが国唯一の認可協会である。

1940年，証券市場における戦時統制を円滑ならしめるため政府が１府県１団体の基準で各地証券業協会を設立させたのが始まりである。戦後49年に連合組織として日本証券業協会連合会が設立された。68年には33の証券業協会を10に統合，73年には10協会を地区協会とする単一組織の社団法人日本証券業協会が発足した。地区協会は北海道，東北，東京，名古屋，北陸，大阪，中国，四国，九州（95年に南九州を統合）の９地区となっている。

証券不祥事をきっかけに自主規制機能強化の観点から協会は民法上の社団法人から証取法上の法人となり（1992年），同時に外務員の登録事務は大蔵省（現在は内閣総理大臣）が協会に委任することとなった。これにより自主規制機関としての位置づけが明確となった。98年７月に公社債引受協会を統合，2004年７月に「自主規制部門」，「証券戦略部門」及び「総括・管理部門」からなる新体制に移行，同年12月にはジャスダック証券取引所の創設に伴い（10章参照），店頭売買有価証券市場を閉鎖，05年４月，社団法人証券広報センターを統合している。

2007年９月，金商法上の認可協会となり，協会員の資格が証券会社から第１種業者に拡大した。また協会員の行動規範を審議，建議するための「行動規範委員会」を設置（07年11月），証券取引の利用者からの相談，苦情および紛争解決のあっせん業務を「証券・金融商品あっせん相談センター」（FINMAC）に委託している（10年２月）。なお，金商法第33条の２に規定する登録金融機関（本章12節）は94年から協会に特別会員として加入している。会員数は267社，特別業務会員８社，特別会員数は205機関（うち銀行123行，外銀14行，信金37庫，生保10社，損保４社，その他17）である（2019年７月）。

日本証券業協会の主たる業務

1．自主規制業務	①自主規制ルールの作成，実施	金融商品市場の円滑な運営を図るため金融商品取引業者等に適用される各種自主規制ルールを制定し，金融商品取引の公正，円滑化に努める。（主なものとして，「株式・公社債の店頭売買」，「有価証券の引受」，「上場株券の取引所外取引」，「外国証券取引」，「有価証券の保護預かり」，「役職員の行為基準」，「協会員の内部管理体制」，「証券外務員の資格・登録」，「協会員の広告」，「協会員の投資勧誘・顧客管理」，「金融商品仲介業」，「顧客資産の分別管理」，「顧客との紛争処理」，「有価証券関連業の統一経理基準」等に関する諸規則）。
	②監査，モニタリング調査および自主制裁の発動	協会員の営業活動における法令，自主規制ルール等の遵守状況，内部管理体制の整備状況等について，監査を実施。協会員の経営状況，顧客資産の分別保管に関するモニタリング調査。協会員およびその役職員による法令，自主ルール違反に対する制裁の実施。
	③資格試験，資格更新研修の実施と外務員の登録	外務員資格試験，内部管理責任者資格試験等の実施，資格更新研修の実施，外務員の登録に関する事務（内閣総理大臣から委任）。
	④有価証券市場全般に亘る制度整備ならびに主要な市場管理業務等	1．公社債店頭市場の制度改善（公社債店頭取引にかかる制度・慣行の制定や見直し）。公社債店頭売買参考統計値等の発表。公社債市場に関する資料収集・統計作成。 2．証券化商品，金融派生商品市場の整備拡充。 3．上場株券等の公正かつ円滑な取引所外売買（PTS を含む）と投資家保護確保のための必要な制度の改善。取引所外売買に関する統計資料の作成（上場株券等の取引所外売買に係る売買高等のデータの集計および公表）。上場株券等に係る PTS における気配・約定情報等のリアルタイムでの公表。 4．非上場株券（株式投資型クラウドファンディング，株主コミュニティ等）に関する制度整備。
	⑤斡旋による証券紛争処理，取引の苦情相談	顧客からの協会員及び金融商品仲介業者の業務に関する苦情相談。顧客と協会員との間の証券取引に関する紛争の解決を図るための斡旋（なお，苦情・相談およびあっせん業務については，特定非営利活動法人証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）に業務委託）。
	⑥認定個人情報保護団体の業務	「個人情報保護法」に基づく認定個人情報保護団体として，協会員の個人情報の適正な取扱いを確保するための業務。
2．金融商品取引業・金融商品市場の健全な発展を推進する業務		1．金融商品市場に関する調査研究及び制度問題・税制問題などについての検討と意見表明。2．株式市場並びに公社債市場に関する統計資料等の公表。3．金融商品及び金融指標並びに金融商品市場に関する知識の普及及び啓発並びに広報。4．関係団体等との意思の疎通および意見の調整。5．反社会的勢力の排除に関する支援。6．金融商品市場全体の事業継続に関する支援。
3．国際業務・国際交流		国際証券業協会会議（ICSA），アジア証券人フォーラム（ASF），証券監督者国際機構（IOSCO）等の国際会議に参加し，海外の証券関係団体等との情報交換，国際交流の促進を図る。
4．金融・証券知識の普及・啓発		金融商品等に関する知識，情報を正しく理解し，自らが主体的に判断できる能力の向上を図るため，中立かつ公正な立場で，学校教育向け及び社会人向けに金融・証券知識の普及・啓発事業を展開。

（注）　自主規制業務等は「自主規制会議」，証券市場・証券業の健全な発展を推進する業務は「証券戦略会議」が担当。

証券外務員資格の内容（「協会員の外務員の資格，登録等に関する規則」２条）

一種外務員	特定店頭デリバティブ取引を除くすべての外務員職務。
二種外務員	新株予約権証券，カバードワラントを除く有価証券にかかる外務員職務（証券関連デリバティブ取引等および選択権付債券売買取引にかかるものは除き，信用取引については細則で定めるものに限る）。
特別会員一種外務員	登録金融機関業務にかかるすべての外務員職務（ただし特定店頭デリバティブ取引，登録金融機関金融商品仲介行為，書面取次ぎを除く）。
特別会員二種外務員	公社債，CP，投信等の取引にかかる外務員職務（ただし証券関連デリバティブ取引等および選択権付き債券売買は除く）。
特別会員四種外務員	特定金融商品取引業務（保険会社等金融機関による投資信託の募集業務等）にかかる外務員職務。
信用取引外務員	二種外務員の職務および信用取引等（発行日取引を含む）にかかる外務員職務。

（注）「特別会員四種外務員」および「信用取引外務員」の資格試験は，現在（2019年９月）行っていない。

10. 金融商品取引業協会（2）　金商法は，旧証取法と異なって幅広く多様な集団投資スキーム（ファンド）や信託受益権販売業なども包括的に規制している。ファンドの自己募集や信託受益権販売業等は「第二種金融商品取引業（以下，第二種業と略）」と定義される。ファンド等の金融商品は流動性が高くないため業登録の基準を緩やかにし，法人のみならず個人も登録を可能にしている。ファンドや信託受益権の裏付けとなる資産は不動産や特定商品等多様であり，登録業者は証券会社のみならず不動産業からの参入も多い。

この結果，第二種登録業者は「第一種金融商品取引業（第一種業と略）」（証券業や金融先物取引業）の約４倍の1,207を数える（2019年６月末）。しかし，登録基準が緩やかであるため，一部の第二種業者にはファンドの自己募集等に関して勧誘を巡る訴訟事件，法令違反による行政処分の事例が出てきた。

そこで，第二種業の公正かつ円滑な業務運営と健全な発展，投資者保護に資することを目的として，すでに第一種業，投資運用業，投資助言・代理業等の分野で行われている自主規制を参考に「第二種金融商品取引業協会」が設立（2010年11月），「認定金融商品取引業協会」に認定された（78条１項）。

「認可」協会は，設立それ自体に内閣総理大臣の認可が必要だが，「認定」協会は設立後に内閣総理大臣より認定される。「認可」協会は現在，日本証券業協会だけであるが，「認定」協会は第二種業協会のほか，金融先物取引業協会，日本投資顧問業協会，投資信託協会がある。「認可」協会が「認定」協会と異なる最大のポイントは店頭売買有価証券市場を開設できることである（９節）。

市場開設業務の有無を除けば，「認可」協会と「認定」協会の自主規制業務は共通しており，それは①規則制定，②法令・自主規制規則等についての会員等の順守状況調査，③法令・自主規制規則違反の会員への制裁，④会員の業務に関する苦情の解決，⑤会員の行う取引に関する争いについてのあっせん，⑥行政庁から委任を受けた場合の外務員登録事務などがある。

金融商品取引業登録業者は，1,968を数え，同一の業者が複数の業種に登録し，複数の協会に加入している業者もある。このほか第二種業と同様のファンドの自己募集を行いながら登録を免除されている「適格機関投資家等特例業者」が2,438（2019年７月末）ある。これらのほとんどは自主規制にも服しておらずトラブルが多かったので，2015年金商法改正により規制が強化された。

登録金融商品取引業者数と関連する金融商品取引業協会

業種別	登録業者数（2019年６月末）	関連する金融商品取引業協会	
第一種	297	（認可）日本証券業協会	正会員269（2019年８月）
		（認定）金融先物取引業協会	正会員141（2019年５月末）
第二種	1,207	（認定）第二種金融商品取引業協会	正会員532（2019年８月）
投資助言・代理業	988	（認定）日本投資顧問業協会	投資助言・代理会員480（2019年３月）
投資運用業	383		投資運用会員297（2019年３月）
		（認定）投資信託協会	投資信託運用会社会員104（2019年８月）
			不動産投信運用会社会員78（2019年８月）
			インフラファンド運用会社会員６（2019年８月）
合計	2,875（延べ数）		
	1,968（実数）		

（注）　第１種業の297社のうち，日本証券業協会に未加入28社は「FX 専業者」であり，金融先物業協会には加入している。また同一の業者が複数の業種に登録し，複数の協会に加盟しているため合計は一致しない。

〔出所〕　金融庁「認定金融商品取引業協会一覧」，「金融商品取引業者登録一覧」ほか，各協会 HP より作成

・このほか，登録を免除され，大部分が上記のいずれの金融商品取引業協会も加盟していない業者が存在する。それが次の「適格機関投資家等特例業者」（いわゆる「プロ向けファンド業者」）である（金融庁「適格機関投資家等特例業務届出業者一覧」を参照）。

> 集団投資スキーム持分（ファンド）の出資者に，１名以上の適格機関投資家がおり，適格機関投資家以外の者（一般投資家）が49名以下である場合，適格機関投資家等特例業務に関する特例により，金融商品取引業の登録を免除され，「届出」をすればファンドの運用，自己募集を開業できる（63条１項，２項）。

備考）本来は，独自の運用スキルをもった業者が，すぐれた投資運用商品をプロの機関投資家に低コストで提供できるようにすべく，登録を免除し，届出義務だけで参入できるようにしたのである。もちろん，この中には優れた運用成績を残し，上記いずれかの協会に加入して自主規制に服している業者もあるが，なかには，名目的に１人の適格機関投資家に募集し，残る49名については個人投資家を勧誘し，第二種業および投資運用業の登録を免れる脱法的な行為が見られる。そこで一定の条件を満たす富裕層に募集対象を制限する等を内容とする金商法改正が公布（2015年５月），施行された（16年３月）。

11. 投資者保護基金　投資者保護基金の目的は破綻証券会社に対する一般顧客の債権保護にある。1998年改正証取法は，証券業の登録制，兼業制限緩和によって証券業への参入促進，証券会社の業務自由化を打ち出したが（1節），そのことは証券会社破綻の可能性を高めるため，破綻に際して顧客が不測の損害を被ることを防止する策が新たに必要とされた。そこで，改正証取法（現在の金商法）は，証券会社の破綻そのものを防止する枠組みとして①自己資本規制比率に基づく早期是正措置の発動（53条）を設けた（8節）ほか，破綻した場合の投資家保護の枠組みとして，②「顧客資産の分別管理の義務づけ」（43条の2，3）と③投資者保護基金の規定（79条の20～80）を設けた。これに関連して金融機関の倒産処理に関する法律も改正され（「金融機関等の更生手続きの特例等に関する法律」），証券会社も同法の適用対象とされた。

分別管理は，証券業にかかる顧客との取引において預託された証券，金銭を証券会社固有の財産と分離して保管することにより，証券会社が破綻した場合に他の債権者に優先して顧客が資産を取戻すことを目的とする。方法としては，①顧客の証券は分別場所を区分する，②現預金，信用取引等の証拠金として受け入れた代用有価証券など再担保に回されると物理的に分別が不可能な資産について顧客債務を相殺したネットの債権額に相当する金額を「顧客分別金」として社外に信託する。分別管理を徹底すれば，破綻時に際して顧客が被る不測の損害は防げるはずであるが，顧客分別金の計算は1週間ごとでタイムラグがあり，また顧客資産の流用等法令違反も全くないとは言い切れない。

そこで顧客資産保護を目的に証取法（金商法）上の法人として投資者保護基金が設立された。同基金は，この目的を達するため，①破綻証券会社が顧客資産を弁済できなかった場合の支払い，②迅速な返還履行のための証券会社向け融資，の各業務を行う。支払い限度は一顧客につき1,000万円である。

この業務を可能ならしめるため，基金は①顧客資産の保全に必要な一切を行う権限，②証券会社の信託管理人になる権限，③必要な資金を確保するため「投資者保護資金」を設けその負担金を会員証券会社から徴収する権限等を有する。基金の会員は金融商品取引業者でなければならない。基金は複数あってよいが，証券会社（第一種金融商品取引業者）はどれかの基金に加入を義務づけられる。

投資者保護基金における補償対象，補償手続き，財源

補償対象	①人的範囲 （金商法79条の20第１項）	有価証券関連業または商品関連市場デリバティブ取引取次ぎ等をおこなう金融商品取引業者と対象有価証券関連取引または対象商品デリバティブ取引関連取引を行った「一般顧客」（ただし適格機関投資家・国・地方公共団体その他政令で定めた者を除く）。
	②顧客資産の範囲 （79条の20第３項）	①市場デリバティブ取引等の取引証拠金または信用取引等の委託証拠金として受け入れた金銭・有価証券，②証券業に係る取引に関し，顧客の計算に属する金銭または預託を受けた金銭（買付け委託の際の前受金やまだ引き出していない売付け売却代金など）および③有価証券（売付け委託の際に差し入れてある証券や保護預り証券），④そのほか政令で定めるもの。
補償手続き	通知と認定 （79条の53，54）	基金会員である金融商品取引業者からの通知または内閣総理大臣からの通知により顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難かどうかを認定する。
	認定の公告 （79条の55）	返還が困難と認定された通知業者は「認定金融商品取引業者」と呼ばれ，その顧客に対し支払い請求を届け出るよう公告を行う。
	補償対象債権の支払い （79条の57第４項）	一般顧客へ支払いをした金額に応じて基金は補償対象債権を取得する。基金は取得した補償対象債権を，倒産処理手続きを通じて破綻金融商品取引業者から回収する。
	通知業者への貸付 （79条の59）	顧客資産の返還が困難なほど財務状態が悪くなっていないが，融資がなければ迅速な履行ができない場合に行われる。
財源	投資者保護資金 （79条の64，65）	会員金融商品取引業者からの負担金徴収による。
	借り入れ （79条の72）	内閣総理大臣および財務大臣の認可を受けて金融機関から借り入れをおこなうことができる。

新旧制度の比較

	旧制度	新制度
名称，設立年	寄託証券補償基金（1969年８月）	日本投資者保護基金（1998年12月）
根拠規定	法的根拠規定を持たない財団法人	証取法（現，金商法上）の法人（内閣総理大臣および財務大臣の認可）
加入義務	各証券会社の任意	強制加入
拠出金	寄付金（課税対象）	負担金（損金扱いで非課税）
補償限度金額（注）	破綻証券会社あたり20億円	一顧客あたり1,000万円
発動実績	1997年５月以降，７件 （1998年12月新基金に継承）	・南証券（2000年３月破綻）に発動，補償額約59億円（うち破産管財人からの返還額24億円） ・丸大証券（2012年３月破綻） 補償額約１億７千万円

（注）　ただし2001年３月までは全額補償の特例があった（証取法改正附則４条）。

投資者保護基金の概要

	日本投資者保護基金	証券投資者保護基金
会員数（設立時）	235社（国内系224社，外資系11社）	46社（国内系１社，外資系45社）
基金の規模	設立時300億円。 2001年３月末　500億円。	設立時100億円（現金30億円，銀行保証等70億円） 2001年４月以降（現金50億円，銀行保証等50億円）
会員負担金	定額および定率（営業収益と登録外務員数に基づく）負担金。年間負担金40億円。	顧客資産の１％，信用取引証拠金の50％相当額の銀行保証等を差し入れ。100億円を10億円以上下回った場合には追加拠出。
備考	寄託証券補償基金の補償業務及び一切の資産・負債を継承	会員に外部監査を義務づけ
2002年７月，両者は統合し，日本投資者保護基金が存続。2018年６月末会員数263社，資産規模578億円（同年３月末）。		

12. 金融機関の証券業務　1948年，金融機関による証券業務は証取法65条１項により原則禁止とされた。例外的に営みうる（65条２項）とされる公共債に関する業務，書面による取次ぎ業務も 銀行法に明定されていなかったので，信託銀行による信託勘定を通じた取次ぎを除き行ってこなかった。75年以降の国債大量発行を背景に81年新銀行法が制定，銀行等の公共債に関する証券業務が明定され，改正証取法にも当該業務に関する規定が整備された。この結果，公共債の窓口販売（83年），公共債のディーリング（84年）が開始された。

その後，①債券先物取引の取り次ぎ（88年），②CP，海外CD，住宅ローン債権信託受益権などの売買等ならびに私募の取り扱い（92年），③有価証券店頭デリバティブ，投資信託受益証券の募集（98年），④証券仲介業（2004年，現「金融商品仲介業」）が金融機関の行いうる証券業務に追加された。98年の証券業の登録制，一部証券業務の認可制は金融機関にも準用され，登録を受けた金融機関は「登録金融機関」と呼ばれる。2007年の金商法は，原則禁止されている証券業務の範囲を「有価証券関連業」と再定義したが（１節），内容に大きな変化はない（65条１項，２項は金商法33条１項，２項となった）。

他方，92年制度改革法は業態別子会社による銀行・証券・信託各業務への相互参入を認め，金融機関の証券子会社設立が相次いだ。銀行の証券子会社は，「証券専門会社」と定義され（銀行法16条の２，52条の23），その業務範囲は「有価証券関連業」（金商法28条８項）と付随業務（同35条１項１～８号）などとされた。当初は，新規参入に伴う弊害防止の観点から，①業務範囲の制限（株式ブローカー業務の禁止など），②業務隔壁規制（ファイヤーウォール）の設置などの措置が採られた。

このうち業務範囲の制限は段階的に撤廃，99年10月には株式ブローカー業務も解禁された。ファイヤーウォールについても段階的に緩和された。2002年９月銀行証券共同店舗設置が解禁，05年３月には新規公開の斡旋など銀行顧客企業の証券会社への紹介業務（市場誘導業務）も可能になった。09年６月には証券会社・銀行間の役職員の兼職規制が撤廃，法人顧客が拒否（opt-out）しない限り非公開情報共有も可能となった。最近ではメガバンクグループのみならず地銀も証券子会社と金融商品仲介業契約を結んで，顧客紹介，口座開設や注文の取り次ぎなど「銀証連携ビジネス」を展開中である。

販売体別投信の残高（2019年７月末）

（億円）

	証券会社		銀行（登録金融機関）		直接販売（投信委託会社）		合計
株式投信	734,409	71.6%	283,030	27.6%	8,758	0.9%	1,026,197
公社債投信	117,918	99.6%	447	0.4%	3	0.0%	118,368
合計	852,327	74.5%	283,477	24.8%	8,761	0.8%	1,144,565

（注）　公募投信のみ。MMF は日本銀行のマイナス金利政策導入のため繰り上げ返済が続き，2017年５月以降，残高ゼロである。

〔出所〕　投資信託協会統計資料より作成

３大金融グループの銀行・証券共同店舗と金融商品仲介業の現況

メガバンクの顧客紹介・取次

銀行	証券会社	共同店舗など
みずほ銀行	みずほ証券	プラネットブース259（2019年３月）
三菱東京UFJ銀行	三菱UFJMS証券	MUFGプラザへの出店20（2019年３月）
三井住友銀行	SMBC日興証券	顧客紹介を展開（2014年より全店に拡大）

〔出所〕　各社 IR 情報等より作成。なお三井住友銀行と SMBC フレンド証券との協働事業は，2011年に SMBC 日興証券へ移管統合

三菱 UFJMS 証券のリテール営業実績に占める仲介業効果（2019年３月期）

（億円）	預かり残高	有残口座数（千件）	株式投信販売	個人向け国債	リテール外債販売
仲介業経由の金額	32,763（32,263）	323（328）	1,223（3,770）	146（259）	4,305（10,707）
比率	10.54%（10.26%）	25.35%（25.47%）	12.33%（22.18%）	6.23%（14.66%）	40.86%（58.05%）

（注）　預かり残高，有残口座数は2019年３月末。比率は全体に占める割合。預かり資産は国内営業部門（金融機関含む）。下段のカッコ内は2018年３月期。

〔出所〕　「三菱 UFJ ファイナンシャルグループ」2018度決算説明会「データブック」より作成

主な地銀系証券子会社

社名	親銀行（出資比率）	設立年（または子会社化した年）	社名	親銀行（出資比率）	設立年（または子会社化した年）
静銀ティーエム証券	静岡銀行（100%）	2000年12月	ごうぎん証券	山陰合同銀行（100%）	2015年８月
第四証券（旧新潟証券）	第四銀行（100%）	2006年３月	とうほう証券	東邦銀行（100%）	2016年１月
八十二証券	八十二銀行（100%）	2006年４月	ぐんぎん証券	群馬銀行（100%）	2016年７月
ワイエム証券	山口ファイナンシャルグループ（60%）	2007年７月	ほくほく TT 証券	ほくほくファイナンシャルグループ（60%）	2016年10月
めぶき証券（旧常陽証券）	めぶきファイナンシャルグループ（100%）	2007年11月	七十七証券	七十七銀行（100%）	2017年１月
浜銀 TT 証券	横浜銀行（60%）	2008年７月	京銀証券	京都銀行（100%）	2017年３月
中銀証券	中国銀行（100%）	2009年６月	おきぎん証券	沖縄銀行（100%）	2017年３月
百五証券	百五銀行（100%）	2009年８月	とちぎん TT 証券（旧宇都宮証券）	栃木銀行（60%）	2017年４月
西日本シティTT証券	西日本ファイナンシャルグループ（60%）	2010年５月	ひろぎん証券（旧ひろぎんウツミ屋証券）	広島銀行（100%）	2017年６月
ちばぎん証券	千葉銀行（100%）	2011年１月	十六 TT 証券	十六銀行（60%）	2018年４月
四国アライアンス証券（旧いよぎん証券）	伊予銀行（100%）	2012年２月	北洋証券（旧上光証券）	北洋銀行（100%）	2018年10月
FFG 証券（旧ふくおか証券）	福岡銀行（100%）	2012年４月	南都まほろば証券（旧奈良証券）	南都銀行（100%）	2018年10月
池田泉州 TT 証券	池田泉州ホールディング（60%）	2013年１月			

〔出所〕　各社 HP および新聞報道より作成

13. 証券業界の競争構造　日本の証券界の競争構造は，大手証券４社が最大シェアを占め，かつまた多数の中小証券を系列下に収めてきたので「４社寡占」と呼称されてきた。しかし，90年代に入り，①山一の破綻，②大和，日興がホールセール業務とリテール業務に社内組織を分社化（その後，大和は再統合），③野村，日興（のち日興コーディアルに商号変更），大和が系列証券の株式を売却，という経過を辿って４社寡占は崩壊した。次いで日興コーディアルがシティグループの傘下に入り，2009年10月にはシティグループから三井住友銀行が買い取って傘下に収め，現在の SMBC 日興証券となった。

従来の４社の経営戦略はブローカー業務でシェアを高め，株価関与度を背景にエクィティファンナンスの引受幹事の座を獲得していくというものである。その観点から，全国的な店舗網と忠誠心の高い従業員を大量に抱え，多くの証券取引所会員証券会社を系列下に収めてきた。ただし，これには多額のコストとリスクがかかり，業務の総合化（収益源の多様化）によってこれをカバーできる証券会社は少数に限られた。こうして日本的雇用慣行の人事制度を取り入れ，多くの系列証券を抱えた少数大規模総合証券会社が成立した。

この経営戦略・体制は，産業界に大量かつ迅速に資金を供給するメカニズムとして高度成長期には有効だったが，資本過剰の時期には過大ファイナンスをもたらしやすいことが80年代後半のバブル期に明らかとなった。90年代以降，日本経済の基調変化（資本の過剰化）とともに従来の経営戦略は意義を失い，山一破綻後，大手証券は中小証券の系列化戦略を放棄し，他方，証券参入意欲を強めていた大銀行その他が４社系準大手・中小証券を傘下に収めていった。

株式持合いの解消売りと株価下落が90年代を通じて進行し，企業経営者の財務行動は徐々に「資本コスト」を意識したものに変わり，過剰資本の削減（自社株買い），資本の再配分（部門売却や M&A）が進行した。また企業から排出された過剰資本は遊休資金となって機関投資家の資産を膨張させ，よりリターンの高い外債，仕組債などに流れこんだ。こうした M&A 仲介や海外証券取引のビジネスを狙って外国証券会社が参入している。「株式出来高競争」は占有度の尺度としての意義を失い，これに代わるものとして純業務収益のシェア変化で競争の態様を見たのが右表である。平成年間に外国証券会社，メガバンク系証券のシェア拡大が顕著だったことがわかる。

純業務収益の業態別シェアの変遷

	1991年３月期		1997年３月期	
純業務収益（億円）	37,509		24,317	
	社数	シェア	社数	シェア
東証会員	124	95.2%	124	93.2%
大手４社	4	44.6%	4	47.5%
総合証券	42	37.2%	45	28.5%
その他国内証券	53	7.1%	54	4.8%
外国証券	25	6.3%	21	12.4%
東証非会員	136	4.8%	159	6.8%
国内証券	111	3.5%	122	4.3%
外国証券	25	1.3%	37	2.4%

〔出所〕 大蔵省証券局年報各年盤（『４編　財務諸表』），日本証券業協会「協会員の決算概況」（『証券業報』）より作成

	2007年３月期		2018年度	
純業務収益（億円）	40,398		31,324	
	社数	シェア	社数	シェア
東証会員	109	94.8%	88	85.7%
独立系大手	4	33.7%	2	25.5%
メガバンク系	5	15.6%	3	25.2%
上場証券	16	7.2%	15	6.9%
地銀系	4	0.4%	4	0.5%
中小証券ほか	54	4.7%	35	2.3%
ネット証券	6	4.4%	7	7.7%
外国証券	20	28.8%	21	17.3%
東証非会員	194	5.2%	170	14.3%
独立系大手・メガバンク系	2	0.5%	2	3.6%
資産運用・ファンド組成など	15	0.2%	19	0.7%
FX（外為証拠金）業者	17	0.6%	16	1.6%
地銀系・その他銀行系	4	0.2%	22	1.8%
中小証券	91	1.3%	41	0.5%
その他国内証券	20	0.8%	20	0.9%
外国証券	45	1.7%	50	5.2%

