図説 日本の証券市場

2016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

2016年版

公益財団法人　日本証券経済研究所

はしがき

人口減少期に入ったわが国経済の主要な課題は速やかな経済再生，すなわち，中長期的に持続的成長が可能となる経済構造の構築であろう。

これを金融面でみれば，経済構造を改革し経済の持続的成長を促すための良質なリスクマネーを円滑に供給するという証券市場の機能や役割がこれまで以上に期待されるということである。

一方，国民の立場から考えると，急速な少子高齢化や大幅な財政赤字の中で老後等に備えた自助努力による資産形成の必要性がますます強まっている。こうした観点からも，資産運用の場としての公正で効率的な証券市場や誠実な資金仲介者としての証券会社，運用業者等の金融商品取引業者の役割・責務は，これまでになく増大しているといえよう。

さらに，経済金融のグローバル化やリーマンショック後の国際金融システムの改革が進展する中で，わが国の証券市場や産業としての証券業，金融商品取引業の国際競争力の強化は，経済成長に欠かせない課題になっている。

日本証券経済研究所では，わが国の証券市場の仕組み，機能や現状をできる限りタイムリーにかつ簡素でわかり易く解説するガイドブックとして，2008年以来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2014年版に続いて2016年版を発行することとなった。本版はこの２年間の新しい動きに対応してコーポレートガバナンス，社債の取引情報の発表制度，株式投資型クラウドファンディング，株主コミュニティ制度，スチュアードシップコード，NISA 等の項を新たに追加し，内容の充実を図っている。

なお，当研究所では，わが国のほか，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，最近の各国の金融証券システムの改革の動きや証券市場の現状について理解を深めて頂くよう努力している。御関心のある方は是非そちらのシリーズもあわせて

お目通し頂きたい。

本書は従来同様，当研究所研究員，専門調査員のほか，日本証券業協会，日本取引所グループ（JPX），日本証券金融および日本投資顧問業協会の専門家が分担して執筆した。執筆の分担は次のページの通りである。なお，全体のとりまとめは本研究所の佐賀理事・主任研究員と高橋研究員が担当した。

「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の実現」（金融庁　金融行政方針　平成27事務年度）がわが国金融の目指すところだとすれば，それを担うにふさわしい証券市場の構築が強く求められていることになろう。その意味でも本書がわが国証券市場の現状や金融証券システムの改革に関心を持たれる多くの方々に広くご利用頂けたら望外の幸せである。

2016年２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	当研究所主任研究員
第２章	深見　泰孝	駒澤大学経済学部専任講師
第３章	高橋　和也	当研究所研究員
第４章	佐賀　卓雄	当研究所理事・主任研究員
	谷井　慎治	日本証券金融株式会社　リスク管理部課長
第５章	松尾　順介	桃山学院大学経営学部教授・当研究所客員研究員
第６章	丸野　雅人	日本証券業協会　自主規制本部 公社債・金融商品部長
	武田　　創	日本証券業協会　自主規制本部 公社債・金融商品部上席調査役
第７章	吉川　真裕	当研究所客員研究員
第８章	福田　　徹	当研究所主任研究員
第９章	津野　明彦	株式会社日本取引所グループ　総合企画部課長
	村上　達哉	株式会社東京証券取引所　上場部
	柴﨑　有紗	株式会社東京証券取引所　株式部
	若山　幸市	株式会社東京証券取引所　決済管理部調査役
	菊地　孝史	株式会社日本取引所グループ　IT 企画部課長
第10章	村上　達哉	前出
	山本　龍一	日本証券業協会　自主規制本部エクイティ 市場部次長
	定田　充司	株式会社東京証券取引所　上場推進部調査役
	大矢　　遼	株式会社東京証券取引所　上場推進部主任
第11章	二上季代司	当研究所大阪研究所所長
第12章	川崎　勝彦	一般社団法人　日本投資顧問業協会調査役
第13章	杉田　浩治	当研究所特別嘱託調査員
第14章	小西　　透	元日本取引所自主規制法人　売買審査部調査役
	野口　真人	日本取引所自主規制法人　考査部調査役
第15章	桜井　太郎	株式会社東京証券取引所　上場部調査役

	村上　達哉	前出
第16章	山田　直夫	当研究所主任研究員
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．コーポレート・ガバナンスの新展開…… 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年代－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．公社債の賃借取引…… 100

第7章　デリバティブ市場

1．先物取引…… 102
2．債券先物取引…… 104
3．株価指数先物取引…… 106
4．金融先物取引…… 108
5．オプション取引…… 110
6．債券オプション取引…… 112
7．株価指数オプション取引…… 114
8．有価証券オプション取引…… 116
9．店頭デリバティブ取引…… 118
10．クレジット・デリバティブ取引…… 120

第8章　証券化商品市場

1．証券化商品とは…… 122
2．証券化商品の基本的な仕組み…… 124
3．主な証券化商品の内容…… 126
4．市場規模…… 128
5．証券化商品の発行市場…… 130
6．証券化商品の流通市場…… 132
7．不動産投資信託の発行・流通市場…… 134
8．証券化商品のリスクと信用補完…… 136
9．証券化関連立法…… 138

第9章　金融商品取引所等（1）

1．金融商品取引所の機能…… 140
2．新規上場制度…… 142
3．上場管理制度…… 144
4．株式売買制度（1）…… 146

５．株式売買制度（２）…… 148
６．清算・決済制度（１）…… 150
７．清算・決済制度（２）…… 152
８．株式等振替制度…… 154
９．金融商品取引所（証券取引所）のシステム化（１）…… 156
10．金融商品取引所（証券取引所）のシステム化（２）…… 158

第10章　金融商品取引所等（２）

１．新興市場の歩み…… 160
２．新興市場のコンセプト…… 162
３．新興市場の新規上場制度…… 164
４．新興市場の上場管理制度…… 166
５．株式店頭市場の概要…… 168
６．店頭有価証券等…… 170
７．株式投資型クラウドファンディング（１）…… 172
８．株式投資型クラウドファンディング（２）…… 174
９．株主コミュニティ（１）…… 176
10．株主コミュニティ（２）…… 178
11．グリーンシート銘柄制度（１）…… 180
12．グリーンシート銘柄制度（２）…… 182
13．グリーンシート銘柄制度（３）…… 184
14．フェニックス銘柄制度…… 186
15．プロ投資家向け市場（１）「TOKYO PRO Market」…… 188
16．プロ投資家向け市場（２）「TOKYO PRO-BOND Market」…… 190

第11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）…… 192
２．金融商品取引業者（証券会社）の概説（２）…… 194
３．金融商品取引業者（証券会社）の概説（３）…… 196
４．証券業務（１）―― 本来業務（１）…… 198
５．証券業務（２）―― 本来業務（２）…… 200

6．証券業務（3）――付随業務，兼業業務ほか …… 202
7．金融商品取引業者（証券会社）の収支状況…… 204
8．金融商品取引業者（証券会社）の財務状況…… 206
9．金融商品取引業協会（1）…… 208
10．金融商品取引業協会（2）…… 210
11．投資者保護基金…… 212
12．金融機関の証券業務…… 214
13．証券業界の競争構造…… 216

第12章　資産運用業
1．個人金融資産の運用…… 218
2．年金資産の運用…… 220
3．信託銀行の資産運用…… 222
4．生命保険会社の資産運用…… 224
5．投資一任業者の運用…… 226
6．投資信託運用会社の運用…… 228
7．スチュワードシップ・コード…… 230

第13章　投資信託
1．概　説…… 232
2．投資信託の歴史…… 234
3．投資信託の形態…… 236
4．投資信託の商品…… 238
5．投資信託の販売…… 240
6．投資信託の運用…… 242
7．投資信託の顧客層…… 244
8．投資信託のディスクロージャー…… 246
9．投資信託を活用したサービス・商品など…… 248
10．外国籍投信…… 250

第14章　証券取引の行為規制
1．総　説…… 252

２．相場操縦規制…… 254
３．会社関係者に係る行為規制…… 256
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… 258
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 … 260

第15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…… 262
２．金融商品取引法による企業内容等の開示…… 264
３．金融商品取引法によるその他の開示…… 266
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）…… 268
５．情報開示の適正性の確保…… 270
６．最近の情報開示に関する動き…… 272

第16章　証券税制
１．証券税制の変遷（１）…… 274
２．証券税制の変遷（２）…… 276
３．利子課税…… 278
４．配当課税…… 280
５．配当にかかる二重課税の調整…… 282
６．キャピタル・ゲイン課税（１）…… 284
７．キャピタル・ゲイン課税（２）…… 286
８．NISA …… 288
９．非居住者に対する課税…… 290
10．新しい商品に対する課税上の扱い…… 292
11．年金型商品に対する課税の扱い…… 294

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

５．証券取引等監視委員会…… 304
６．自主規制機関…… 306
７．証券規制の国際機関…… 308

証券年表…… 310

索　引…… 318

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項と２項に定義されている。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。旧証券取引法に比べて抵当証券や金融オプション証券等が拡充された。また21号の政令指定証券・証書として学校債等が定められている。

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。また，７号の政令指定権利には，学校法人等に対する貸付に係る債権が定められている。なお，金融商品取引法の適用範囲には，有価証券の他に市場・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。

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．信託の受益権
２．外国信託の受益権
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

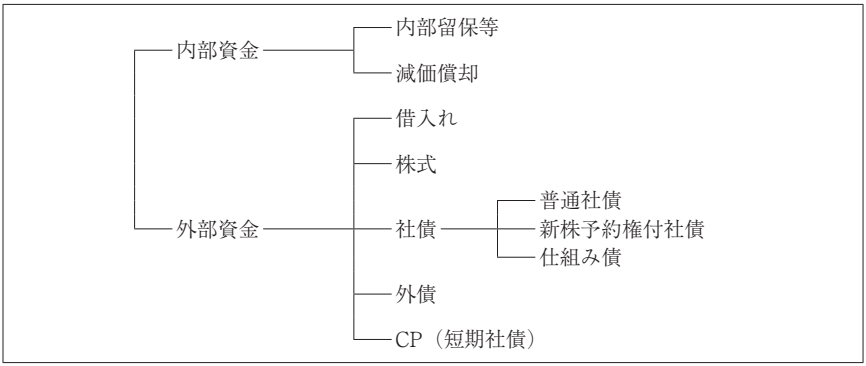
〔出所〕上柳敏郎・石戸谷豊・桜井健夫『新・金融商品取引法ハンドブック ― 消費者の立場からみた金商法・金販法と関連法の解説』日本評論社，2006年，黒沼悦郎『金融商品取引法入門』日本経済新聞社，2006年，e-Gov の法令データ提供サービスに掲載の「金融商品取引法」から作成

２．企業の資金調達　法人企業（金融業を除く。以下，企業）は，商品やサービスの生産・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てみると，まず，借入れは1980年代から趨勢的に低下している。2000年代には有価証券が借入れを上回り，資金調達構造が間接金融から直接金融に移行していることが見て取れる。この外部資金調達の傾向は，第１に80年代以降の金融の自由化・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要因であったと言えよう。08年からの金融危機により資本市場の機能が低下し，一時的に借入れの比重が高まったものの，12年末からの株価高騰を経て，有価証券による資金調達は借入れを大きく凌いでいる。新興市場の充実や社債諸規制の緩和・撤廃は，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を整備した。この結果，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
［運用］								
現金・預金	10.0	7.6	6.6	9.1	13.3	15.5	18.4	15.4
定期性預金	14.5	14.8	12.8	10.8	7.7	4.1	6.3	5.0
CD	0.1	1.2	1.1	2.6	3.3	1.5	1.8	1.3
信託	1.3	1.4	0.7	1.3	0.3	0.3	0.3	0.3
投資信託	0.1	0.6	0.2	0.4	1.0	0.7	1.8	0.5
有価証券	15.7	25.9	30.9	24.2	22.9	36.4	19.4	32.1
（株式）	13.5	23.5	28.1	22.6	19.6	33.4	16.3	30.2
（債券等）	2.2	2.3	2.8	1.6	3.3	3.0	3.1	1.9
企業間信用	45.5	35.2	30.5	35.3	33.5	24.4	27.1	20.2
その他	12.7	13.2	17.2	16.3	18.2	17.1	24.9	25.2
合計額	312.4	483.5	835.7	783.2	738.9	950.3	792.6	1,110.9
［調達］								
借入れ	42.2	39.5	36.5	40.2	36.2	22.4	31.3	22.7
有価証券	27.1	38.1	43.1	38.6	42.0	58.2	42.5	58.1
（株式）	23.1	33.9	37.3	32.7	35.2	52.9	35.2	52.9
（社債等）	2.2	2.6	2.3	3.8	5.3	4.1	5.8	3.8
（外債）	1.8	1.6	2.6	1.5	0.6	0.8	0.8	1.0
（ＣＰ）	−	−	0.8	0.6	0.9	0.4	0.7	0.4
企業間信用	24.3	17.0	14.6	15.4	16.2	12.8	15.4	11.1
その他	6.4	5.5	5.8	5.8	5.6	6.6	10.8	8.1
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

（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。

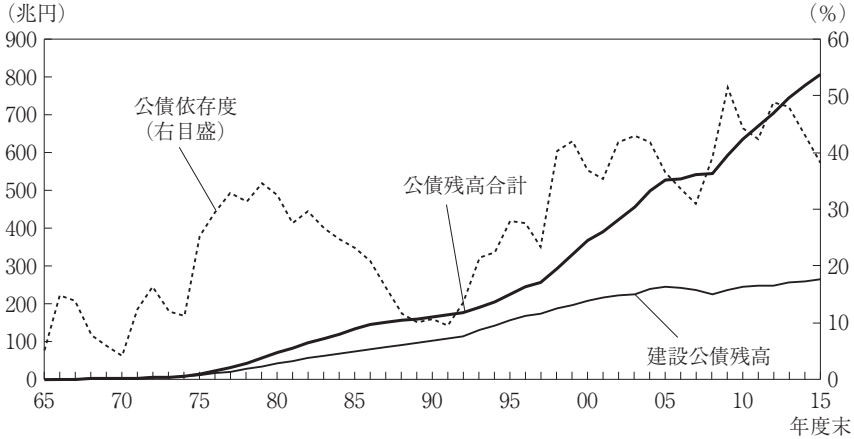
〔出所〕　日本銀行ホームページ掲載の統計（資金循環表）から作成

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及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，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，90年代以降，長期不況による税収減と数度に及ぶ景気対策とが相俟って公債依存度は急速に高まり，公債残高も15年度末で約807兆円に達する見通しである。

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，郵便貯金（ゆうちょ銀行）や簡易生命保険（かんぽ生命）を含めた市中金融機関の保有比率が，12年度以降は減少していることがわかる。この変化は，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）が主な要因として挙げられる。対して日本銀行の保有比率は大きく増加し，14年度末で25％を超え，銀行等に次ぐ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14年度末で5.4％まで減少している。この他，家計の保有比率は02年に個人向け国債（変動10年）が導入されてから増加していたものの，金利の低下などもあり08年度を境に減少に転じている。一方で海外投資家は，10年の欧州債務危機を背景とした日本国債への需要増を経て，現在でも比較的高い保有比率を継続させている。

公債残高と公債依存度の推移



（注）　１．2013年度以前は実績。14年度は補正予算ベース。15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	2005年度末	2006年度末	2007年度末	2008年度末	2009年度末	2010年度末	2011年度末	2012年度末	2013年度末	2014年度末
一般政府(除く公的年金)	3.5	4.0	3.4	2.1	1.6	2.9	1.6	1.6	2.0	1.9
公的年金	8.1	8.8	9.8	10.1	9.2	8.3	7.5	7.1	6.7	5.4
財政融資資金	8.0	4.5	2.5	1.1	0.2	0.1	0.1	0.5	0.1	0.3
日本銀行	12.2	9.9	8.5	8.2	8.9	9.0	9.7	13.2	20.2	26.5
銀行等	40.8	41.8	43.0	44.9	47.4	46.2	45.8	42.4	36.4	31.4
郵便貯金・ゆうちょ銀行	17.2	18.9	19.5	19.5	18.8	16.7	15.8	14.3	12.7	10.3
生損保等	15.6	16.5	16.6	17.9	18.5	18.4	19.2	19.9	19.5	19.2
簡易生命保険・かんぽ生命	7.9	8.4	8.6	8.8	8.1	7.3	6.5	5.8	5.3	4.6
年金基金	3.1	3.4	3.4	3.2	3.4	3.2	3.2	3.4	3.5	3.3
海外	4.4	5.9	7.4	7.0	5.6	7.1	8.3	8.5	8.2	9.4
家計	3.7	4.3	4.5	4.5	4.1	3.6	3.0	2.5	2.1	1.6
その他	0.8	0.9	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.1	1.4	1.0

（注）　１．2014年度末は速報値。
　　２．「銀行等」には「証券投資信託」および「証券会社」を含む。
　　３．「その他」=「非金融法人企業」+「対家計民間非営利団体」
　　４．2007年度末以前は,「割引短期国債（TB）」及び「政府短期証券（FB）」を含み，2008年度末以降は,「国債短期証券（T-Bill）」を含む。なお,「割引短期国債（TB）」は，2009年２月より「政府短期証券（FB）」と統合し T-Bill として発行。
　　５．2015年６月29日の遡及改定を踏まえている。
〔出所〕　財務省『債務管理リポート2015』，日本銀行ホームページ掲載の統計（資金循環表）をもとに作成

４．家計の金融資産保有　わが国の家計部門は資金循環で一貫して資金余剰（貯蓄超過）である。その対名目 GDP 比率は1990年代半ば低下し2014年度で５％程度となっているが，それ以前までは８％前後で安定していた。安定した資金余剰が長期的に続いたことが，家計の1,700兆円近い金融資産蓄積をもたらした。

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，定期性預金は金融資産の中で最大の比重を占め続けているが，80年代以降趨勢的に低下基調にある。一方，90年代以降，現金・要求払預金の構成比は上昇している。この構成比の上昇は，90年代後半から相次いだ銀行破綻による流動性の選好や，超低金利政策の継続などによるものであろう。第２に，保険・年金の構成比は2000年度末までほぼ一貫して上昇したあと安定しているが，この安定化は，わが国がすでに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年のリーマンショックにより株式市場の急落を受けて，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11月を境に株価が急激に騰がり続け，15年には日経平均で一時20,000円台を回復したこともあり，14年度末には12.2％まで上昇している。