（注） １．「上場証券」は持株会社（親会社）が上場している場合に，支配的子会社であれば含める（大手，メガバンク系，ネット証券を除く）。
２．2014年以降，決算期間の義務付けがなくなった。2018年度では2019年３月期決算が多い。

〔出所〕 2007年３月期は拙稿『証券会社経営の時系列的分析』付属資料（日本証券業協会委託調査，2018年）より再引用。2018年度は各社ディスクロージャー誌より算出（１社のみ入手不能）

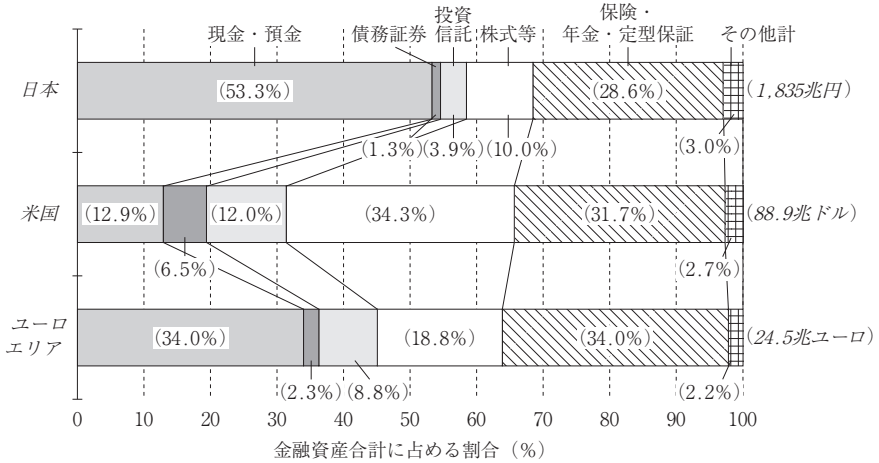
第13章　資産運用業

1．個人金融資産の運用　日本銀行「資金循環の日米欧比較」によると，日本の個人金融資産（2019年３月末現在）は1,835兆円であった。そのうち，53.3％が現金・預金，15.2％が有価証券（債務証券，投資信託，株式等）で運用されている。欧米と比較すると，米国はもとより，ユーロエリアに比べても，現金・預金に偏重する一方，有価証券比率が低いといえよう。また，金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」［二人以上世帯調査］（2018年）によると，金融商品を選択する際に，安全性（41.8％）や流動性（25.8％）が重視され，収益性を重視するという回答は17.6％しかない。このように，日本の個人金融資産は，比較的安全性の高い預貯金を中心に運用され，収益性の高い有価証券に対する選好度合いが低いといえる。確かに，デフレ期においては預貯金偏重の運用が結果的には良かったかも知れないが，過度の安全性重視は却ってインフレにより実質的価値が目減りするというリスクを抱えることになりかねない。

このような環境の下，2014年に，「貯蓄から資産形成へ」の流れを促進するための投資優遇制度であるNISA（少額投資非課税制度）が導入され，2016年には非課税枠が100万円から120万円に拡大され，未成年者向けのジュニアNISAが新設された。また，2018年には積立型のつみたてNISAが開始された。さらに，2017年には自営業者や勤務先に企業年金のない会社に勤めるサラリーマン等に限られていたiDeCo（個人型確定拠出年金）が，公務員や専業主婦（夫），企業年金があるサラリーマンにも対象が拡大された。

資産運用業者には，将来の保障である保険・年金等の運用に携わる信託銀行，生命保険会社，投資一任業者や，投資信託の運用に携わる投資信託運用会社などがあり，間接・直接に，少子高齢化社会における個人の金融資産形成に寄与している。さらに，資産運用業者は，以下の２点において，企業の成長や健全な経済の発展に寄与し，社会に貢献している。まず，市場を通じ成長企業に資金を提供することにより，効率的な資金配分機能を果たしている。次に，顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大のために，スチュワードシップ活動を通じ，投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に貢献している。

家計の金融資産構成（2019年３月末）



*「その他計」は，金融資産合計から，「現金・預金」，「債務証券」，「投資信託」，「株式等」，「保険・年金・定型保証」を控除した残差。

〔出所〕　日本銀行

金融商品を選択する際に重視すること

＜金融資産保有世帯＞　　(%)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
収益性	16.6	15.8	18.7	16.9	14.7	16.7	17.6	17.5	18.7	17.6
利回りが良い	13.8	13.2	13.8	12.1	9.8	11.7	11.9	12.1	12.9	11.3
将来の値上がりが期待できる	2.8	2.6	4.9	4.9	4.9	4.9	5.6	5.4	5.9	6.2
安全性	44.9	48.4	48.0	46.7	47.0	45.7	46.1	45.7	46.6	41.8
元本が保証されている	30.1	29.8	30.3	28.7	29.6	29.5	29.3	29.9	30.1	27.8
取扱金融機関が信用できて安心	14.8	18.6	17.6	18.0	17.4	16.3	16.8	15.8	16.5	14.0
流動性	30.9	28.5	23.7	24.7	25.0	25.1	23.1	24.7	21.0	25.8
現金に換えやすい	5.3	4.5	4.6	5.3	5.9	6.0	6.0	6.7	5.5	5.7
少額でも預け入れや引き出しが自由にできる	25.7	24.0	19.0	19.4	19.1	19.1	17.2	18.0	15.5	20.1
商品内容が理解しやすい	2.0	1.8	2.2	2.5	2.5	3.1	3.2	2.4	3.2	2.2
その他	4.3	4.4	5.4	6.7	8.5	7.9	8.5	7.9	9.1	9.9
無回答	1.3	1.0	2.0	2.4	2.2	1.5	1.7	1.9	1.5	2.7

〔出所〕　金融広報中央委員会

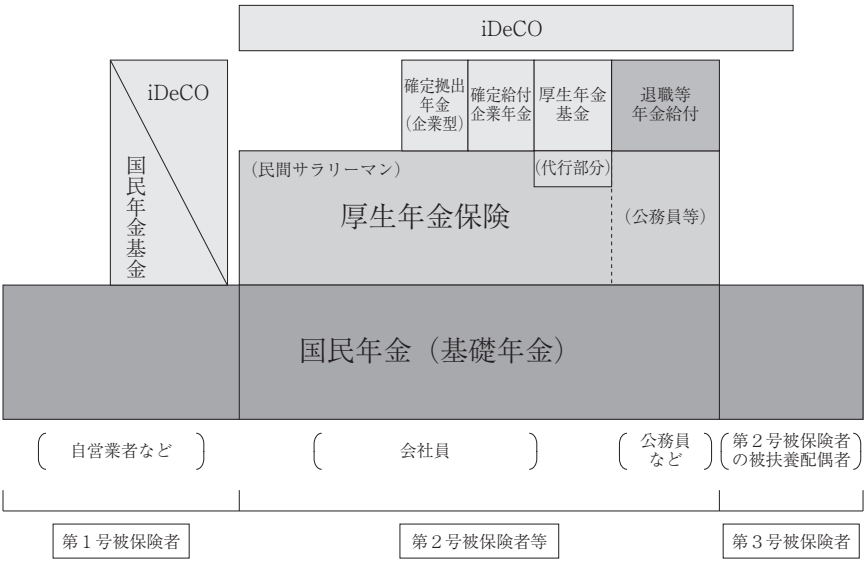
２．年金資産の運用　わが国の年金制度は，①全国民に共通した国民年金（基礎年金）をベースに，②民間サラリーマンや公務員等を対象とした２階部分である厚生年金保険，③厚生年金保険の上乗せ給付を行う３階部分である私的年金（企業年金，個人年金）からなる３階建てとなっている。このうち，国民年金と厚生年金保険が公的年金として世代間扶養である賦課方式（修正賦課方式）を採用し，私的年金は積立方式を採用している。

私的年金は，①確定給付型と②確定拠出型に大別でき，①確定給付型は加入期間や掛金等に基づいて給付額が確定しているが，②確定拠出型は拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され，掛金とその運用収益との合計額をもとに給付額が決定される。①確定給付型には，確定給付企業年金（規約型，基金型），国民年金基金，厚生年金基金があり，②確定拠出型には，企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金（iDeCo）がある。

年金資産の運用は，受給権保護の観点から，安全かつ効率的に行わなければならず（確定給付企業年金法第67条等），自家運用を行っている一部の大規模な年金を除き，外部の運用機関に委託されている。企業年金連合会の「企業年金実態調査」（2017年度）によると，企業年金（厚生年金基金および確定給付企業年金）の運用委託先は，信託銀行47.0%，投資一任業者27.5%，生命保険会社25.5%となっている。また，資産構成割合は，国内債券23.5%，国内株式11.6%，外国債券15.9%，外国株式13.2%，生保一般勘定17.3%，ヘッジファンド5.6%，短期資産5.4%，その他7.5%となっている。

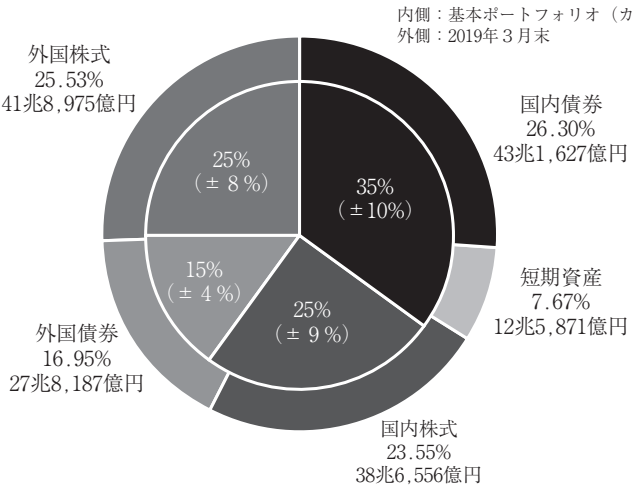
公的年金である国民年金と厚生年金保険の積立金は，「年金積立金管理運用独立行政法人」（GPIF）によって管理・運用されている。GPIF の資産構成割合（2019年３月末）は，国内債券26.30%，国内株式23.55%，外国債券16.95%，外国株式25.53%，短期資産7.67%となっている。以前は国内債券中心の運用であったが，①国内債券利回りがマイナスないし超低金利でありインカム・ゲイン期待に乏しいことや，②日本経済のデフレ脱却等により金利が高騰（債券価格は下落）した場合のキャピタル・ロスに備えて，株式や外貨建て資産にも分散投資したものになっている。また，積立方式である企業年金に比べ，修正賦課方式である公的年金は，株式や外貨建て資産に対するリスク許容度が高く，積極的な運用が可能であるとも言える。

年金制度の体系



〔出所〕　厚生労働省

運用資産額・構成割合（年金積立金全体）



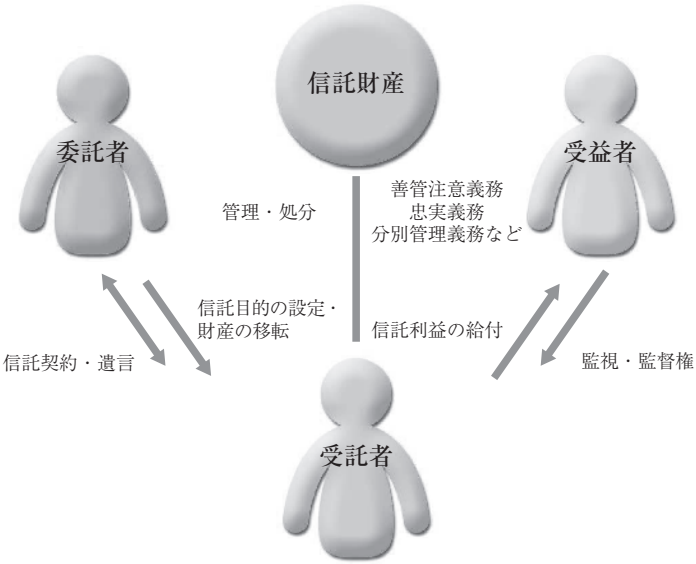
〔出所〕　年金積立金管理運用独立法人

３．信託銀行の資産運用　信託とは，①財産権を有する者（委託者）が，信託契約等によって，信頼できる者（受託者）に対し財産を移転し，②受託者は一定の目的（信託目的）にしたがって，委託者本人または第三者（受益者）のために財産（信託財産）の管理・処分などをする制度である。基金型企業年金信託を例にすれば，企業年金基金が委託者兼受益者，信託銀行が受託者となる。信託制度は，受託者への信頼が前提であるため，受託者である信託銀行には，善管注意義務，忠実義務，分別管理義務等が課されている。

信託銀行と年金基金との関係には，以下の３つのケースがある。まずは，信託銀行が自らの裁量により資産を運用するケース（資産運用型信託）である。次に，信託銀行が運用を行わずに資産管理業務のみを行うケース（資産管理型信託）である。さらに，年金基金が複数の運用機関に資産運用を委託する場合に，複数の運用機関を取りまとめる総幹事会社となるケースである。信託銀行の運用の特徴としては，投資一任業者に比べて，パッシブ運用の比率が高いことが挙げられる。パッシブ運用とは，特定のベンチマーク（指標）の動きと連動した投資収益を達成することを目指す運用方法のことである。パッシブ運用は，個別有価証券の投資価値を運用者が判断して売買を行うことによりベンチマークを上回る成績を目指すアクティブ運用と比較して，取引に関わるコストが少なくてすむこと，運用報酬が低く抑えられること等のメリットがある。

信託銀行は，一般の商業銀行と異なり，①銀行業務以外に②信託業務や③証券代行業務等の併営業務も営んでいる。企業との取引で言えば，①銀行業務としての法人融資，②信託業務としての企業年金信託，③併営業務としての株主名簿管理等の証券代行業務を行うことができ，企業と信託銀行の取引という面で見ればビジネス上の相乗効果をもたらすとも言える。しかし，同時に，①貸し手として融資を行い，②株主として企業の株式を保有し，③企業に代わって企業のために証券代行業務を行うことは，利益相反の温床となりかねない。また，同じ金融グループの中の商業銀行や資産運用会社と，法人融資や年金運用などの領域で業務が重複すると，グループ内競合など非効率の面もある。そこで，三菱 UFJ 信託では法人融資を三菱 UFJ 銀行に集約し，みずほ信託銀行や三井住友信託銀行では資産運用機能をグループ内の資産運用会社に統合している。

信託の仕組み



〔出所〕　信託協会

４．生命保険会社の資産運用　生命保険とは，人の死亡または生存等に関し，保険金が支払われる保険である。大別すれば，死亡保障を目的とする死亡保険と，老後の生活保障を目的とする年金保険がある。生命保険会社（生保）は，契約者から払い込まれた保険料を，将来の保険金支払いに備えて責任準備金として積み立て，運用を行っている。保険料を運用する勘定には，①個人保険や企業年金資産等を合同して一つの勘定で運用し元本と一定の利率の保証（保証利率）がされており生保が運用のリスクを負う一般勘定と，②一般勘定から分離し顧客が運用のリスクを負い運用実績に応じて給付が変動する特別勘定がある。

一般勘定の生命保険契約は，生保が給付を約束し契約者がそれに見合った保険料を支払うというものである。保険料は契約期間における予定死亡率・予定事業費率・予定利率などの予定基礎率を前提において算出されている。予定基礎率は保守的に設定され，実績との間で差益が生じた場合は，一部を契約者に配当として返還している。

生命保険協会「生命保険の動向」（2018年版）によると，生保の総資産（2017年度末）のうち，82.3％が有価証券，8.6％が貸付金となっている。有価証券が増加傾向にある一方，貸付金は減少傾向にあるといえる。さらに，有価証券のうち，47.0％が日本国債，28.4％が外国証券（うち公社債等26.5％，株式1.9％），8.3％が国内社債，7.4％が国内株式，3.9％が国内地方債となっている。マイナス金利政策により国内金利が低位で推移したことから，国内公社債（国債・地方債・社債）が減少する一方，外国証券は増加している。外国証券の中でも，外国公社債が特に増加し，為替ヘッジなしのオープン外債や信用リスクの対価として高め利回りを得られる社債などのクレジット資産も選好されつつある。

年金基金等を対象とする団体年金保険の特別勘定には，②イ．生保の運用方針に基づいて複数の顧客の資産を合同で運用する第一特約と，②ロ．個別の顧客の意向を運用方針に反映し顧客の資産を独立して運用する第二特約がある。さらに，第一特約には，②イa．複数の資産クラスで運用し資産クラスの配分も生保が決定するバランス型の総合口と，②イb．どの合同運用口にどの位の割合で投資するかについて顧客が生保と協議して決める資産タイプ別の投資対象別口がある。

資産別構成比

（%）

	現金及び預貯金	コールローン	金銭の信託	有価証券	貸付金	有形固定資産	その他	総資産
平成25年度	1.3	0.8	0.7	81.3	10.9	1.8	3.3	100.0
26	1.5	1.0	0.9	81.5	10.0	1.7	3.3	100.0
27	2.0	0.3	1.0	81.8	9.5	1.7	3.5	100.0
28	2.0	0.3	1.2	82.5	9.1	1.6	3.3	100.0
29	2.1	0.4	1.5	82.3	8.6	1.6	3.5	100.0

以下はかんぽ生命を除いた数値

25	1.0	0.9	0.7	81.8	10.3	2.4	2.8	100.0
26	1.2	1.1	0.7	82.6	9.5	2.2	2.7	100.0
27	2.0	0.3	0.7	82.9	9.1	2.1	2.8	100.0
28	2.1	0.4	0.8	83.4	8.8	2.0	2.5	100.0
29	2.3	0.4	0.9	83.3	8.3	2.0	2.7	100.0

〔出所〕　生命保険協会

有価証券内訳の推移

（億円，%）

	国債		地方債		社債		株式		外国証券		その他の証券		合計
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	金額
平成25年度	1,498,157	52.6	140,089	4.9	248,959	8.7	180,299	6.3	614,509	21.6	168,303	5.9	2,850,317
26	1,487,617	49.7	138,686	4.6	248,553	8.3	226,979	7.6	732,804	24.5	159,654	5.3	2,994,295
27	1,485,684	49.4	135,178	4.5	253,634	8.4	198,130	6.6	786,531	26.2	146,074	4.9	3,005,235
28	1,485,538	48.0	129,821	4.2	258,242	8.3	215,146	6.9	851,974	27.5	156,421	5.1	3,097,144
29	1,473,650	47.0	120,817	3.9	261,876	8.3	231,820	7.4	889,987	28.4	159,314	5.1	3,137,466

以下はかんぽ生命を除いた数値

25	972,928	45.1	48,351	2.2	184,540	8.6	180,289	8.4	602,114	27.9	168,303	7.8	2,156,527
26	1,006,752	43.2	43,127	1.8	182,028	7.8	226,969	9.7	712,990	30.6	159,654	6.8	2,331,523
27	1,043,898	44.1	41,123	1.7	191,265	8.1	198,120	8.4	749,643	31.6	145,073	6.1	2,369,126
28	1,058,214	43.0	37,553	1.5	201,252	8.2	214,553	8.7	808,457	32.8	142,250	5.8	2,462,282
29	1,077,751	42.5	35,681	1.4	207,146	8.2	229,856	9.1	846,511	33.4	139,198	5.5	2,536,147

〔出所〕　生命保険協会

５．投資一任業者の運用　投資一任業者は，投資一任契約に基づき顧客から投資判断や投資に必要な権限を委任され顧客資産の運用を行っている。主な顧客としては，年金などの機関投資家（アセットオーナー）が挙げられる。投資一任業は，他業態や海外からの参入障壁が低く金融業界の中でも自由化・国際化が進んだ業態といえる。資産運用を専門とする投資運用業者には，投資一任業者の他に，投資信託運用会社や，ベンチャー企業の育成などを目的として組成された集団投資スキーム（ファンド）の運用を行うファンド運用業者などがある。

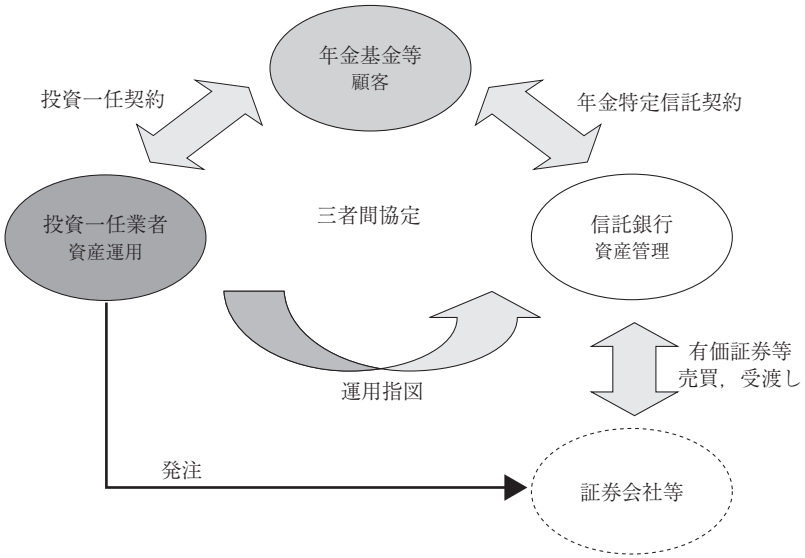
投資一任業者等の自主規制団体として日本投資顧問業協会がある。協会は，投資運用業等の公正かつ円滑な運営の確保により投資者保護を図るとともに，投資運用業等の健全な発展に寄与することを目的としている。また，協会は，投資運用業の資本市場における重要性に鑑み，会員のスチュワードシップ・コードへの取組状況を取りまとめて公表したり，スチュワードシップ研究会を組成し議論を行うなど，コーポレートガバナンス向上にも取り組んでいる。

投資一任業者の運用の特徴は，信託銀行と比較して，アクティブ運用の比率が高いこと，顧客の意向を反映した木目細やかなオーダーメイド的な運用サービスを提供することにある。なお，投資一任業者が資産運用を受託する場合，資産管理は信託銀行等が行うことになる。2012年に発覚した年金詐欺事件等を踏まえ，信託銀行による第三者チェック機能の強化など運用に関するチェックの仕組みが強化・充実されている。

運用資産の配分については，年金基金等との協議の上で提示された運用ガイドライン等に基づいてなされている。近年の傾向としては，顧客の運用ニーズの多様化により，高い成長が見込まれる新興国への投資や，株式・債券などの伝統的な運用プロダクツ以外の絶対的収益獲得を目的とする不動産関連有価証券やヘッジファンド的運用などオルタナティブ（代替投資商品）への投資も注目されつつある。

以上のような，機関投資家を顧客とする伝統的な投資一任業以外にも，近年，不動産私募ファンドを顧客とするスキームや，証券会社や信託銀行が個人投資家を対象に提供するラップ口座も注目されている。

投資一任業者による年金資産の運用



スキーム比較

	伝統的投資一任契約	不動産私募ファンド	ラップ口座
顧客	機関投資家	ファンド	個人投資家
投資対象	伝統的有価証券	不動産信託受益権	伝統的有価証券
運営主体	専業運用会社	専業運用会社	証券業兼営会社

６．投資信託運用会社の運用　投資信託は，小口資金を集めて運用する集団投資スキームの一種であり，以下の３つの特徴を有している。第１は，小口資金での分散投資である。投資信託を利用することによって，小口資金でも機関投資家と同様に分散投資によるリスク軽減が可能になる。例えば，世界40カ国以上・2000銘柄以上の株式に分散投資するような投資信託でも，100円程度から購入が可能である。第２は，専門家による運用である。マクロ経済や金融動向・企業価値等を分析し最適なポートフォリオを構築するには，高度な専門知識・分析能力・運用手法が必要である。投資信託の運用は専門家であるファンド・マネジャーが行っており，個人投資家でも投資信託を通じ専門家による運用のメリットを享受することができる。第３は，透明性である。投資信託は，日々，時価評価に基づいた基準価額が公表されており，また法律に基づくディスクローズも充実している。

わが国の投資信託の代表的なスキームである委託者指図型投資信託では，証券会社や登録金融機関などの販売会社（販社）経由で募集された受益者たる投資家の資金を，委託者たる投資信託運用会社（投資信託委託会社）が運用を行い，受託者たる信託銀行が保管・管理を行っている。

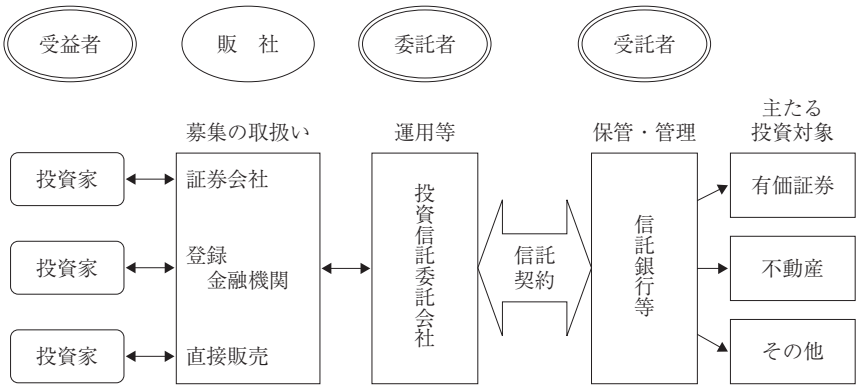
投資信託制度発足時においては，運用対象は当局が承認した国内株式のみであったが，運用規制が徐々に緩和され，現在では組み入れるプロダクツによって実に多様な運用商品を作り出すことが可能となった。例えば，短期金融商品を組み入れることにより MRF などの預金類似商品を作ることもできる。さらには，不動産やコモディティへの投資が認められるようになり，投資信託を通じ，オフィスビルや金，原油などに投資することも可能である。また，AI（人工知能）を運用に生かした投資信託なども設定されている。

かつては，免許を得た主要証券会社系列のみに限定されていた投資信託運用業への参入も登録制に緩和され一定の要件を満たす限り参入が可能となった。その結果，当初10社程度しかなかった投資信託運用会社が100社を超えるようになった。さらに，運用の外部委託やファンド・オブ・ファンズ解禁により，間接的に海外の運用会社からの運用サービスの提供も受けられるようになっている。また，販売面でも，以前は証券会社に限られていたが，運用会社による直接販売や銀行などの登録金融機関による窓口販売にも拡大されている。

投資信託の運用規制緩和等の動向

1951年	証券会社が投資信託運用業務を開始
1959年	投資信託運用会社が証券会社から分離・独立
1961年	公社債組入解禁（公社債投信発足）
1970年	外国証券組入解禁
1978年	為替予約利用解禁
1986年	店頭登録株式組入解禁
1987年	ヘッジ目的でのデリバティブ利用解禁
1990年	外資系運用会社が参入
1993年	銀行系運用会社が参入
1995年	デリバティブのヘッジ目的外利用解禁（ブル・ベア型ファンド設定）
	上場投資信託（ETF）発足
	投資一任業務と投資信託委託業務の併営解禁
1998年	金融システム改革法施行（金融ビッグバン）
	投資信託運用会社が免許制から認可制に緩和
	運用の外部委託が解禁
	投資信託の銀行窓口販売開始
1999年	ファンド・オブ・ファンズ（FOFs）解禁
2001年	不動産投資信託（REIT）発足
2007年	投資信託運用会社が認可制から登録制に緩和
2008年	商品（コモディティ）組入解禁