次に，2015年６月末時点での家計の金融資産運用を日米比較すると（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，保険・年金で77.8％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17.8％であるのに対して，アメリカでは資産の45.3％を前者で，51.9％を後者で運用している。社会保障制度やリテール金融サービス業のあり方などの違いを考慮する必要があるが，この数字を見る限りにおいて，わが国の家計は資産選択で元本保証型を好み，アメリカの家計は運用成果型を好む傾向にあるとも言えよう。

しかし，01年に導入された確定拠出型年金制度や14年１月から始まったNISA（少額投資非課税制度）などにより，家計と証券市場との直接的な結びつきも強くなっている。また投資信託や 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ている。今後は，リテール業者の質の向上とともに家計への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	2014
現金・預金	9.8	7.7	7.2	8.2	11.6	21.0	23.6	24.1
定期性預金	48.7	44.9	40.2	41.9	42.5	29.7	31.6	27.7
信託	4.5	4.0	3.7	3.4	1.5	0.4	0.2	0.2
保険・年金	13.4	16.3	20.8	25.4	27.2	25.8	28.4	26.0
投資信託	1.2	2.3	3.4	2.3	2.4	3.4	3.6	5.6
有価証券	16.1	19.7	19.6	13.9	9.7	15.3	8.6	12.2
（株式）	13.2	16.0	16.9	11.5	7.7	13.0	6.2	10.8
（債券等）	2.8	3.7	2.6	2.5	2.0	2.3	2.4	1.4
その他	6.3	5.2	5.2	4.9	5.1	4.4	4.1	4.2
合計額	372.0	626.8	1,017.5	1,256.5	1,388.8	1,516.6	1,480.6	1,707.5

（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比較（2015年６月末）

	日本	アメリカ
現金・預金	52.0%	13.2%
債券	1.5%	4.4%
投資信託	5.7%	13.2%
株式・出資金	10.6%	34.3%
保険・年金	25.8%	32.1%
その他	4.3%	2.8%

（注）米国の家計には民間非営利団体を含む。
〔出所〕日本銀行『資金循環の日米欧比較』（2015年９月30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ほぼ一貫して買い越しが続いていたが，リーマンショックの影響により08年には売り越しに転じた。99年以降は，取得額および処分額の水準が急上昇し，その結果として両者の差額である純増減額の振れが大きくなっている。特に12年以降は，株式市場の高騰を背景にして外国人投資家による日本株の売買が活発化した。債券（中・長期債）投資も基本的に買い越し基調が続いていると言えよう。一部の年には売り越しとなっているが，これは有価証券取引税撤廃（99年）と，円安（02・03年）または金融不安（08・09年）による海外投資家の裁定解消等が影響している。13年も日本銀行の異次元緩和の実施もあって売り越しとなっているが，売買水準は高い。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149兆円まで増加したものの，リーマンショックの影響から10年には約81兆円まで減少した。その後，12年11月からの株式市場の回復とともに，14年末には169兆円まで増加している。次に，地域別の保有構成比を見ると，アメリカが高い水準を維持しており，ヨーロッパの構成比も低下傾向が止まったように見える。債券（中・長期債）の対内投資残高は総額で65兆円前後に増加した。地域別の保有構成は，株式とは逆にアメリカが20％弱であり，ヨーロッパは趨勢的に低下しているものの40％近くある。その一方，近年のアジアによる債券保有の伸びはめざましく，13年末時点で20％を超えてヨーロッパに次ぐ構成比となっている。

対内証券投資の状況

（単位：億円）

暦　年	株　式			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

（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)	64,592	(11.2)	1,407.51	0.320	119.8

（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〕　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	その他
【株式】				
2006	41.5	50.3	2.0	6.2
07	44.2	45.1	3.1	7.6
08	49.8	37.6	3.6	9.0
09	53.9	36.5	1.7	7.9
10	46.6	36.0	7.7	9.7
11	46.0	35.5	8.9	9.6
12	44.3	37.2	8.4	10.1
13	45.7	37.9	5.8	10.6
【債券（中長期債）】				
2006	12.7	59.7	14.2	13.4
07	12.5	60.7	13.9	12.9
08	13.2	53.0	15.4	18.4
09	16.4	47.5	19.4	16.7
10	14.9	43.1	21.8	20.2
11	14.2	42.0	24.1	19.7
12	14.6	39.8	25.0	20.6
13	18.0	40.0	20.4	21.6

（注）　ヨーロッパの数には東欧・ロシア等を含む。
〔出所〕　日本銀行資料から作成

６．コーポレート・ガバナンスの新展開　コーポレート・ガバナンスの重要性は，特に欧州の先進国を中心に強く認識されており，取引所規則や会社法などで実効性を担保しながら，その基本的な考え方が諸原則として取りまとめられている。わが国でも，コーポレート・ガバナンスに関する新たな施策が進められた。

2014年６月の閣議決定を経て公表された『「日本再興戦略」改定2014』は，日本企業の中長期的な収益性・生産性を高め，その果実を広く国民に均てんさせるために，コーポレート・ガバナンスを強化する必要性を訴えた。この提言を受けて，金融庁と東京証券取引所（東証）が共同で設置した有識者会議は，14年12月にコーポレートガバナンス・コードの原案を公表し，広く意見を求めた。東証はこの原案を踏襲したコーポレート・ガバナンス・コード（第15章第６節参照）を，企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定し，15年６月から適用を始めている。この東証コードは，東証の既存の規則・ガイダンス等や2004年版の「OECD コーポレート・ガバナンス原則」をベースとする。13年版の日本再興戦略を踏まえて，金融庁内に設置された有識者検討会が公表し，機関投資家向けの行動規範として導入が進められている「日本版スチュワードシップ・コード」（14年２月，第12章第７節参照）と合わせて，わが国のコーポレート・ガバナンスの実効的な推進をもたらすことが期待されている。

99年に策定された OECD のコーポレート・ガバナンス原則は，04年の改訂を経て，15年９月に「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則（新原則）」として公表された。新原則ではその各章で，①良いコーポレート・ガバナンスを支援する株式市場の役割，②株主総会での情報技術の活用，③投資家に対して調査やアドバイスを提供する議決権行使助言会社や格付会社等の利益相反の開示やその最小化，④利害関係者の情報アクセス，⑤非財務情報の開示などを新たに含み，04年原則よりも充実がはかられている。新原則の中では特に，第２章（右表）で述べる主要な役員の報酬に対する株主の意見表明の制度（Say-on-Pay）が果たす役割の重要性や，第６章の「取締役会の責任」における，①取締役会への高度倫理基準の適用の必要性や，②外部機関による取締役会の定期評価などを通じた取締役会の機能強化の試みなどが注目される。これらは将来の東証コードの改訂の際にも，影響を与えるであろう。

各国のコーポレート・ガバナンス・コードの体系

	日本	英国	ドイツ	フランス	米国
プリンシプル・ベースかつ“Comply or Explain”型のコーポレート・ガバナンス・コード	○	○	○	○	ルール・ベースのCG規範で対応
上記を担保する規律	取引所規則（注）	取引所規則	株式法（会社法）	商法	SOX法，SEC規則 取引所規則
策定主体	東証・金融庁	財務報告評議会	法務省	フランス民間企業協会 フランス企業連合会	－
スチュワードシップ・コード	○	○	－	－	－

（注）　14年６月に成立した改正会社法においては，社外取締役を置いていない上場会社等に対して「社外取締役を置くことが相当でない理由を説明」することを求める“Comply or Explain”型のアプローチが採用されている。

〔出所〕　金融庁「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」資料

2015年版「G20/OECDコーポレート・ガバナンス原則」と「東証コーポレートガバナンス・コード」の比較

	G20/OECD原則	東証原則
Ⅰ.	効果的なコーポレート・ガバナンスの基礎枠組みの確保	株主の権利・平等性の確保
Ⅱ.	株主の権利ならびに平等な扱い，主要な持分の機能	株主以外のステークホルダーとの適切な協働
Ⅲ.	機関投資家，株式市場および他の仲介業者	適切な情報開示と透明性の確保
Ⅳ.	コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割	取締役会の責務
Ⅴ.	開示と透明性	株主との対話
Ⅵ.	取締役会の責任	－

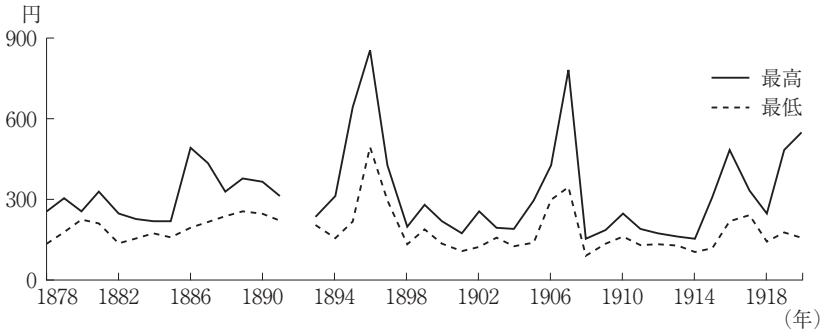
第２章　日本の証券市場の歴史

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。

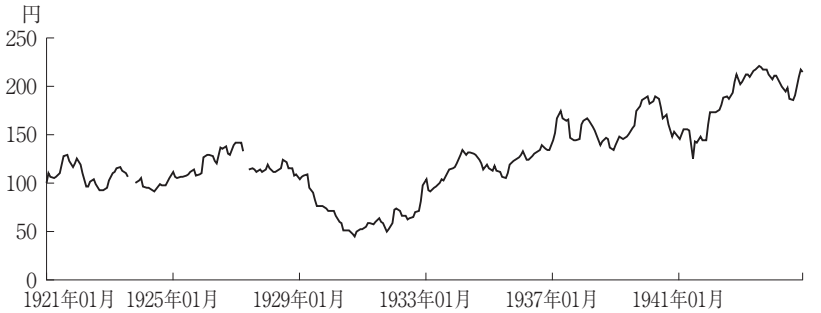
流通市場に目を転じると，財閥が傘下の優良企業株を排他的に保有しており，取引所には優良企業株の上場がほとんどされなかった。加えて，戦前期の株式取引は，投資資金や銀行による信用供与が不十分であったため，定期取引あるいは清算取引と称された先物取引中心に発展し，その主たる取引銘柄である取引所株も投機対象にされた。それゆえ，戦前期の株式市場は投機的であったことが特徴として挙げられる。また，戦前期の証券市場を振り返る上でもう一つの特徴は，戦時統制の実施である。政府は昭和恐慌以後，通貨切り下げによる輸出振興，軍事費を中心とする財政支出膨張によるインフレ政策によって景気回復を志向した。日中戦争勃発後，戦時体制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

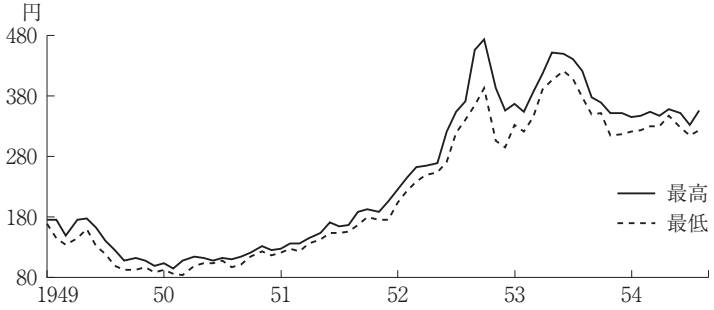
２．復興期（昭和20年代）　戦後の日本は，連合国軍最高司令官総司令部（GHQ）の占領下に置かれた。終戦直後から，証券界では市場再開の動きが起き，大蔵省も1945年10月１日からの市場再開を一旦は決定した。しかし，GHQ が取引所の再開を認めず，市場再開は実現しなかった。その後も証券界は熱心に取引所再開運動を続けたが，GHQ は経済改革（農地改革，財閥解体，労働改革）と政治・社会改革を優先し，取引所再開を時期尚早として認めなかった。その結果，取引所再開には４年弱の歳月を要し，その間に日本証券取引所も閉鎖された。こうして証券史上唯一の「取引所空白時代」が現出した。

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

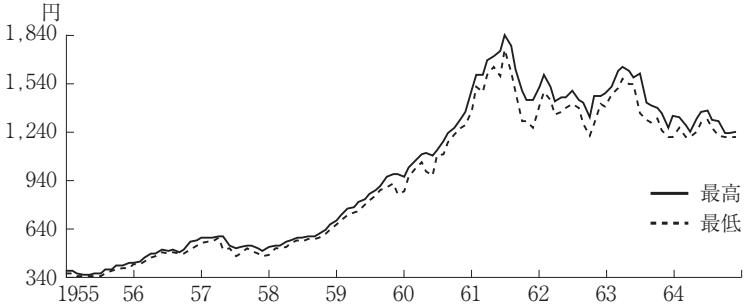
３．第１次高度成長期（昭和30年代）　1956年の経済白書で，「もはや戦後ではない」と記述されたことからも分かるように，昭和30年代前半の日本は，戦後復興を終え，「神武景気」，「岩戸景気」に代表される第一次高度成長時代を迎えた。好調な企業業績を背景に，株価は1955年後半以降1961年７月まで，ほぼ一貫して上昇を続けた。同時に「投信ブーム」もその一因となった。

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』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

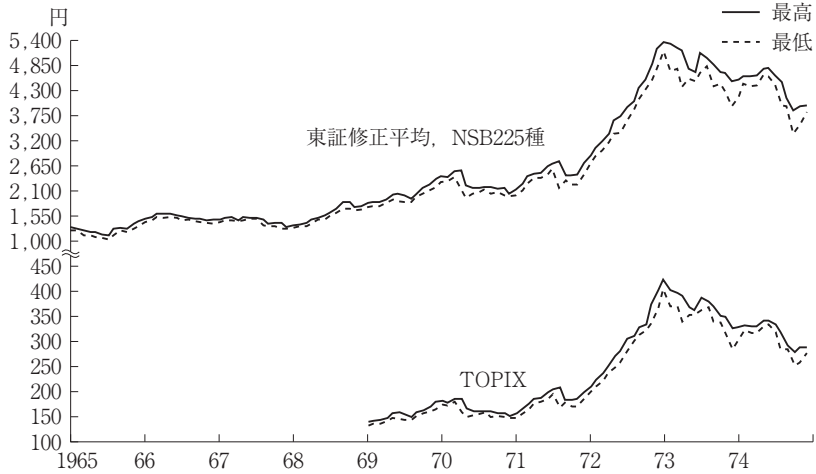
〔出所〕『大蔵省証券局年報』より作成

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%
	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%
	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%
	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%
	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を含んでいる
〔出所〕『株式分布状況調査』より作成

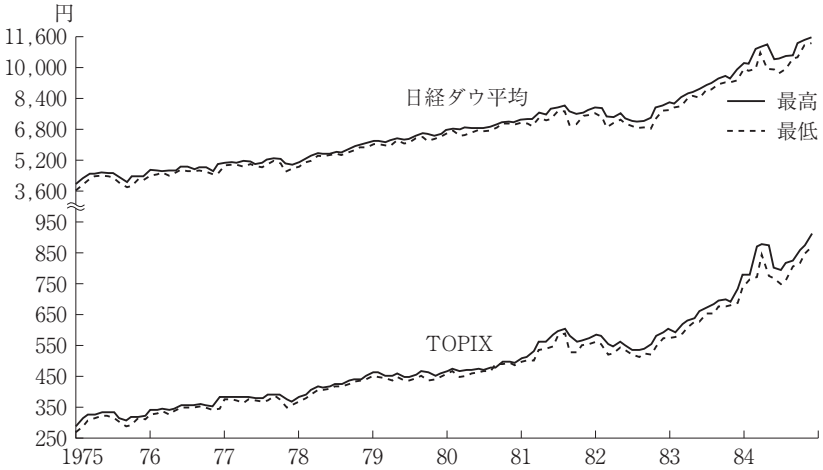
５．石油ショックへの対応（昭和50年代）　昭和40年代末には，日本経済を揺るがす大きな出来事が相次いで起きた。それはニクソンショック（1971年）であり，変動相場制の導入（1973年）や第１次石油ショック（1973年）である。石油ショックは，1979年にも再び起きた。二度に亘る石油ショックを，企業は「減量経営」で，政府は財政拡張政策で乗り切ろうとした。この財政拡張政策を裏付けたのが，赤字国債の「大量」発行であった。

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。

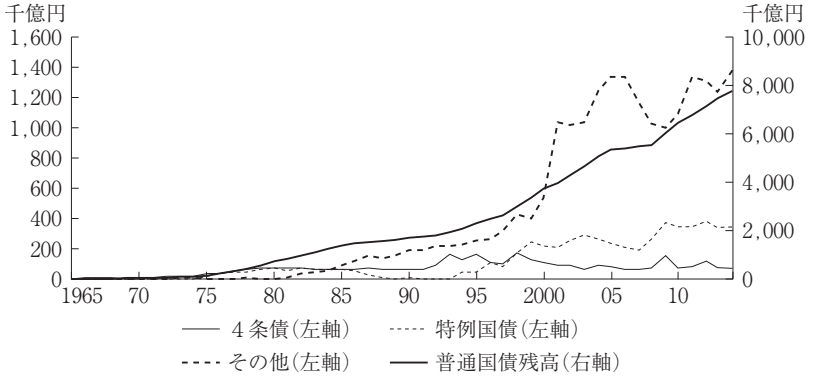
また，この時期には，もう一つの「コクサイ」化も進展した。昭和50年代には日本の対米貿易黒字が大幅に拡大し，これが両国の貿易，経済摩擦問題へと発展した。アメリカは，日本の金融，資本，サービス市場の閉鎖性こそが問題の真因であるとして，経済構造全般に対する改革を求めた。この一連の過程で「日米円ドル委員会」が開催された。この委員会でアメリカは，市場メカニズムが機能する自由化された金融，資本市場こそが，最適な資源分配を可能にするとして，日本政府にそれを妨げる種々の規制の撤廃を強く求めた。こうした「二つのコクサイ化」が金融自由化の基因となった。