委託者指図型投資信託の仕組み



〔出所〕　投資信託協会

7．スチュワードシップ・コード　2013年６月に閣議決定された「日本再興戦略」を踏まえ，「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（金融庁内に事務局を設置）が策定を進めてきた「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫が2014年２月に公表され，その後，改訂版が2017年５月に公表された。

スチュワードシップ・コードは，機関投資家が，投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」などを通じて，当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより，顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任（スチュワードシップ責任）を果たすにあたり，有用と考えられる諸原則を定めるものである。スチュワードシップ・コードは，コーポレートガバナンス・コードと「車の両輪」をなし，両コードが幅広く普及・定着することにより，日本における実効的なコーポレートガバナンスの実現に寄与することが期待されており，250社を超える機関投資家に受け入れられている。スチュワードシップ・コードは，法令とは異なり，法的拘束力を有する規範ではない。また，法令のような細則主義を採らずに，原則主義を採用している。

スチュワードシップ・コードにおいて，機関投資家に求められている投資先企業に対するアクションは，①モニタリング（原則３），②エンゲージメント（原則４），③議決権行使（原則５）の３点である。まず，①モニタリングとは，投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため，当該企業の状況を的確に把握することである。把握は，継続的かつ実効的であることが求められる。把握する内容としては，ESG（環境，社会，企業統治）情報等の非財務面の事項も含まれる。次に，②エンゲージメントとは，投資先企業と認識の共有を図るとともに，問題の改善に資するために，投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことである。どのような対話を行うかについて，あらかじめ明確な方針を持つことが求められている。最後に，③議決権行使とは，保有株式について議決権を行使することである。議決権行使に当たっては，投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で，議案に対する賛否を判断することが求められる。また，議決権行使についての明確な方針の策定と公表，議決権行使結果の公表が求められている。

スチュワードシップ・コードの原則

投資先企業の持続的成長を促し，顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために，

1．機関投資家は，スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し，これを公表すべきである。

2．機関投資家は，スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について，明確な方針を策定し，これを公表すべきである。

3．機関投資家は，投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため，当該企業の状況を的確に把握すべきである。

4．機関投資家は，投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて，投資先企業と認識の共有を図るとともに，問題の改善に努めるべきである。

5．機関投資家は，議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに，議決権行使の方針については，単に形式的な判断基準にとどまるのではなく，投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

6．機関投資家は，議決権の行使も含め，スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて，原則として，顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

7．機関投資家は，投資先企業の持続的成長に資するよう，投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき，当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

第14章　証券税制

１．証券税制の変遷（１）　わが国の所得税制は，基本的に総合所得税を建前としており，その源流は戦後のシャウプ勧告にまで遡る。1950年から実施されたシャウプ税制では，利子，配当だけでなく有価証券譲渡益も全額総合課税（譲渡損失は全額控除）が行われた。しかし占領終了後，主に資本蓄積促進という政策的観点から，利子については分離課税が認められ，譲渡益にいたっては原則非課税となるなど，総合所得税の理想は急速に崩壊していった。そして1987－1989年の抜本的税制改革において，現行所得税制の基礎的枠組みが形成された。その際，10.5－70％の15段階であった所得税の税率構造が10－50％の５段階にフラット化されるとともに，利子所得の一律源泉分離課税・非課税貯蓄制度の原則廃止・有価証券譲渡益の原則分離課税化など金融所得課税の抜本的な見直しが行われた。なお所得税率に関しては，1999年度税制改正において10－37％の４段階に，2006年度税制改正において５－40％の６段階に改正された。さらに2013年度税制改正では，格差の是正および所得再分配機能の回復の観点から，2015年分の所得税より，課税所得4,000万円超について45％の税率が設けられることになった。また，法人税の基本税率は2016年度税制改正により，2016年度には23.9％から23.4％に引き下げられ，さらに2018年度には23.2％に引き下げられた。これにより国・地方合わせた法人税率（法人所得課税の実効税率）は29.74％になった。

証券税制の1990年代後半から2000年代初頭における主な動向としては，1998年にストック・オプション，特定目的会社，会社型投資信託等に対する税制が整備された。1999年４月からは長年の懸案事項であった有価証券取引税および取引所税（先物・オプション取引にかかる税）が廃止されている。2000年にはエンジェル税制が拡充され，2001年には長期保有株式の少額譲渡益非課税制度（１年超保有上場株式等の100万円特別控除）や緊急投資優遇措置（元本1,000万円までの非課税措置）が創設された。2002年度税制改正では2003年１月より特定口座制度が導入されることになり，さらに老人等の少額貯蓄非課税制度（老人等マル優制度）が障害者等に対する少額貯蓄非課税制度に改組されることとなった。

証券税制の変遷（1949年～2002年）

年	主な改正事項	所得税の税率構造
1949年	シャウプ勧告	
1950年	利子・配当・有価証券譲渡益の総合課税化	20-55％の８段階
1951年	利子の源泉分離選択課税（50％）の復活	↓
1952年	配当の源泉徴収（20％）復活	
1953年	有価証券譲渡益の原則非課税化	15-65％の11段階
	有価証券取引税の創設（株式等0.15％）	↓
	利子の一律源泉分離課税（10％）	
1954年	配当の源泉徴収税率の引下げ（20％→15％）	
1955年	利子非課税化	
	配当の源泉徴収税率の引下げ（15％→10％）	↓
1957年	短期貯蓄（１年未満）のみ源泉分離課税復活（10％）	10-70％の13段階
1959年	長期貯蓄の源泉分離課税復活（10％）	↓
1961年	有価証券譲渡益のうち一定の大口取引の課税化	
1962年		８-75％の15段階
1963年	利子・配当の源泉徴収税率の引下げ（10％→５％）	
1965年	利子・配当の源泉徴収税率の引上げ（５％→10％）	
	配当の源泉分離選択課税（15％），申告不要制度の導入	
1967年	利子・配当の源泉徴収税率の引上げ（10％→15％）	
	配当の源泉選択税率の引上げ（15％→20％）	↓
1969年		10-75％の16段階
1970年		10-75％の19段階
1971年	利子の源泉分離選択課税（20％）の復活	↓
1973年	利子・配当の源泉選択税率の引上げ（20％→25％）	
	有価証券取引税の税率引上げ（株式等0.15％→0.3％）	（1971年 と1974年 に，税率ブラケットの適用課税所得額の引上げ）
1976年	利子・配当の源泉選択税率の引上げ（25％→30％）	
1978年	利子・配当の源泉徴収税率の引上げ（15％→20％）	
	利子・配当の源泉選択税率の引上げ（30％→35％）	
	有価証券取引税の税率引上げ（株式等0.3％→0.45％）	↓
1981年	有価証券取引税の税率引上げ（株式等0.45％→0.55％）	
1984年		10.5-70％の15段階
1987年	抜本的税制改革	10.5-60％の12段階
1988年	・マル優原則廃止	↓
1989年	・利子一律源泉分離課税（20％） （金融類似商品なども同様の課税） ・有価証券譲渡益の原則課税化 （譲渡代金の１％による源泉分離課税の導入） ・有価証券取引税の税率引下げ（株式等0.55％→0.3％）	10-50％の５段階 ↓
1995年		（1995年に，税率ブラケットの適用課税所得額の引上げ）
1996年	有価証券譲渡益課税の適正化（みなし譲渡益５％→5.25％）	
	有価証券取引税の税率引下げ（株式等0.3％→0.12％）	↓
1998年	有価証券取引税の税率引下げ（株式等0.12％→0.06％）	
1999年	有価証券取引税の廃止	10-37％の４段階
2001年	長期保有株式の少額譲渡益非課税制度の創設（2003年度税制改正により廃止） 緊急投資優遇措置の創設	↓
2002年	特定口座制度の創設（2003年１月実施）	

２．証券税制の変遷（２）　2003年以降の証券税制については，上場株式等の配当・譲渡所得等に対する優遇税率に関する改正，損益通算の範囲拡大に関する改正，非課税制度に関する改正などが行われている。

優遇税率に関する改正としては，まず2003年度税制改正において，上場株式等の配当・譲渡益，公募株式投資信託の収益分配金について，20％（所得税15％，住民税５％）の源泉徴収のみで納税が完了する仕組み（申告不要制度）が導入されるのと同時に，これらについて，時限的に10％の優遇税率が適用されることになった。2004年度税制改正では公募株式投資信託の譲渡益課税にも優遇税率が適用されることになった。また，2007年度税制改正ではこうした上場株式等の配当・譲渡所得等に対する優遇税率の適用期限が１年延長されている。さらに2009度税制改正により優遇税率の適用期間は2011年末まで延長され，2011年度税制改正によってさらに２年延長されることになった。なお東日本大震災からの復興のため，個人に対しては2013年から2037年まで，復興特別所得税が課される。

損益通算の範囲拡大に関する動向としては，2003年度税制改正において公募株式投資信託の償還（解約）損と株式等譲渡益との通算が可能となった。2004年度税制改正では公募株式投資信託の譲渡損失が繰越控除制度（３年）の対象に追加された。また，2008年度税制改正では個人投資家の株式投資リスクを軽減するため，2009年より，上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入することになった。2009年は損益通算できる上場株式等の配当所得の金額は申告分離課税を選択したものに限られるが，2010年からは源泉徴収口座内における損益通算が可能になった。さらに2013年度税制改正により，2016年から公社債等に対する課税方式が変更され，特定公社債の利子・譲渡損益並びに上場株式等に係る所得等の損益通算が可能になっている。

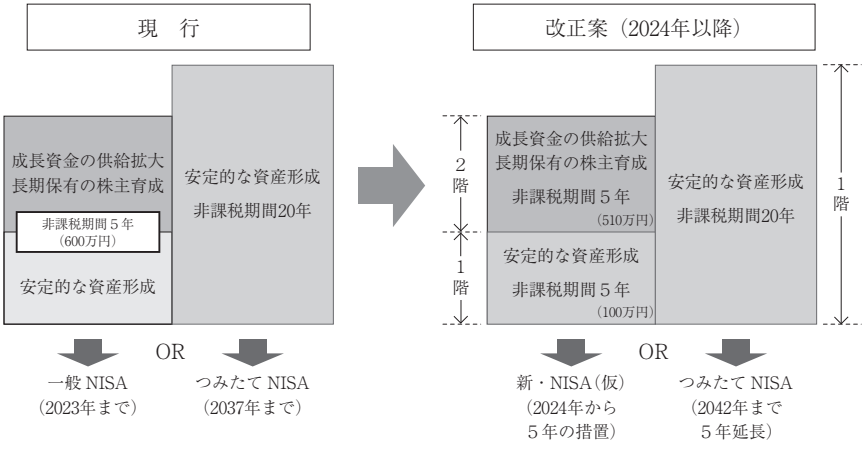
非課税制度については，NISA が2014年に，ジュニア NISA が2016年に，つみたて NISA が2018年に導入されている。また2020年度税制改正では，NISA の見直し・延長，つみたて NISA の延長が行われることになっている（ジュニア NISA については延長せず2023年末で終了）。

他には，2017年から個人型確定拠出年金の加入対象者が拡大している（11節参照）。また，2020年より投資信託の内外二重課税の調整措置が導入される。

証券税制の変遷（2003年～）

年	主な改正事項	所得税の税率構造
2003年	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇措置を導入	
	長期保有株式の少額譲渡益非課税制度の廃止	
2004年	公募株式投資信託の収益分配金・譲渡益に係る優遇措置を導入	
	非上場株式の譲渡益課税の税率引下げ（26%→20%）	
2007年	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期限を１年間延長	5 -40%の６段階
2009年	上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入	
	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期限を３年間延長	
2011年	上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期限を２年間延長	
2014年	NISA の導入	
2015年		5 -45%の７段階
2016年	公社債等に対する課税方式の変更・損益通算の範囲拡大	
	ジュニア NISA の導入	
2018年	つみたて NISA の導入	
	投資信託の内外二重課税の調整措置の創設（2020年より）	

NISA 制度の見直し・延長（案）



〔出所〕 財務省「令和２年度税制改正(案)のポイント」より作成

３．利子課税　2013年度税制改正により2016年から利子所得に対する税制に変更があった。現行制度の概要は以下のとおりである。特定公社債の利子，公募公社債投資信託及び公募公社債等運用投資信託の収益分配金については，20％（復興特別所得税を含めると20.315％）の税率で源泉徴収された後に申告分離課税又は申告不要が適用される。特定公社債とは，国債，地方債，外国国債，公募公社債，上場公社債などの一定の公社債や公社債投資信託などのことである。また，預貯金の利子，特定公社債以外の公社債の利子，合同運用信託及び私募公社債投資信託の収益分配金は原則，利子所得として一律20％（復興特別所得税を含めると20.315％）の税率で源泉分離課税される。なお，納税貯蓄組合預金の利子，納税準備預金の利子やいわゆる子供銀行の預貯金等の利子は非課税である。

また，金融類似商品の収益（定期積金の給付補てん金，一定の契約により支払われる抵当証券の利息，金投資口座の利益，一時払養老保険や一時払損害保険などで一定の要件を満たすものの差益など）については，一律20％（復興特別所得税を含めると20.315％）の税率で源泉分離課税される。

利子所得に対する非課税制度には，障害者等の少額貯蓄非課税制度と勤労者財産形成貯蓄の利子非課税制度（財形非課税制度）がある。

障害者等の少額貯蓄非課税制度には，障害者等の少額預金の利子所得等の非課税制度（障害者等のマル優），障害者等の少額公債の利子の非課税制度（障害者等の特別マル優）があり，それぞれについて元本350万円が非課税限度額である。したがってこれら全てを利用すれば，一人元本700万円までの収益については非課税となる。なお障害者等の郵便貯金の利子所得の非課税制度は，郵政民営化に伴い廃止された。ここで障害者等に該当するのは，身体障害者手帳の交付を受けている者，遺族基礎年金受給者である被保険者の妻，寡婦年金受給者等である。

財形非課税制度には，勤労者財産形成住宅貯蓄（財形住宅貯蓄）と勤労者財産形成年金貯蓄（財形年金貯蓄）がある。これらは，それぞれ勤労者（55歳未満）の住宅取得の奨励，老後の生活の安定を目的とし，両者を合わせて元本550万円までの利子等が非課税となる。ただし生命保険，損害保険等を利用した財形年金貯蓄の非課税限度額は385万円となっている。

利子課税の概要

区　　分	概　　要
・特定公社債の利子 ・公募公社債投資信託及び公募公社債等運用投資信託の収益分配金	申告分離課税又は申告不要 （20％の源泉徴収：住民税５％を含む）
・預貯金の利子 ・特定公社債以外の公社債の利子(注1) ・合同運用信託及び私募公社債投資信託の収益分配金	源泉分離課税 （20％：住民税５％を含む）
非課税貯蓄制度	・障害者等の少額預金の利子所得等の非課税制度（元本350万円まで） ・障害者等の少額公債の利子の非課税制度（元本350万円まで） ・財形住宅貯蓄非課税制度・財形年金貯蓄非課税制度（元本550万円まで）

（注）　1．同族会社が発行した社債の利子でその同族会社の役員等が支払を受けるものを除く。
　　2．2013年から2037年までは復興特別所得税も課される。

利子所得等の課税状況（2018年）

（単位：百万円）

区　　分	支払金額	うち課税分	源泉徴収税額
公債	9,301,922	34,702	6,036
社債	1,277,420	203,529	30,759
預貯金（銀行預金）	1,116,824	1,015,876	155,178
預貯金（その他）	470,684	266,225	40,526
合同運用信託	14,647	8,321	1,242
公社債投資信託	43,751	34,251	3,883
特定公社債等の利子等（源泉徴収義務特例分）	606,577	133,067	20,373
割引債の償還差益	1,516	1,516	258
その他	667,324	575,655	109,058
合計	13,500,665	2,273,141	367,314

（注）　1．「課税分」には，個人のほか，法人の受取分も含まれている。
　　2．「特定公社債等の利子等（源泉徴収義務特例分）」は，支払の取扱者が所得の支払者に代わって源泉徴収を行い，国に納付する特例分である。
　　3．四捨五入のため，合計が一致しない場合がある。
〔出所〕　国税庁ホームページより作成

４．配当課税　株主や出資者が法人から受ける配当や公募株式投資信託の収益の分配などに係る所得は，復興特別所得税を考慮しなければ，配当所得として20％の税率で源泉徴収したうえで総合課税を行うことが原則となっている。総合課税となった場合は，法人税との二重課税を調整するために配当の一定割合を税額控除（配当控除）することができる。

公募株式投資信託の収益の分配等および大口（発行済株式総数の３％以上を保有している場合）以外の上場株式等の配当等については，総合課税，申告分離課税，申告不要（源泉徴収のみ）のいずれかを選択できる。源泉徴収税率は，時限的に10％（2013年は10.147％）の軽減税率であったが，2014年から2037年までは20.315％，それ以降は20％の税率が適用される。申告分離課税の税率も時限的に10％（2013年は10.147％）の軽減税率であったが，2014年から2037年までは20.315％，それ以降は20％の税率が適用される。なお，申告分離課税が選択できるようになったのは2009年からである。また，2010年からは源泉徴収口座への上場株式等の配当等の受入れも可能となっている。ここでいう「上場株式等」は国内・国外の証券取引所等に上場している株式等のことであり，ETF 等も含まれる。

一方，上場株式等以外の株式（非上場株式）の配当金および個人の大口株主の配当金については，20％（2013年から2037年までは20.42％）の源泉徴収のうえで総合課税の扱いを受ける。このとき，一回の支払配当の金額が10万円を配当計算期間であん分した金額以下のものについては申告不要を選択できる。ただし，住民税については総合課税となる。

公募株式投資信託からの収益分配金については，総合課税を選択した場合には配当控除が認められる。ただし，株式投資信託の外貨建資産割合と非株式割合に応じて配当控除率が異なり，外貨建資産割合と非株式割合のうち少なくとも一方が75％超の場合には配当控除は認められない。また契約型の私募株式投資信託（10節参照）からの収益分配金は，原則として源泉徴収がなされたうえで総合課税となる（配当控除可）。

配当所得金額を計算するにあたっては，株式等を取得するために必要とした負債にかかる支払い利子を控除することができる。ただし負債利子控除が認められるのは確定申告をする場合についてのみである。

配当課税の概要

<table>
<tr><th colspan="3">区　　分</th><th>概　　要</th></tr>
<tr><td colspan="3">公募株式投資信託の収益の分配等</td><td rowspan="2">・総合課税
上場株式等の配当等（所５～45%，住10%）
（配当控除適用可）
・申告分離課税
上場株式等の配当等（所15%，住５%）
のどちらかを選択
（申告不要とすることも可）</td></tr>
<tr><td rowspan="3">剰余金の配当，利益の配当，剰余金の分配等</td><td>上場株式等の配当（大口以外）等(注1)</td></tr>
<tr><td rowspan="2">上記以外</td><td>総合課税（配当控除）（所５～45%，住10%）
（20%の源泉徴収）
（所20%）</td></tr>
<tr><td>１回の支払配当の金額が，10万円×配当計算期間／12以下のもの</td><td>確定申告不要
（20%の源泉徴収）
（所20%）</td></tr>
</table>

（注）　1．「上場株式等の配当（大口以外）」とは，その株式等の保有割合が発行済株式又は出資の総数又は総額の３%未満である者が支払を受ける配当をいう。
　　2．この他，2013年１月から2037年12月までの時限措置として，所得税額に対して2.1%の復興特別所得税が課される。
〔出所〕　財務省ホームページより作成

配当所得（源泉徴収分）の課税状況（2018年）

（単位：百万円）

区　　分	支払金額	うち課税分	うち非課税分	源泉徴収税額
剰余金又は利益の配当，剰余金の分配，基金利息の分配等	33,214,452	21,703,493	11,510,959	4,030,759
投資信託および特定受益証券発行信託の収益の分配等	2,438,074	1,683,028	755,046	330,877
源泉徴収選択口座内配当等	1,332,011	1,332,011	－	206,977
合計	36,984,537	24,718,532	12,266,005	4,568,613

（注）　1．「投資信託」には公社債投資信託および公募公社債等運用投資信託は含まない。
　　2．「課税分」には，個人のほか法人の受取分も含まれている。
　　3．四捨五入のため，合計が一致しない場合がある。
〔出所〕　国税庁ホームページより作成

５．配当にかかる二重課税の調整　法人企業がその事業活動によって得た利益は本来，当該法人の所有者に帰属すべきものである。しかし通常，法人所得に関連しては，法人税と個人所得税（配当課税・キャピタル・ゲイン課税）の二段階の課税が行われている。担税力を有するのは究極的には個人のみであることを考えれば，こうした二重課税を回避するために何らかの調整が必要になってくる。これが法人税と個人所得税の統合問題である。理想的には，留保・配当を問わずに全ての法人所得に関して二重課税調整を行うべきであるが，主に行われているのは配当部分の調整である。

わが国における二重課税の調整方法としては，配当の支払先が個人か法人かによって以下のような措置が講じられている。個人株主の受取配当については，配当控除制度があり，配当所得金額の10％（他に住民税として2.8％）が税額控除される。ただし課税総所得金額が1,000万円を超える場合，配当所得の金額のうち，課税総所得金額から1,000万円を差し引いた金額に達するまでの部分の金額については５％（同1.4％）が税額控除される。例えば，所得税に注目すると，配当所得が400万円，他の所得が900万円で合計1,300万円の課税所得があった場合は，課税総所得金額から1,000万円を差し引いた金額に達するまでの部分の金額である300万円（＝1,300万円－1,000万円）の５％とそれ以外の部分の金額である100万円の10％が税額控除される。つまり，税額控除の額は15万円と10万円を合わせた25万円になる。また法人株主の受取配当については，2015年度税制改正で受取配当等益金不算入制度の見直しが行われた。持株比率が高い株式への投資については，100％益金不算入としつつ，持株比率の基準が変更された。一方，持株比率が低い株式等への投資については，新たに区分を設け，益金不算入割合が一部引き下げられた。

かつて諸外国においては，インピュテーション方式が二重課税調整法として広く採用されていた。わが国の配当所得税額控除方式やイギリスで導入されていた部分的インピュテーション方式もインピュテーション方式の不完全な一種といえる。これらは個人段階での調整方法であるが，その他企業段階での調整方法として支払配当控除方式（法人段階での支払配当に対して損金算入を認めるもの），包括的事業所得税（CBIT）方式（利子・配当ともに法人段階での損金算入を認めず，個人段階での課税は不要とするもの）などが挙げられる。

主要国における二重課税調整（個人段階）

（2018年１月現在）

国	調整方式	備考
日本	【確定申告不要または申告分離課税を選択した場合】 調整措置なし 【総合課税を選択した場合】 配当控除 （配当所得税額控除方式）	上場株式等の配当については源泉徴収されており，確定申告不要と総合課税とを選択することができる。また，株式譲渡損との損益通算のために申告分離課税も選択することができる。
アメリカ	調整措置なし	個人株主段階で，一定の配当所得に対し，キャピタルゲイン課税と同様の軽減税率が適用されている。なお，アメリカは1936年に個人株主段階における法人税と所得税の調整措置を廃止している。
イギリス	配当所得一部控除方式 （個人の配当所得から5,000ポンドを控除）	部分的インピュテーション方式による部分的な調整が行われてきたが，2016年４月より5,000ポンドの所得控除が導入されたことに伴い，同制度は廃止された。
ドイツ	調整措置なし	2008年まで総合課税のもと，配当所得一部控除方式（受取配当の50％を株主の課税所得に算入）が採られていたが，2009年から，利子・配当・キャピタルゲインに対する一律25％の申告不要（分離課税）が導入されたことに伴い，個人株主段階における法人税と所得税の調整は廃止された。
フランス	【分離課税を選択した場合】 調整措置なし 【総合課税を選択した場合】 配当所得一部控除方式 （受取配当の60％を株主の課税所得に算入）	2007年まで総合課税のもと，配当所得一部控除方式（受取配当の60％を株主の課税所得に算入）が採られていたが，2008年から，総合課税と分離課税の選択制が導入され，分離課税を選択した場合には個人株主段階における法人税と所得税の調整は行われないこととなった。2013年予算法において，利子・配当・譲渡益について分離課税との選択制が廃止され，2013年分所得から累進税率が一律適用されることとなったが，2018年予算法において再び分離課税と総合課税の選択制が導入され，分離課税を選択した際には調整措置が行われないこととなった。

〔出所〕　吉沢浩二郎編著『図説日本の税制　平成30年度版』財経詳報社，315頁より作成

６．キャピタル・ゲイン課税（１）　上場株式等の譲渡益については，以前は源泉分離課税と申告分離課税との選択制であったが，2003年から後者に一本化されている。すなわち，原則として上場株式等の譲渡による収入金額から取得価額・譲渡に要した費用・負債利子等を控除することによって計算される所得金額に対して，復興特別所得税を考慮しなければ，20％（所得税15％，住民税５％）の税率が適用される。ただし上場株式等の譲渡益については，後述する特定口座を利用して源泉徴収のみで課税関係を終了させることもできる。以前は株式等の譲渡損失は他の株式等の売却益からのみ控除可能で，控除しきれないロスの繰越しは認められなかったが，2003年より上場株式等のロスについては翌年以降３年間の繰越しが可能になった。また2009年より上場株式等の譲渡損を上場株式等の配当等から控除することができるようになった。さらに2016年から公社債等に対する課税方式が変更され，特定公社債等の利子・譲渡損益並びに上場株式等に係る所得等の損益通算が可能となった。なお，一般株式等については申告分離課税が適用される。

また，源泉分離課税廃止に伴う投資者の申告事務負担を軽減する目的から「特定口座制度」が創設されている。特定口座とは，投資者がこの口座を通じて行った上場株式等の売買について証券会社等がその損益通算を行うもので，「源泉徴収口座（源泉徴収ありの口座）」と「簡易申告口座（源泉徴収なしの口座）」に区別される。仮に投資者が源泉徴収口座を利用すれば，証券会社等が源泉税額を納付するため，確定申告は不要となる。また2010年からは，特定口座を開設している証券会社等が源泉徴収を行う上場株式等の配当等を源泉徴収口座へ受け入れることが可能となった。ただしこの口座を利用していても，確定申告を行えば，他の口座で生じた損益との通算や損失の繰越しが可能となる。さらに2016年からの公社債等に対する課税方式の変更などに伴い，特定口座の対象範囲も拡大している。また源泉徴収口座を選択し，かつ確定申告を行わない場合には配偶者控除等への影響はない。投資者が簡易申告口座を選択した場合は，証券会社等から送付される特定口座年間取引報告書を申告書に添付することで簡易な申告が可能となる（2019年４月１日以後は添付不要）。なお，どちらの口座を選択しても特定口座年間取引報告書は投資者だけでなく税務署にも送付される。

株式等譲渡益課税の概要

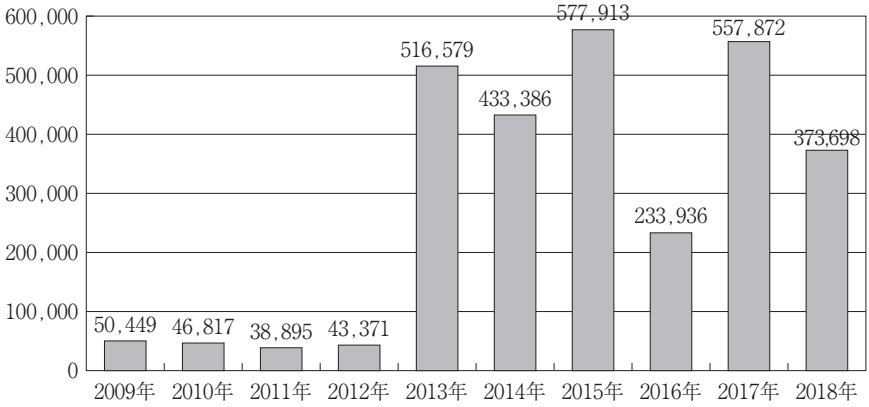
	概　　要
上場株式等 〔・上場株式 ・ETF ・公募投資信託 ・特定公社債 等〕	申告分離課税 上場株式等の譲渡益×20%（所15%，住５%） ※源泉徴収口座における確定申告不要の特例 源泉徴収口座（源泉徴収を選択した特定口座）を通じて行われる上場株式等の譲渡による所得については，源泉徴収のみで課税関係を終了させることができる。 ※上場株式等に係る譲渡損失の損益通算，繰越控除 上場株式等の譲渡損失の金額があるときは，その年の上場株式等の配当所得等の金額から控除可。 上場株式等の譲渡損失の金額のうち，その年に控除しきれない金額については，翌年以後３年間にわたり，上場株式等に係る譲渡所得等の金額及び上場株式等の配当所得等の金額からの繰越控除可。
一般株式等 （上場株式等以外の株式等）	申告分離課税 一般株式等の譲渡益×20%（所15%，住５%）

（注）　2013年１月から2037年12月までの時限措置として，別途，基準所得税額に対して2.1%の復興特別所得税が課される。

〔出所〕　財務省ホームページより作成

特定口座内保管上場株式等の譲渡所得等の源泉徴収税額

（単位：百万円）



〔出所〕　国税庁ホームページより作成

７．キャピタル・ゲイン課税（２）　株式等の譲渡所得については原則として申告分離課税が適用されるが，ゼロクーポン債，割引の方法により発行される公社債に類する利付公社債，国内で発行される割引公社債で独立行政法人住宅金融支援機構，旧住宅金融公庫，沖縄振興開発金融公庫，独立行政法人都市再生機構，外国政府，外国の地方公共団体及び国際機関などにより発行されるもの，国内で発行される一定の短期割引公社債，利子が支払われない公社債（割引公社債を除く）を2015年12月31日までに売却した場合の譲渡所得は総合課税の対象となる。また，株式形態によるゴルフ会員権の譲渡所得も総合課税の対象である。

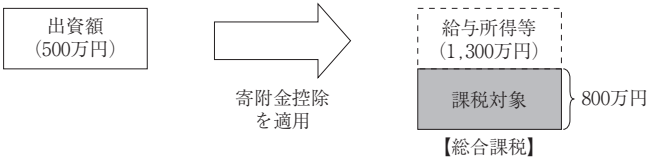
また，1997年度税制改正によりいわゆる「エンジェル税制」が創設されている。エンジェル税制とは，ベンチャー企業に対する個人投資家（エンジェル）の投資を支援することを目的に，一定の要件を満たすベンチャー企業（特定中小会社）の株式（特定株式）に対する特例措置のことである。この制度は創設以後数回の改正が行われており，近年では2005年度税制改正により特定中小会社が発行した株式に係る譲渡益を２分の１に軽減する特例の適用期限が２年延長された。また，2007年度税制改正ではこの特例の適用期限がさらに２年延長されるとともに，適用対象となる企業の要件の緩和および確認手続の合理化が行われた。2008年度税制改正でこの特例は廃止されることとなったが，このとき起業期のベンチャー企業（特定新規中小会社）に出資した場合に寄附金控除の適用を認める制度が創設された。さらに2020年度税制改正では，対象ベンチャー企業の拡大や多様な層の投資家がエンジェル税制を利用しやすいよう手続きの簡素化が図られている。

2019年時点のエンジェル税制の概要は以下のとおりである。①2008年４月１日以後，特定新規中小会社の株式を払込みにより取得する場合，その出資した金額について，1,000万円を限度として寄附金控除の適用が認められる（銘柄ごとに②と選択適用）。②特定中小会社の株式の取得費用をその年の株式等の譲渡所得から控除できる。③上場日の前日までに特定株式の譲渡による損失が生じた場合，あるいは発行会社が解散し，清算結了により損失が生じた場合などについては，その年の株式等の譲渡益から控除するが，控除しきれない部分は翌年以降３年間繰越すことができる。

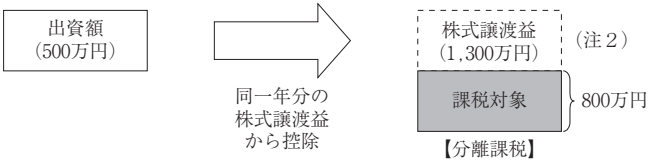
エンジェル税制の概要（2020年度税制改正前）

【出資段階の優遇措置】
（①・②の選択適用）

①起業期のベンチャー企業（特定新規中小会社）へ出資した場合に寄附金控除を適用
（1,000万円を限度）



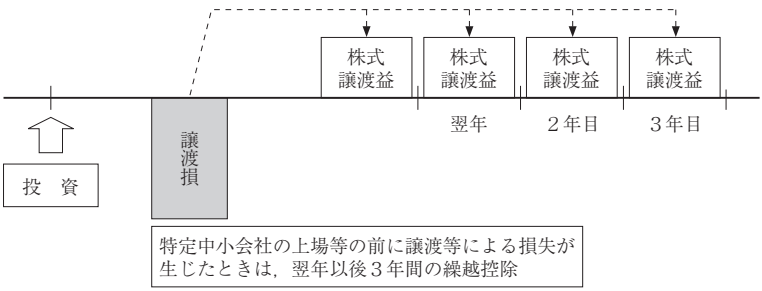
②ベンチャー企業（特定中小会社）へ出資した場合に株式譲渡益を圧縮



（注）　1．①または②の優遇措置を適用した場合のベンチャー企業の株式の取得価額は，上記控除額を差し引いた額となる。
　　2．一般株式等に係る譲渡益または上場株式等に係る譲渡益から控除（2016年度分の所得より適用）

【出資後の優遇措置】

③ベンチャー企業（特定中小会社）が事業に失敗し，上場等の前に譲渡等による損失が生じたときは，翌年以後３年間の繰越控除が可能



特定中小会社の範囲

①　中小企業等経営強化法の特定新規中小企業者である株式会社
②　ベンチャー企業の成長性を見極めることができるものとして経済産業大臣が認定したファンドがその株式を保有する株式会社
③　グリーンシート・エマージング銘柄の株式を発行する株式会社
④　沖縄振興特別措置法に規定する経済金融活性化特区の指定会社
（指定期限：2014年４月１日から2019年３月31日まで）

〔出所〕　田原芳幸編著『図説日本の税制　平成28年度版』財経詳報社，113頁及び吉沢浩二郎編著『図説日本の税制　平成30年度版』財経詳報社，115頁より作成

8．NISA　2013年度税制改正によって，わが国では2014年よりNISA（ニーサ）が導入された。NISAとは，少額投資非課税制度（非課税口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置）の愛称である。NISAは，1999年にイギリスで導入された投資と貯蓄に対する優遇税制である個人貯蓄口座（Individual Savings Account：ISA）をモデルとしており，当初は日本版ISAと呼ばれていた。ちなみにNISAのNはNIPPONのNを意味している。また，この制度を一般NISAと呼ぶこともある。

2019年時点のNISAの概要は以下のとおりである。非課税対象となるのは，NISA口座内の少額上場株式等の配当等，譲渡益である。開設者（対象者）は，口座開設の年の1月1日において20歳以上の居住者等である。当初，年間投資上限は100万円，非課税投資額は最大500万円であったが，2016年より年間投資上限は120万円，非課税投資額は最大600万円になった。口座開設期間は2014年から2023年の10年間，非課税期間は最長5年間で，途中売却は自由であるが，売却部分の枠は再利用できない。また，2015年1月1日以後，年単位で金融機関を変更することができるようになった。

また2015年度税制改正によって，2016年よりジュニアNISA（未成年者口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置）が創設された。2019年時点において，ジュニアNISAの非課税対象は，20歳未満の人が開設するジュニアNISA口座内の少額上場株式等の配当等，譲渡益である。年間投資上限は80万円で，非課税投資額は最大400万円（80万円×5年間）である。口座開設期間は2016年から2023年までの8年間，非課税期間は最長5年間である。なお，18歳になるまで原則として払出しはできない。

さらに2017年度税制改正により，2018年よりつみたてNISAが創設された。その特徴は，①少額からでも運用を始められる投資信託が対象で運用利益が非課税であること，②非課税投資枠は年間40万円で非課税期間は最長20年間であること，③NISAとの選択制であること，④対象となる投資信託は安定的な資産形成を目指す，長期・積立・分散投資に適した商品となるよう法令上の条件が設けられていることなどである。

なお2020年度税制改正では，NISA制度の見直し・延長が行われることになっている（2節参照）。

一般 NISA とつみたて NISA の比較（2019年時点）

	一般 NISA	つみたて NISA
利用できる方	20歳以上の方	
口座開設	１人１口座　一般 NISA とつみたて NISA の選択制	
税制上のメリット	運用利益が非課税	
非課税期間	投資をした年から最大５年間	投資をした年から最大20年間
利用限度額（非課税枠）	年間120万円	年間40万円
対象商品	上場株式，株式投資信託等	長期の積立・分散投資に適した一定の商品性を有する投資信託
投資可能期間	2023年12月末まで	2037年12月末まで
損益通算	特定口座や一般口座との損益通算はできない	
払出し制限	制限なし	
金融機関変更	年単位で変更可能	
その他	－	買付けの方法は，「１ヵ月に１回」など定期的に一定金額の買付けを行う方法（積立投資）に限る

〔出所〕 日本証券業協会ホームページより作成

ジュニア NISA の概要（2019年時点）

非課税対象	ジュニア NISA 口座内の少額上場株式等の配当等，譲渡益
開設者（対象者）	口座開設の年の１月１日において20歳未満またはその年に出生した居住者等
年間投資上限	80万円
非課税投資額	最大400万円
口座開設期間	2016年から2023年までの８年間
非課税期間	最長５年間
運用管理	親権者等の代理または同意の下で投資，18歳になるまで原則として払出し不可

〔出所〕 国税庁，財務省の各種資料より作成

９．非居住者に対する課税　わが国の所得税法では，個人を居住者と非居住者に分けている。居住者とは国内に住所を有する個人または現在まで引き続き１年以上居所を有する個人のことで，非居住者とは居住者以外の個人のことである。また居住者のうち，日本国籍を有しておらず，かつ，過去10年以内において国内に住所又は居所を有していた期間の合計が５年以下である個人のことを非永住者という。非永住者以外の居住者は全ての所得（全世界所得）に対して課税される。非永住者は，国内において生じた所得（国内源泉所得）と，これ以外の所得で日本国内において支払われたものまたは日本国内に送金されたものに対して課税される。そして，非居住者は国内源泉所得のみに課税される。非居住者に対する課税方法は国内源泉所得の種類，恒久的施設（Permanent Establishment；PE）を有するかどうか，国内源泉所得が恒久的施設に帰せられる所得かどうかによって，総合課税の対象となるものと源泉分離課税の対象となるものに分けられる。恒久的施設とは，①非居住者等の国内にある支店，工場その他事業を行う一定の場所，②非居住者等の国内にある建設作業場，③非居住者等が国内に置く自己のために契約を締結する権限のある者その他これに準ずる者のことである。

例えば利子等と配当等についてみてみると，非居住者等の有する国内源泉所得のうち，非居住者等の恒久的施設に帰せられる所得（恒久的施設帰属所得）に対しては源泉徴収のうえ総合課税されるのに対して，恒久的施設帰属所得に該当する所得以外のものについては源泉分離課税が適用される。源泉徴収税率はそれぞれ15.315％と20.42％である。なお源泉徴収税率については，支払を受ける非居住者等の居住地国とわが国との間に租税条約が締結されている場合には，その条約で定められている税率に軽減される。

なお国債に関しては，非居住者等に対して非課税措置が講じられている。すなわち，国内に恒久的施設を有しない非居住者等が国内にある国債振替決済制度参加者や適格外国仲介業者に開設した振替口座により保有している国債の利子等については，一定の要件を満たしている場合には，非課税となる。また非課税とはならない場合でも，振替国債の利子については，非居住者等の居住国とわが国との間に租税条約が締結されていれば，源泉徴収税率はその条約に定められている税率に軽減される。

非居住者に対する課税関係の概要

非居住者の区分 ＼ 所得の種類	恒久的施設を有する者		恒久的施設を有しない者	源泉徴収
	恒久的施設帰属所得	その他の国内源泉所得		
（事業所得）	【総合課税】	【課税対象外】		無
①資産の運用・保有により生ずる所得 ※下記⑦～⑮に該当するものを除く。		【総合課税（一部）（注２）】		無
②資産の譲渡により生ずる所得				無
③組合契約事業利益の配分	【源泉徴収の上，総合課税】	【課税対象外】		20.42％
④土地等の譲渡対価		【源泉徴収の上，総合課税】		10.21％
⑤人的役務の提供事業の対価				20.42％
⑥不動産の賃貸料等				20.42％
⑦利子等		【源泉分離課税】		15.315％
⑧配当等				20.42％
⑨貸付金利子				20.42％
⑩使用料等				20.42％
⑪給与その他人的役務の提供に対する報酬，公的年金等，退職手当等				20.42％
⑫事業の広告宣伝のための賞金				20.42％
⑬生命保険契約に基づく年金等				20.42％
⑭定期積金の給付補塡金等				15.315％
⑮匿名組合契約等に基づく利益の分配				20.42％
⑯その他の国内源泉所得	【総合課税】	【総合課税】		無

（注）　１．恒久的施設帰属所得が，上記の表①から⑯までに掲げる国内源泉所得に重複して該当する場合がある。
２．上記の表②資産の譲渡により生ずる所得のうち恒久的施設帰属所得に該当する所得以外のものについては，所得税法施行令第281条第１項第１号から第８号までに掲げるもののみ課税される。
３．租税特別措置法の規定により，上記の表において総合課税の対象とされる所得のうち一定のものについては，申告分離課税又は源泉分離課税の対象とされる場合がある。
４．租税特別措置法の規定により，上記の表における源泉徴収税率のうち一定の所得に係るものについては，軽減又は免除される場合がある。

〔出所〕　国税庁「平成31年版　源泉徴収のあらまし」より作成

10. 新しい商品に対する課税の扱い　(1)新しい形態の投資信託：私募株式投資信託（契約型）の収益分配金は，原則，配当所得として源泉徴収のうえで総合課税され，配当控除も適用される。ただし一定の要件を満たせば申告不要制度も選択できる。譲渡損益に対しては申告分離課税が適用される。私募公社債投資信託の収益分配金については源泉分離課税，譲渡損益は申告分離課税の対象である。会社型投資信託の課税については，オープンエンド型およびクローズドエンド型（上場）の場合は上場株式と同様である。すなわち，収益分配金に関しては20.315％で源泉徴収されたうえで総合課税，申告分離課税あるいは申告不要となる。ただし総合課税を選択しても配当控除は適用されない。譲渡損益については申告分離課税が適用される。一方クローズドエンド型（非上場）および私募の場合，収益分配金については20.42％で源泉徴収をされたうえで総合課税，一定の要件を満たせば申告不要制度も選択可となっている。ただし総合課税を選択しても配当控除は適用されない。譲渡損益については申告分離課税が適用される。なお不動産投資信託（REIT）については，上場されていればクローズドエンド型になり，収益分配金，譲渡損益に対する課税は上場株式の課税方法と同様である。ただし収益分配金に関して総合課税を選択しても配当控除は適用されない。

(2)ストック・オプション：ストック・オプション制度とは，企業が将来の一定期間（権利行使期間）に一定の価額（権利行使価額）で自社の株式を購入することができる権利を役職員等に付与する制度である。企業は役職員等に対する報酬を自社の株価上昇に連動させて支払うことになる。ストック・オプションは税制上，租税特別措置法により定められている要件を満たす税制適格ストック・オプションと満たさない税制非適格ストック・オプションに分かれる。税制適格ストック・オプションについては，権利行使時の経済的利益（権利行使時の株式時価と権利行使価額の差額）に対しては課税されない。権利行使により得た株式を売却したときは，譲渡価額と権利行使価額の差額に対して申告分離課税が適用される。一方，税制非適格ストック・オプションについては，権利行使時の経済的利益に総合課税が適用され，権利行使により得た株式を売却したときは，譲渡価額から権利行使時の株式時価を差し引いた額に申告分離課税が適用される。

新しい形態の投資信託に対する課税の概要

区　分				分配金等	解約・償還差損益		譲渡損益
					配当(利子)所得部分	みなし譲渡損益部分	
契約型	私募株式投資信託			総合課税（一般株式等の配当所得）[1]		申告分離課税（一般株式等の譲渡所得等，20.315％）	申告分離課税（一般株式等の譲渡所得等，20.315％）
	私募公社債投資信託			源泉分離課税（20.315％）		申告分離課税（一般株式等の譲渡所得等，20.315％）	申告分離課税（一般株式等の譲渡所得等，20.315％）
会社型	公募型	オープンエンド型		総合課税・申告分離課税（上場株式等の配当所得）[2]		申告分離課税（上場株式等の譲渡所得等，20.315％）	申告分離課税（上場株式等の譲渡所得等，20.315％）
		クローズドエンド型	上場				
			非上場	総合課税（一般株式等の配当所得）[1]		申告分離課税（一般株式等の譲渡所得等，20.315％）	申告分離課税（一般株式等の譲渡所得等，20.315％）
	私募型						

（注）　1．受取時に20.42％で源泉徴収され，少額配当の場合を除き，確定申告が必要
　　2．受取時に20.315％で源泉徴収され，総合課税・申告分離課税のみならず確定申告不要とすることも可能

〔出所〕　SMBC 日興証券㈱ソリューション企画部編『令和元年度版　税金の知識』中央経済社，126，133頁より作成

ストック・オプションに対する課税

	付 与 時	権利行使時	株式の譲渡時
税制適格ストック・オプション	－	－	（譲渡価額－権利行使価額）に対し申告分離課税(注)
税制非適格ストック・オプション	－	（権利行使時の株式時価－権利行使価額）に対し総合課税	（譲渡価額－権利行使時の株式時価）に対し申告分離課税(注)

（注）　株式の譲渡所得として課税

11. 年金型商品に対する課税の扱い　企業の年金債務問題，公的年金財政の悪化，国際会計基準の導入，雇用の流動化等，経済社会情勢の変化に対応して，2001年10月に「確定拠出型年金制度（日本版401k）」が導入された。確定拠出年金は，加入者自身が運用指図を行い，運用の実績に応じて給付額が変動する私的年金で，原則として個人が自ら掛金を拠出する「個人型」（iDeCo：イデコ）と原則として企業が従業員の掛金を負担する「企業型」に分かれる。こうした制度に基づく年金型商品の普及とその円滑な運営のためには，一定の税制上の優遇措置が不可欠であるが，その際，他の年金制度との課税バランスや離転職時における年金資産の移換可能性の問題等が十分配慮されなければならない。

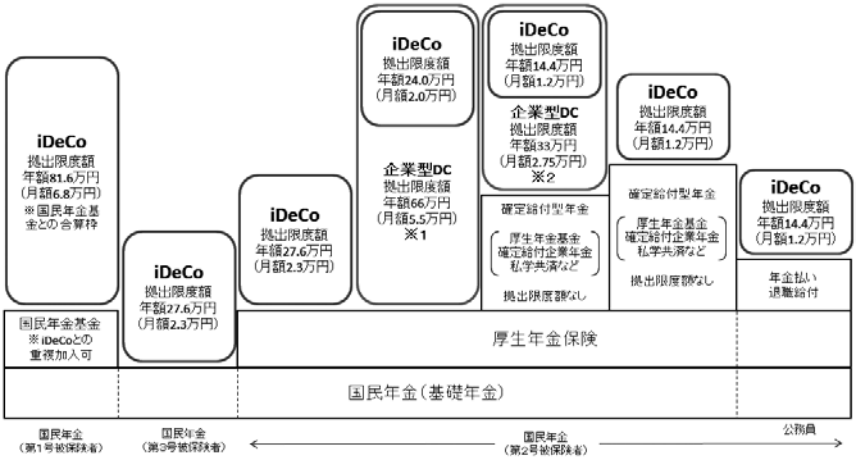
確定拠出年金の課税上の措置は以下のようになっている。

⑴拠出段階：雇用主負担分については，当該企業の損金算入扱いになる。また，本人負担分については所得控除（小規模企業共済等掛金控除）の対象となる。なお，2012年１月より企業型年金におけるマッチング拠出が導入されている。さらに，2018年５月より中小企業に勤める iDeCo 加入者について中小事業主掛金納付制度（iDeCo＋：イデコプラス）が導入されている。

⑵運用段階：個人型年金，企業型年金の積立金に対しては，1.173%（国税１%，地方税0.173%）の特別法人税課税がある。ただし，課税は2020年３月末まで凍結されている。

⑶給付段階：①老齢給付金：積立金は５年以上に分割して年金として受け取るか，一時金で受け取るかを選択できる。分割払いの給付金については，公的年金等控除が適用される。なお公的年金等控除については，高所得の年金所得者にとって手厚い仕組みになっているとの指摘があり，2018年度税制改正で仕組みの見直しが行われている。一時金払いの給付金については，退職所得控除の対象となる。②障害給付金：一定の障害を負った場合，年金または一時金として受給できるが，これに対して所得税・住民税は課税されない。③死亡一時金：加入者が死亡した場合の遺族への死亡一時金については，みなし相続財産として相続税の課税対象となり，法定相続人１人当たり500万円まで非課税となる。④脱退一時金：一定の要件を満たせば脱退一時金を受給できるが，これに対しては所得税・住民税が課税される。

確定拠出年金の対象者・拠出限度額と既存の年金制度



※1　企業型DCのみを実施する場合は，企業型DCへの事業主掛金の上限を年額42万円（月額3.5万円）とすることを規約で定めた場合に限り，個人型 DC への加入を認める。

※2　企業型 DC と確定給付型年金を実施する場合は，企業型 DC への事業主掛金の上限を年額18.6万円（月額1.55万円）とすることを規約で定めた場合に限り，個人型 DC への加入を認める。

〔出所〕　厚生労働省ホームページ

確定拠出年金に関する税制上の取扱い

区　分			個人型・企業型
拠出段階	雇用主負担分		事業主の損金に算入
	本人負担分		小規模企業共済等掛金控除
運用段階			特別法人税課税（2019年度末まで凍結）
給付段階	老齢給付金	年金	雑所得（公的年金等控除の適用あり）
		一時金	退職所得（退職所得控除の適用あり）
	障害給付金	年金	非課税
		一時金	
	死亡一時金		相続税課税
	脱退一時金		一時所得

第15章　証券取引の行為規制

1．総　説　金融商品取引法は，公正な有価証券市場を確立し，証券市場に対する信頼性を確保する観点から，さまざまな行為規制を定めている。まず，相場操縦等の行為が禁止され（第２節参照），次に，会社関係者によるインサイダー取引規制（第３節参照），証券会社による一任勘定取引，大量推奨売買の規制（第４節参照）等が定められている。さらに，取引行為に対する直接の規制だけではなく，大量保有報告書の提出等，取引に係る情報開示を義務付ける規定も設け，証券取引の公正の確保を図っている（第５節参照）。

しかし，取引の状況に応じて多種多様である証券取引についての不正な取引をすべてあらかじめ詳細に列挙するのは容易ではない。さらに，証券をめぐる取引は複雑であり変化も激しく，立法当時予想しなかった手法も現れることが考えられる。そこで，金融商品取引法第157条では，広く不正な行為が規制されており，第１号では，有価証券の売買その他の取引等について不正の手段，計画または技巧をなすことを禁じ，第２号では，有価証券の売買その他の取引等について重要な事項につき虚偽の表示をし，または誤解防止のため必要な重要な事実を表示しないで，金銭その他の財産を取得することを禁じている。さらに第３号では，有価証券の売買その他の取引等を誘引する目的で虚偽の相場を利用することを禁じている。この第157条は，新しい不正取引に対処するための包括的な一般規定としての意味があると考えられている。

これらの条文の他にも，金融商品取引法では，第158条で，有価証券の取引等のため，または相場の変動を図る目的をもって，風説の流布，偽計，暴行もしくは脅迫することを禁止するとともに，第168条で虚偽の相場の公示等の禁止，第169条で対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限，第170条で有利買付け等の表示の禁止，第171条で一定の配当等の表示の禁止を定めている。

不公正取引の禁止に係る主な規定

	内　　容	条　　文
一般規定	・不正行為の禁止	・金商法第157条
相場操縦関係	・仮装取引・馴合取引の禁止 ・相場操縦目的の現実の取引の禁止 ・表示による相場操縦の禁止 ・安定操作取引の原則禁止 ・安定操作期間中の自己買付けの禁止 ・風説の流布，偽計，暴行又は脅迫の禁止 ・証券会社の作為的相場形成への関与の禁止 ・自己株式取得に係る相場操縦の防止	・金商法第159条第１項 ・金商法第159条第２項第１号 ・金商法第159条第２項第２号，第３号 ・金商法第159条第３項，施行令第20条～26条 ・金融商品取引業府令第117条第１項第22号 ・金商法第158条 ・金融商品取引業府令第117条第１項第20号 ・金商法第162条の２
内部者取引関係	・インサイダー取引の禁止 ・役員等の売買報告義務，短期売買利益返還義務 ・役員等の空売りの禁止 ・情報伝達行為・取引推奨行為の禁止 ・インサイダー取引規制違反のおそれのある売買の受託の禁止	・金商法第166条，第167条 ・金商法第163条，第164条 ・金商法第165条 ・金商法第167条の２ ・金融商品取引業府令第117条第１項第13号
不実表示関係	・虚偽の相場の公示等の禁止 ・対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限 ・有利買付け等の表示の禁止 ・一定の配当等の表示の禁止	・金商法第168条 ・金商法第169条 ・金商法第170条 ・金商法第171条
公開買付け関係	・公開買付けに係る規制 ・大量保有報告書の提出	・金商法第27条の２以下 ・金商法第27条の23以下
その他	・損失補填の禁止 ・自己計算取引・過当数量取引の制限 ・空売りに係る規制 ・大量推奨販売の禁止 ・フロントランニング規制 ・自己計算取引による作為的相場形成の禁止	・金商法第39条 ・金商法第161条 ・金商法第162条 ・金融商品取引業府令法第117条第１項第17号 ・金融商品取引業府令法第117条第１項第10号 ・金融商品取引業府令法第117条第１項第19号

２．相場操縦規制　相場操縦とは本来，自然の需給関係に基づき形成されるべき証券相場に，人為的な操作を加えて相場を変動させる行為である。金融商品取引法は，市場における公正な価格形成を確保し，投資者を保護する観点から，相場操縦を禁止する規定を置き，この違反に対して重い制裁を課す。