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

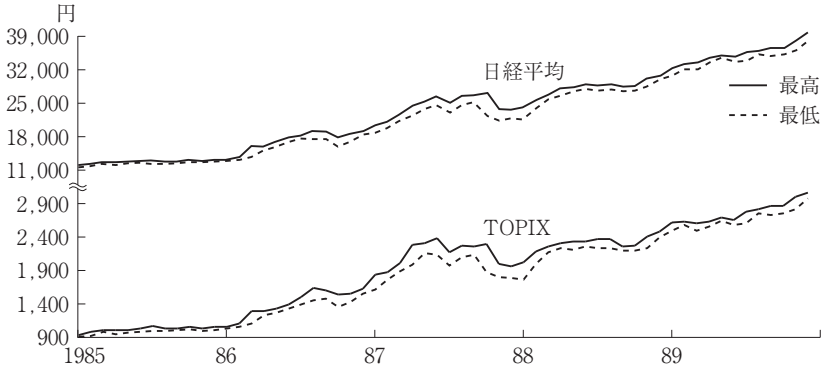
６．バブル経済前後の発展（昭和60年－平成元年）　1984年に出された「日米円ドル委員会報告書」で，アメリカは日本に金融，資本市場の自由化，円の国際化を強く要求した。これを受けて日本政府は，預金金利の自由化をはじめとする国内金融市場の自由化，外国証券会社への東証会員権の開放など，外国金融機関による対日アクセスの改善，ユーロ円市場の自由化を実施に移した。東証の会員権開放を巡っては，東証が政府の要請を受けて，1985年，定款に定められた会員定数を改定して，第一次開放が行われた（以後，第三次開放まで行われ，外証25社の会員加入が承認された）。

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。

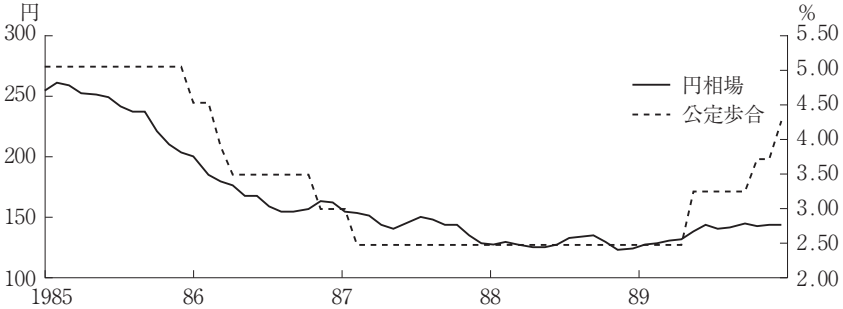
この時期には，新たな取引手法も導入された。1985年の債券先物取引を皮切りに，1987年には株価指数先物取引，1989年には株価指数オプション取引が開始された。こうして，日本市場は現物，先物，オプション取引を完備する市場となった。

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%

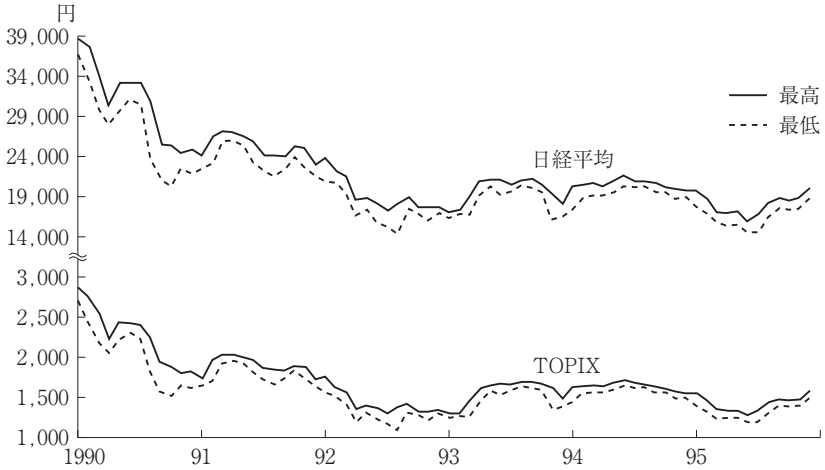
※総合証券の委託売買高は，各社の売り，買いを合計したもの。
※三市場第一部，第二部合計
〔出所〕『東証要覧』より作成

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，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）
1998年10月	日立クレジット証券（現：DBJ 証券）

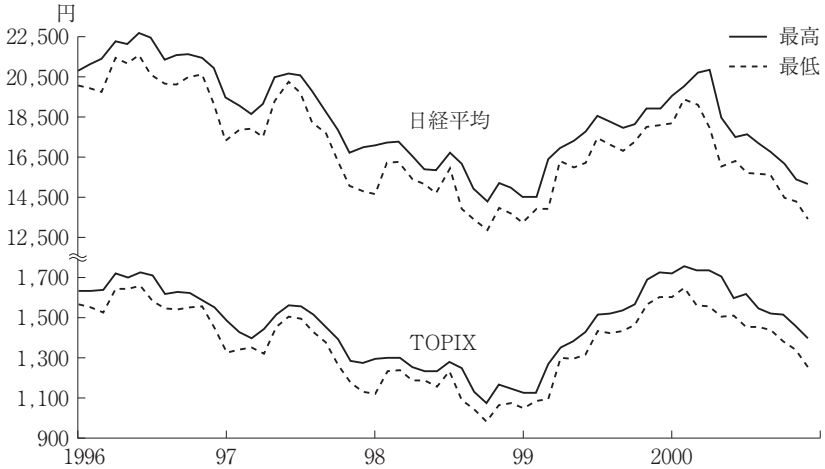
〔出所〕『日本経済新聞』『大蔵省証券局年報』『金融監督庁の１年』『金融庁の１年』より作成

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					

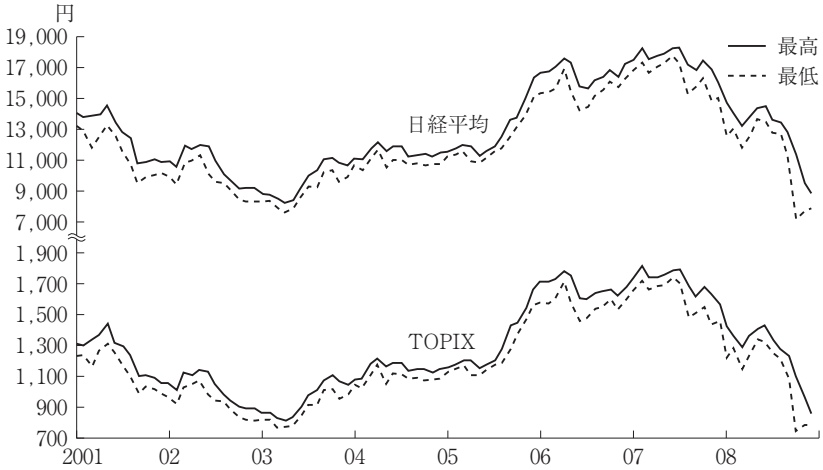
〔出所〕『証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～』から引用

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。従来，その処理は間接償却で行われていたが，この手法では抜本的解決が図れないため，その処理を直接償却に転換させて不良債権のオフバランス化が進められた。その際，間接償却とは異なり，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。

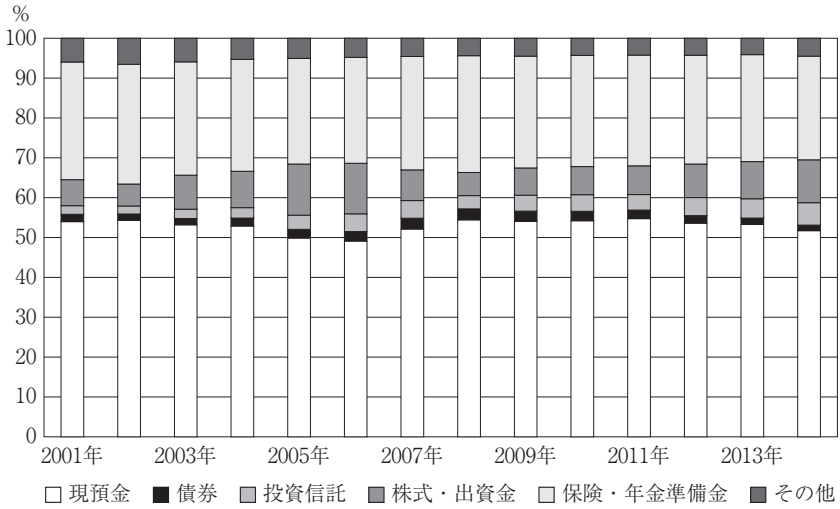
また，金融ビッグバン以後，各取引所間の市場間競争が本格化した。市場間競争には上場誘致競争と取引誘致競争があり，前者に関しては，2000年頃から各取引所に，新興市場が次々と創設され，新興，成長企業の上場が相次いだ。後者に関しては，東証が市場間競争に先駆けて，株式売買の電子化や立会外取引の導入などを行い，その地位を強固にした。しかし，株式取引の東証一極集中は，地方証券取引所の地盤沈下を顕著にし，2000年頃にはそれの再編が相次いだ。

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

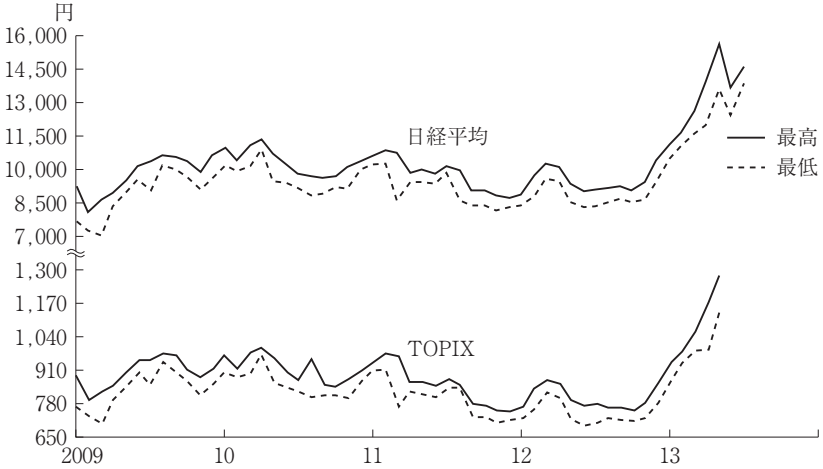
10. リーマンショック後の変化（平成20年以降）　2007年夏ごろから，アメリカで住宅価格が下落し，サブプライムローンの焦げ付きをきっかけにした欧米金融機関の流動性危機が起きた。この危機は，2008年９月15日にリーマン・ブラザーズ・ホールディングスによる米連邦破産法11条の適用申請をきっかけに，世界的な金融危機に発展し，世界経済は同時不況に陥った。各国は巨額の財政出動と金融緩和で危機を回避し，その後，世界経済は新興国の成長を取り込んで回復過程に転じ始めた。ところが，2009年10月にギリシャでの政権交代を契機に明らかになった財政赤字を発端に，ギリシャ債務問題が発生した。この問題は，ギリシャ同様に経常収支赤字や財政赤字が大きいPIIGS諸国に波及し，これら５カ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。ギリシャ問題は今も継続している。

日本の金融機関は，サブプライムローン問題や欧州債務危機に絡む損失は，欧米金融機関に比べて少ないとされたが，欧米発の金融危機は日本経済にも影響を与えた。2008年秋，株価は暴落を繰り返し，2015年７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回がこの時に記録された。

さて，近年，日本の証券市場でも構造変化が起きている。東証の売買システム更新（2010年４月）をきっかけに，HFT（高頻度取引）の参入が本格化した。また，相次ぐ規制緩和により，PTS（私設取引システム）の利用は増加し，PTSでの売買代金は，上場株全体のそれの約５％を占めるまでに増加している。一方，市場間競争は，証券取引所のシステムコストを増大させた。他方，世界に目を転じると，他国では国境を越えた取引所再編の胎動が見られ，日本市場は世界市場でのシェアを低下させている。こうした経営環境の変化を受け，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月に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し，日本取引所グループが誕生した。

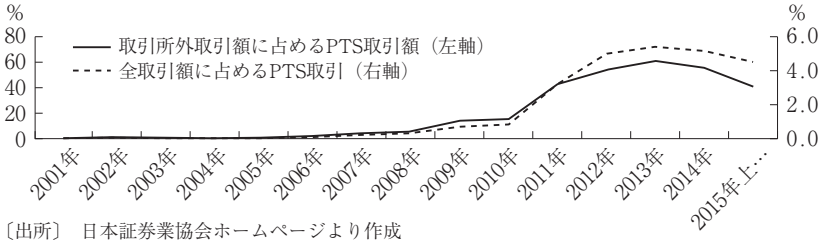
また，証券会社経営にも変化の胎動が見られる。株式委託売買手数料自由化後，委託手数料収入が伸び悩んでいる。そのため，ブローカー業務中心のビジネスから残高重視の営業への転換が図られたが，これまで容易には進まなかった。しかし，2014年頃から変化が見られる。2014年度末での投資信託の純資産額は100兆円（前年比25％増），ラップ口座の残高も約４兆円（前年比2.8倍の増加）に上り，大手証券中心に資産管理型営業への転換が本格化し始めている。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（2010年以降）



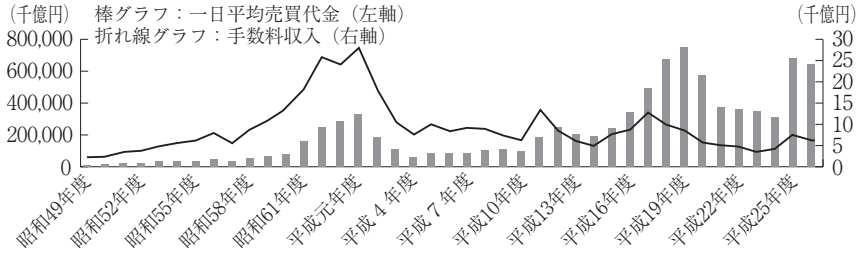
〔出所〕『日本経済新聞』東京証券取引所ホームページより作成

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

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

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年の商法改正および同年公布の「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」により，株券不発行制度が導入され，公開会社の株式は09年１月５日から無券面化（ペーパーレス化）された。また，06年５月１日に施行された会社法では，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された。さらに15年５月１日施行の改正会社法では，特別支配株主の株式等売渡請求（キャッシュ・アウト）制度が新設されている。

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

（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。同様の主旨から，株式分割に伴う授権資本枠の拡大については，株主総会の特別決議を要する定款変更を行わなくても，取締役会の決議のみでよいこととなった。

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って新たに整理された）の行使，株式交換制度による子会社株式との交換，株式移転制度による子会社株主への割当てなどがある。

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

〔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。

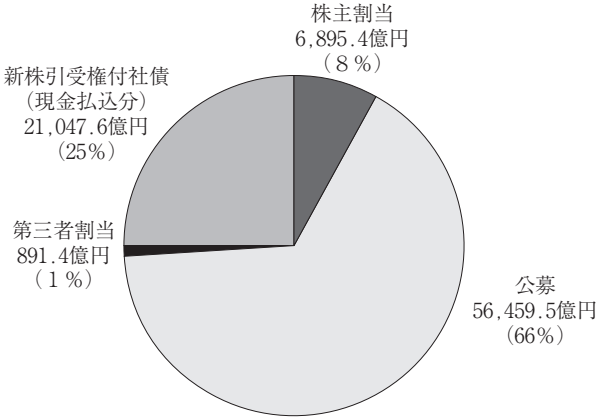
株主割当は，原則として一定の基準日における株主に対して所有株数に応じて新株引受権を与える方法である。公開会社の場合，株主への新株引受権の付与および株主以外への新株等の割当は取締役会の決議によって決定される。会社法上は未公開会社が株主割当を行う場合は原則として取締役会の特別決議が必要となるが，定款に定めのある場合は通常の決議のみで発行出来る。既存株主への株券割当は，持ち株比率を維持するため経営権に移動を生じさせない増資方法とも言える。かつての新株発行は額面での株主割当が中心であったが，2001年の商法改正により株式の額面制度が廃止されたこともあり，現在では株主割当による新株発行は少ない。

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他，現在では敵対的買収防衛策の一環として利用されるケースが目立つ。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。10年２月から適用された内閣府令により，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。

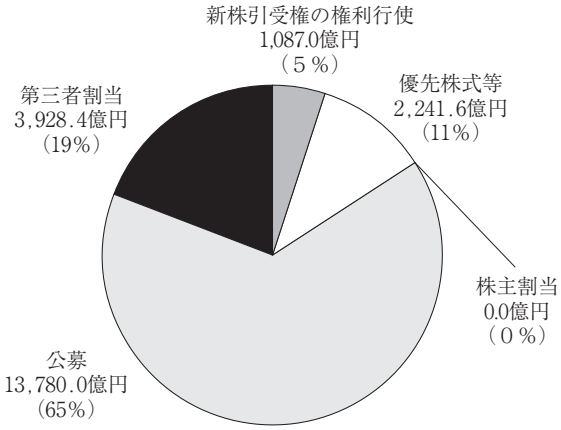
15年施行の改正会社法では，公開会社の新株発行が支配株主（議決権の２分の１以上）の異動を伴う場合，既存株主に当該引受人の氏名等を通知しなければならない。さらに議決権の10％以上の反対があった場合，取締役会決議だけでなく株主総会決議が必要となり，新株発行に伴う株主の関与が強められた。

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』

2014年東証上場会社資金調達額（株式）
合計資金調達額　21,037.0億円



〔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，2014年で最も株数が増加したのは株式分割（無償）によるもの（88.4億株の増加）であり，次いで有償によるもの（46.3億株）であった。かつては新株発行時に投資者からの払い込みが無いケースとして，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ている。

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14年で約2.1兆円であった。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，当時は投資家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に迫られており，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。また近年の株価高騰や14年１月開始の小額投資非課税制度（NISA）による投資者層の拡大を見越してか，13年には株式分割が過去最大の270億株に達した。

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
75	11,208,343	10,069,329	522,069	60,959	555,986	−	3,317,692	574,654	15,100,691
76	5,096,356	3,173,059	986,078	57,080	880,139	−	3,528,729	177,301	8,802,387
77	7,004,703	5,055,820	1,218,824	183,356	546,703	−	3,762,386	65,645	10,832,736
78	4,906,531	2,387,691	1,071,412	444,375	1,003,023	−	2,677,987	△154,435	7,430,084
79	4,696,470	1,470,800	1,151,803	236,944	1,836,923	−	2,323,957	171,436	7,191,866
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

〔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：2014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	9社	42.9%	14社	31.8%	3社	27.3%
みずほ	4	19.0	−	−	3	27.3
大和	3	14.3	16	36.4	2	18.2
三菱UFJモルガン・スタンレー	2	9.5	2	4.5	−	−
東海東京	2	9.5	−	−	−	−
SMBC日興	1	4.8	6	13.6	1	9.1
SBI	−	−	4	9.1	1	9.1
その他	−	−	2	4.5	1	9.1
合計	21	100.0	44	100.0	11	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。何より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必要性から，日本証券業協会は1997年６月に規制の一部を緩和し，気配公表銘柄制度（グリーンシート銘柄制度）を創設し，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。当該市場によって未公開株式に流動性を付与することが可能となり，企業にとっては，未公開段階での新たな資金調達の道が開かれることになった。15年５月には，同制度を発展的に解消（18年３月31日まで）する目的で，新たに株主コミュニティ制度が設けられている（第10章参照）。