相場操縦行為として禁止される行為には，①仮装取引，②馴合取引，③変動取引，④表示による相場操縦，⑤安定操作の五つの類型がある（法159条）。

仮装取引とは，同一人が売り注文と買い注文の双方を同時期に発注するなどして，実質的な権利の移転を伴わない有価証券の売買であり，複数の者が通謀の上で行う同様の行為が馴合取引である。いずれも取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等，取引の状況に関し，他人に誤解を生じさせる目的を行為者が有していることも要件である。変動取引とは，人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず，投資者にその相場が自然の需給関係により形成されているものであると誤認させて，有価証券市場における有価証券の売買に誘い込む目的（誘引目的）で，相場を変動させる可能性のある売買を行う行為である（協同飼料最高裁決定（1994年７月20日））。

安定操作とは，相場をくぎ付けし，固定し，または相場を安定させることを目的に有価証券の売買を行うことをいう。有価証券の募集・売出しをする場合には，大量の有価証券が市場に放出されることにより価格が下落し，募集・売出しが困難になるおそれがある。そのため，この場合に限り，政令に従った安定操作をすることは許容されている。

相場操縦に対しては，10年以下の懲役もしくは1,000万円以下の罰金，またはその両方が科され，相場操縦に当たる取引で取得した財産は没収され，没収ができないときにはその価額が追徴される。財産上の利益を得る目的で相場操縦をして，有価証券の売買をした場合には，10年以下の懲役および3,000万円以下の罰金が科される。また，課徴金納付命令の対象ともなる。なお，相場操縦規制に違反した者の賠償責任についての規定もある（法160条）。

証券会社については，顧客の売買注文の受託等に関して，金融商品取引業等に関する内閣府令により，実勢を反映しない作為的な相場形成となることを知りながらの受託等が禁止され，それを防止するための売買管理体制の整備が義務づけられている。

相場操縦に係る金融商品取引法の規定

仮装取引	取引の状況に関して他人に誤解を生じさせる目的をもって，権利の移転を伴わない有価証券の売買を行ってはならない（第159条第１項第１～３号）
馴合取引	取引の状況に関して他人に誤解を生じさせる目的をもって，他人と通謀の上で同時期に同価格などにおいて有価証券の売買を行ってはならない（第159条第１項第４号～８号）
変動取引	有価証券市場における有価証券の売買等を誘引する目的で，当該有価証券等の相場を変動させるべき有価証券の売買を行ってはならない（第159条第２項第１号後段）
表示による相場操縦	有価証券市場における有価証券の売買等を誘引する目的で， ①有価証券の相場が自己または他人の操作により変動すべき旨を流布してはならない（第159条第２項第２号） ②有価証券の売買を行うにつき，重要な事項について虚偽または誤解を生じさせるべき表示を故意に行ってはならない（第159条第２項第３号）
安定操作	政令で定めるところに違反して，有価証券の相場をくぎ付けし，固定し，又は安定させる目的をもって，有価証券の売買を行ってはならない（第159条第３項）

３．会社関係者に係る行為規制　会社関係者に係る行為規制は，インサイダー取引を禁止するものとその未然防止のための措置に分類される。

インサイダー取引の禁止

インサイダー取引（または内部者取引）とは，上場会社の関係者が，その職務や地位により，投資者の投資判断に重要な影響を与える未公表の会社情報を知った場合に，その情報の公表前に当該情報に係る有価証券の売買等を行うことをいう（法166条）。インサイダー取引は，そうした情報を知ることのできない一般投資家からすると著しく不公正であり，このような取引が行われれば，証券市場に対する信頼が失われることになりかねない。

わが国におけるインサイダー取引規制は，証券市場の近代化等に伴って，1989年４月の法改正で導入された。その後も会社分割制度の創設や金庫株解禁などの諸制度の見直し等に対応し，法制面での整備が図られている。2013年には，①会社関係者による情報伝達行為・取引推奨行為を刑事罰・課徴金納付命令の対象にすること，② REIT の取引を規制対象とすること等の法改正が行われた。

違反行為に対する罰則は，規制導入以降順次強化が図られてきており，５年以下の懲役もしくは500万円以下の罰金，またはその両方が科され，法人に対しては５億円以下の罰金が科される。インサイダー取引により得た財産は没収・追徴される。また，課徴金納付命令が命ぜられた場合には，利益相当額（情報伝達者・取引推奨者は取引行為者が得た利益相当額の半分）を国庫に納付しなければならない。

インサイダー取引の未然防止のための措置

インサイダー取引の禁止とあわせて，上場会社等の役員および主要株主に対しては，自社の株式等を売買した場合の売買報告書提出義務や，６ヵ月以内の短期売買で得た利益に関する会社の返還請求権，自らが有する株券等の額を超えての売付けの禁止が定められている。

証券会社における受託注文のチェックや，上場会社における社内体制（情報管理，自社株売買に係る手続き）の整備，J-IRISS（証券会社が定期的に自社の顧客情報と上場会社が登録した役員情報を照合確認するシステム）への情報登録も，インサイダー取引の防止に重要な役割を果たしている。

インサイダー取引に係る「規制対象者」,「重要事実」,「公表措置」概要

項　　目	概　　要
1．規制対象者 (1)　会社関係者	①会社の役員等（例：役員，代理人，使用人その他の従業員） →その職務に関し知ったとき ②帳簿閲覧権等を有する者（例：会社の発行済株式数の３％以上を保有する株主） →帳簿閲覧権等の行使に関し知ったとき ③上場会社に対し法令に基づく権限を有する者（例：監督官庁の職員） →権限の行使に関し知ったとき ④上場会社と契約を締結している者等（例：取引銀行，証券会社，公認会計士，弁護士等） →契約の締結若しくはその交渉または履行に関し知ったとき ⑤上記②又は④の者が法人の場合のその法人の役員等 →その者の職務に関し知ったとき
(2)　情報受領者	①会社関係者から重要事実の伝達を受けた者 ②会社関係者から重要事実を職務上伝達を受けた者が所属する法人の役員等であってその職務に関し知った者
2．重要事実	
(1)　決定事実	・業務執行を決定する機関が，次の事項を行うことを決定したことまたは行わないことを決定したこと （株式等の発行，資本の減少，自己株式の取得または処分，株式の分割，配当の異動，合併，営業譲渡，解散，新製品または新技術の企業化，固定資産の譲渡または取得など）
(2)　発生事実	・会社に次の事項が発生したこと （災害に起因する損害等，主要株主の異動，上場株券等の上場廃止の原因となる事実，財産権上の請求に係る訴え等営業の停止等の行政処分，親会社の異動，破産の申立て等，手形の不渡りまたは銀行停止処分，資源の発見など）
(3)　決算情報	・会社の決算情報の予想値または実績値に比較して，新たに算出した予想値または実績値に差異が生じた場合 （売上高（10％以上の変動），経常利益（30％以上の変動かつ純資産額比５％以上の変動），純利益（30％以上の変動かつ純資産額比2.5％以上の変動）など）
(4)　その他	・(1)～(3)を除く，上場会社等の運営，業務または財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの
(5)　子会社に係る重要事実	・(1)から(4)に対応
3．公表措置	・会社が上場する証券取引所に重要事実を通知し，通知を受けた証券取引所のホームページにおいて公衆縦覧に供された場合 ・会社が重要事実を２つ以上の報道機関に公開し，12時間経過した場合 ・重要事実に係る事項の記載のある有価証券報告書等が公衆縦覧に供された場合

（注）　会社関係者でなくなった１年以内においても，会社関係者であったときに重要事実を知っていた場合は規制対象となる。

４．金融商品取引業者（証券会社）およびその役職員の行為規制等　証券会社およびその役職員に対しては，投資者保護および取引の公正確保等の観点から，以下の各項目を主とした様々な規制が定められている。

顧客との関係　証券会社は，投資者保護の観点から，顧客に対し誠実かつ公正に業務を遂行することや，適切な情報提供を行うこと等が義務付けられ，虚偽告知や虚偽表示，偽計，暴行・脅迫，不正手段での財産の取得，過当勧誘等が禁止されている。一方で，取引の公正性を確保する観点から，顧客の損失補填，顧客への特別の利益提供，適切な体制を設けずに取引一任勘定取引を締結すること等については，顧客が求めるものであっても禁止されている。顧客の取引が内部者取引や作為的相場形成にあたることを知りながら受託することも，同様の観点から禁止されている。加えて，2018年４月金融商品取引法改正により，内閣総理大臣の登録を受けていない者などからの高速取引行為に係る取引の受託が禁止されている。

また，証券会社は，顧客の知識，経験，財産の状況および取引目的に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることなどがないよう，業務を行わなければならない（適合性の原則）。

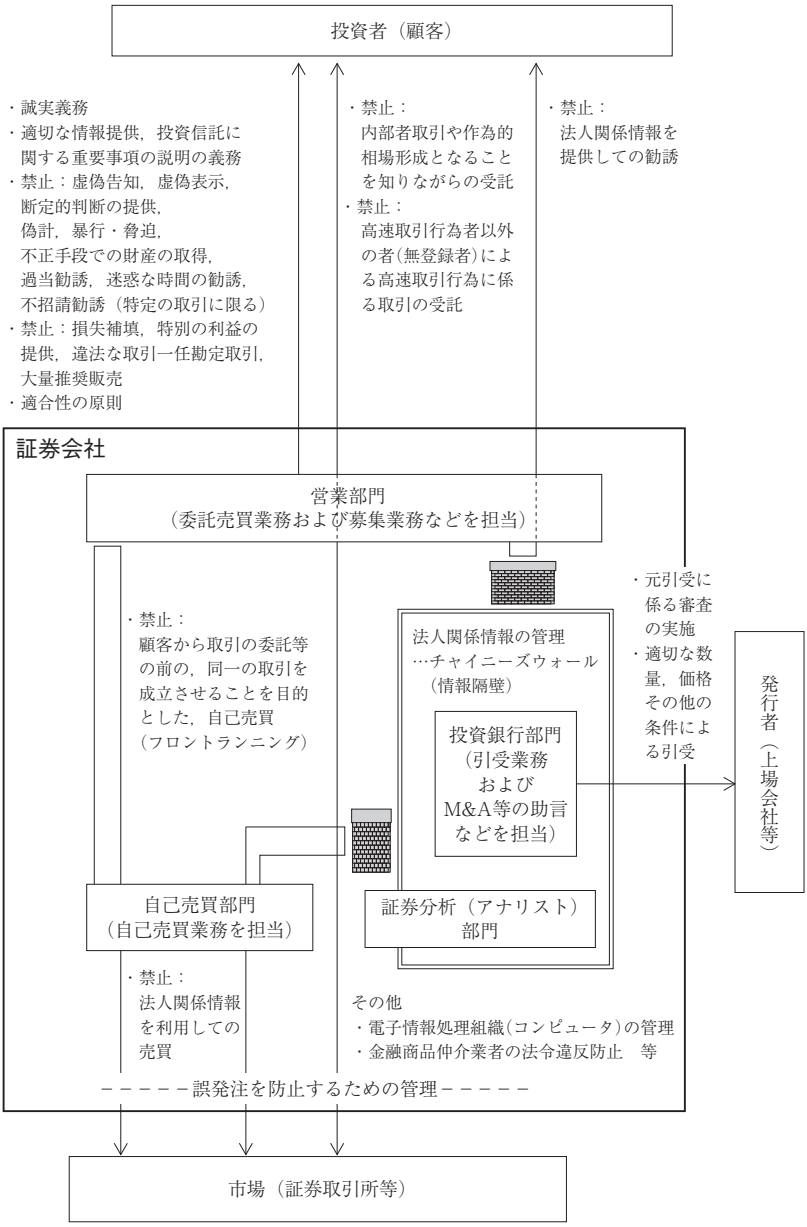
法人関係情報の管理　証券会社は，引受業務・M&A に係る助言・証券分析等を通して，発行者の株価等に影響し得る未公開情報（法人関係情報）を取得しうる立場にあるが，証券会社は，これらの情報に基づく不公正な取引が行われることを防止するよう，適切な措置（法人関係情報を取得する投資銀行部門等と，それ以外の部門との間に情報隔壁を設ける，等）を講じねばならない。また，顧客に対し法人関係情報を提供しての勧誘を行うことや，法人関係情報を利用しての売買を行うことは，禁止行為とされている。

誤発注防止のための管理　証券会社は，誤発注（銘柄，数量，価格等に過誤のある注文）の発生を防止するための管理体制を整備せねばならない。

電子情報処理組織の管理　証券会社は，その業務遂行のために用いる電子情報処理組織（コンピューター・システム）を，十分に管理せねばならない。

これらの他にも金融商品取引業者等に関する内閣府令第117条第１項および第123条第１項，また日本証券業協会および各金融商品取引所の自主ルール等で証券会社が備えるべき様々な管理体制および禁止行為等が定められている。

証券会社の主な行為規制等（義務および禁止行為）



５．その他の行為規制 ―― 取引の公正を確保するための情報開示　公開買付け（Take Over Bid）とは，ある会社の支配権の取得等を目的として，一定数量の株券等を，一定期間に，一定価格で買い付けることを公表して行う行為であるが，こうした行為は，不特定多数の投資者から取引所市場外で株券等を買い付けることとなるため，投資者に対してその対象となっている証券を提供すべきかどうかの判断のための情報を開示するとともに，株主が公正かつ平等に扱われることを確保することが求められる。また，公開買付けの結果として支配権が異動することも予想されるため，買付者に関する情報開示も必要となる。こうしたことを受け，公開買付者には，①目的，買付価格，買付予定株式数，買付期間等の公告，②公開買付届出書の提出，③応募株主への公開買付説明書の交付，④買付期間終了後の結果の公告等が義務付けられている。公開買付けについては，相場操縦への利用や濫用防止のため，公開買付けの撤回は原則禁止され，買付条件の変更も一定の制限がなされる。一方，公開買付けの対象となる会社が，当該公開買付けについてどのように考えるかということは，株主が公開買付に応ずるかどうかについて非常に重要な情報となる。そのため，公開買付対象会社は，意見表明報告書を直ちに内閣総理大臣に提出することとなっている。

また，株券等を大量に買い付ける行為は，それ自体が直ちに問題となるわけではないが，これに伴って株価の乱高下を生じさせることや会社の支配関係に影響を与えることが多く，一般投資家に不測の損害を発生させる可能性がある。そのため，上場会社等の発行済株式総数の５％を超えてその株式等を実質的に保有する者は，その保有状況について大量保有報告書を，また，大量保有者となった後，株券の保有割合が株券の処分や取得により100分の１以上増加または減少した場合等はその変更事項について変更報告書を，内閣総理大臣に提出しなければならず，この報告書は公衆縦覧に供される。こうしたことにより，株券等の大量の取得，保有，放出に関する情報が迅速且つ正確に投資者に開示され，証券市場の公正性，透明性が高い水準に維持されることとなり，投資者保護が一層徹底されるのである。

公開買付けの流れ

①買付開始
- ・公開買付開始公告（買付けの目的，買付価格，買付予定株券数，買付期間等を日刊新聞紙に掲載して公告）
- ・公告日に公開買付届出書を内閣総理大臣に提出，その写しを公開買付対象会社，証券取引所，当該会社について公開買付届出書を提出している者に送付

②買付期間（原則20日以上60日以内）
- ・株券等の売付け等を行おうとする者に公開買付説明書を公布
- ・買付価格は均一の条件，買付は価格の引き下げ，買付期間の短縮等は原則禁止
- ・買付申込みの撤回，契約の解除は原則禁止。買付け後の株券等所有割当が2/3を超える場合には全部買付義務
- ・売付け等を行おうとする者は，いつでも契約解除が可能
- ・対象会社は，内閣総理大臣に意見表明報告書を提出，その写しを公開買付者，証券取引所に対して送付
- ・公開買付けを行う者は，公開買付けによらない当該株券等の買付けの原則禁止

③買付終了
- ・公開買付けに係る株券等の数等について公告又は公表，公開買付報告書を内閣総理大臣に提出
- ・買付けを行う株券数等を記載した通知書を応募株主に送付
- ・遅滞なく，買付けの決済

株券大量保有開示の流れ

①大量保有報告書提出義務の発生
- ・株券等の保有割合が，発行済株式数の５％を超えた株式保有者及び共同保有者は，その事実発生から５営業日以内に内閣総理大臣に大量保有報告書（保有者及び共同保有者の住所・氏名，事業内容，株券保有割合に関する事項，保有目的，取得資金に関する事項等の記載）を提出，その写しを，証券取引所，発行会社に送付
- ・但し，機関投資家等は，その保有株券等が発行済株式数の10％を超えない場合は，その事実の発生する基準日（毎月２回以上）から５営業日以内に提出すればよい（特例報告制度）

②その後の報告義務
- ・大量保有者が，大量保有報告書提出後，株券等保有割合が１％以上増加又は減少した場合等は，原則としてその日から５営業日以内に内閣総理大臣に変更報告書を提出，その写しを，証券取引所，発行会社に送付
- ・大量保有報告書又は変更報告書を提出した者は，記載内容に不備があった場合等は，内閣総理大臣に訂正報告書を提出

③報告書の公衆縦覧
- ・内閣総理大臣，証券取引所は，各報告書を５年間公衆の縦覧に供する

（注）　2007年４月以降はEDINETを使用して報告書を提出することが義務付けられている。

第16章　情報開示制度と投資者保護

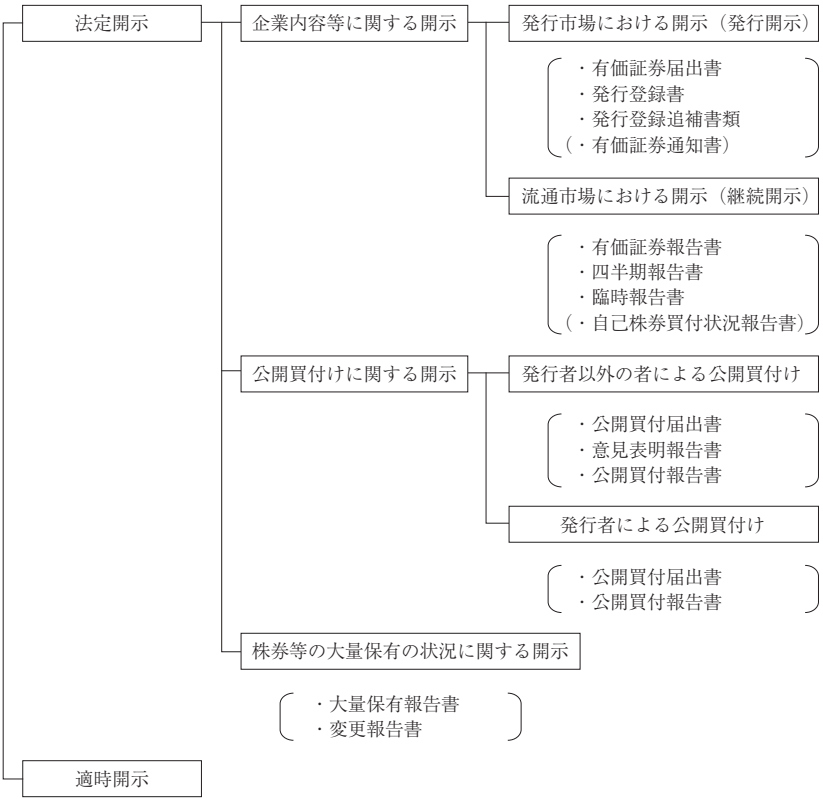
1．証券市場における情報開示制度　証券取引所の開設する金融商品市場に有価証券を上場する場合，有価証券の発行者（上場会社）には，金融商品取引法および証券取引所の定める規則により，企業内容に係る一定の事項を開示することが求められる。このような規制を開示（ディスクロージャー）規制といい，金融商品取引法により求められる法定開示と，証券取引所により求められる適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）に区分される。

このうち，法定開示は，有価証券の発行者が，①発行市場において一定の内容の企業情報を開示することを義務付ける発行開示と，②定期的，継続的に一定の内容を開示することを義務付ける継続開示に区分される。このほか，有価証券の発行者を開示義務者とするものではないが，金融商品取引法により開示が義務付けられる法定開示として，③公開買付けに関する開示と，④株券等の大量保有の状況に関する開示がある。

一方，証券取引所が求める適時開示は，有価証券を上場した後に，継続的に求められる開示であり，情報の主体別には，①上場会社に係る情報，②子会社等に係る情報，③その他の情報（支配株主等に関する事項等）に区分される。また，情報の種類別には，①決定事実，②発生事実，③決算情報に大別される。現在では，法定開示，適時開示ともにインターネット等を利用した電子開示システムにより行われており，法定開示はEDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork），適時開示はTDnet（Timely Disclosure network）を利用して行われている。

なお，発行開示および継続開示を求められる企業は，同時に会社法によっても一定の情報開示が求められているが，会社法に基づく計算書類等の開示は，株主や会社債権者の利益を保護し，また配当可能額を規制するという目的を有している。これに対し，金融商品取引法や証券取引所の規則による情報開示は，投資者全般を対象に会社の経営状況を開示して，合理的な投資判断に資することを目的とするものであるなど，制度の趣旨に違いがある。

証券市場における開示制度の体系



金融商品取引法上の開示制度と会社法上の開示制度

金融商品取引法上の開示制度		会社法上の開示制度
投資者の投資判断に必要な情報の提供	開示の目的	配当可能利益と企業の担保能力（支払能力）の報告
投資者（現時点で株主でない者を含む）	開示の対象	株主，債権者
EDINET での縦覧，証券取引所における備置，申込者への交付等	開示の方法	計算書類の作成と本店における備置，決算の要旨の公告等

２．金融商品取引法による企業内容等の開示

発行開示　発行価額または売出価額の総額が１億円以上の有価証券の募集または売出しに関しては，原則として発行者が，有価証券届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない。発行市場における情報開示は，この有価証券届出書等の提出により行われ，同届出書においては①当該募集または売出しに関する事項，②当該会社の情報（後述の有価証券報告書と同様の内容）などが記載事項とされる。また，証券の勧誘の際は，投資者が当該有価証券の価値を把握し，投資に必要な判断を行うことができるよう，目論見書を投資者に交付することとなっている。

継続開示　証券取引所に上場している有価証券の発行者は，事業年度ごとに有価証券報告書を，当該事業年度経過後３ヵ月以内に，内閣総理大臣に提出しなければならない。流通市場における法定開示の中核をなすのがこの有価証券報告書であり，具体的には①当該会社の概況（主要な経営指標等の推移や沿革など），②当該会社の事業の状況（経営方針，経営環境および対処すべき課題や事業等のリスクなど），③当該会社の状況（株式等の状況やコーポレート・ガバナンスの状況等など），④当該会社の経理の状況などが記載事項とされる。このほか，こうした継続開示義務を負う会社は，定期的に，または必要に応じて，四半期報告書，臨時報告書，自己株券買付状況報告書を提出しなければならない。

金融商品市場においては，投資判断に必要な情報が十分に開示されたうえで，当該情報に基づいて価格形成が行われることが予定されている。しかし，証券の発行者が自らに不利な情報を開示しない場合には，当該情報を織り込まない，誤った評価に基づいて，価格形成が行われることとなってしまう。法が有価証券報告書等により継続開示を求めるのは，こうした考慮に基づくものであり，併せて虚偽の内容を開示した場合の制裁手段も設けられている。

法定開示書類の提出要件

区分		提出書類	提出が必要となる場合等（概要）
企業内容等の開示	発行開示	有価証券届出書	発行価額または売出価額の総額が１億円以上の有価証券の募集（50名以上の者を相手方として新たに発行される有価証券の取得の申込みの勧誘を行うこと等）または売出し（50名以上の者を相手方として既に発行された有価証券の売付けまたは買付けの申込みの勧誘を行うこと等）を行う場合。 ※少額募集　…　発行価額または売出価額の総額が５億円未満の募集または売出しで一定の要件を満たすものについては，有価証券届出書の記載内容が簡素化される。 ※組込方式　…　既に１年間継続して有価証券報告書を提出している場合には，有価証券報告書および四半期報告書等を綴じ込むことで募集・売出しに関する事項を除き有価証券届出書の記載に代えることができる。 ※参照方式　…　既に１年間継続して有価証券報告書を提出しており，かつ，発行会社に関する企業情報が既に公衆に広範に提供されたものとして，既に発行された有価証券の取引状況が一定の要件を満たす場合には，直前の有価証券報告書等を参照すべき旨を記載することで募集・売出しに関する事項を除き有価証券届出書の記載に代えることができる。
		発行登録書	参照方式により有価証券届出書を提出することのできる発行者が，将来，発行価額または売出価額の総額が１億円以上の有価証券の募集または売出しを予定している場合には，あらかじめ発行登録を行うことができる。
		発行登録追補書類	発行登録の効力が生じている場合に，発行価額または売出価額の総額が１億円以上の有価証券の募集または売出しを行う場合。
	継続開示	有価証券報告書	①証券取引所に上場する有価証券，②流通状況が①に準ずるものとして政令で定める有価証券，③募集または売出しに際して有価証券届出書の提出が義務づけられた有価証券もしくは④最近５年間のいずれかの事業年度末における所有者数が1,000名以上である有価証券の発行者である等の場合（一定の場合を除く）。
		四半期報告書	有価証券報告書の提出会社のうち，①証券取引所に上場する有価証券，②流通状況が①に準ずるものとして政令が定める有価証券，の発行者。
		臨時報告書	有価証券報告書の提出会社に重要な事実が発生した場合。
		自己株券買付状況報告書	①証券取引所に上場する有価証券，②流通状況が①に準ずるものとして政令で定める有価証券の発行者が，自己株式の取得に関する定時総会の決議または取締役会決議を行った場合。

３．金融商品取引法によるその他の開示

公開買付けに関する開示　不特定かつ多数の者に対し，公告により株券等の買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行い，取引所市場外で株券等の買付け等を行うことを「公開買付け」という。有価証券報告書を提出する義務のある発行者が発行する株券等を発行者以外の者が証券取引所の市場以外で買い付ける場合であって，買付けの後，株券等の所有割合が５％を超えるなど一定の要件に該当する場合には，公開買付けによらなければならないこととなっている。公開買付者は，①公開買付けの目的，②買付け等の価格，③買付予定の株券等の数，④買付け等の期間その他の内閣府令で定める事項につき公告（「公開買付開始公告」）を行うとともに，公開買付届出書を内閣総理大臣に提出することが義務付けられている。また，公開買付者は，買付期間終了日の翌日に当該公開買付けに係る応募株券等の数，買付け等を行う株券等の数及び決済の方法等を公告又は公表するほか，その内容等を記載した公開買付報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないこととなっている。

公開買付規制は，会社支配権に影響を及ぼす取引等が行われる場合に，市場外における取引の透明性・公正性を確保する観点から，投資者にあらかじめ情報開示を行うとともに，株主に対して平等に株式売却の機会を与えることを目的としている。

株券等の大量保有の状況に関する開示　証券取引所に上場している株券等の保有者で，その株券等の保有割合が５％を超える者（大量保有者）は，原則として，保有割合が５％を超えることとなった日から起算して５日（日曜日その他政令で定める休日は算入しない。）以内に，大量保有報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないこととなっている（いわゆる「５％ルール」）。大量保有報告書に記載すべき事項は，①株券等保有割合に関する事項，②取得資金に関する事項，③保有の目的等であり，同報告書を提出すべき者は，その後の保有割合が１％以上増加し又は減少した場合等に，変更報告書を提出する義務を負う。特定の者が大量に株券等を保有している場合には，かかる大量保有者の行動が当該株券等の市場における価格形成に大きな影響を与えることから，こうした開示制度が設けられている。