また15年には，トヨタ自動車が発行した種類株式が大きな話題となった。これは，５年間の譲渡制限後は発行会社に発行価格で取得請求することや普通株式への転換が可能な優先株の一種である。発行価格は発行時の普通株の株価よりも割高ではあったが，段階的に引き上げられる配当年率などもあって，一般投資家からは十分な応募を得た。今後，公開会社の中長期の資金調達や安定的な株主層構築の手法として種類株式の活用が広まるかどうか注目される。

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）。

グリーンシート市場における銘柄の区分

（発行会社の特徴による区分，グリーンシート銘柄の届出の際に証券会社が明示）

① エマージング
証券会社の審査結果により，成長性を有する等によりグリーンシート銘柄として適当であると判断された企業が発行する株券等を指定する銘柄区分

② オーディナリー
証券会社による審査を行った結果，グリーンシート銘柄として適当であると判断された企業が発行する株券等を指定する銘柄区分

③ 投信・SPC
優先出資証券及び投資証券のうち，証券会社の審査結果により，グリーンシート銘柄として適当であると判断されたものを指定する銘柄区分

（注）１．リージョナル（エマージング及びフェニックスのいずれにも該当しない企業が発行する株券等を指定する銘柄区分）は2005年４月１日をもって，フェニックス（上場廃止又は登録取り消しとなった銘柄のうち，証券会社において流通性を確保する必要があると判断された株券等を指定する銘柄区分）は2008年３月31日をもって廃止された。

２．株主コミュニティ制度が2015年５月に開始されたことにより，現在は銘柄の新規指定はおこなわれていない。

〔出所〕日本証券業協会ホームページ

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。

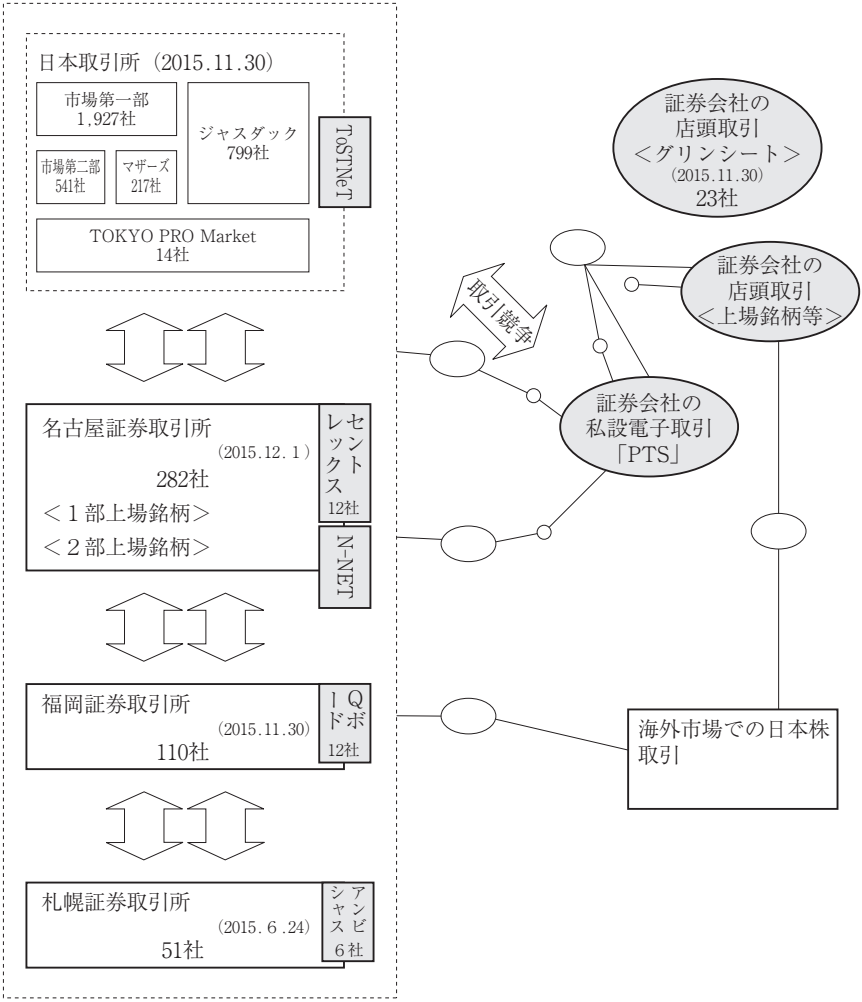
取引所市場は証券取引所の開設する市場であり，東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合した日本取引所，名古屋，札幌，福岡の４取引所がある。証券取引所はかつては証券会社の会員制組織であったが，2000年の証券取引法改正により株式会社組織の取引所が認められるようになり，日本取引所および名古屋証券取引所は株式会社組織である。

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。

このほか，非上場・非登録の株式も証券会社の店頭で取引され日本証券業協会に取引報告がなされるが（この市場をグリーンシート市場と呼んでいる），市場規模は小さい。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。

数年前に，証券会社と取引所のシステムダウン，誤発注，また見せ玉などの不正行為が相次いだため，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，市場の信頼性を高めている。

日本の市場間競争


日本取引所（2015.11.30）
市場第一部
1,927社
市場第二部
541社
マザーズ
217社
ジャスダック
799社
ToSTNeT
TOKYO PRO Market
14社
名古屋証券取引所
（2015.12.1）
282社
＜１部上場銘柄＞
＜２部上場銘柄＞
セントレックス
12社
N-NET
福岡証券取引所
（2015.11.30）
110社
Qボード
12社
札幌証券取引所
（2015.6.24）
51社
アンビシャス
6社
証券会社の
店頭取引
＜グリンシート＞
（2015.11.30）
23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　2015年11月末現在，全国証券取引所の上場会社数（重複上場を含む）は3,607社を数える。このうち東証上場3,498銘柄の上場株式数は4,279億株，時価総額の合計は596.3兆円である。証券取引所で行われる上場株式の売買金額（10月）は59兆5,695億円である。

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。上場銘柄数では88.3％を占め，他の証券取引所の単独上場銘柄は全体でも124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ヒ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，15年11月30日で上場銘柄は799，時価総額８兆7,751億円，14年の売買代金は23兆8,718億円である。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，540銘柄，６兆3,842億円，7兆7,399億円と較べると，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ている。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」を創設している。

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		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
売買高（単位千株）	東証第１部	477,894,218	545,835,876	541,576,224	552,098,670	511,695,772	524,646,772	519,754,423	841,857,965	612,851,073
	東証第２部	20,822,649	15,146,248	11,775,067	10,202,351	7,315,086	9,850,350	7,703,508	22,225,351	36,199,273
	大証第１部	5,657,666	5,145,304	5,734,251	6,369,508	4,884,700	6,505,596	5,260,315	－	－
	大証第２部	3,946,858	3,178,646	3,879,093	4,428,690	2,763,250	5,827,921	2,702,625	－	－
	ジャスダック	21,306,415	12,291,369	11,288,330	13,461,273	7,780,105	11,627,350	11,347,773	13,237,308	37,019,052

（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（2014年）

取引所	売買金額（構成比）
東京	643兆1,056億円　（99.974%）
名古屋	1,314億2,800万円（0.020%）
福岡	266億3,300万円（0.004%）
札幌	108億1,300万円（0.002%）
合　計	643兆2,744億9,800万円（100%）

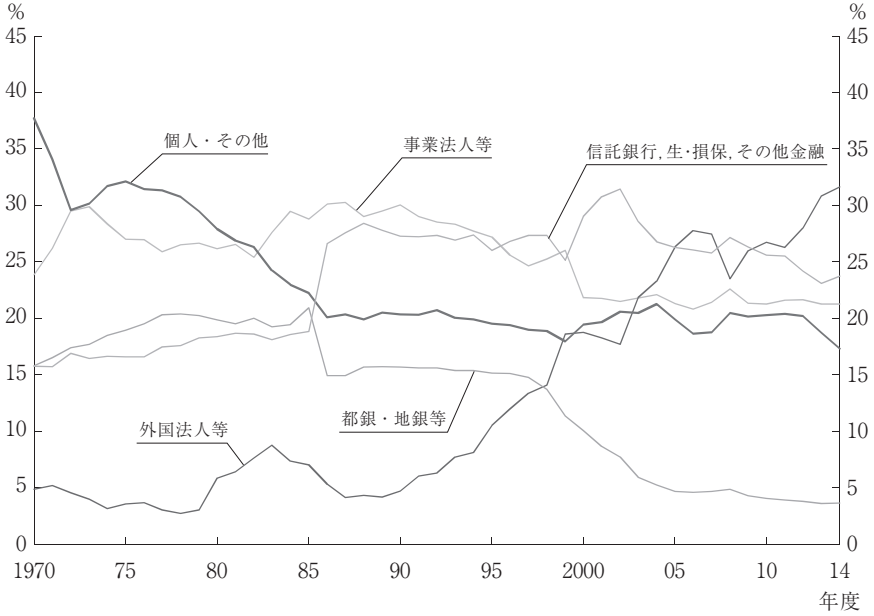
３．株式の保有構造　戦後，財閥解体により財閥の持株が市中に放出され，個人消化が進められた結果，取引所が再開された1949年（昭和24年）の個人持株比率は69.1％に達した。しかし，いうまでもなく国民は資金に余裕があって株式を購入した訳ではなかったから，直後から売却され，個人持株比率はその後急速に低下した。これらの株式の一部が買い占められたこともあり，旧財閥系の企業集団による結束強化を目的として株式の相互持合いが進んだ。

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，キャピタル・ゲイン（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。

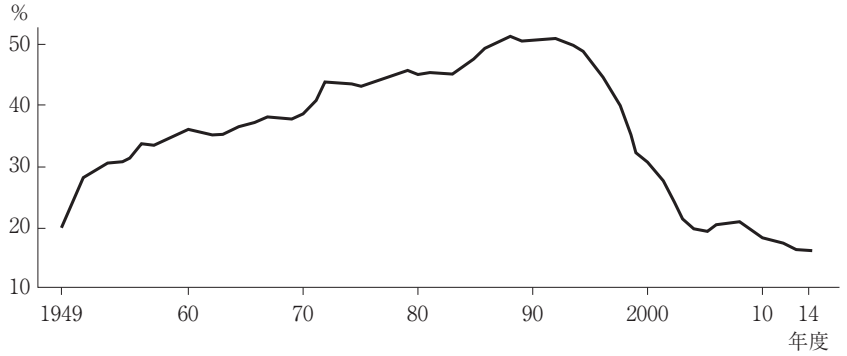
しかし，法人投資家にとっても，バブル崩壊後の株価の低迷により含み益が大幅に低下したため，株式保有はもはや有利な投資ではなくなった。さらに，2001年秋以降は含み損が生じる水準にまで低下し，９月決算から銀行保有株式の時価評価が導入され含み損の60％が剰余金から控除されることになった。しかし，2000年代になってTOBなどが盛んに行なわれるようになると，再び事業会社間の持合いが増加傾向を示したが，コーポレート・ガバナンスに対する関心が高まるにつれ，メガバンクを中心に保有株式の売却が進んでいる。

主要投資部門別株式保有比率の推移



（注）　2004 年度から 2009 年度までは，ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

企業の株式持ち合い比率



（注）　上場企業の株式時価総額に占める持ち合い株（時価ベース）の比率。89 年度末までは推計値。野村証券調べ。

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，2015年11月30日の東証第１部の時価総額は約596兆2,850億円であるが，売買代金は２兆9,091億円に過ぎなかった。このことは，３兆円弱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。

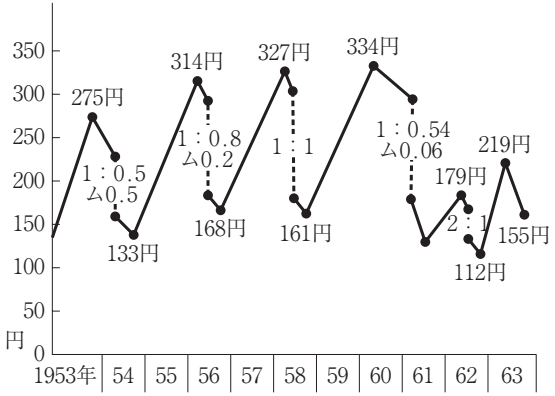
このような財務政策が採られるようになると，株価指標にも影響が及ぶことになる。仮に１対２の株式分割が行われ，他の条件に変化がないとすると，株価は半分に低下する。しかし，株主は分割後の新株２株を保有しているから，保有株式の時価総額にはまったく変化がない。そこで，旧株主の立場からそれを復元してみせたものがダウ式修正株価平均である。ダウ平均は，株式分割などの払込みを伴わない新株の発行によって株価が低下する度に除数を修正するという方法によって算出される。

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）



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

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

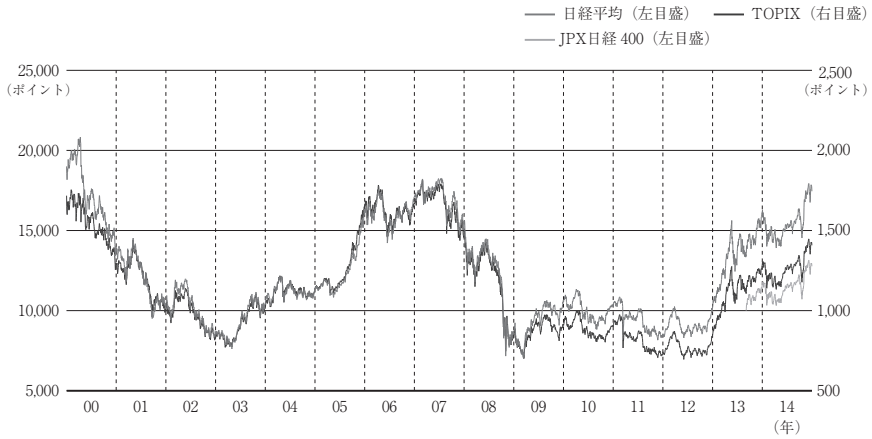
５．株式価格と投資指標（２）　日本では日本経済新聞社がいくつかのダウ指数（日経平均）を計算しているが，代表的なのは日経225である。これは東証上場銘柄の内，各業種の代表的な銘柄225種の株価を指標化したものである。ダウ指数は株式分割，株式配当の度に，あるいは銘柄を入れ替える際に，除数を修正して求められる。日経225の場合，出発点の除数は225であるが，その後，低下を続け，2015年11月30日の除数は25.492，したがって倍率は8.83になっている。このことは，仮に225銘柄の単純株価平均が20円上下した時に，日経平均は176.6円上下したと表示されることを示している。ダウ式修正株価平均は，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。

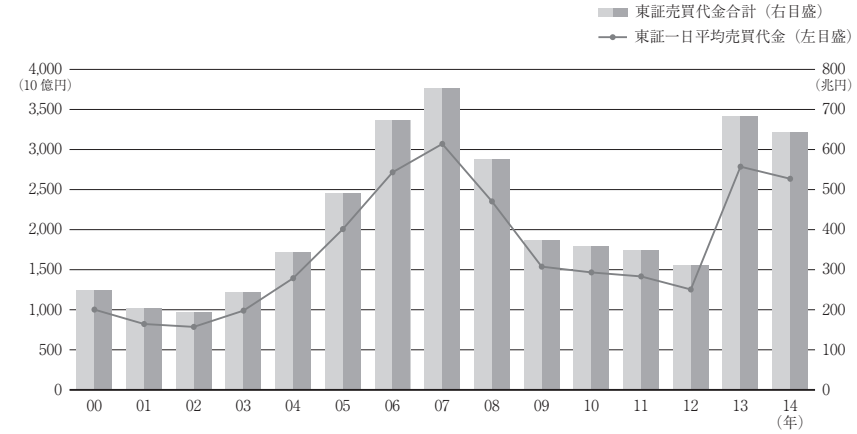
TOPIX は，①東証第１部の全銘柄を対象にしているため，産業構造や相場動向の変化を反映する指標になっている，また銘柄の入替えによる不連続性の発生を避けることができる，②時価総額でみた市場規模の動向が簡単に分かる，③各銘柄の上場株式数をウエイトしているため，品薄株や値嵩株の騰落の影響を必要以上に受けない，という特徴を持っている。また，2014年１月６日から上場銘柄のうち，資本の効率的活用や投資家を意識した経営の観点などグローバルな投資基準に求められる諸要件を満たした銘柄を「JPX 日経インデックス400」として発表している。

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）。
〔出所〕　日本経済新聞社，日本取引所グループ

東証売買代金の推移



〔出所〕　日本取引所グループ

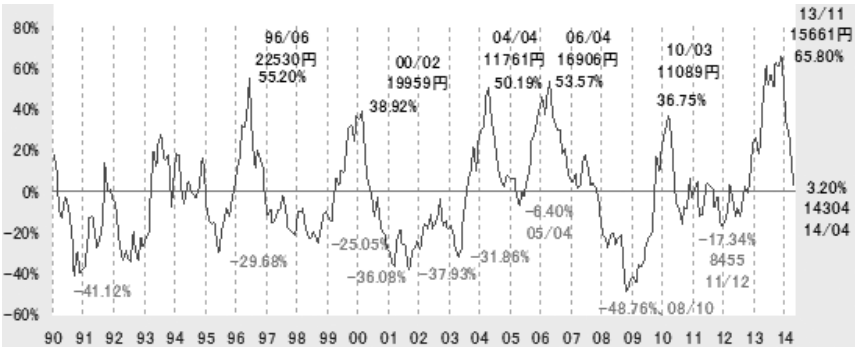
６．株式価格と投資指標（３）　財務政策の裁量の余地が拡大し，多様化するにつれ，値上り益の比重が増し，配当や収益利回りの指標性が小さくなる。このため，配当と値上り益を加えた「総合利回り」という指標が採用されるようになる。また，収益利回りを加工した株価収益率（PER）が普及するようになった。PER は１株当たりの利益を株価で除したもので，要するに収益利回りの逆数である。