公開買付け制度（TOB）の変遷

	主な改正内容
1971（昭和46）年	・公開買付制度の導入
1990（平成２）年	・強制公開買付の原則化 ・公開買付けが義務付けられる買付け後の株券所有割合の引下げ（10%→５%） ・事前届出制の撤廃 ・買付期間の延長 ・応募株主の撤回権の拡充
2001（平成13）年	・自己株式取得の原則自由化に伴う自己株券公開買付制度の導入
2003（平成15）年	・公開買付け制度の適用除外範囲の拡大
2004（平成16）年	・公開買付け対象をエクイティ証券発行会社に限定 ・電子公告制度の導入
2005（平成17）年	・ToSTNeT 取引を市場取引から除外
2006（平成18）年	・公開買付けに係る開示の充実（買付け等の目的，買付価格の算定根拠，MBO の場合の開示） ・市場内外の取引の組合せ買付けの規制 ・公開買付期間中に他の者が買付けを進める場合の公開買付けの義務付け ・株式分割がなされた場合の公開買付価格の引下げの許容 ・公開買付けの撤回事由の拡大 ・対象会社に意見表明報告書の提出を義務付け ・対象会社による意見表明報告書における質問とそれに対する買付者の対応義務（対質問回答報告書） ・公開買付期間の営業日による計算 ・対象会社による買付期間の延長請求 ・買付者の応募株式の全部買付義務
2008（平成20）年	・公開買付け対象に特定上場有価証券を追加 ・公開買付規制に係る課徴金制度の導入

4．金融商品取引所（証券取引所）における適時開示制度（タイムリー・ディスクロージャー）　冒頭に示したように，証券取引所においても，その定める規則に基づき，上場会社に対して情報開示を求めている。例えば，東京証券取引所の場合，有価証券上場規程を定め，上場会社に対して，投資者の投資判断に影響を及ぼす情報の適時開示等を行うことを義務付けるとともに，具体的に開示すべき事項や手続等を定めている（右表を参照）。上場会社は，決定事実については，業務執行決定機関によって決議・決定が行われた時点，また外的要因によって生ずる発生事実については，当該情報を認識した時点において，開示することが求められている。

適時開示の特徴は，その迅速性にある。例えば，証券取引所では，決算の内容が定まった場合に，直ちにその内容を開示することを義務付けており，上場会社は決算短信として，決算内容の概要を開示している。決算短信は，有価証券報告書よりも早い段階で開示されるため，投資者が決算内容を最も早く認識するための手段として，重要な意義を有していることなどが特徴として挙げられる。

このほか，上場会社は，会社情報に関し証券取引所から照会があった場合には，直ちに照会事項について，正確に報告することが義務付けられるとともに，証券取引所が必要かつ適当と認める場合には，直ちにその内容を開示することが義務付けられている。例えば，開示前の会社情報についての報道または噂が流布されているなど，その真偽が不明確な情報が発生している場合においては，証券取引所は，流布されている情報の真偽等について照会を行い，当該照会に対する回答内容について開示を求めることがある。

また，東京証券取引所では，「注意喚起制度」を設け，上場会社において，投資者の投資判断に重要な影響を与えるおそれがあると認められる情報のうち，その内容が不明確であるものが発生した場合で，不明確な情報に関する適切な情報開示までに時間を要するときや，直ちに開示できる情報が限定されるときなどには，投資者に注意喚起を行うこととしている。

適時開示が求められる主な会社情報（東京証券取引所の場合）

1．上場会社に係る決定事実	1．発行する株式，処分する自己株式，発行する新株予約権，処分する新株予約権を引き受ける者の募集または株式，新株予約権の売出し 2．発行登録および需要状況調査の開始 3．資本金の額の減少 4．資本準備金または利益準備金の額の減少 5．自己株式の取得 6．株式無償割当てまたは新株予約権無償割当て 7．新株予約権無償割当てに係る発行登録および需要状況・権利行使の見込み調査の開始 8．株式の分割または併合 9．ストック・オプションの付与 10．剰余金の配当 11．合併等の組織再編行為 12．公開買付けまたは自己株式の公開買付け 13．公開買付け等に関する意見表明等 14．事業の全部または一部の譲渡または譲受け 15．解散（合併による解散を除く。） 16．新製品または新技術の企業化 17．業務上の提携または業務上の提携の解消 18．子会社等の異動を伴う株式または持分の譲渡または取得その他の子会社等の異動を伴う事項 19．固定資産の譲渡または取得，リースによる固定資産の賃貸借 20．事業の全部または一部の休止または廃止 21．上場廃止申請 22．破産手続開始，再生手続開始または更生手続開始の申立て 23．新たな事業の開始 24．代表取締役または代表執行役の異動 25．人員削減等の合理化 26．商号または名称の変更 27．単元株式数の変更または単元株式数の定めの廃止若しくは新設 28．決算期変更（事業年度の末日の変更） 29．債務超過または預金等の払戻の停止のおそれがある旨の内閣総理大臣への申出（預金保険法第74条第５項の規定による申出） 30．特定調停法に基づく特定調停手続による調停の申立て 31．上場債券等の繰上償還または社債権者集会の招集その他上場債券等に関する権利に係る重要な事項 32．公認会計士等の異動 33．継続企業の前提に関する事項の注記 34．有価証券報告書・四半期報告書の提出期限延長に関する承認申請書の提出 35．株式事務代行機関への株式事務の委託の取止め 36．開示すべき重要な不備，評価結果不表明の旨を記載する内部統制報告書の提出 37．定款の変更 38．全部取得条項付種類株式の全部の取得 39．特別支配株主による株式等売渡請求に係る承認または不承認 40．その他上場会社の運営，業務若しくは財産または当該上場株券等に関する重要な事項
2．上場会社に係る発生事実	1．災害に起因する損害または業務遂行の過程で生じた損害 2．主要株主または主要株主である筆頭株主の異動 3．上場廃止の原因となる事実 4．訴訟の提起または判決等 5．仮処分命令の申立てまたは決定等 6．免許の取消し，事業の停止その他これらに準ずる行政庁による法令等に基づく処分または行政庁による法令違反に係る告発 7．親会社の異動，支配株主（親会社を除く。）の異動またはその他の関係会社の異動 8．破産手続開始，再生手続開始，更生手続開始または企業担保権の実行の申立て 9．手形等の不渡りまたは手形交換所による取引停止処分 10．親会社等に係る破産手続開始，再生手続開始，更生手続開始または企業担保権の実行の申立て 11．債権の取立不能または取立遅延 12．取引先との取引停止 13．債務免除等の金融支援 14．資源の発見 15．特別支配株主による株式等売渡請求等 16．株式または新株予約権の発行差止請求 17．株主総会の招集請求 18．保有有価証券の含み損 19．社債に係る期限の利益の喪失 20．上場債券等の社債権者集会の招集その他上場債券等に関する権利に係る重要な事実 21．公認会計士等の異動 22．有価証券報告書・四半期報告書の提出遅延 23．有価証券報告書・四半期報告書の提出期限延長申請に係る承認等 24．財務諸表等の監査報告書における不適正意見，意見不表明，継続企業の前提に関する事項を除外事項とした限定付適正意見 25．内部統制監査報告書における不適正意見，意見不表明 26．株式事務代行委託契約の解除通知の受領等 27．その他上場会社の運営，業務もしくは財産または当該上場株券等に関する重要な事実
3．上場会社に係る決算情報等	1．決算内容（本決算，四半期決算） 2．業績予想の修正等 3．配当予想の修正等

上記のほか，子会社等に係る重要な決定事実・発生事実，その他支配株主等に関する事項の開示等が求められる。

〔出所〕㈱東京証券取引所「有価証券上場規程」，「会社情報適時開示ガイドブック」

５．情報開示の適正性の確保　証券取引所は，適時開示に係る規定を含む有価証券上場規程の実効性を確保するため，虚偽の内容の情報開示を行った場合や，企業行動規範の遵守すべき事項に違反した場合などの違反行為に対して，所定の措置を講ずることができる。こうした実効性確保手段としての措置には，上場会社に対して改善を求める「改善措置」と，上場会社に対して罰則を科す「ペナルティー的措置」がある。

改善措置は特設注意市場銘柄への指定及び改善報告書・改善状況報告書の提出に区分され，例えば，上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載を行った場合で，当該上場会社の内部管理体制等について改善の必要性が高いと認められるときには，当該上場会社を特設注意市場銘柄に指定することとなる。特設注意市場銘柄に指定された場合，所定の改善期間内に内部管理体制等について改善がなされれば当該指定は解除されるが，改善期間内に改善がなされなかった場合や，改善の見込みがなくなった場合には，上場廃止となる。特設注意市場銘柄制度は，このように，将来の上場廃止の可能性を留保しつつ上場会社に対して適切な改善を求める制度であり，上場廃止に準ずる措置として設けられたものである。なお，直ちに上場を廃止しなければ市場の秩序を維持することが困難であることが明らかであると認められるときは，特設注意市場銘柄の指定を経ずに上場廃止となる。

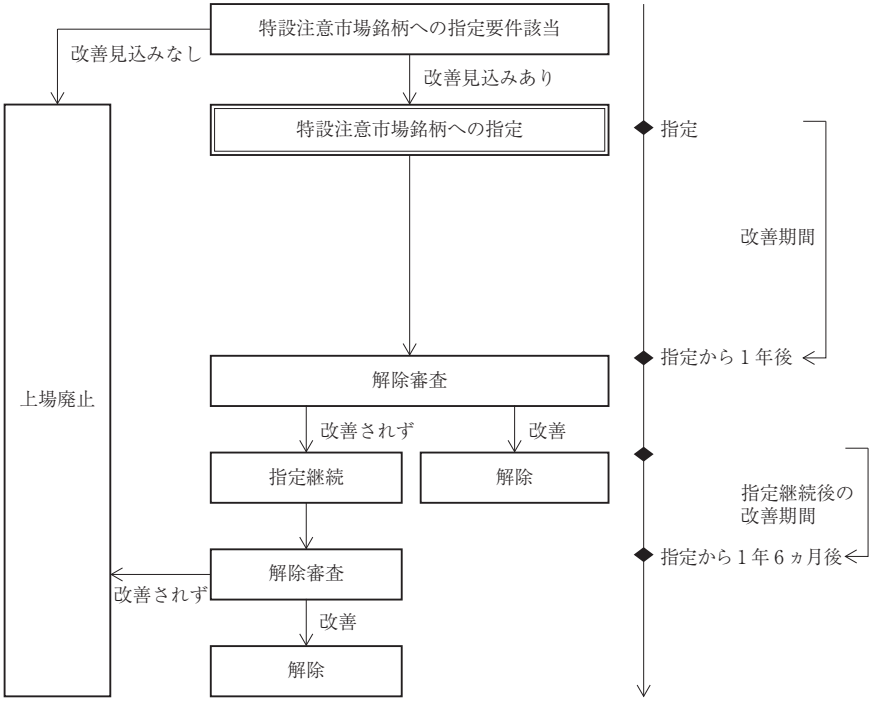
また，上場廃止に準ずる措置である特設注意市場銘柄への指定までには至らないと判断される場合であっても，改善の必要性が高いと認められるときには，証券取引所は，上場会社に対して，違反行為の経緯及び改善策等を記載した改善報告書の提出を求めることができる。改善報告書を提出した上場会社は，その提出から６か月経過後速やかに，改善措置の実施状況及び運用状況を記載した改善状況報告書の提出を行わなければならない。なお，提出された改善報告書及び改善状況報告書は，各証券取引所のウェブサイトにおいて公衆縦覧に供される。

一方，ペナルティー的措置は，上場契約違約金及び公表措置に区分され，市場に対する株主及び投資者の信頼を毀損したかどうかで，より重い措置である上場契約違反金の徴求が適用されるか否かが判断される。

実効性を確保するための措置

○ペナルティー的措置 ・公表措置 ・上場契約違約金	○改善措置 ・改善報告書・改善状況報告書 ・特設注意市場銘柄への指定

特設注意市場銘柄への指定から解除までの流れ



（注）　指定期間中に改善の見込みがなくなった場合には，上場廃止となる。

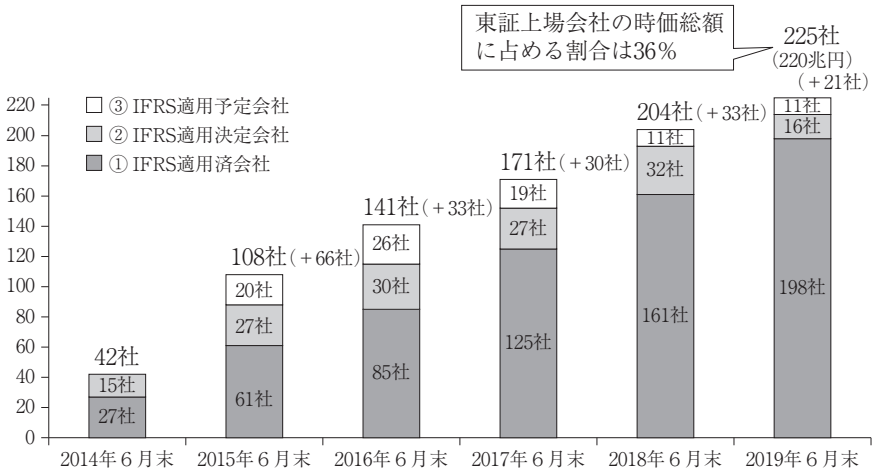
６．最近の情報開示に関する動き

国際財務報告基準（IFRS）の導入に向けた動き　国際財務報告基準（IFRS：International Financial Reporting Standards）は，国際会計基準審議会（IASB）によって設定された会計基準である。近年，世界各国で導入に向けた動きが進んでおり，わが国でも，2010年から，国際的な財務活動又は事業活動を行っていること等を要件として，上場会社によるIFRSの任意適用が可能となったが，実際には任意適用を選択する会社は少数に留まっていた。こうした状況を受け，2013年には，任意適用の拡大を目的として当該要件の緩和等の対応が採られた。また政府の成長戦略における提言を踏まえ，2014年にはIFRS任意適用企業における移行時の課題や移行によるメリットなどをまとめたレポートが金融庁から公表されるなど，適用拡大に向けた取組みがすすめられた。現在，東証上場会社のうちIFRSを導入済みまたは導入予定の上場会社数は225社（時価総額では全体の36％）まで増加している。

記述情報等の開示の充実に向けた動き　投資家と企業の建設的な対話を促進し，企業の中長期的な企業価値向上を実現する観点からは，財務情報をより適切に理解するための記述情報やガバナンス情報などの開示の充実が重要と考えられる。

2018年６月に公表された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告において，「財務情報及び記述情報の充実」，「建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供」，「情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組み」などに向けて適切な制度整備を行うべきとの提言が行われたことを受けて，2019年１月に，「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正が行われたほか，2019年３月には，金融庁より「記述情報の開示に関する原則」及び「記述情報の開示の好事例集」が公表されるなど，近年，有価証券報告書における記述情報等の開示の充実に向けた取組が進められている。また，東京証券取引所でも，同報告の提言を踏まえ，取締役会並びに指名・報酬委員会の活動状況を記載することが望ましい旨を追加するなど，コーポレート・ガバナンスに関する報告書の記載要領を改訂している。今後，記述情報やガバナンス情報等の開示の充実により，投資家と企業との対話がより深化していくことが期待される。

東証における IFRS 適用会社数



金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告（2018年６月公表）

報告の概要

Ⅰ　「財務情報」及び「記述情報」の充実

財務情報，及び，財務情報をより適切に理解するための記述情報を充実。

（例えば，経営戦略，経営者による経営成績等の分析（MD&A：Management Discussion and Analysis），リスク情報など）

Ⅱ　建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供

企業と投資家との対話の観点から求められるガバナンス情報の提供。

（例えば，役員報酬の算定方法，政策保有株式の保有状況など）

Ⅲ　情報の信頼性・適時性の確保に向けた取組み

情報の信頼性を投資家が判断する際に有用な情報の充実と，情報の適時な提供。

（例えば，監査人の継続監査期間など）

※四半期開示については，四半期決算短信の開示の自由度を高める取組みを進めるとともに，引き続き，そのあり方を検討。

Ⅳ　その他の課題

EDINET の利便性の向上，有価証券報告書の英文による開示の推奨など。

報告を踏まえた取組み

① プリンシプルベースのガイダンスの策定（2019 年３月）

企業が経営目線で経営戦略・MD&A・リスクを把握・開示していく上でのプリンシプルを企業や投資家を交えて議論し，ガイダンスを策定

② 開示の好事例の収集・公表（2019 年３月）

③ 開示ルールの策定（内閣府令改正）（2019 年１月公布）

- 役員報酬（報酬プログラム，報酬実績）
- 政策保有株式
- 監査人の継続監査期間　等

〔出所〕　金融庁資料

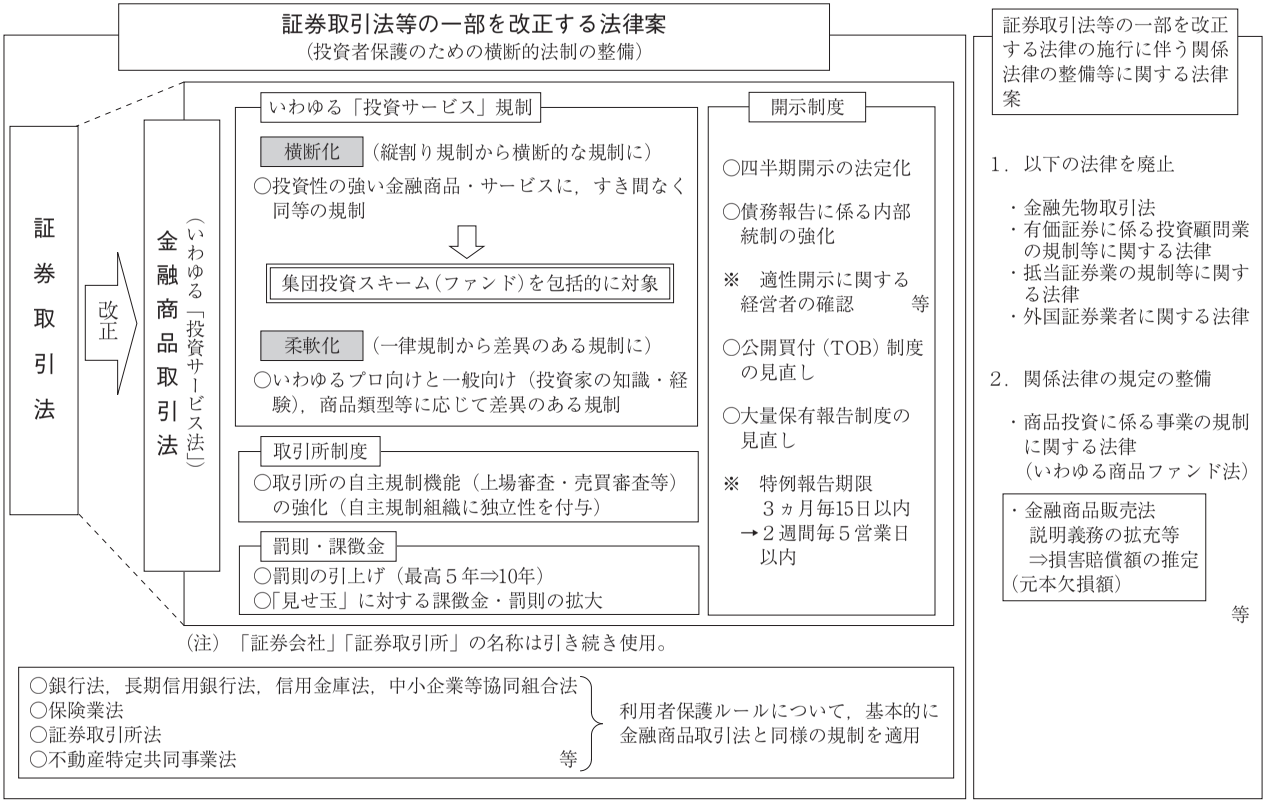
第17章　証券行政

1．金融商品取引法　2006年に従来の証券取引法（証取法）は改正され，金融商品取引法（金商法）へとなった。この改正の目的は規制の横断化と柔軟化である。規制の横断化とは，類似した経済的機能やリスクを有する商品に対する同様な規則の適用であり，金商法の適用範囲の拡大と関連法規の改正によって行われた。同法の適用範囲には信託受益権一般や抵当証券等が含められ，集団投資スキーム持分もその対象とされたことで包括的な規制が可能になった。さらに金商法の適用対象ではなくとも，同法の適用対象と多くの要素を共有する商品にも同様な規則が適用できるよう，関連法規の改正による法的整備も進められた。また横断化の試みとして，販売・勧誘，投資助言，投資運用，資産管理等を業として行う場合，一律に金融商品取引業者としての登録を課し，できるだけ共通の行為規制が適用されるようにした。

他方，柔軟化は，①開示規制，②業規制，③投資者の属性に着目した行為規制について行われた。すなわち，①流通性の高い証券には厳しい開示規制を要求する（上場会社に四半期報告書，内部統制報告書および確認書の提出を義務づける）が，流通性の乏しい証券は原則として開示規制の適用除外とした，②金融商品取引業者については業規制の包括化で登録を要求する一方で，第一種・第二種金融商品取引業，投資助言・代理業，投資運用業に分け，それぞれの業務に応じた参入規制を課した，③顧客を特定投資家（プロ）と一般投資家（アマ）に分け，前者に対しては業者の行為規制を一部免除した等である。

金商法の主な改正は，08年改正で証券・銀行・保険会社の間のファイアーウォール規制の見直し，09年改正で信用格付業者に対する公的規制の導入，金融 ADR 制度の創設，金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れ等，11年改正でライツ・オファリングに係る開示制度等の整備がなされた。また，15年改正ではプロ向け（適格機関投資家等特例業務）ファンド規制の見直し，17年の改正では高速取引行為者に対する登録制やフェア・ディスクロージャー・ルールが導入されている。直近の19年改正では①暗号資産を用いたデリバティブ取引やその業務等に関する規制の整備とともに，②電子記録移転権利を第一項有価証券とし，その売買を第一種金融商品取引業に係る規制の対象とした。

証券取引法から金融商品取引法への移行



〔出所〕　金融庁資料

２．証券市場の関連法規　証券・証券業者・証券市場における取引等に関して最も基本的な法規は金融商品取引法（金商法）であるが，実際にはその他多くの法規が関係してくる。

前述のとおり，金商法の成立とともに，投資者保護の観点から金商法に取り込まれなかったが同じ経済的機能を有する金融商品については，それぞれの法律で可能な限り金商法と共通する規則を適用できるようにする改正が行われた。例えば関連法規として銀行法（13条の４），保険業法（300条の２），信託業法（24条の２）には利用者保護に最も重要といえる行為規制についての金商法の規則（広告等の規制，取引態様の事前明示義務，契約締結前の書面の交付，禁止行為，損失補填等の禁止，最良執行方針等）を準用する規定が置かれた。

金融商品の販売等に関する法律（金販法）は，預貯金・信託・保険・有価証券等の販売・勧誘に関する規則を横断的に定めた法規であるが，金商法施行にあわせて販売・勧誘者の民事責任を問いやすくする方向で改正が06年になされた。例えば，顧客に対する説明義務の範囲の拡充（３条１項２，４，６号）や，適合性原則（３条２項）の規定の追加である。この改正によって，適合性原則の違反には元本欠損額がその損害の額として推定された上で（６条），損害賠償責任が課せられることとなった。また商品取引所法（現商品先物取引法）における金融商品についても，広告規制や顧客の適合性に沿った説明義務が規定され，さらに罰則をもって損失補てん等が禁じられる等の改正が行われた。

他方，投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）は，投資信託委託業と投資法人資産運用業における業務規制・行為規制の大部分が金商法に取り込まれる一方，投信法には投資信託独自の規定が残され，金商法との二本立てでの規制とされた。

証券の発行に関しても複数の法規がある。例えば，公共債では財政法，地方財政法による発行承認を前提に，歳入補填国債に関しては年度毎の特別法（2016年の特例公債法により20年度まで立法が不要），発行実務段階では国債に関する法律等がある。民間の証券では，会社については会社法が株式会社の発行する株式，社債等について定めている。社債等の債券については別途，担保について担保附社債信託法および企業担保法がある。この他，資産担保型証券の発行については，資産の流動化に関する法律などがある。

銀行法・保険業法・信託業法関係

①「投資性の強い預金・保険・信託」について，金融商品取引法と同等の販売・勧誘ルールを整備。

（各業法固有の観点から規制が整備されている点など）

	銀行法（特定預金等）	保険業法（特定保険契約）	信託業法（特定信託契約）
広告等の規制	●デリバティブ預金の場合，「銀行が預入期間延長権を行使した場合に，預入金利が市場金利を下回り，顧客の不利になるおそれがある旨」を表示。		
書面交付義務	●書面交付義務の適用除外 ・１年以内に「外貨預金等書面」を交付している場合 ・１年以内に同一内容契約につき書面を交付している場合　など （注）　施行時の経過措置を整備（施行前の交付可。施行後３月以内の交付可。） ●デリバティブ預金の場合，契約締結前書面に広告等の表示事項と同内容を記載。	●契約締結前書面は，監督指針に規定する「契約概要」「注意喚起情報」との関係を踏まえて記載事項を整理。 （例）「契約概要」は法律レベル，「注意喚起情報」は内閣府令レベルの記載事項として整理。 ●契約締結時書面の記載事項は，保険証券等の記載事項と調整。 （例）　契約の種類・内容などは，保険証券等に記載があれば，契約締結時書面への記載省略可。	●契約締結前書面交付義務の適用除外 （同一内容契約について書面を交付しており，交付を要しない旨の意思表明がある場合　など）
禁止行為	●銀行業務に関する一般的禁止行為 ●「契約締結前書面」「外貨預金等書面」を理解されるため必要な程度・方法により説明しないで契約を締結すること。	●保険契約締結・保険募集に関する一般的禁止行為 ●「契約締結前書面」を理解されるため必要な程度・方法により説明しないで契約を締結すること。	●信託の引受けに関する一般的禁止行為 ●「契約締結前書面」を理解されるため必要な程度・方法により説明しないで契約を締結すること。
特定投資家（契約の種類）	●１種類（特定預金等契約）	●１種類（特定保険契約等）	●１種類（特定信託契約）

②銀行・保険会社の業務範囲（付随業務）

・投資顧問契約・投資一任契約の締結の代理・媒介を追加（銀行のみ）。
・排出権デリバティブ取引を追加。
（排出権取引の媒介・コンサルティング業務も付随業務として容認。）

③銀行子会社・保険子会社の業務範囲

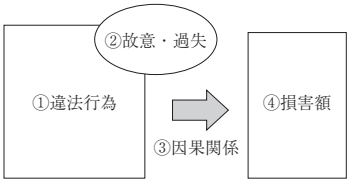
・証券専門会社の業務範囲拡大（金融商品取引業の全般を対象化）。
・金融関連業務の範囲拡大（自己募集，投資助言・代理業，自己運用，排出権取引・排出権デリバティブ取引等）。

〔出所〕　金融庁資料

金融商品販売法の拡充

民事上の損害賠償請求の原則（民法709条）

①～④の要件を被害者が立証する必要



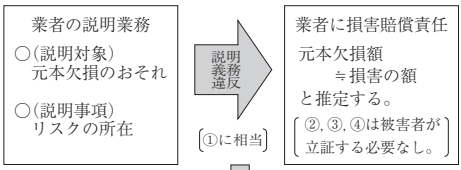
（参考）

（不法行為による損害賠償）

民法709条　“故意又は過失によって他人の権利又は法律上保護される利益を侵害した者は，これによって生じた損害を賠償する責任を負う。”

金融商品販売法（2000年制定）

預貯金，保険，有価証券等の幅広い金融商品の販売に関する，民法の損害賠償の規程の特則



金融商品販売法の拡充

○説明対象：「当初元本を上回る損失が生ずるおそれ」を追加。
○説明事項：「取引の仕組みのうちの重要な部分」を追加。
○業者による断定的判断の提供を禁止
⇒　違反に対し，損害額を推定

〔出所〕　金融庁資料

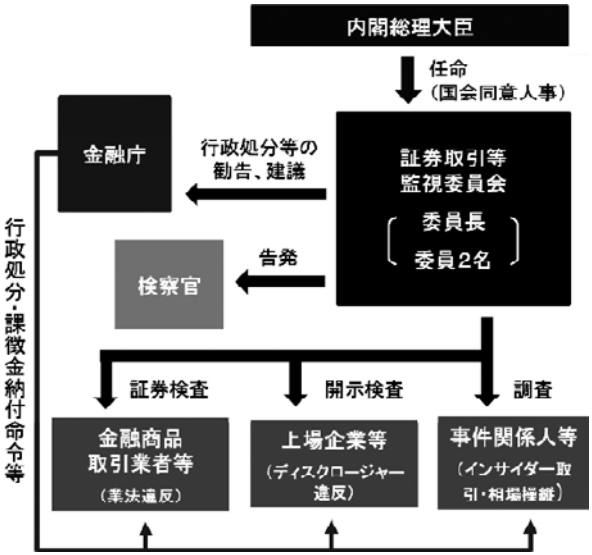
３．証券行政の組織　戦後の証券取引法の下で，米証券取引委員会（SEC）に倣って大蔵省の外局として設立された証券取引委員会が証券行政を担った時代があったものの，占領が終了した1952年に証券行政は大蔵省理財局証券課に差し戻された。その後64年に大蔵省証券局が創設され，65年の改正証券取引法の下で，同局は証券業者の免許制度行政を展開する中核的機構として約30年間にわたり証券行政を担っていた。バブル経済期にわが国の証券市場は世界的に有数の規模にまで成長した。その半面，閉鎖的で不祥事が絶えないとの批判も強まった。特に91年の金融・証券不祥事は，市場改革と並んで証券行政の改革を強く進める動機となった。

92年に大蔵省に証券取引等監視委員会（監視委員会）が設置され，証券市場の監視機能が同委員会に移管された。さらに，98年６月には総理府の外局（国家行政組織法の３条委員会）として金融監督庁が新設されるとともに，監視委員会は同庁の傘下へ移行された。また98年12月の金融システム改革法の施行により金融監督庁が証券行政を担うとともに，同時期に設立された金融再生委員会が金融・証券行政の最高責任を持つ形式とされた。

その後，00年に金融監督庁は金融庁に改組され，01年には金融再生委員会の金融庁への改組移行および金融制度の企画・立案部分が大蔵省（同年財務省へと改組）から金融庁へ移管され，また監視委員会は金融庁の下に置かれることになった。この結果，現在のわが国の証券行政の中核は金融庁と監視委員会が担う体制となっている。証券行政の方針も事前予防行政から事後監視行政へと転換した。この背景には，バブル経済崩壊後の不良債権問題等への対応が収束したことを受けて，行政の目標が企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生の増大へと明確化されたこともある。

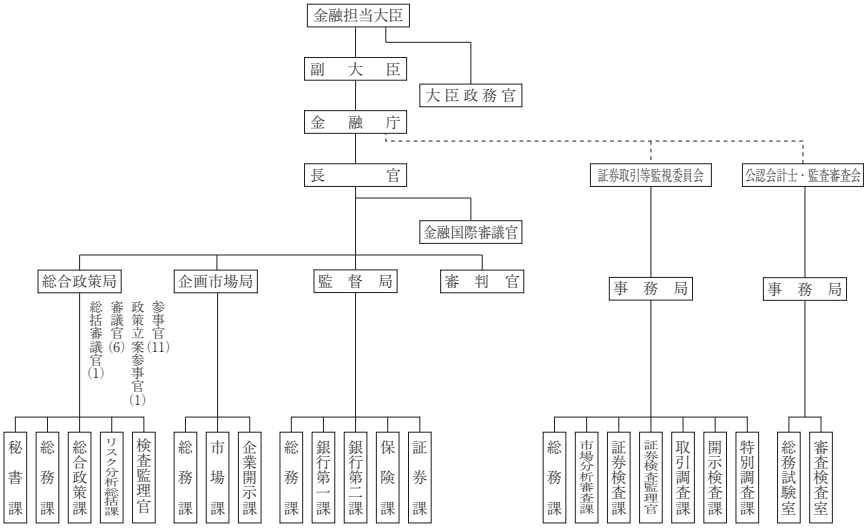
さらに金融庁は，行政の戦略立案機能の強化や行政の専門性の向上，フィンテックへの対応強化等をはかるべく18年７月に「総合政策局」・「企画市場局」・「監督局」の３局体制へと組織を再編した。この新体制の下で①金融デジタライゼーション戦略の推進，②イノベーションに向けたチャレンジの促進，③機能別・横断的法制の整備，④金融行政・金融インフラの整備，⑤グローバルな課題への対応を重点分野に定めるとともに，地域金融機関の持続可能なビジネスモデルの構築に向けたパッケージ策等を公表している（19年８月）。

証券行政および証券取引等の監視体制



〔出所〕　証券取引等監視委員会資料

証券行政の組織



〔出所〕　金融庁資料

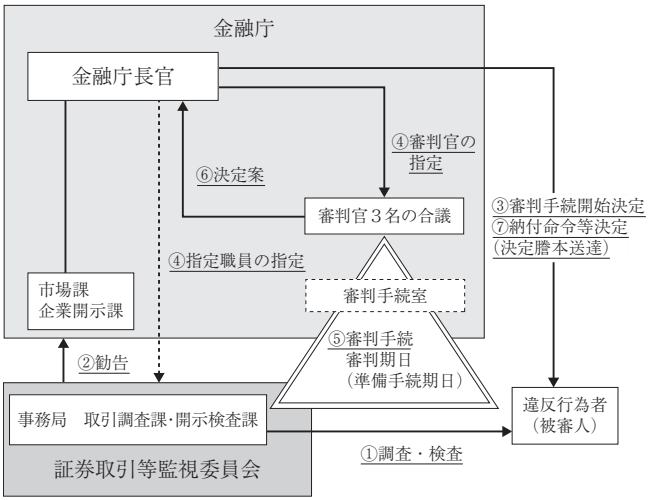
４．金融庁による法執行　　金商法の執行権限は金融庁が属する内閣府の主任大臣である内閣総理大臣が担うものであるが，同法は194条の７「金融庁長官への権限の委任」で，内閣総理大臣の法律による権限（認可その他処分等の権限を除く）を金融庁長官に委任している。委任される主な権限には，金融商品取引業者および登録金融機関に対して発する業務改善命令（51条，51条の２），それらに対する業務停止命令，登録取消・認可取消処分（52条，52条の２）などがある。また金融庁長官は，一定の要件の下で課徴金納付命令を発出することが要求されている。その代表例としては，有価証券届出書・報告書等の不提出，その虚偽記載等（172条，172条の２，172条の３，172条の４），公開買付開始公告・公開買付届出書等の不提出・虚偽記載等（172条の５，172条の６）などが挙げられる。風説の流布または偽計，相場操縦行為，インサイダー取引といった不公正取引（173条，174条，174条の２，174条の３，175条）の事実があると認められる場合には，原則として審判手続を経て，審判官の作成した課徴金納付命令決定案に基づいて，課徴金納付命令の決定が下される（178条，185条の６，185条の７）。

さらに，金融庁による命令および処分のための以下の検査権限等は，金融庁長官から証券取引等監視委員会に委任されている。他の一部および委員会委任事項の一部は財務局長または財務支局長に委任しうる。また財務局長は各地の証券取引等監視官と連携する。

①金融商品取引業者およびそれと取引する者等に対する当該業者関連等の報告書の徴取および検査権，金融商品仲介業者への同様の権限
②取引所取引許可業者（外国証券業者）等への同様権限
③公益協会またはそこから業務委託を受けたものに対する同様権限
④協会若しくは店頭売買有価証券の発行者に対する報告の徴取および検査権
⑤金融商品取引所，その子会社，当該取引所に上場されている有価証券の発行者および外国金融商品取引所等に対する報告の徴取および検査権等
⑥課徴金事件の関係者に対する報告の徴取および検査権等

監視委員会は与えられた権限の下で検査を行ない，その結果必要と認められる場合には，内閣総理大臣および金融庁長官に対して行政処分その他措置について勧告することが出来る（金融庁設置法20条）。

課徴金納付までの流れ



（注）　指定職員は，審判手続きで違反事実等の存在を主張・立証する者として金融庁長官により職員の中から指定され，準備書類の提出や証拠の申出等を行います。

〔出所〕　証券取引等監視委員会資料

金融庁による検査・監督の主な法的根拠

金融商品取引法	56条の２	金融商品取引業者等
	60条の11	取引所取引許可業者等
	63条８項	特例業務届出者等
	66条の22	金融商品仲介業者等
	75条	認可金融商品取引業協会等
	79条の77	投資者保護基金等
	106条の16	金融商品取引所・同持株会社の主要株主等
	151条	金融商品取引所等
	153条の４	自主規制法人
	155条	外国金融商品取引所等
	156条の５の８	清算機関の主要株主等
投資信託法	22条	投信委託会社・受託会社等
	213条	投資法人等

５．証券取引等監視委員会　衆・参議院の同意を得て，内閣総理大臣が任命する委員長および委員２人によって組織される証券取引等監視委員会は（金融庁設置法10条－12条），前節で述べたように，金融商品取引業者・登録金融機関等の広範な関係者に対する報告・資料の徴取や検査の権限（金商法56条の２，60条の11，63条，66条の22，75条，79条の４，79条の77，151条，156条の15，156条の34等）および有価証券届出書や大量保有報告書等の提出者，公開買付者に対する報告・資料の徴取や検査の権限（26条，27条の22，27条の30等）が金融庁長官から委任されている。

また監視委員会は，①金融商品取引業者等に対して有価証券の売買取引の内容を審査する市場分析審査（日常的な市場監視），②金融商品取引業者・登録金融機関等に対して広範囲にかつ詳細に臨店により行う証券検査，③有価証券届出書・報告書の提出者等に対して開示の適正性を確保するために行う開示検査，④不公正取引やディスクロージャー違反等課徴金納付命令が規定されている一定の行為に該当するかを調査する課徴金調査，などを主な任務としている。さらに監視委員会には，取引の公正を害するものとして政令に定められている，重要事項に虚偽記載のある有価証券届出書・報告書の提出や相場操縦といった犯則事件調査のための，質問・検査・領置等の任意調査権限（210条）と裁判官の発する許可状による臨検・捜索および差押えの強制捜査権限（211条等）も認められている。

前節で述べたように，監視委員会が証券検査の結果に基づいて勧告を行うと，金融庁長官によって業務改善命令，登録取消および業務停止命令等が発せられ得る。また，課徴金調査の結果に基づいて勧告を行うと，金融庁長官により規定事実があると認められた場合，課徴金納付命令が発せられる。さらに金商法の226条１項の定めに従い，監視委員会は，犯則事件調査の結果に基づいて犯則の心証を得たときには告発しなければならない。

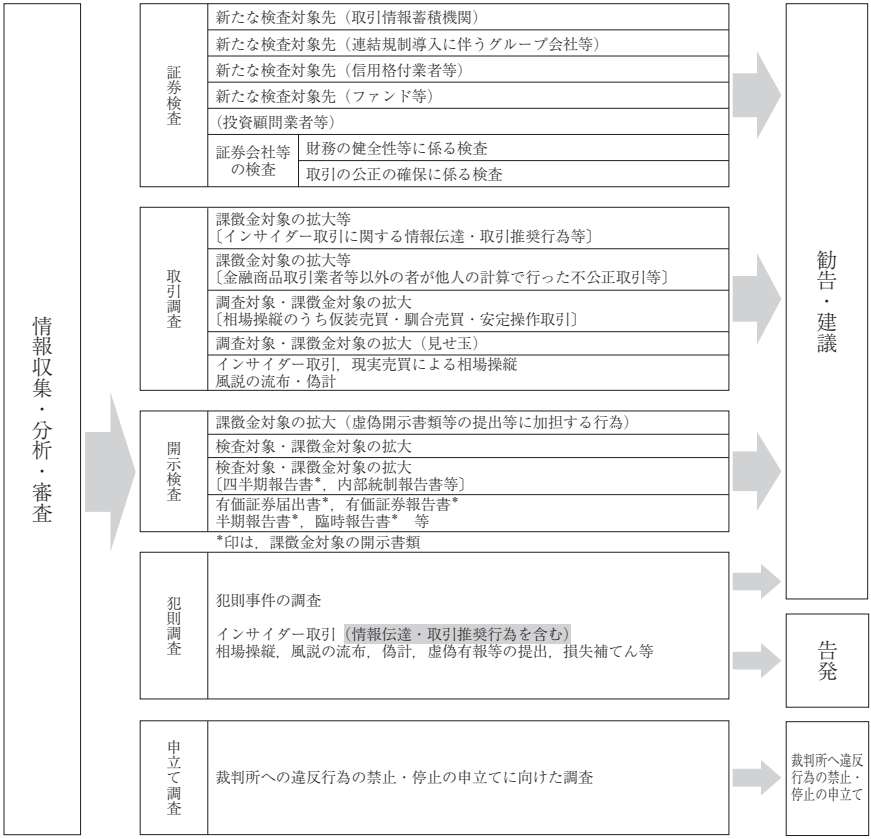
また，08年の金商法改正で裁判所による禁止または停止命令（192条１項）の申立権限が監視委員会に委任され，10年にはじめて金融商品取引業の登録をうけていない者に対する取締りにこの権限が利用された（11月株式会社大経）。直近では，18年に３件の申立て，19年は D.U. corporation や IFP Tokyo の違反行為に係る裁判所への禁止および停止命令発出の申立てが行われている。

事務年度ごとの犯則事件の告発件数（2018年末時点）

事務年度	92～13	2014	2015	2016	2017	2018
開示書類の虚偽記載等	36	2	3	0	0	1
風説の流布・偽計	23	1	2	2	0	0
相場操縦	23	2	1	3	2	0
インサイダー取引	74	1	2	2	2	5
その他	11	0	0	0	0	0
合計	167	6	8	7	4	6

（注）　2018年度は４月から12月まで。
〔出所〕　証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の取組み」（2019年３月）

証券監視委の活動内容



〔出所〕　証券取引等監視委員会資料

６．自主規制機関　自主規制機関とは，有価証券の売買その他の取引を公正ならしめ，かつ投資者の保護に資する目的で，法律の規制に基づき仲介者等が自主的に組織した団体であり，証券市場の公共性を，国の法令規則と共に仲介業者自らが制定する規則で担保する役割を持つ。

金融庁は金融商品取引業協会の他に，貸金業業界や認定資金決済事業者協会，指定紛争解決機関を自主規制機関として捉えている。このうち金融商品取引業協会は，金商法の定めにより認可金融商品取引業協会と認定金融商品取引業協会に分類され，それぞれが内閣総理大臣から認可（67条の２）や認定（78条）を受けた法人である。現時点で認可金融商品取引業協会であるのは日本証券業協会のみであり，金融商品取引業者および登録金融機関によって組織されている。同協会は定款，公正慣習規則，統一慣習規則，理事会決議，紛争処理規則を持ち，会員はこれらを遵守して有価証券等の取引を行なわなければならない。会員がこれらに違反したときは，処分（譴責・過怠金の賦課・会員権の停止若しくは制限または除名）および勧告がなされ得る（日証協・定款28条，29条）。

また，認定金融商品取引業協会には，投資信託委託業者，委託者非指図型投資信託の受託会社となる信託会社等，投資信託の受益証券の売買その他の取引を行なう証券会社および登録金融機関を会員とする投資信託協会や，投資顧問業者を会員とする日本投資顧問業協会などがある。

金商法は「取引所金融商品市場を開設する株式会社」と「自主規制法人」を区別しており，取引所業に関しては「金融商品取引所」または「その自主規制法人」が自主規制機関として把握される。日本取引所の自主規制業務は，内閣総理大臣の認可を受けて，日本取引所自主規制法人に委託されている（85条）。この業務は，金融商品等の上場および上場廃止に関する業務，会員等の法令等の遵守状況調査，その他取引の公正確保のために必要として内閣府令で定めるものとされ（84条２項），当該自主規制法人には，上場適格性を判断する上場審査部，上場している金融商品等の品質の維持・向上を図る上場管理部，不公正取引の審査・防止に取組む売買審査部，取引参加者の遵法状況の調査，処分等を行う考査部が設けられている。取引参加者による法令や規則等に違反する行為に対しては，取引資格の取消し・売買等の停止または制限・過怠金の賦課・戒告等が命じられる（取引参加者規程34条）。

金商法を根拠とする自主規制機関一覧（2019年９月）

	設立規則等	組織
金融商品取引所	免許	日本取引所自主規制法人（本文参照）
	〃	名古屋証券取引所
	〃	福岡証券取引所
	〃	札幌証券取引所
金融商品取引業協会	認可	日本証券業協会
	認定	投資信託協会
	〃	日本投資顧問業協会
	〃	金融先物取引業協会
	〃	第二種金融商品取引業協会
投資者保護団体	認定	特定非営利活動法人証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）

〔出所〕　金融庁 HP 等より作成

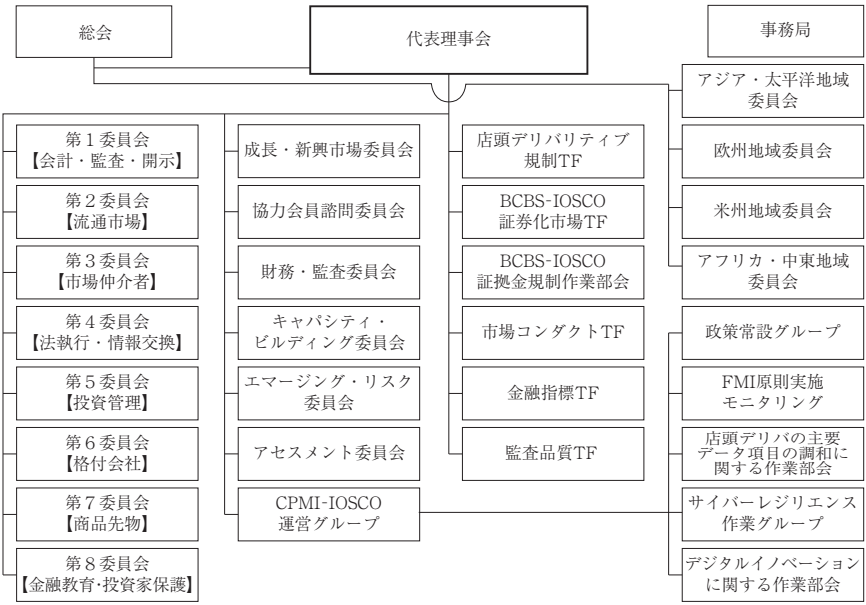
日本証券業協会の代表的な諸規則（2019年９月時点）

自主規制規則	協会員の投資勧誘，顧客管理等に関する規則
	協会員における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則
	協会員における注文管理体制の整備に関する規則
	事故の確認申請，調査及び確認等に関する規則
	金融商品仲介業者に関する規則
	反社会的勢力との関係遮断に関する規則
	協会員の外務員の資格，登録等に関する規則
	個人情報の保護に関する指針
	協会員における倫理コードの保有及び遵守に関する規則
統一慣習規則	店頭売買事故証券の処理に関する規則
	株式の名義書換失念の場合における権利の処理に関する規則
	店頭売買における抽選償還当選債券等の引換処理に関する規則
	債券等のフェイルの解消に関する規則
紛争処理規則	協会員と顧客の紛争等の解決のための業務委託等に関する規則
	協会員間の紛争の調停に関する規則

7．証券規制の国際機関　証券監督者国際機構（IOSCO）は，諸国の証券セクターにとっての国際基準を設定する国際機関である。特に証券規制において，国際的に認知された基準の発展，履行や遵守の促進を担う。金融危機後の世界的な規制の改革においては，G20や下記の金融安定理事会（FSB）と連携して活動する。IOSCO は1974年に米州証券監督者協会として設立された。83年の規約改正によって米州域外の国も加盟が可能となり，86年のパリ総会で現在の名称となっている。19年９月時点での加盟機関数は総数で227に上るが，これら加盟機関で世界の証券市場の95％以上を規制していると言われている。わが国は88年に大蔵省証券局が普通会員として加盟し，現在は金融庁が加盟地位を継承して普通会員となっている。金融庁以外でも，証券取引等監視委員会が準会員として，商品先物を所掌する経済産業省と農林水産省が準会員として加盟している。また日本取引所グループおよび日本証券業協会は協力会員である。IOSCO は，証券取引に関する数多くの原則（principle），方針（policy），基準（standard），指針（guidance），規約（code），勧告（recommendation），慣例（practice）を公にし，各国にその実施を促してきた。これらはわが国にとっても重要であり，その実現のために，法令ないし自主規制等による手当てがなされている（金融庁はその動向をフォローし HP で公開している）。

FSB は，99年に設立された金融安定化フォーラム（FSF）を前身に，金融危機を経て09年４月に FSF の機能を拡大・強化した国際機関として設立された。FSB には日本を含む主要25か国・地域の金融監督機関や中央銀行などが加盟する他，IOSCO，IMF および世界銀行，国際決済銀行（BIS），バーゼル銀行監督委員会（BCBS）などの国際機関も加盟している。わが国では，日本銀行，金融庁，財務省が参加メンバーである。FSB が定める憲章によれば，FSB は国際金融システムに影響をおよぼす脆弱性の評価や，その影響へ対処するために必要な規制・監督等の見直しを業務とする。特に，国境を越えて活動するシステム上重要な金融機関（G-SIFI）の認定や，監督カレッジを設置するためのガイドラインの策定は重要な業務となる。また，影の銀行システム（シャドウ・バンキングシステム）など，これまで規制の対象とならなかった領域に関する国際基準や原則を検討する他，関連する諸機関の調整役としても機能する。FSB の活動結果は G20サミットへ報告・提言される。

IOSCO 組織図



IOSCO における主な委員会等

総会 （Presidents Committee）	すべての普通会員の代表者によって構成され，IOSCO の目的達成のために必要なすべての事項についての決定権限を有する。年１回，年次総会時に開催される。
代表理事会 （IOSCO Board）	金融庁を含む34の国の規制当局で構成される。証券分野における国際的な規制上の課題への対処などを行う。代表理事会の下には，①政策課題に関する議論を行う「政策委員会（Policy Committee）」，②新興市場国の当局により構成され，原則等の策定や教育訓練等を通じて新興市場の効率性を向上させることを目的とする「成長・新興市場委員会（Growth and Emerging Markets Committee）」等が設置されている。
地域委員会 （Regional Committees）	４つの地域委員会（アジア・太平洋地域委員会，米州地域委員会，欧州地域委員会，アフリカ・中東地域委員会）があり，それぞれの地域における課題が議論されている。 日本は，「アジア・太平洋地域委員会（Asia-Pacific Regional Committee）」に属している。

〔出所〕 IOSCO・金融庁の HP

証 券 年 表（1870年－2019年）

年	西暦年月日	事　　項
明治３	1870・４・23	９分利公債ロンドンで公募（わが国最初の公債）
7	1874・10・13	株式取引条例（わが国最初の証券法規，未実施）
11	1878・５・４	株式取引所条例布告
11	1878・５・15	東京株式取引所創立
11	1878・６・17	大阪株式取引所創立
26	1893・３・４	取引所法公布
27	1894・８・１	日清戦争勃発
32	1899・３・９	新商法公布（現在に至る株式会社法の基本）
37	1904・２・10	日露戦争勃発
38	1905・３・13	担保附社債信託法公布
43	1910・２	第１回４分利付公債発行に際し，証券業者が初の下引受け
大正３	1914・７・28	第１次世界大戦勃発
7	1918・４・１	有価証券割賦販売業法公布
9	1920・３・15	東株市場大暴落，反動恐慌の発端に
11	1922・４・20	取引所法改正，会員組織取引所の育成，実物取引と清算取引の２本制等
11	1922・９・１	大株，短期清算取引開始
12	1923・９・１	関東大震災，９・７モラトリアム実施（９月中）
13	1924・６・２	東株，短期清算取引開始
昭和２	1927・３・15	金融恐慌，始まる
2	1927・３・30	銀行法公布
2	1927・４・22	恐慌継続で，３週間のモラトリアム実施
3	1928	東株・大株，創立50周年，東株は初の株価指数（フィッシャー理想算式，月中平均）算出・発表開始
4	1929・10・24	ニューヨーク株式市場大暴落（暗黒の木曜日），世界恐慌の発端に

昭和５	1930・１・11	金輸出解禁実施，巨額の正貨流出が生じ，産業不況で金解禁恐慌（昭和恐慌）に
６	1931・９・18	満州事変勃発
６	1931・９・21	英，金本位制停止決定，世界的金融恐慌へ
６	1931・12・13	金輸出再禁止断行
７	1932・５・15	歳入補填国債（赤字国債）の日銀引受発行開始
８	1933・５・５	社債受託の銀行・信託，社債浄化運動を申し合わせ，無担保社債の発行認めず
８	1933・５・27	米，証券法制定
９	1934・６・６	米，証券取引所法制定
12	1937・７・７	盧溝橋事件勃発，日華事変の発端に
12	1937・７・17	藤本ビルブローカー証券，有価証券投資組合結成，初の投資信託
13	1938・３・29	有価証券業取締法公布
13	1938・３・31	有価証券引受業法公布
14	1939・９・３	第２次世界大戦勃発
16	1941・８・30	株式価格統制令公布
16	1941・12・８	太平洋戦争勃発
17	1942・２・18	社債等登録法公布
18	1943・３・11	日本証券取引所法公布，６・30日本証券取引所設立，東株・大株・名株等11の取引所（株式会社）は幕を閉じ，日証の支所となる
18	1943・10・19	取引員業整備実施要綱，12・17有価証券業整備要綱発表
20	1945・３・10	東京大空襲の後，戦時金融金庫は３・９価格による無制限買い支え決定
20	1945・８・10	日本証券取引所全国市場，一斉に臨時休会
20	1945・８・15	敗戦
20	1945・９・26	GHQ，証券取引所再開禁止覚書（25日付）発表
20	1945・12	東京・大阪で株式の集団売買開始
21	1946・４・17	新日本興業株式公募，戦後初の株式公募
21	1946・８・８	持株会社整理委員会発足，持株会社指定開始
22	1947・１・18	有価証券の処分の調整等に関する法律公布
22	1947・３・28	日本証券取引所解散等に関する法律公布，４・16日証解散