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。

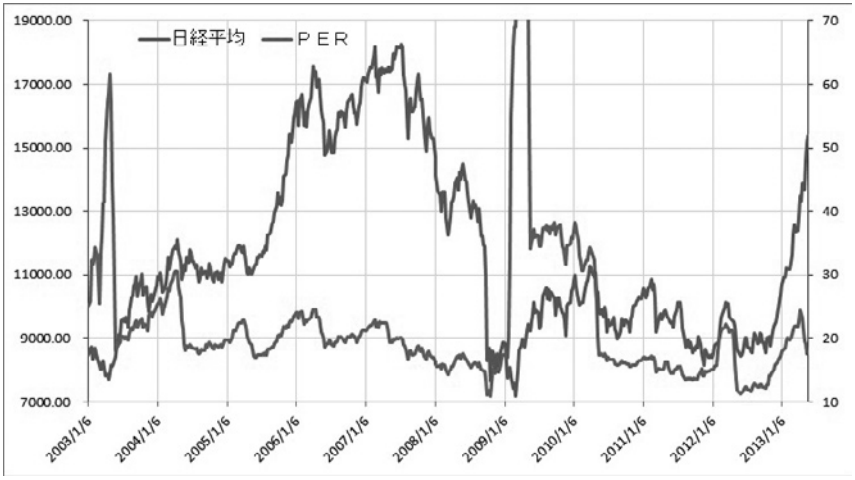
しかし，利回りが市場金利という客観的指標と較べて高低を判断できるのに対して，PER はあくまで相対的な比較しかできないという限界がある。例えば，しばしば指摘されることであるが，アメリカの代表的な株価指数の１つである S&P500の PER は戦後は15－30倍で推移しているが，日本の日経225の PER は過去には80倍前後にまで上昇したことがある（東証一部上場銘柄の PER は2015年11月30日で15.5倍）。両国の PER の水準の違いについては，これまでにも減価償却方法などの会計制度の違いや日本の株式持合い関係が PER を高めているといった分析が行われてきた。しかし，それらの要因は確かに 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。

日経平均１年投資収益率（前年同月比）



〔出所〕　Yahoo！ファイナンス

PER の推移



（注）　PER は東証一部予想 PER
〔出所〕　日本証券取引所グループ

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。

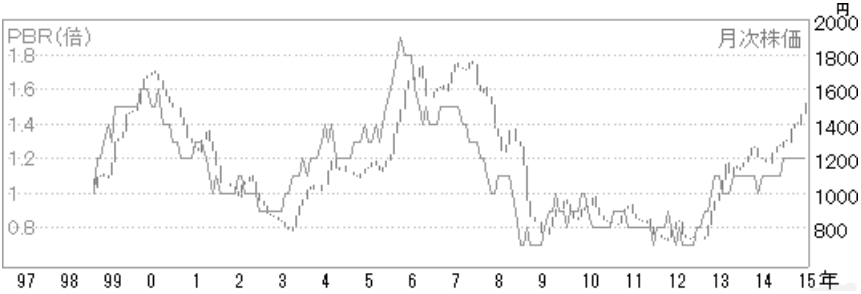
他に良く言及される投資指標としては，保有する純資産というストックと株価の関係に注目した株価純資産倍率（PBR）がある。PBRは株価を１株当たり純資産で割って求める。純資産は資本金，剰余金などの合計で株主資本と呼ばれるが，貸借対照表（B/S）の借方の資産総額から借入金などの負債を引いたものに等しい。言い換えれば，ある時点で会社を解散して資産を売り払い，その代金で負債をすべて返済した後に残るのが純資産である。したがって，PBRは株価を解散価値と比較した指標であり，PBRが１倍未満で解散価値を下回っていれば，割安と判断されることが多いようである。

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，15年11月30日現在，1.3である。

東証一部上場企業の配当金利回りと長期金利

〔出所〕　東京証券取引所，日本銀行

TOPIX と東証一部企業（連結）の PBR



〔出所〕　東京証券取引所

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

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

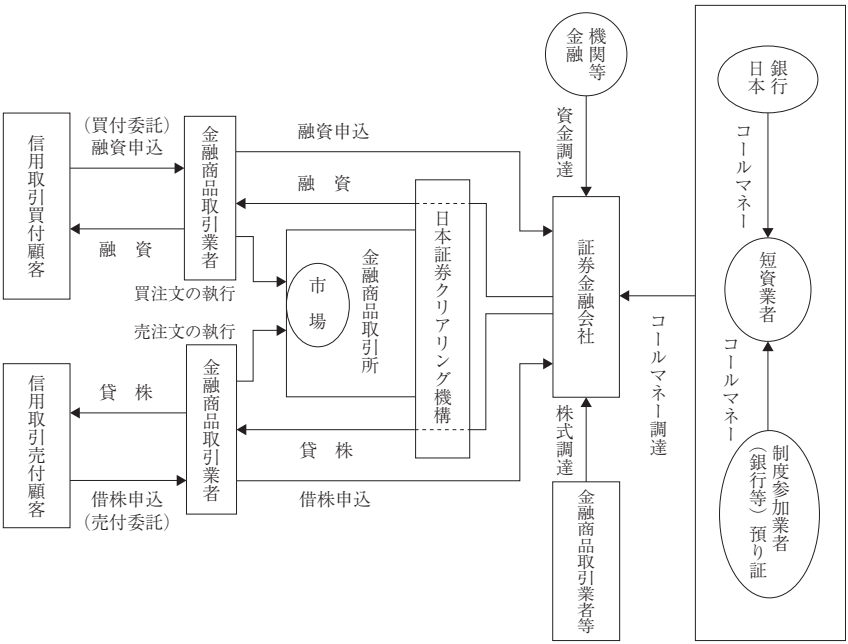
$$\text{PCFR} = \frac{\text{株価}}{\text{税引後利益} + \text{減価償却費} - (\text{配当金} + \text{役員賞与})}$$

８．信用取引制度（１）　信用取引は証券市場に仮需給を導入する目的で，アメリカのマージン取引（証拠金取引）に範をとり，1951年６月に導入された制度である。信用取引は金融商品取引業者（証券会社）が顧客に信用を供与して行う売買取引であり，顧客は買付資金全額または売付株式を所有せずとも一定の委託保証金を差し入れれば資金または株式を借りて株式の売買を行えるメリットがある。他方，これを受託した金融商品取引業者は４日目に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，信用供与に伴う金融商品取引業者の受渡資金・株式を節約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，制度信用取引，貸借取引の対象となる銘柄をそれぞれ「制度信用銘柄」，「貸借銘柄」という。制度信用銘柄は，上場株式等のうちから金融商品取引所により一定の基準に基づいて選定される。一方，貸借銘柄は，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，さらに貸株調達可能量という項目が追加されている。

証金は，戦前，短期清算取引の決済繰延べにあたった代行会社が「貸金業等の取締に関する法律」に基づく貸金業者として改組したものである。代行会社は金融商品取引所の決済機構の一部分として代引き（または代渡し），すなわち買方（売方）に代わって資金（株式）を渡し，受け取った株式（資金）を担保として留置し，繰延べによるギャップを埋めていた。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，その後統合が進み，現在では日本証券金融（東京），中部証券金融（名古屋）の２社となっている。

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（又は株式売付代金）

委託保証金：買付株式（又は売付株式）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（又は株式売付代金）

貸借担保金：融資残高（又は貸株残高）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り，この預り証は短資業者が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。つまり，貸借取引に必要な資金は，実質的には株式を付随担保として，日本銀行から短資業者を通じて証金に供給される仕組みが整えられている。

（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，金融商品取引所が品貸料および弁済期限等を決定していることから，「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。

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，貸借取引への依存は上昇に転化し，2005年には貸借取引への依存率は５割近くに達した。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年には貸借取引への依存率は７割に達した。その後は，貸株市場の解禁に伴う株式調達先の拡大等により依存率は低下している。

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月には店頭株式にも，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，2004年４月にJASDAQ市場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。

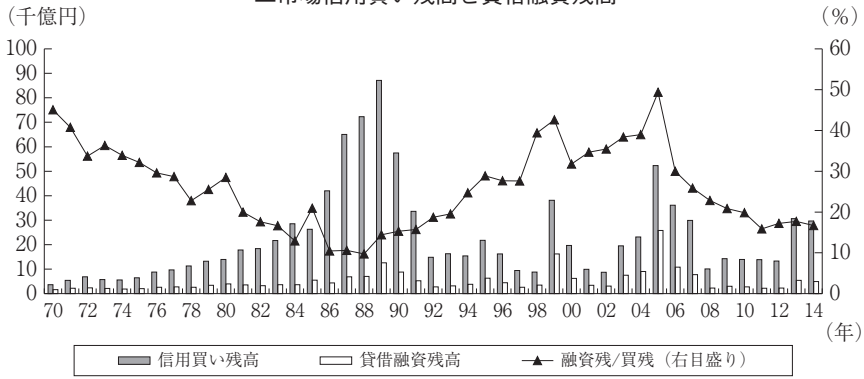
なお，証金の業務には，免許業務である貸借取引のほか，①金融商品取引業者やその顧客に資金を貸し付ける公社債・一般貸付，②貸借取引とは別に株式を貸し付ける一般貸株業務，③債券貸借仲介業務などがある。

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

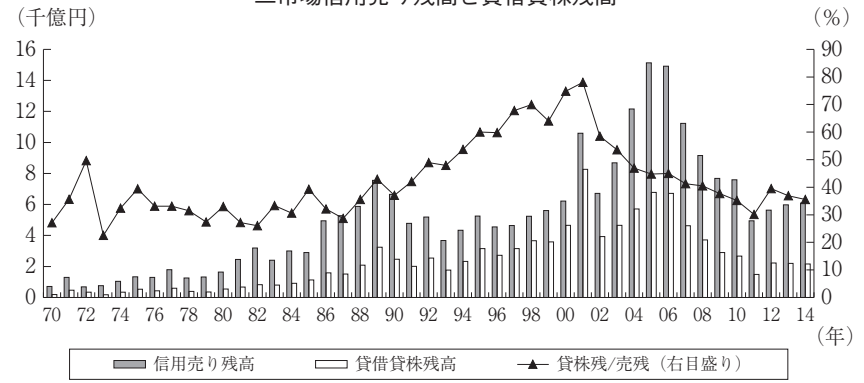
〔出所〕　日本取引所グループホームページ等より作成

二市場信用買い残高と貸借融資残高



（注）　信用買い残高は制度，一般の合計金額（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

二市場信用売り残高と貸借貸株残高



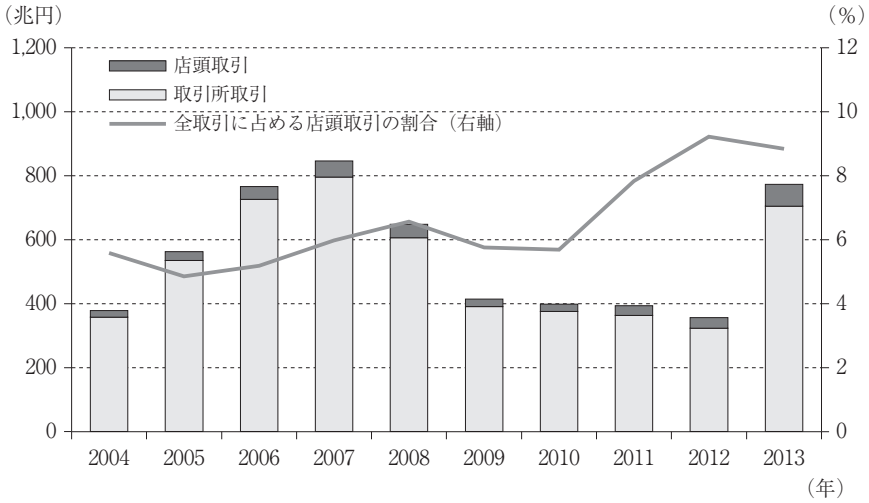
（注）　信用売り残高は制度，一般の合計金額（2012 年までは大阪市場分を含む）
〔出所〕　日本取引所グループホームページ等より作成

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，処理がコストがかかり，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。

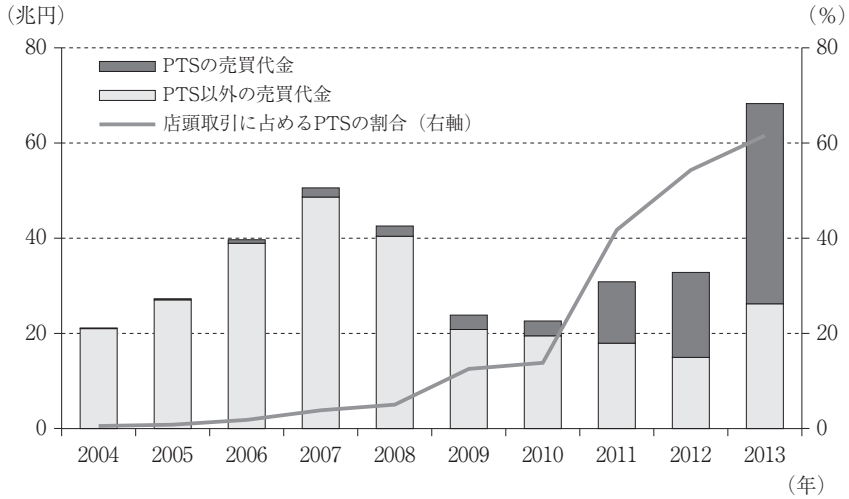
こうなってくると，伝統的な取引所と民間業者の提供する取引システムを機能上区別することは困難である。アメリカの SEC は両者の機能の同一性を認める ATS（Alternative Trading System）規制を採用し，その一種である ECN（Electronic Communication Network）が証券取引所になることを認めている。日本でも，取引所外取引の解禁に伴って，民間業者が相対で上場証券を取引することが認められ，PTS（Proprietary Trading System）業務として証券業務の１つに加えられた。

取引所取引と店頭取引の売買代金



〔出所〕　日本証券業協会より大和総研作成

店頭取引の内訳



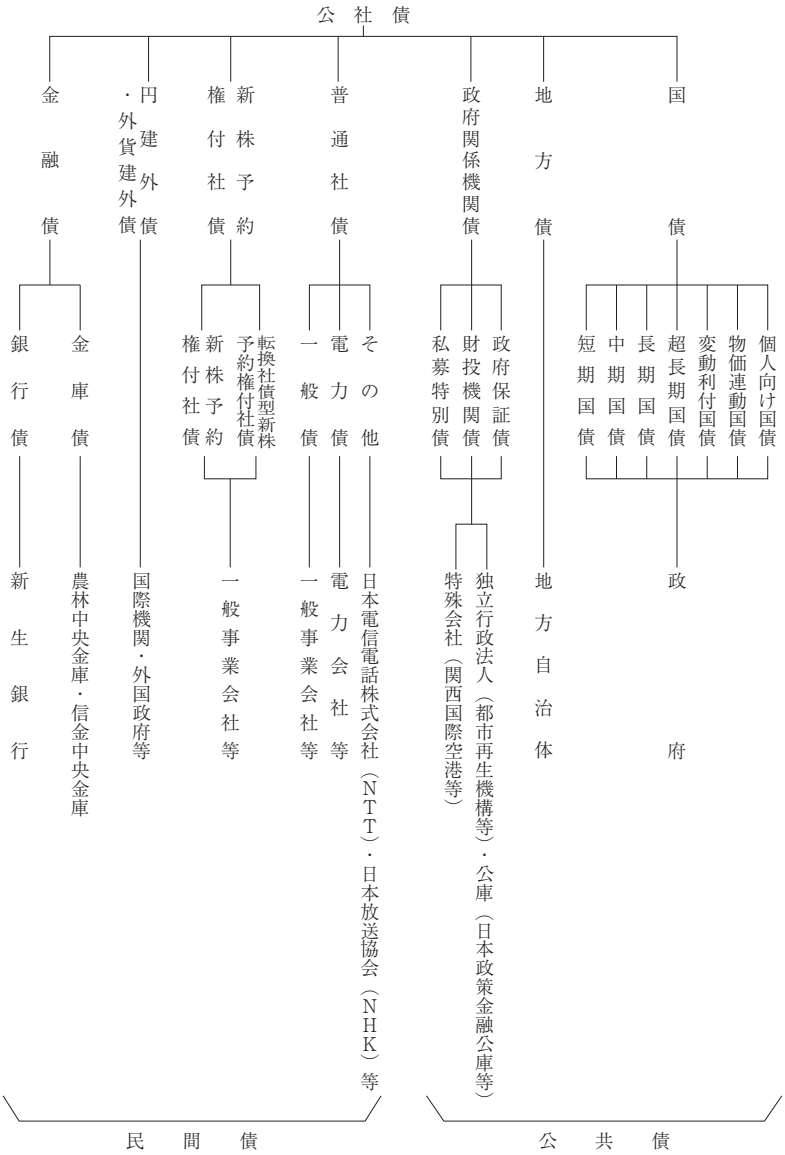
（注）　PTS の売買代金と PTS 以外の売買代金合計が図表２の店頭取引の値になる。
〔出所〕　日本証券業協会より大和総研作成

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り，その発行は直接金融を通じた資金調達だが，株式の発行と異なり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。

国債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年度から財務大臣の指定する分離適格振替国債（現在は03年１月27日以降発行の全固定利付国債）の元本部分と利子部分を分離して独立の割引国債として取引できるストリップス債制度と，10年物個人向け国債（変動利付）の発行が開始された。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，市場公募資金について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。以上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」に該当することから，「特殊債」と呼ばれることもある。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が国内で発行する債券であり，特に円建てで発行されるものを円建外債という。

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　2014年度の公社債発行額は204.6兆円で，前年度比2.6％減少した。種類別発行額の内訳は次のとおりである。国債の発行額は176.1兆円であり，公社債発行額の約86％を占め，公社債市場の大半を占めている。08年度までは政府財政の好転に伴いその発行額は減少傾向にあったが，08年９月のリーマン・ショックによる景気の悪化にともなう財政悪化により，09年度以降の発行額は増加に転じている。内訳としては，超長期国債31.8兆円，長期国債33.6兆円，中期国債68.4兆円，短期国債26.7兆円，個人向け利付国債2.6兆円となっている。

地方債は14年度に6.9兆円発行され，90年度の9,400億円からの約20年で約７倍に増加している。この背景には地方自治体の財政悪化があり，それを受けて01年度から住民参加型市場公募地方債，03年度から公募地方債の共同発行が導入されている。

政府関係機関債は，政府保証債4.2兆円，財投機関債等4.0兆円となっている。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，その発行額は著しい増加を示している。

金融債の発行額は2.5兆円であり，95年度の43兆円から減少が続いている。内訳は，すべて利付金融債であり，割引金融債は95年度の30兆円から大きく減少し，13年度以降発行されていない。その背景としては，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，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が挙げられる。