昭和22	1947・3・28	証券取引法公布（昭和22年法）
22	1947・4・14	独占禁止法公布
22	1947・7・23	証券取引委員会設置
22	1947・10－	年末にかけて証券民主化運動全国に広まる
23	1948・4・13	証券取引法改正公布（昭和23年法），証券業者登録制に
23	1948・11・7	証券取引法第65条施行
24	1949・1・31	GHQ，証券取引の再開許可発表
24	1949・2・12	東京，２・15大阪，３・７名古屋各証券取引所創立総会
24	1949・4・20	アダムス GHQ 証券担当官，証券取引３原則を指示
24	1949・5・9	日本証券業協会連合会創立
24	1949・5・16	東証，大証，名証，売買立会い開始
24	1949・7・4	広島，福岡，京都，神戸，新潟各証券取引所，売買立会い開始
25	1950・4・1	札幌証券取引所売買立会い開始
25	1950・6・25	朝鮮動乱勃発
26	1951・6・1	信用取引開始
26	1951・6・1	証券投資信託法公布施行，６・15株式投資信託開始
27	1952・1・4	ダウ・ジョーンズ修正方式による株価平均（東証修正株価平均）を開所に遡り採用，発表
27	1952・4・28	対日平和条約・日米安全保障条約，発効
27	1952・8・1	証券取引委員会廃止，証券行政は大蔵省理財局証券課に
27	1952・9・10	証券取引審議会発足
28	1953・3・5	全国株式市場，スターリン・ソ連首相の重体発表で大暴落
29	1954・10・26	東証労組，待遇改善要求でスト突入
30	1955・6	定期（清算）取引復活運動，最高潮に
31	1956・4・2	東証，大証，債券売買市場開設
33	1958・10・7	東証市場，売買高，初の１億株突破
34	1959・2・18	戦後初の外貨債（米貨公債）発行
36	1961・1・11	公社債投資信託開始
36	1961・7・18	ダウ平均株価，1829.74とピークに
36	1961・10・2	東証，大証，名証，市場第２部開設
38	1963・7・18	ケネディ米大統領，利子平衡税創設を提案，７・19東証市場大暴落

昭和39	1964・1・20	日本共同証券創立，秋から年末にかけて連日株を買い出動
39	1964・9・25	増資等調整懇談会，65・2以降の増資抑制申合せ
40	1965・1・12	日本証券保有組合創立，投信保有株式を肩代わり
40	1965・5・21	山一証券再建問題の報道，以後市場は半恐慌状態に
40	1965・5・28	日銀，山一証券等運用預かり19社に対し，日銀特融を決定
40	1965・7・27	歳入補填国債の発行方針を含む景気振興策決定
40	1965・10・1	改正証券取引法施行，証券業者免許制を規定
42	1967・7・1	資本取引自由化実施（第1次）
43	1968・4・1	証券会社，免許制へ全面移行
43	1968・6・4	東証第1部株式時価総額10兆円に
44	1969・1・31	日本楽器，株主優先募入で時価発行，以後時価発行盛行
44	1969・7・1	東証株価指数（TOPIX），発表開始
46	1971・3・3	外国証券業者に関する法律公布
48	1973・1・24	ダウ平均株価5359.74とピークに
48	1973・2・13	円，変動相場制に移行
48	1973・6・2	OPECと国際石油資本，原油価格値上げで合意，第1次石油ショックの開始
50	1975	大量国債発行時代始まる，公社債店頭売買高急増
53	1978・5・15	東証，取引所開設100周年記念式典，証券第2世紀へ
54	1979・3・30	戦後初の無担保社債発行（シアーズローバック社）
55	1980・12・1	新外為法施行，内外証券投資を原則自由化
57	1982・10・1	改正商法施行，単位株制度創設，新規設立会社株式の額面は5万円に
58	1983・4・9	都銀等の金融機関，国債窓販業務開始
59	1984・4・20	株券等の保管および振替に関する法律公布施行
60	1985・10・19	東証，債券先物取引開始，戦後初の証券先物取引
60	1985・12・24	メリルリンチ等外国証券6社，東証に初の会員加入
61	1986・10・11	NTT，株式の一般放出開始
61	1986・11・25	有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律施行
62	1987・6・9	大証，株先50立会い開始，戦後初の株式先物取引
62	1987・10・20	東証市場，NY市場の大暴落に続き戦後最大の下落率を記録（14.9%），ブラックマンデー，株価下落の世界的波及
62	1987・12・15	抵当証券業の規制等に関する法律公布施行

昭和63	1988・9・3	東証（TOPIX），大証（日経225），ともに本格的な株価指数先物取引開始
平成1	1989・6・12	大証（日経225），10・17名証（オプション25），東証（TOPIX），それぞれ株価指数先物オプション取引を開始
1	1989・12・29	日経平均株価，38,915.87と史上最高記録
2	1990・3・20	株価急落で，株式の公募時価発行は事実上停止に
2	1990・10・1	株価急落で，蔵相は急遽株価テコ入れ策発表
3	1991・6・24	大手証券４社を中心とする法人顧客等への損失補填問題や暴力団関係取引で，野村証券と日興証券の社長が引責辞任，以後数カ月に及ぶ証券不祥事となる
3	1991・10・3	改正証券取引法成立，一任勘定取引の禁止・損失補填の授受の禁止等
4	1992・6・26	金融制度及び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律（金融制度改革法）公布，７・20証券取引等監視委員会発足
4	1992・8・18	日経平均株価14,309.41への大幅下落で，急遽緊急対策発表，８・28公的資金導入を含む総合経済対策発表
5	1993・7・2	興銀証券等金融機関の証券子会社，初の設立
6	1994・4・1	大口取引に係わる株券委託手数料の自由化
6	1994・10・1	自己株式取得規制緩和の商法改正，施行
7	1995・2・26	英ベアリングズ証券，事実上の倒産
7	1995・8・30	兵庫銀行，戦後初の銀行法に基づく銀行破綻，日銀特融実施へ
7	1995・9・8	公定歩合，史上最低の0.5％に引下げ
8	1996・1・1	社債発行規則の完全撤廃
8	1996・6・21	住専処理・金融関連６法公布
8	1996・11・11	橋本総理，2001年東京市場の再生に向けて包括的な金融システム改革案を指示（日本版ビッグバン）
9	1997・4・25	日産生命保険，生保として戦後初の破綻
9	1997・6・13	証券取引審議会，金融制度調査会，保険審議会，日本版ビッグバン実現目指す報告書提出
9	1997・6・20	金融監督庁設置法公布

平成９	1997・11・３	三洋証券，11・17北海道拓殖銀行，11・22山一証券，それぞれ事実上の破綻
10	1998・４・１	ビッグバン改革実施，改正外為法施行，5,000万円超10億円未満の株券売買委託手数料の自由化
10	1998・６・22	金融監督庁発足
10	1998・９・１	SPC 法施行
10	1998・10・16	金融再生関連８法公布
10	1998・10・23	日本長期信用銀行，12・13日本債券信用銀行，特別公的管理決定
10	1998・12・１	金融システム改革法施行
10	1998・12・15	金融再生委員会発足
11	1999・４・１	証券業者の顧客資産分別管理完全実施
11	1999・10・１	株券売買委託手数料完全自由化
11	1999・11・11	東証マザーズ市場開設
12	2000・３・１	新潟証券取引所と広島証券取引所，東京証券取引所に統合
12	2000・３・17	南証券に初の登録取消し
12	2000・５・８	大証，ナスダックジャパン市場開設，2002・12・16ヘラクレスに
12	2000・５・31	証券取引法等の一部改正法公布，12・１証券取引所の株式会社化等に関する部分施行
12	2000・５・31	金融商品の販売等に関する法律公布
12	2000・７・１	金融庁発足
13	2001・３・１	京都証券取引所，大阪証券取引所に統合
13	2001・４・１	証券会社破綻時の投資家保護の特例措置廃止
13	2001・４・１	大阪証券取引所，株式会社に転換
13	2001・６・１	有価証券報告書等の電子開示システム（EDINET）稼働
13	2001・10・１	改正商法施行，金庫株解禁，単元株制度等
13	2001・11・30	証券税制改正法施行，個人の株式譲渡益課税の軽減
13	2001・12・17	野村ホールディングス，NYSE に上場
14	2002・１・30	銀行等保有株式取得機構設立
14	2002・４・１	預金等全額保護の特例措置終了，ペイオフ一部解禁
14	2002・６・５	証券決済システム改革法，成立
14	2002・11・29	日銀，銀行保有株式の買取り開始

平成15	2003・4・28	日経平均株価，7,607.88円と21年ぶり安値
16	2004・12・1	証券仲介業，金融機関に解禁
16	2004・12・13	ジャスダック証券取引所，業務開始
17	2005・4・1	ペイオフ全面解禁（決済性預金を除く）
18	2006・1・16	ライブドア事件発生，６月村上ファンド問題につながる
18	2006・6・14	金融商品取引法公布，07・９・30全面施行
20	2008・9・15	米リーマン・ブラザース・ホールディングス，連邦破産法11条適用申請
21	2009・1・5	株券電子化実施
22	2010・1・19	東京地裁，日航の会社更生法適用を受理，事業会社では戦後最大の経営破綻
22	2010・2・4	欧州市場，ギリシャ財政問題で急落
22	2010・9・10	日本振興銀行，金融庁に破綻申請，初のペイオフ発動
23	2011・3・11	東日本大震災発生，13日には東京電力福島第一原子力発電所で水素爆発発生
23	2011・8・5	S&P，米国債長期信用格付を「トリプル A」から「ダブル A＋」に引下げ
25	2013・1・1	東証グループと大証が経営統合し，日本取引所グループ発足
25	2013・4・4	日銀，２年間で前年比２％の物価上昇率を目指す「量的・質的金融緩和」導入
26	2014・1・1	少額投資非課税制度（NISA）開始
27	2015・3・5	金融庁と東証，コーポレートガバナンス・コードを決定
	2015・11・27	財務省，２年物国債の入札で，最高落札利回りが初めてマイナスに
28	2016・1・29	日銀，金融政策決定会合で，超過準備の一部にマイナス金利を適用する追加金融緩和策を決定
28	2016・8・31	野村アセットマネジメント，MMF の運用を終了
29	2017・5・29	金融庁，機関投資家向けの議決権行使結果の個別開示を推奨
30	2018・4・1	GPIF，国内債券の「ハイイールド債」にも投資可能に
30	2018・4・1	金融庁，高頻度取引（HFT）の登録制度開始
30	2018・6・12	米朝首脳会談がシンガポールで行われる
30	2018・11・15	東京証券取引所，ロンドン証券取引所グループの ETF 上場
令和１	2019・6・25	JPX，上海証券取引所と ETF を相互上場開始

令和１	2019・７・30	JPX，総合取引所設立のため東京商品取引所買収を最終合意

1945年以降の詳しい「証券年表」については，当研究所のホームページ（http://www.jsri.or.jp/）にも掲載しており，記事名での検索も可能です。

なお，「証券年表」は，当研究所発行の下記出版物に掲載されておりますので，ご利用ください。

『証券年表（明治・大正・昭和）』（1595年～1989年１月７日）

1989年９月刊行　B5判1026頁　本体価格11,650円

1989年以降2011年までは，毎年，『証券資料』に「証券年表」として前年１年間分を掲載。

索　引

あ

アクティブ運用…… 240
アドバイザリーサービス…… 220
アローヘッド…… 46
安定株主政策…… 50
委託者指図型…… 106
委託者非指図型…… 106
委託手数料…… 222
委託売買－ブローカー業務…… 216
板寄せ方式…… 178
一般 NISA …… 264
一般勘定…… 242
一般信用取引…… 62
一般投資家（アマ）…… 294
イデコ…… 118
移転価格税制に基づく損益配分… 222
インセンティブ…… 208
インピュテーション…… 258
インフラファンド…… 156, 160
売出し…… 216
運用預かり…… 18
運用投資顧問料…… 222
運用報告書（全体版）…… 116
営業利益…… 222
エンゲージメント…… 248
エンジェル税制…… 262
大蔵省証券局…… 298
大蔵省理財局証券課…… 298
大阪証券取引所…… 162
オーダーフローの外部性…… 48
オーバーアロットメント・オプション
…… 42
オープンエンド型…… 106
オプション取引…… 130
終値取引…… 180

か

外国投信の国内販売…… 120
外国投信販売残高…… 120
外資系証券会社…… 214
会社型（投資法人）…… 106
会社情報の適時開示…… 172, 174
会社内容説明書…… 194
会社法…… 194, 282
改善状況報告書…… 290
改善措置…… 290
改善報告書…… 290
外為証拠金取引（FX 取引）…… 218
外為証拠金取引手数料…… 222
外部資金…… 4
外務員の資格…… 227
価格優先の原則…… 178
格付け…… 150, 158
確定拠出年金制度…… 118
額面株式制度…… 34
貸株取引…… 220
貸証券受入金…… 224

株価キャッシュフロー倍率（PCFR）…… 58
株価指数オプション取引…… 134
株価指数先物取引…… 126
株価収益率（PER）…… 56
株価純資産倍率（PBR）…… 58
株券電子化…… 186
株券不発行制度…… 34
株式店頭市場…… 192
株式投資型クラウドファンディング…… 44, 192
株式投資信託…… 108
株式等振替制度…… 186
株式配当…… 52
株式売買委託手数料の自由化…… 28
株式売買システム…… 188
株式分割…… 52
株式分割等（無償）…… 36
株式持ち合い…… 20
株主コミュニティ（制度）…… 44, 46, 192
株主コミュニティ銘柄…… 202, 204
株主割当…… 38
株主割当額面発行…… 20
川上連結…… 225
幹事証券会社…… 216
間接金融…… 2
間接証券…… 2
間接募集…… 42
企業行動規範…… 172, 174, 290
議決権行使…… 248
記述情報…… 292
規制の横断化と柔軟化…… 294
基礎的リスク…… 225
寄託証券補償基金…… 231
業態別子会社…… 232
業務隔壁規制…… 232
業務範囲の制限…… 232
ギリシャ債務問題……32
銀行証券共同店舗設置…… 232
銀行等引受資金…… 66
銀証分離…… 16
金商法33条１項，２項 …… 232
銀証連携ビジネス…… 232
金融安定化フォーラム（FSF）… 306
金融安定理事会（FSB）…… 306
金融監督庁…… 298
金融機関等の更生手続きの特例等に関する法律…… 230
金融機関の証券業務…… 232
金融再生委員会…… 298
金融先物取引…… 128
金融先物取引業協会…… 228
金融先物取引法…… 210
金融システム改革法…… 210
金融指標…… 218
金融収益…… 222
金融自由化…… 22
金融商品…… 218
金融商品仲介業…… 212
金融商品取引業…… 210
金融商品取引所…… 162
金融商品取引法（金商法）…… 162, 194, 210, 282, 284, 286, 294

金融商品の定義…… 218
金融商品の販売等に関する法律（金販法）…… 296
金融制度改革関連法…… 26
金融ビッグバン…… 28
金融費用…… 222
グリーンシート銘柄制度…… 44, 192
グリーンシューオプション…… 42
クレジット・デリバティブ取引… 140
クローズドエンド型…… 106
経営権の移転等を目的とした店頭有価証券…… 196
経営参加権…… 34
経常利益…… 222
継続開示…… 282, 284
契約型（投資信託）…… 106
決済保証…… 182
決算短信…… 288
気配公表銘柄制度…… 44
気配提示義務…… 208
行為規制…… 272
公開買付け…… 286
公開買付規制…… 286
恒久的施設(Permanent Establishment；PE)…… 266
公債依存度…… 6
公債残高…… 6
公社債店頭売買参考統計値…… 86
公社債投資信託…… 108
公的年金…… 238
交付運用報告書…… 116
交付目論見書…… 116
公募…… 42
公募時価発行…… 20
公募増資…… 38
公募投信…… 108
公募入札…… 70
高利回り債（ハイ・イールド債）…… 74
コーポレートガバナンス・コード…… 32, 176
顧客資産の分別管理…… 224, 230
顧客分別金…… 230
顧客分別金信託…… 224
国際財務報告基準…… 292
国債等の保有構造…… 6
国債バスケット取引…… 80
個人型確定拠出年金…… 118
個人向け国債…… 66
護送船団行政…… 28
固定化されていない自己資本…… 225
誤発注…… 278
個別競争売買方式…… 178
コンベンショナル方式…… 70

さ

財形住宅貯蓄…… 254
財形年金貯蓄…… 254
債券オプション取引…… 132
債券現先取引…… 220
債券先物取引…… 124
債券担保証券（CBO）…… 146
債券レポ（Repo）取引 …… 220
財閥解体…… 50

財務代理人…… 72, 76
債務担保証券（CDO）…… 146
債務引受け…… 182
先物取引…… 122
指値注文…… 178
サブプライムローン…… 32
ザラバ方式…… 178
残余財産分配請求権…… 34
仕切り売買…… 84
仕組み債…… 78
自己株券買付状況報告書…… 284
自己株式立会外買付取引…… 180
自己資本規制比率…… 224, 230
自己売買－ディーリング業務…… 216
資産管理型営業…… 30
資産担保証券…… 146
資産の証券化…… 210
自主規制業務…… 162, 226
自主規制部門…… 226
自主規制法人…… 162, 304
市場型金融システム…… 30
市場間競争…… 64
市場公募資金…… 66
市場第一部…… 166
市場第二部…… 166
市場デリバティブ取引…… 162
市場の分裂…… 64
市場リスク…… 225
私設取引システム運営業務＝PTS 業務
…… 211
下引受…… 216
指定報告協会員…… 88
私的年金…… 238
四半期報告書…… 284
私募…… 42
私募投信…… 108
資本自由化措置…… 20
資本証券…… 34
資本取引の自由化…… 20
シャウプ勧告…… 250
社債管理会社…… 76
社債管理者…… 72, 76
社債権者補佐人…… 76
社債発行会社…… 72
社債募集の受託会社…… 76
ジャスダック市場…… 48, 192
住宅ローン担保証券（RMBS）… 146
集団投資スキーム…… 210, 294
集団売買…… 16
主幹事証券会社…… 42, 70
ジュニア NISA …… 264
純営業収益…… 222
障害者等の特別マル優…… 254
障害者等のマル優…… 254
商業用不動産担保証券（CMBS）
…… 146
証券化…… 142
証券会社…… 210
証券会社への紹介業務（市場誘導業務）
…… 232
証券化商品…… 142, 148, 150, 152
証券監督者国際機構（IOSCO）
…… 224, 306
証券業…… 210

証券恐慌…… 20
証券業の登録制…… 210
証券金融会社…… 60
証券市場…… 2
証券専門会社…… 232
証券戦略部門…… 226
証券総合口座…… 118
証券仲介業…… 212
証券投資信託…… 112
証券取引三原則…… 16
証券取引所…… 12
証券取引等監視委員会
…… 26, 298, 302
証券取引法…… 16, 192, 210
証券不祥事…… 26
証券保管振替機構…… 186
上場管理制度…… 172, 174
上場契約違約金…… 290
上場審査基準…… 168, 170
上場廃止…… 290
上場廃止基準…… 172, 174
商品関連市場デリバティブ取引… 210
商品有価証券等…… 224
剰余金配当請求権…… 34
人為的規制金利政策…… 22
新株引受権付社債…… 78
新株予約権付社債…… 78
シンジケート団（シ団）引受…… 70
信託…… 240
信用取引…… 16, 60, 220
信用取引貸付金…… 224
信用補完…… 142, 158
信用リスク…… 142, 158
スチュワードシップ・コード
…… 32, 248
ストック・オプション…… 268
スプレッド・プライシング…… 72
スポンサードETFマーケット
メイク制度…… 208
請求目論見書…… 116
清算システム…… 188
清算取引…… 14
成長株…… 56
制度信用取引…… 62
生命保険…… 242
絶対値プライシング…… 72
1998年の外為法改正…… 218
専念義務（兼業の原則禁止）…… 210
早期是正措置…… 230, 225
総合取引所…… 12, 32, 182
相場操縦…… 274
その他手数料…… 222

た

第Ⅰ・Ⅱ非価格競争入札…… 70
第一種金融商品取引業…… 210, 211
第三者割当…… 38
貸借取引…… 60
貸借銘柄…… 60
貸借融資銘柄…… 60
第二種金融商品取引業…… 210
第二種金融商品取引業協会…… 228
代表訴訟提起権…… 34
大量保有報告書…… 286

立会外取引…… 180
立会取引…… 178
ダッチ方式…… 70
単位型…… 108
単位株制度…… 34
単一銘柄取引…… 180
単元株制度…… 34
地銀系証券子会社…… 233
注意喚起制度…… 288
中小証券系列化…… 214
直接金融…… 2
直接募集…… 42
追加型…… 108
つみたて NISA …… 264
定期取引…… 14
抵当証券業規制法…… 210
適格機関投資家等特例業者…… 228
適時開示…… 282, 288
出口戦略…… 32
デフォルト・リスク（債務不履行リスク）
…… 158
デリバティブ取引…… 210, 224
デリバティブ売買システム…… 190
転換価格の修正条項付き転換社債型
新株予約権付社債（MSCB）… 78
転換社債型新株予約権付社債…… 78
電子記録移転権利…… 2
電子情報処理組織…… 278
電子取引システム（ToSTNeT）
…… 180
店頭外為証拠金業…… 210
店頭金融先物業…… 210
店頭デリバティブ業務…… 216
店頭デリバティブ取引…… 138
店頭取扱有価証券…… 194
店頭取引…… 192
店頭売買…… 16
店頭売買有価証券…… 192
店頭売買有価証券市場…… 192
店頭有価証券…… 194
同借入金…… 224
東京証券取引所グループ…… 162
投資一任業者…… 244
投資運用業…… 210
投資銀行業務…… 220
投資顧問業法…… 210
投資者保護基金…… 230
投資助言・代理業…… 210
投資信託…… 102
投資信託及び投資法人に関する
法律（投信法）…… 102, 296
投資信託協会…… 228
投資信託の運用…… 112
投資信託の形態…… 106
投資信託の顧客層…… 114
投資信託の商品…… 108
投資信託のディスクロージャー… 116
投資信託の販売…… 110
投資信託の歴史…… 104
東証の会員権開放…… 24
投信委託会社…… 112
投信委託者報酬…… 222
投信の代行手数料…… 222
投信ラップ口座…… 118

登録拒否事由（＝登録基準）…… 211
登録金融機関…… 232
トービンの Q…… 58
特殊債…… 66
特設注意市場銘柄…… 290
特定口座…… 260
特定資産…… 112
特定証券情報…… 206
特定投資家（プロ）…… 294
特別勘定…… 242
特別金融商品取引業者…… 225
特別損益…… 222
届出業務…… 220, 211
飛ばし…… 26
取引先リスク…… 225
取引所金融商品市場を開設する株式会社…… 304
取引所集中義務…… 46, 64
取引所集中義務の撤廃…… 28
取引所持株会社…… 162
トレーディング商品…… 224
トレーディング損益…… 222

な

内部資金…… 4
成行注文…… 178
2005年に改正金融先物取引法（現，金商法）…… 218
日米円ドル委員会…… 22, 24
日経225 …… 54
日経225ミニ先物 …… 218
日本共同証券…… 18
日本証券業協会…… 226, 304
日本証券クリアリング機構（JSCC）…… 12, 182
日本証券取引所…… 14, 16
日本証券保有組合…… 18
日本商品清算機構（JCCH） …… 12
日本投資顧問業協会…… 228, 244
日本投資者保護基金…… 231
認可金融商品取引業協会…… 226, 304
認定金融商品取引業協会…… 228, 304
ネッティング…… 182
年金制度…… 238

は

配当控除…… 258
バスケット取引…… 180
発行開示…… 282, 284
発行市場…… 2
発行者情報…… 206
パッシブ運用…… 240
販売費・一般管理費…… 222
引受…… 216
引受・売出手数料…… 222
引受－アンダーライティング業務…… 216
引受幹事証券会社…… 72
引受シ団…… 72
引受シンジケート…… 42
非競争入札…… 70
非居住者…… 266
フェイル…… 184
不公正取引…… 273

付随業務…… 220, 211
不設置債…… 76
二つのコクサイ化…… 22
物価連動国債…… 66
不動産投資信託（REIT）…… 146, 154
プラザ合意…… 24
ブラック・マンデー…… 224
振替指図…… 182
プロ向け市場制度…… 206
分離適格振替国債（ストリップス債）
…… 66
変額年金保険…… 118
包括的事業所得税（CBIT）…… 258
法定開示…… 282
募集・売出取扱手数料…… 222
募集設立…… 36
募集－セリング業務…… 216
発起設立…… 36
本源的証券…… 2
本則市場…… 166

ま

マーケットメイク制度…… 208
マザーズ…… 48, 166
未公開株…… 210
みなし有価証券…… 2
無額面株式…… 34
無券面化（ペーパーレス化）…… 34
免許制…… 210
元引受…… 216
モニタリング…… 248

や

役職員の兼職規制…… 232
有価証券…… 2, 162
有価証券オプション取引…… 136
有価証券関連業…… 210, 211
有価証券貸借取引…… 220
有価証券担保貸付金…… 224
有価証券届出書…… 194, 284
有価証券報告書…… 194, 284, 286, 290
有償増資…… 36, 40
優先劣後…… 142
４社寡占…… 214, 234

ら

ラップ口座…… 220, 221
リスクヘッジ…… 162
利付金融債…… 72
利回り革命…… 56
流通市場…… 2
臨時報告書…… 284
ローン担保証券（CLO）…… 146
65条１項，２項 …… 232

英文索引

arrowhead …… 188
arrownet …… 188
ATS（Alternative Trading System）
……64
CFD 取引（Contract for Difference）
…… 218
DVP 決済 …… 184

ECN（Electronic Communication Network）…… 64
ETF（上場投資信託）…… 108
iDeCo …… 270
iDeCo＋ …… 270
IFRS …… 292
J-Adviser …… 206
JASDAQ …… 166
J-GATE …… 190
J-IRISS …… 276
JPX 日経インデックス400 …… 54
M&A（合併・買収） …… 210, 221
M&A 等の助言手数料 …… 222
MRF（マネー・リザーブ・ファンド）…… 108
NISA …… 264
PBR …… 58
PCFR …… 58
PER …… 56, 58
PTS（Proprietary Trading System）…… 32, 46, 64
PTS（私設取引システム） …… 62
PTS 業務 …… 216
REIT …… 160
S&P500 …… 54
TOKYO PRO Market …… 48, 206
TOPIX（東証株価指数） …… 54
ToSTNeT …… 46, 180, 188

図説　**日本の証券市場**　2020年版

令和２年３月31日　©

定価（本体1,800円＋税）

編集兼
発行者　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋2-11-2
太陽生命日本橋ビル12階
〒103-0027
電話　03(6225)2326　代表
URL：http://www.jsri.or.jp/

印刷所　昭和情報プロセス株式会社
東京都港区三田5-14-3　〒108-0073

ISBN978-4-89032-541-2

9784890325412

1923033018004

ISBN978-4-89032-541-2

C3033 ¥1800E

定価（本体1,800円＋税）