社債については，リーマン・ショック後，企業が安定的に資金を確保しようとしたことから発行額が増加し，10兆円規模に達したが，最近はやや減少し，8.7兆円となっている。

外国債のうち円建外債は02年のアルゼンチン国債債務不履行の影響から立ち直り，発行額は増加した。近年の発行額の増減は，外国為替市場の動向など外部要因によって変動する傾向にあり，14年度は2.1兆円となっている。

公社債発行額

（単位：億円）

年度	公募公共債計		国債		市中消化国債		超長期国債		長期国債		物価連動債	
	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
2013	774	1,969,786	72	1,801,712	72	1,684,633	11	291,620	5	337,268	1	6,467
2014	756	1,912,241	82	1,760,647	82	1,649,641	9	308,563	5	336,070	2	19,135

年度	中期国債（５年債）		中期国債（４，２年債）		個人向け国債		割引短期国債		日本銀行応募等	
	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
2013	8	352,157	12	361,763	24	33,491	12	299,994	－	117,080
2014	6	351,582	12	331,765	36	26,326	12	267,000	－	111,006

年度	地方債		政府保証債		財投機関債等	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
2013	421	70,694	69	50,597	212	46,783
2014	407	69,426	68	42,197	199	39,997

年度	公募民間債計		普通社債		資産担保型社債		転換社債型新株予約権付社債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
2013	473	82,688	462	81,423	1	500	10	765
2014	445	88,125	439	87,155	1	600	5	370

年度	金融債		割引金融債		利付金融債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
2013	121	26,183	0	0	121	26,183
2014	121	24,992	0	0	121	24,992

年度	非居住者債(円建)		円建外債	
	銘柄数	発行額	銘柄数	発行額
2013	90	21,742	90	21,742
2014	75	20,861	75	20,861

年度	公社債合計	
	銘柄数	発行額
2013	1,458	2,100,399
2014	1,397	2,046,218

（注）　１．億円単位で，単位未満は四捨五入。
　　２．公社債合計は，公募公共債，公募民間債，金融債，非居住者債の合計。
　　３．公募公共債は，国債，地方債，政府保証債，財投機関債等の合計。
　　４．公募民間債は，普通社債，資産担保型社債，転換社債型新株予約権付社債の合計。
〔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，以下同じ）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（14年１月時点で22社）向けの第１・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34都道府県と20政令指定都市が発行している（2014年度）。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

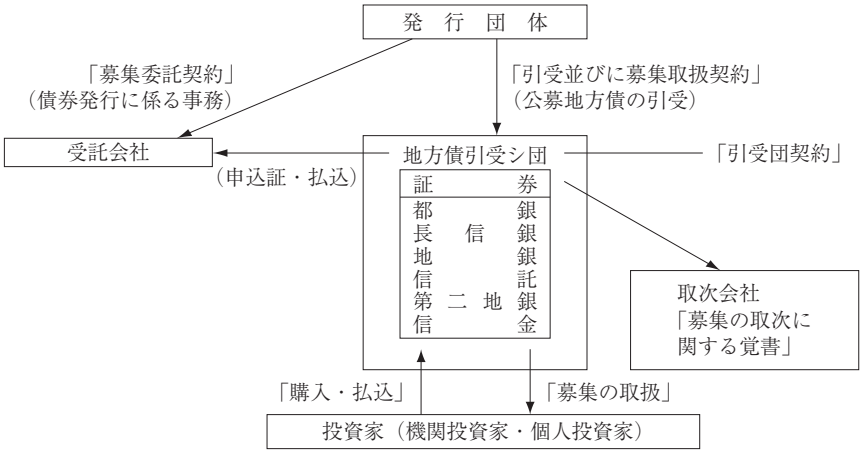
償還期間等	短期国債	中期国債	長期国債
	６ヵ月，１年	２年，５年	10年
発行形態	割引国債	利付国債	
最低額面単位	1,000万円	５万円	
発行方式	公募入札 日本銀行乗換	公募入札 窓口販売 （募集取扱い）	
入札方式	価格競争入札・ コンベンショナル方式	価格競争入札・ コンベンショナル方式	
非競争入札等	第Ⅰ非価格競争入札	非競争入札 第Ⅰ非価格競争入札 第Ⅱ非価格競争入札	
譲渡制限	あり[2]	なし	
発行頻度 （平成26年度計画）	割引短期国債１年：月１回	それぞれ月１回	

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[1]
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[2]	[3]	なし
発行頻度 （平成26年度計画）	月１回[4]		年４回[4]	それぞれ月１回	年４回	予定なし

（注）１）15年変動利付国債は平成20年５月に発行されて以降，発行を取り止めているところです。
２）短期国債は法人（一定の信託の受託者を含む。）のみ，個人向け国債は個人（一定の信託の受託者を含む。）のみに，それぞれ譲渡可能です。
３）物価連動国債は個人等に対する譲渡制限がありますが，平成28年１月以降に満期を迎える物価連動国債については，平成27年１月より，当該譲渡制限が解除され，個人等による保有も可能となります。なお，平成27年12月末までに満期を迎える物価連動国債については，平成27年１月以降も引き続き，個人等に対する譲渡制限が維持されます。
４）平成26年度においては，20・30年債は年間４銘柄（３・４・５月発行分は３月債，６・７・８月発行分は６月債，９・10・11月発行分は９月債，12月・平成27年１・２月発行分は12月債）のリオープン発行を原則とします。なお，平成27年３月発行分は平成27年度発行分の一部と同銘柄になります。40年債は年間１銘柄（５・８・11・平成27年２月発行分は５月債）のリオープン発行を原則とします。

〔出所〕　財務省理財局『債務管理レポート2014』，44頁

公募地方債引受機構の一例



〔出所〕　大和証券 SMBC『債券の常識　平成 21年度版』

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。需要予測方式とは，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もので，最近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ことが多い（スプレッド・プライシング）。

近年の社債発行市場は，８兆円規模で推移しているが，上位の高格付け社債発行が大半を占め，低格付け社債発行の割合が著しく低いことが特徴である。この要因として，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挙げられる。逆に，BBB格の社債発行企業の多くは，鉄道・通信などインフラ関連企業であり，その一部は個人投資家向けの起債となっている。さらに，米国と異なり，BB格以下の高利回り社債の発行市場は見られない状態である。社債市場全体の活性化に向けて，09年に日本証券業協会は「社債市場の活性化に関する懇談会」を設置し，有識者，証券会社，金融機関，機関投資家，関連機関などにより広範な議論を行っている。

金融債のうち割引金融債は，従来みずほ銀行，あおぞら銀行，新生銀行などが発行していたが，近年発行を停止している。他方，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があり，売出債は通常月２回の売出期間が設定されている。なお，募集債は最低額1,000万円で機関投資家向け，売出債は１万円で個人投資家向けであるが，近年，資金調達の多様化により発行額は減少傾向にある。

格付け別の社債発行額

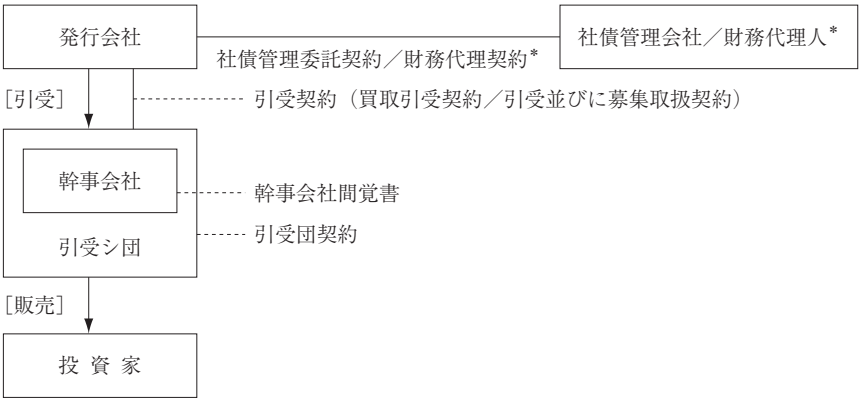
（単位：百万円，％）

	2009年度			2010年度			2011年度		
	銘柄数	発行額	発行額に占める割合	銘柄数	発行額	発行額に占める割合	銘柄数	発行額	発行額に占める割合
AAA	26	745,000	7.6	59	1,360,000	14.1	23	480,000	6.0
AA＋	33	680,000	6.9	35	675,000	7.0	24	620,000	7.7
AA	53	1,471,000	14.9	46	1,654,000	17.2	41	888,000	11.1
AA－	87	3,259,200	33.1	59	1,956,000	20.3	66	2,140,400	26.7
A＋	62	1,648,000	16.7	43	937,200	9.7	59	1,546,000	19.3
A	47	719,000	7.3	78	1,377,300	14.3	73	1,219,000	15.2
A－	42	928,700	9.4	53	877,800	9.1	44	665,000	8.3
BBB＋	16	195,000	2.0	42	676,600	7.0	28	321,000	4.0
BBB	9	204,300	2.1	12	105,100	1.1	17	147,600	1.8
BBB－	0	0	0.0	2	10,000	0.1	0	0	0.0
計	375	9,850,200	100.0	429	9,629,000	100.0	375	8,027,000	100.0

	2012年度			2013年度			2014年度		
	銘柄数	発行額	発行額に占める割合	銘柄数	発行額	発行額に占める割合	銘柄数	発行額	発行額に占める割合
AAA	2	70,000	0.9	2	60,000	0.8	3	45,000	0.5
AA＋	41	965,000	12.0	53	1,170,000	14.8	34	845,000	9.9
AA	76	1,648,000	20.6	60	1,240,000	15.7	50	900,000	10.5
AA－	79	2,171,400	27.1	71	1,527,000	19.4	69	1,450,000	16.9
A＋	46	896,000	11.2	66	1,089,000	13.8	81	1,487,000	17.3
A	80	1,569,000	19.6	77	1,611,000	20.4	67	1,349,600	15.7
A－	37	338,000	4.2	54	767,000	9.7	63	1,352,000	15.8
BBB＋	23	278,100	3.5	24	265,000	3.4	25	1,071,000	12.5
BBB	10	78,400	1.0	13	153,600	1.9	6	73,000	0.9
BBB－	0	0	0.0	1	1,400	0.0	0	0	0.0
計	394	8,013,900	100.0	421	7,884,000	100.0	398	8,572,600	100.0

（注）　条件決定日ベースで集計。交通債，放送債を含む。格付けは，最高ランクを採用。
〔資料〕　株式会社アイ・エヌ情報センター

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 SMBC『債券の常識　平成 21年度版』

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が，ジャンク債はともかく BBB 格すら低調な発行が続いている。

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，格付会社はサブプライム関連の証券化商品に高い格付けを付与していたことから，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，次の変化が見られた。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見ると不買取が定着した。

2005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。

前述の「社債市場の活性化に関する懇談会」は，その報告書の中で，社債管理者の不設置が一般化している現状を踏まえ，社債管理者のあり方について広範な検討を行っている。

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ヵ月に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疇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た。日経平均連動社債は，日経平均オプション取引を組み込んだものであり，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。これらの仕組み債は，投資家の十分な理解がないままに販売されるケースがしばしばあり，裁判で証券会社の説明義務違反が争われる事例も散見されたため，最近は発行例自体が減少している。

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，コール・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との二つが存在する。この内，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。

従前，公社債の流通市場の売買高は，限定的であり，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年には１京円の大台を突破した。しかしながら，その後，7,500兆円台まで減少したものの，最近においては再び増加傾向を示し，2014年には再度１京円を上回る水準となっている。

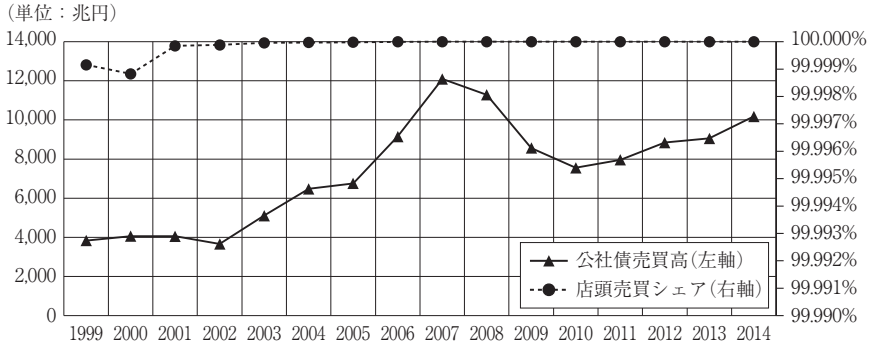
公社債の売買高をその種類別にみると，国債の売買が全体の90％超を占めており，国債が大量に発行され，その残高が大きく増加してきたことが公社債流通市場の拡大の大きな要因と考えられる。

この傾向は近年においても同様であり，2010年と2014年を比較すると公社債店頭市場の売買高は2,630兆円増加したが，そのうち国債の増加分は2,623兆円である。このように，国債の売買が他の公社債よりも活発に行われる背景には，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の扱いを受けること等から，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。

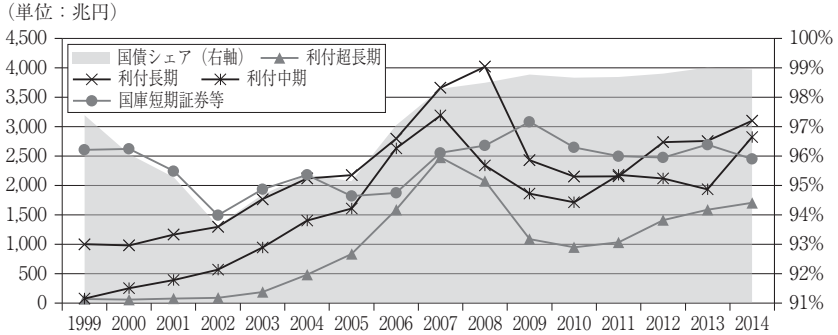
これを受けた，日証協の具体的な取組みの一部については，本章後段を参照されたい。

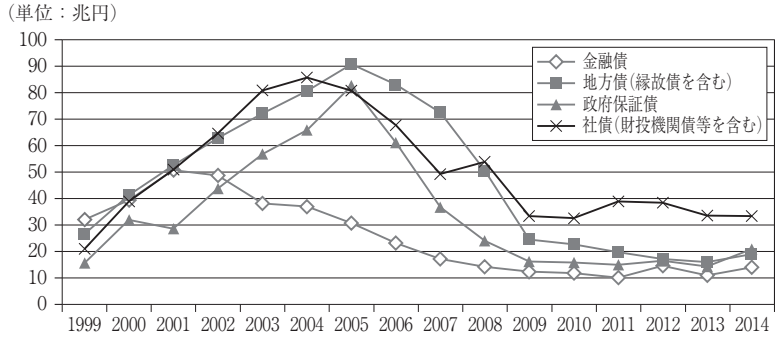
年間の公社債売買代金（額面ベース）及び店頭売買シェアの推移



（注）　現先売買高を含み，新株予約権付社債を除く。
〔出所〕　日本証券業協会，日本取引所

公社債種類別売買高





（注）　現先売買高を含み，新株予約権付社債を除く。
〔出所〕　日本証券業協会

２．公社債売買の主体　公社債の投資者別売買状況を店頭取引の売買について業態別に見ると，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。公社債の取引については，その投資者の取引ニーズを可能な限り，短期間に充足させ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，その取引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，一旦買い向かい，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ても公社債の売買をしているところであり，これも売買規模を大きくさせている要因として付け加えることができる。次いで多いのが「その他」であるが，ここには日本銀行が含まれており，同行を経由し入札発行される国債や，同行による各種債券オペによる分が計上されている。「非居住者」による売買も大きくなってきているが，円への投資の意味合い等から取引を行っており，国庫短期証券（T-Bill）などの短期国債の売買を積極的に行ってきていることによるものである。「都市銀行」や「信託銀行」なども売買規模が大きい。都市銀行については，近年続いている運用難の状況下，相場観に基づいて，売買益を求めた取引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先として公社債を積極的に取り込んできていることが指摘できる。

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。こうした傾向が続いている要因としては，近年の景気低迷や金融危機等を背景とした低金利政策が継続するなかで，金融機関の融資先へのリスク許容度の減少，証券化商品市場や商品市場の混乱を忌避したリスクマネーの退避先として，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。そうしたなかで「都市銀行」が2010年度から売り越しに転じているが，これは堅調に推移する債券相場のもと，一定の利益を確保しようとしたものと考えられる。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）

	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
都市銀行	23,335 <7,458>	17,714 <2,636>	25,102 <990>	28,411 <2,553>	29,087 <3,706>	29,105 <▲193>	46,511 <▲1,997>	40,149 <▲2,861>	18,599 <▲2,837>	25,407 <▲2,630>
地方銀行	2,741 <652>	2,419 <456>	3,264 <604>	3,733 <1,002>	4,479 <1,172>	4,858 <1,130>	5,894 <1,021>	5,768 <647>	4,140 <482>	4,550 <304>
信託銀行	19,656 <4,182>	21,287 <4,411>	24,190 <4,086>	20,089 <3,976>	24,176 <7,599>	24,931 <6,411>	24,793 <8,251>	22,322 <8,137>	16,816 <5,494>	14,183 <1,301>
農林系金融機関	2,012 <580>	2,698 <178>	1,814 <32>	2,665 <1,336>	4,430 <2,999>	4,993 <4,002>	3,356 <2,221>	3,098 <2,126>	1,764 <779>	1,307 <486>
その他金融機関	5,534 <2,253>	6,801 <2,926>	8,917 <3,649>	7,708 <3,258>	5,794 <3,277>	5,602 <3,274>	5,437 <2,334>	4,259 <2,595>	3,475 <2,016>	2,636 <790>
生保・損保	3,281 <770>	3,577 <841>	3,756 <941>	4,594 <1,234>	3,651 <1,743>	4,186 <1,457>	4,583 <1,896>	4,838 <1,629>	4,260 <1,389>	2,703 <908>
投資信託	3,265 <2,398>	3,377 <2,271>	3,220 <1,978>	2,920 <1,498>	2,856 <1,890>	2,883 <1,960>	2,881 <2,101>	3,080 <2,281>	4,302 <3,149>	4,372 <3,045>
官庁共済	917 <591>	822 <564>	786 <611>	635 <459>	368 <245>	311 <208>	277 <166>	299 <213>	210 <151>	114 <54>
事業法人	916 <709>	1,216 <1,029>	1,130 <960>	1,113 <886>	1,301 <1,250>	1,439 <1,340>	1,013 <932>	1,209 <1,098>	1,282 <1,105>	695 <630>
非居住者	20,642 <3,346>	24,860 <5,057>	30,233 <5,808>	28,834 <8,184>	26,835 <8,473>	31,074 <11,213>	36,902 <14,891>	34,133 <15,995>	34,800 <16,300>	35,730 <20,103>
その他	42,409 <▲20,232>	45,763 <▲21,096>	44,845 <▲22,043>	45,856 <▲25,859>	53,330 <▲34,211>	50,187 <▲30,591>	52,737 <▲31,389>	58,918 <▲30,366>	62,355 <▲26,365>	60,973 <▲23,756>
債券ディーラー	150,900 <▲298>	174,716 <▲187>	195,292 <▲450>	173,876 <182>	168,735 <248>	181,423 <▲315>	179,035 <▲570>	164,804 <▲1,173>	162,073 <▲661>	187,339 <▲223>
合計（他の投資家を含む）	280,468 <4,693>	308,814 <948>	347,880 <▲36>	326,109 <1,552>	331,212 <1,319>	347,491 <1,843>	369,000 <1,253>	348,505 <1,432>	318,446 <2,222>	344,034 <1,984>

（注）　現先売買を除く
〔出所〕　日本証券業協会

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」と呼ばれている。）」に分けることができる。

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，これらをすべ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，多岐であることが多く，そのようなニーズを充足する取引相手を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。したがって，公社債の取引については，一般的には，取引形態を標準化する必要がある取引所での取引には馴染みにくく，相対の話し合いをベースに取引条件を取り決めながら売買を成立させる OTC 取引による方が円滑に進むことになる。

OTC 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「相対の話し合いによる自由な取引」をその本質とする。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。OTC 取引は，投資者と証券会社等が合意すれば成立し，取引の内容は多岐に渡り，公募債だけでなく，非公募債の取引も可能であり，公社債の受け渡し方法も，売方と買方との合意で自由に設定でき，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を一旦受けて買い取り，その後他の顧客に転売する。また，顧客による公社債の買いに対しては，手持ちの在庫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」という。

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
2005年度	取引所	0	108	0
	店　頭	690,063	146	32,171
2006年度	取引所	0	102	0
	店　頭	956,614	118	24,097
2007年度	取引所	0	48	0
	店　頭	1,232,317	62	21,059
2008年度	取引所	0	66	0
	店　頭	1,036,073	72	15,042
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	841,743	45	9,759
2013年度	取引所	0	27	0
	店　頭	936,753	24	9,231
2014年度	取引所	0	8	0
	店　頭	1,039,157	11	11,273

（注）　取引所の売買高＝取引所出来高×２
〔出所〕　日本証券業協会，証券取引所

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）
2005年度末	銘柄数	332	1,386	925	2,560	110	2,247
	現存額	666	31	53	53	1	26
2006年度末	銘柄数	357	1,620	1,005	2,500	96	2,143
	現存額	671	34	55	53	2	23
2007年度末	銘柄数	372	1,836	1,108	2,560	84	1,978
	現存額	681	38	57	55	1	22
2008年度末	銘柄数	395	2,010	1,200	2,486	55	1,838
	現存額	677	41	58	57	1	21
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

（注）　現存額の単位は兆円
〔出所〕　日本証券業協会

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で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化，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見地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，公社債の店頭売買を行う際に投資者および証券会社等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」を設けて，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，公益およ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であるという社会的な要請に応える形で本制度は開始されたものである。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8,300銘柄と大幅に増加している。2002年８月には，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，最低値およ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他，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てきている。こうしたことから，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月に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（2015年９月末現在，証券会社18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（日証協に加入している証券会社や銀行等）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している価格情報であり，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。しかしながら本制度に対しては，より一層の信頼性の向上が求められたことから，日証協では本制度につき社債関連部分を中心に見直しを行い，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。

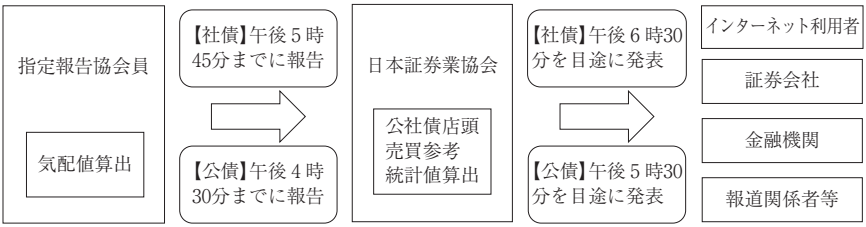
②日証協における指導・管理態勢の充実・強化：指定報告協会員から適切な報告がなされるよう，日証協が（１）毎営業日の報告気配値に適正でない値が含まれていないかについてチェック等を行う（２）指定報告協会員の報告態勢に問題が生じていないかについてチェックをすることとした。

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，また，異常値は②で排除されるため，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報告時限およ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る等，公社債店頭売買参考統計値の性質等についてのより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。

この新しい取り組みは，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。

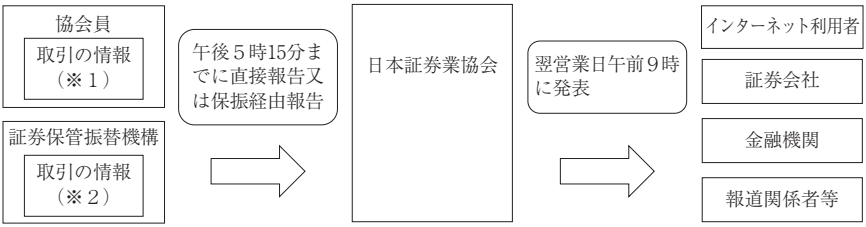
（１）社債の取引情報の報告制度：取引当事者の一方となる証券会社（日証協の会員）に対して，社債の取引を行った場合は報告を行うよう日証協の自主規制規則において義務付けた。報告対象となる社債は，①国内で募集または売出しが行われたものであること，②国内発行であること，③払込元本，利金および償還元本のすべてが円貨であることのすべての要件を満たす社債（ただし，短期社債，新株予約権付社債を除く）である。また，報告対象となる取引には，①毎営業日報告されるもの（取引数量が額面１億円以上）と②日証協への届け出により月次の報告が可能なもの（取引数量が額面１億円未満，ただし，取引数量が額面1,000万円未満の取引は報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

（２）社債の取引情報の発表制度：日証協では「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（取引数量が額面１億円以上のものに限る）の取引情報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）である。

なお，一定の要件にあてはまる場合等には，当該社債の取引情報の発表を停止する。

（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，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，必要に応じて本発表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）



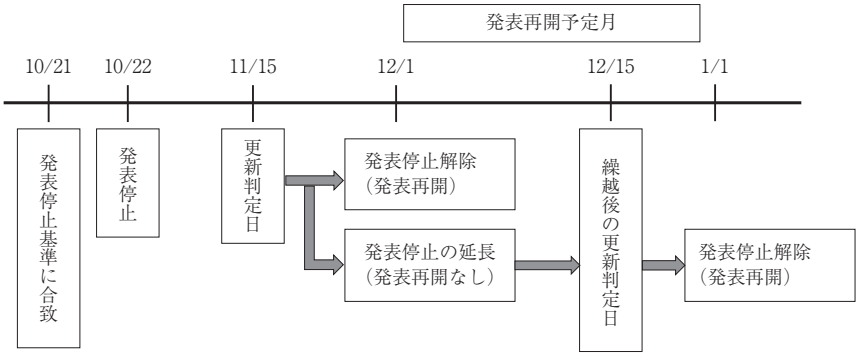
（※１）前営業日午後３時～当日午後３時にシステムにおいて処理（又は承認された）されたもの
（※２）前営業日午後４時45分～当日午後４時45分に決済照合システムに送信された売買報告データ

発表される情報

○2015年11月５日発表分
約定年月日：2015年11月４日

銘柄コード	銘柄名	償還日	利率	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	2016/09/20	1.9	✓		102.△△	102.09
					✓	102.××	
					✓	102.●●	

発表停止と発表停止解除の例



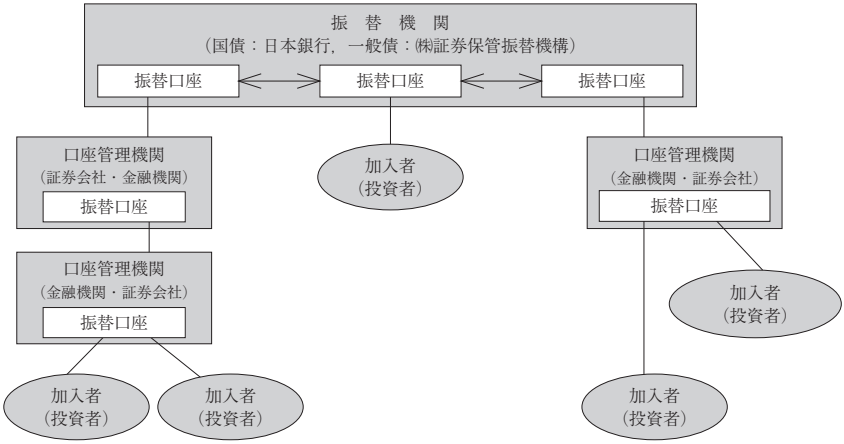
７．公社債の振替決済制度　投資者が公社債を保有する形態としては，以前は，証券が発行される「現物債」，証券の発行は行われず各公社債毎に設けられた登録機関の登録簿にその公社債名や債権者の氏名等が登録される「登録債」，これらの他に国債に限っては，現物国債を日本銀行に寄託することとし，その取引に伴う受渡しは各証券会社等（口座管理機関）の帳簿上で管理する「振替国債」（1980年に創設）が存在していた。

しかしながら，近年，公社債の取引がより大量に行われてきている状況や，その決済処理を機動的，迅速に行う必要性等を勘案すれば，証券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ることは問題が生じてきたこと，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，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，国債については日本銀行を，その他の公社債については㈱証券保管振替機構を，それぞれ「振替機関」と呼び，その振替機関を頂点とし，振替機関に口座を有する複数の「口座管理機関」と呼ばれる証券会社等が，更に「口座管理機関」に口座を有する証券会社等や投資者が，それぞれぶら下がる多層階層構造の中で，各機関が管理する「振替口座簿」への記載または記録する方法により，その公社債の所有権の管理等をする仕組みとなっている。各公社債は，原則として，発行時に本制度に取り込まれ，償還期までの期間を通じて現物債や登録債への転換が不可とされ，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
2005年度	件数	9,931	－	13,920	19,270
	金額	6,406,615	－	8,947,334	6,406,61
2006年度	件数	38,740	1,210	211,083	65,456
	金額	34,215,248	721,180	99,748,483	181,334,701
2007年度	件数	33,245	15,128	484,041	72,817
	金額	40,491,108	12,840,198	240,536,068	241,002,170
2008年度	件数	33,961	38,830	492,394	73,298
	金額	37,812,077	38,539,738	223,475,737	240,274,559
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

（注）　2006年１月10日より制度を開始。
〔出所〕　㈱証券保管振替機構

公社債の決済制度の改革

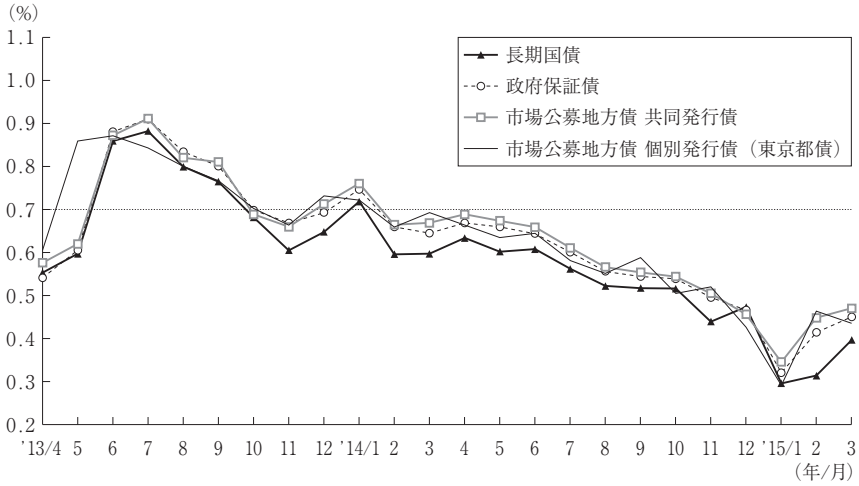
年　月	事　　項
1994年 ４ 月	日銀ネットによる国債 DVP 取引開始
1997年 ４ 月	Ｔ＋３の国債ローリング決済開始
1999年10月	Ｔ＋３の一般債ローリング決済開始
2000年 １ 月	国債取引の RTGS（即時決済）開始
2003年 １ 月	社債等の振替に関する法律（公社債のペーパーレス化等を規定）施行
〃　　〃	国債のペーパーレス化による発行・取引開始
2004年 ５ 月	国債以外の公社債の DVP 取引開始
2005年 ５ 月	国債について清算機関を通した取引を開始
2006年 １ 月	国債以外の公社債のペーパーレスによる発行・取引開始
2012年 ４ 月	国債取引に係る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

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望む。他方，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望む。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，既発債の残高及び取引高がともに十分に大きく，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情報とすることが可能であることが重要な要件となる。我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。

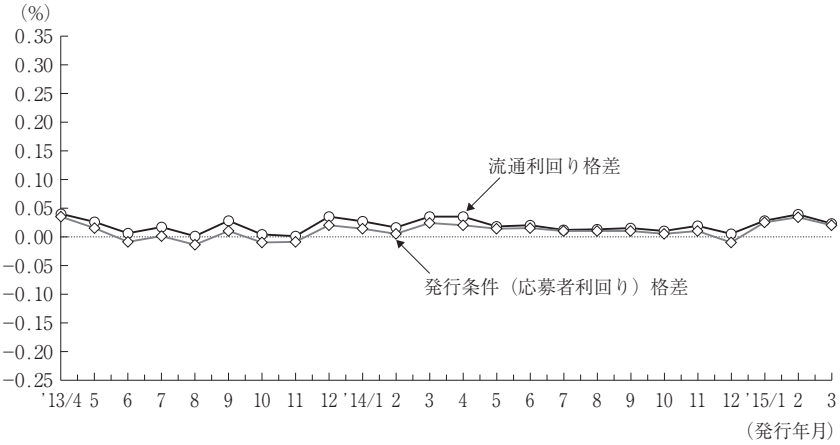
例えば国債については，安定消化に重点を置き引受シンジケート団による引受け（シ団引受け）により発行してきたものを，市場との対話を重視する国債管理政策の運営等により，徐々に既発国債の実勢利回りの変動に即して競争入札による発行の割合を増加させ，現在では，すべての国債（個人向け国債を除く。）の発行は入札によることが原則となっている（シ団制度は2006年３月をもって廃止された。）。

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，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。実勢化の進展については，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けの違いを重視するなどして各社債への投資判断をする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をする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）

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，または売り戻すことを条件にして，その公社債を売却し，また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，現先取引の買戻しまた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また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，買い戻しまたは売り戻し時点の市場価格とは一致しない。なお，現先取引の対象は，公社債のほかコマーシャルペーパー（CP），海外 CP，海外 CD 等となっている。

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年以降反転し，最近では，30兆円程度の規模となっている。

現先取引は，以前は短期の国債（TB，FB）を利用するものが圧倒的に多かった。これは，多様化が進展する短期金融商品との競合関係を強めながらも，より期間や信用度の点から現先取引に適している短期の国債の流通拡大等が寄与してきたこと等によるものである。具体的には，1986年に，日本銀行が発行時に取得した FB を市中に売却する方法を現先方式に改めたこと，その後1999年より，原則として，FB は公募入札により直接市中で発行することとされたこと，1986年から新たに TB が発行されることになったこと，これら TB および FB の発行が恒常的かつ，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

［自己現先］

証券会社 ― 債券 → 購入 〈一定期間後〉 債券買戻し ← 債券 ― 投資者

［委託現先］

売方投資者 ― 債券売却→ 〈一定期間後〉 債券買戻し← ― 証券会社 ― 債券購入→ 〈一定期間後〉 ←債券売戻し ― 買方投資者

公社債現先売買高・残高

（単位：100億円，％）

	公社債売買高（A）	うち現先売買高（B）	B／A	現先残高
2005年度	722,379	441,714	61.1	3,017
2006年度	980,829	671,883	68.5	3,418
2007年度	1,253,438	905,505	72.2	4,953
2008年度	1,051,186	724,941	69	2,326
2009年度	790,513	459,243	58.1	1,589
2010年度	772,195	424,664	55	1,518
2011年度	840,802	471,756	56.1	2,538
2012年度	852,118	503,564	59.1	2,354
2013年度	946,008	627,538	66.3	2,641
2014年度	1,050,441	706,429	67.3	3,079

〔出所〕　日本証券業協会

主要投資者別公社債現先売買残高

（単位：100億円）

	2005年度末		2006年度末		2007年度末		2008年度末		2009年度末		2010年度末		2011年度末		2012年度末		2013年度末		2014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	21	0	12	0	18	0	8	0	68	0	88	0	97	0	13	0	0	0	2
その他金融機関	91	66	52	25	21	15	15	26	0	12	0	3	0	111	0	86	0	56	3	4
投資信託	0	73	0	73	0	92	0	92	0	75	0	65	0	143	0	206	0	84	0	33
事業法人	1	55	1	37	3	31	0	31	0	47	0	43	0	82	0	50	0	31	0	25
非居住者	1,147	1,255	1,728	1,012	1,960	1,760	678	466	446	446	538	560	616	1,200	511	1,293	588	1,759	865	1,951
その他	62	246	14	466	179	874	173	1,006	210	496	155	220	121	288	70	196	55	122	99	188
債券ディーラー	1,716	1,300	1,623	1,794	2,790	2,163	1,460	697	933	446	825	539	1,800	618	1,772	511	1,998	588	2,111	876
合計	3,017	3,017	3,418	3,418	4,953	4,953	2,326	2,326	1,589	1,589	1,518	1,518	2,538	2,538	2,354	2,354	2,641	2,641	3,079	3,079

〔出所〕　日本証券業協会

10. 公社債の現先取引（２）　わが国短期金融市場の拡充や国際的競争力確保のために債券と資金を相互に融通する機能を併せ持つ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等の仕組みが未整備であったこと等改善すべき課題を抱えていた。そこで，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現先取引とする措置が講じられたものである。

新現先取引導入に際し，新たに盛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：債券価格の変動によって担保過不足が生じないように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）：約定時点の債券の時価よりも取引契約に使用する単価を一定率下回る仕組みを採り，仮に取引期間中に債券の時価が多少下落した場合にも，担保価値が低下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対応させ，担保の受渡しを行う仕組みを採り，債券の時価額と資金の額が等しくなるように調整し，取引当事者の与信額を縮小する。

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ることで，仮に取引債券が急遽受渡し等のために必要となったときに当該債券を利用できることになる。

（３）一括清算条項

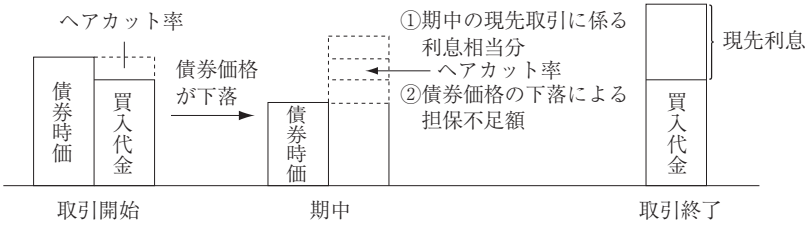
一方の当事者の倒産等の事由が発生した場合には，基本契約書に基づくすべての取引を倒産時の時価に引き直して債権，債務の差額について清算する。

新現先取引の仕組み

１．取引開始（スタート時）

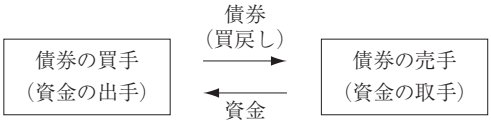
・債券の買手の買入代金
〔取引時点の債券時価÷（１＋ヘアカット率）〕×取引数量

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（債券レポ取引と呼ばれる）は，債券の空売り（債券を保有せずに売却すること）等をして，受渡し以前の当該公社債の買い戻しを行わないときに，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。

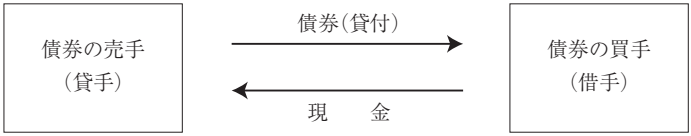
債券の貸借取引によって，市場参加者は取引後に受渡債券を入手できることから，全般的に債券の価格水準が高いと考えるときや，特定の債券の価格が他の債券に比べ割高であると思うときには，当該債券を保有していない場合にも売却（空売り）を可能とし，流動性の向上が見込まれることになる。

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。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，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たものである。その際に，受渡し時の公社債入手方法の一手段として，債券の貸借取引制度が導入された。当初は，現先取引との競合等を勘案し現金担保付の貸借取引は制限されたため，無担保による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。

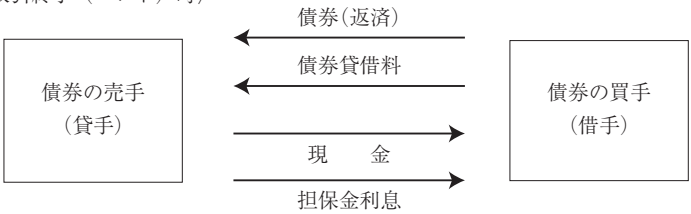
債券の貸借取引の法律上の性格は，消費貸借であるとされ，対象物を消費することを目的として借入れを行い，返済時には当該債券ではなく，同種，同量の債券を返済すればよい取引である。債券の貸借取引は，その担保の有無により，「有担保取引」と「無担保取引」とに区分できる。更に有担保取引については，担保の種類によって，「現金担保付取引」と「代用有価証券担保付取引」とに区分できる。また，現金担保付取引については，債券の貸借に主眼を置き銘柄を特定するSC取引（特定銘柄取引）や，銘柄を特定せずに資金の取引的性格が強いGC取引（非特定銘柄取引）等がある。債券の貸借取引の市場規模（借入残高ベース）は，現金担保付取引が実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年度末に34兆円程度（うち現金担保分約17兆円）であったものが，2014年度末には，約108兆円（うち現金担保分約103兆円）に達している。なお，取引の多くは，国債が用いられている。

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
2005年度末	7,658	7,534	239	7,897	8,547	8,426	979	9,526
2006年度末	8,190	7,834	363	8,552	8,838	8,579	1,061	9,899
2007年度末	9,478	8,669	395	9,872	9,944	9,664	667	10,611
2008年度末	6,863	6,679	246	7,109	6,863	6,679	246	7,109
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

（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

第７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）が通常上げられる。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が以前ほどではないが10年物長期国債に偏っており，現物市場でも10年物長期国債に取引が偏りがちなことを反映したものであって，債券先物市場特有の特徴とはかならずしも言えない。

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21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７営業日前	受渡期日の７営業日前	受渡期日の７営業日前
取引時間	８：45－11：02 12：30－15：02 15：30－翌日３：00	８：45－11：02 12：30－15：02 15：30－翌日３：00	８：45－11：02 12：30－15：02 15：30－翌日３：00
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
2011年	0	0	6,802,032	74,439	－	－
2012年	0	0	8,769,717	77,546	－	－
2013年	0	0	9,132,122	98,944	－	－
2014年	0	0	8,791,553	96,722	5,041	1,117
2015年	0	0	8,677,576	95,509	2,978	127

〔出所〕 JPX ホームページ

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・ファイナンシャル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（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いるが，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（近年ではアメリカやドイツでも複数の株価指数先物が流動性を持つようになってきている）。

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10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	９：00－15：15 16：30－翌日３：00	９：00－15：15 16：30－翌日３：00	９：00－15：15 16：30－翌日３：00
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
2011年	117,905,210	474,854	19,294,064	304,054	14,608,165	366,543
2012年	130,443,680	688,044	19,523,347	378,804	15,192,439	427,564
2013年	233,860,478	673,736	30,907,691	420,037	22,714,121	594,299
2014年	199,121,967	622,140	25,917,773	439,623	20,877,250	561,657
2015年	247,159,359	370,373	27,678,234	416,961	22,303,956	602,235

〔出所〕 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」は取引を拡大させている。

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（満期限月の取引は11：00まで）	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	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
2011年	7,201,901	533,328	31,441,164	228,004	812,346	10,717
2012年	4,734,503	393,954	9,212,876	162,674	1,609,751	38,793
2013年	5,044,236	410,310	20,120,943	161,213	5,153,821	123,761
2014年	2,708,318	243,219	12,550,958	461,345	5,065,037	139,036
2015年	2,000,289	175,190	12,919,505	718,119	7,840,578	159,146

〔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）が上げられる。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），PIBOR 先物オプション（MATIF），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	NASDAQ100オプション（CBOE），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	長期国債先物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21本，先物価格の変動に応じて追加設定	50銭刻みで21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
2011年	2,848,750	38,086	1,853,672	12,455	－	－
2012年	1,821,819	39,372	2,283,839	15,954	－	－
2013年	1,872,963	36,001	1,692,752	13,415	－	－
2014年	1,898,342	27,471	1,133,723	20,105	－	－
2015年	1,884,439	17,090	1,142,738	10,664	－	－

〔出所〕 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（SGX日経平均先物オプション取引もSGX日経平均先物取引に比べると流動性はかなり低い）。

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	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10限月，３・９月は３限月，他の月は６限月，直近の連続４週の４限月	３・６・９・12月から直近５限月とその他から直近３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３：00	９：00－15：15 16：30－翌日３：00
権利行使価格	当初は250円刻みで16本，直近の３限月は125円刻みで16本	４カ月超の限月：50ポイント刻みで上下６本（４カ月となれば４カ月以下と同じ），４カ月以下の限月：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±11％ 一次値幅：基準値段±14％ 二次値幅：基準値段±17％	通常時：基準値段±11％ 一次値幅：基準値段±14％ 二次値幅：基準値段±17％
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		TOPIX オプション	
	取引数	建玉数	取引数	建玉数
2011年	46,192,519	2,031,140	21,342	2,704
2012年	48,763,723	3,179,067	22,683	5,267
2013年	57,269,727	3,212,114	386,231	40,406
2014年	43,958,283	2,430,568	320,313	47,805
2015年	37,806,896	1,778,198	329,529	19,145

〔出所〕 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両取引所の間でほぼ同じであり，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上げられよう。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（東京証券取引所）	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	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	直近の２限月と３・６・９・12月から２限月
受渡期日	権利行使から５日目	権利行使日から５日目
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
取引単位	原資産の売買単位	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８段階	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段階で各５本，その後追加設定	原資産価格に応じて25円から500万円まで16段階で各５本，その後追加設定
値幅制限	基準値段から上下（対象有価証券の制限値幅＋呼値可能値幅）	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	上場有価証券数の１％に当たる有価証券数に相当する取引単位（100単位未満は切捨て）
取引時間	９：00～11：35，12：30～15：15	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	ヨーロピアン・オプション

証券オプションの取引状況

	東証有価証券オプション		大取有価証券オプション	
	取引数	建玉数	取引数	建玉数
2011年	601,156	30,565	408,752	20,907
2012年	433,302	60,962	390,805	179,947
2013年	1,129,358	136,525	1,231,796	6,172
2014年	－	－	1,062,389	171,176
2015年	－	－	834,886	69,594

〔出所〕　東京証券取引所ホームページ，大阪取引所ホームページ

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，３年ごとに実施してきた外国為替市場の調査の際に1995年から店頭デリバティブ市場の調査も合わせておこなうことになった。

2013年４月におけるわが国店頭デリバティブ市場（外為スポットを含む）での取引は想定元本ベースで１営業日平均3,742億ドル（世界全体で7.688兆ドル）であり，2010年４月の前回調査よりも20％増加（世界全体で28％増加）しており，商品別内訳をみると，為替スワップ1,696億ドル（１％増），金利スワップ559億ドル（32％減），為替フォーワード352億ドル（11％増），金利オプション86億ドル（52％増），通貨オプション64億ドル（27％減），通貨スワップ64億ドル（186％増），金利フォーワード27億ドル（36％増）であった。また，2013年６月時点でのわが国金融機関の店頭デリバティブ取引の残高は想定元本ベースで50.0兆ドル（世界全体で693兆ドル）であり，2010年６月時点よりも27％増加（世界全体で９％増加）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71.5％（前回70.6％），金利オプションが8.3％（8.6％），為替フォーワードと為替スワップが6.3％（5.4％），金利フォーワードが4.9％（5.3％），通貨スワップが3.9％（3.4％），その他が5.1％（6.7％），変化率では外為関連が36％増，金利関連が28％増，クレジット・デリバティブが５％減，エクイティ関連が35％減，コモディティ関連が48％減であった。

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ィ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取引，2012年10月からは金利スワップ取引の清算業務をおこなっており，円建て金利スワップ取引では毎日２兆円から３兆円の清算業務が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
2010年度	3,484,893	25.8%	10,878（０%）	3,165,082（91%）	305,223（９%）	3,710（０%）
2011年度	3,216,317	－7.7%	7,491（０%）	2,864,886（89%）	335,667（10%）	8,273（０%）
2012年度	2,361,235	－26.6%	297（０%）	2,052,821（87%）	298,054（13%）	10,063（０%）
2013年度	2,788,876	18.1%	32,760（１%）	2,302,773（83%）	443,455（16%）	9,888（０%）
2014年度	2,898,768	3.9%	88,204（３%）	2,483,307（86%）	296,602（10%）	30,655（１%）
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
2010年度	794,200	－19.5%	3,340（０%）	447,230（56%）	316,721（40%）	26,908（３%）
2011年度	694,677	－12.5%	1,828（０%）	348,191（50%）	321,668（46%）	22,991（３%）
2012年度	440,416	－36.6%	1,265（０%）	231,222（53%）	178,515（41%）	29,413（７%）
2013年度	1,365,035	209.9%	97,242（７%）	238,575（17%）	976,406（72%）	52,814（４%）
2014年度	1,229,462	－9.9%	178,068（14%）	120,961（10%）	614,448（50%）	315,983（26%）
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
2010年度	175,808	12.1%	474（０%）	10,721（６%）	124,259（71%）	40,356（23%）
2011年度	176,572	0.4%	373（０%）	7,784（４%）	128,886（73%）	39,531（22%）
2012年度	126,452	－28.4%	345（０%）	2,609（２%）	86,233（68%）	37,264（29%）
2013年度	135,679	7.3%	6,295（５%）	3,196（２%）	76,424（56%）	49,765（37%）
2014年度	386,987	185.2%	7,717（２%）	3,752（１%）	163,205（42%）	212,313（55%）

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
2010年度	878,841	－37.6%	203（０%）	7,439（１%）	58,398（７%）	812,801（92%）
2011年度	60,460	－93.1%	349（１%）	7,527（12%）	45,796（76%）	6,788（11%）
2012年度	33,079	－45.3%	277（１%）	4,527（14%）	22,168（67%）	6,107（18%）
2013年度	62,711	89.6%	32,633（52%）	5,702（９%）	17,639（28%）	6,737（11%）
2014年度	174,089	177.6%	86,969（50%）	2,326（１%）	26,547（15%）	58,247（33%）
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
2010年度	1,460,524	－32.5%	2,005（０%）	407,624（28%）	933,077（64%）	117,819（８%）
2011年度	1,272,317	－12.9%	401（０%）	371,352（29%）	831,031（65%）	69,535（５%）
2012年度	1,180,976	－7.2%	1,592（０%）	345,161（29%）	759,661（64%）	74,562（６%）
2013年度	1,223,374	3.6%	88,863（７%）	450,920（37%）	575,350（47%）	108,240（９%）
2014年度	1,338,691	9.4%	143,579（11%）	366,430（27%）	740,164（55%）	88,515（７%）

（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，それ以後はほぼ一貫して縮小に転じており，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。アメリカでも2008年をピークとしてクレジット・デリバティブ取引の想定元本残高は縮小しているが，わが国ほどには縮小してはいない。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2011年にかけてわが国のクレジット・デリバティブ取引残高は倍増し，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
2005.6月	80,266	78,762	34,106	44,656	3	0	3	26	14	12	1,415	0	1,415	60	0	60
2005.12月	99,165	97,980	47,184	50,796	3	0	3	16	9	7	1,162	0	1,162	4	0	4
2006.6月	144,617	143,423	69,667	73,756	91	44	47	14	7	7	1,085	0	1,085	4	0	4
2006.12月	184,879	183,215	87,896	95,319	43	20	23	0	0	0	1,605	0	1,605	13	0	13
2007.6月	275,229	271,386	125,760	145,656	814	48	766	0	0	0	3,004	0	3,004	24	0	24
2007.12月	389,231	381,949	180,054	201,895	820	0	850	0	0	0	6,427	33	6,344	35	0	35
2008.6月	562,222	554,208	260,369	293,839	631	0	631	0	0	0	7,342	163	7,179	42	0	42
2008.12月	390,160	382,395	178,986	203,409	349	0	349	0	0	0	7,201	348	6,853	215	0	215
2009.6月	894,196	887,258	435,314	451,944	384	10	374	0	0	0	5,662	382	5,280	890	620	270
2009.12月	1,029,791	1,022,920	497,235	525,685	522	10	512	0	0	0	5,661	403	5,258	689	575	114
2010.6月	1,116,517	1,110,429	549,404	561,025	207	11	196	0	0	0	5,344	470	4,874	537	418	119
2010.12月	1,144,710	1,137,087	559,653	577,434	2,001	900	1,101	0	0	0	5,215	470	4,745	407	282	125
2011.6月	1,157,661	1,151,536	571,934	579,602	278	12	266	0	0	0	5,642	727	4,915	204	68	136
2011.12月	1,116,847	1,111,618	557,963	553,655	195	13	182	0	0	0	4,649	581	4,068	386	187	199
2012.6月	1,105,389	1,098,890	551,253	547,637	209	13	196	0	0	0	6,038	2,105	3,933	252	145	107
2012.12月	1,047,913	1,040,913	511,460	529,453	473	99	374	0	0	0	6,302	2,792	3,510	226	133	93
2013.6月	1,061,005	1,055,263	518,435	536,828	542	399	143	130	65	65	4,868	3,030	1,838	203	117	86
2013.12月	853,899	848,496	420,923	427,573	455	336	119	0	0	0	4,815	3,000	1,815	132	57	75
2014.6月	785,138	778,259	388,359	389,900	367	244	123	0	0	0	5,999	3,683	2,316	514	59	455
2014.12月	710,060	703,691	347,293	356,398	261	157	104	0	0	0	5,664	3,193	2,471	444	50	394
2015.6月	563,688	557,162	274,400	282,762	112	112	0	0	0	0	6,144	3,280	2,864	270	49	221

〔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８章　証券化商品市場

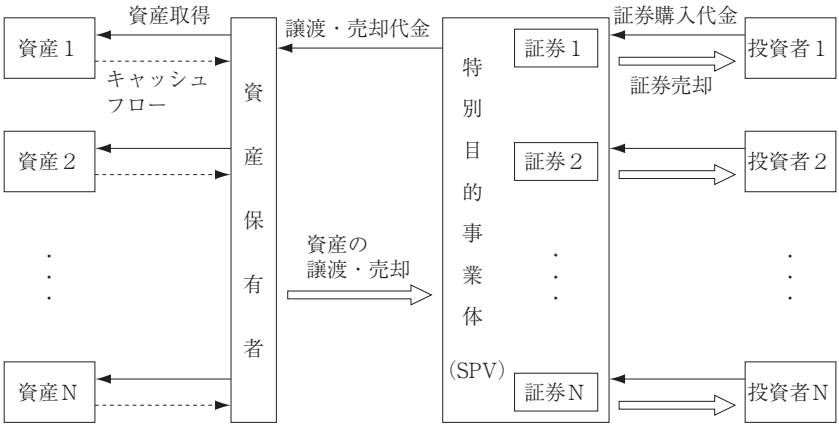
１．証券化商品とは　証券化とは，企業等が保有する収益を生み出す資産をプール（集合）し，その資産を所有する企業等のバランスシートから特別目的事業体（SPV）へ譲渡する。そして，SPV が，その資産から生み出されるキャッシュフローを裏付けとする証券を発行し，投資者に対して売却する手法を言う。このようなプロセスを経て発行された証券を一般的に証券化商品と呼ぶ。なお，証券化商品の裏付けとなる企業等が保有する資産としては，一般的に自動車ローン，住宅ローン，リース料，企業向け貸付けなどの債権，および商業用不動産等が利用されている。また，法（資産流動化法）解釈上，著作権，特許権などの知的財産権なども，証券化の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，不確実性のある収益を，確定された資金に変換することが出来るのである。同時に，資産保有者が，その資産の価格変動から解放されることも利点となる。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。

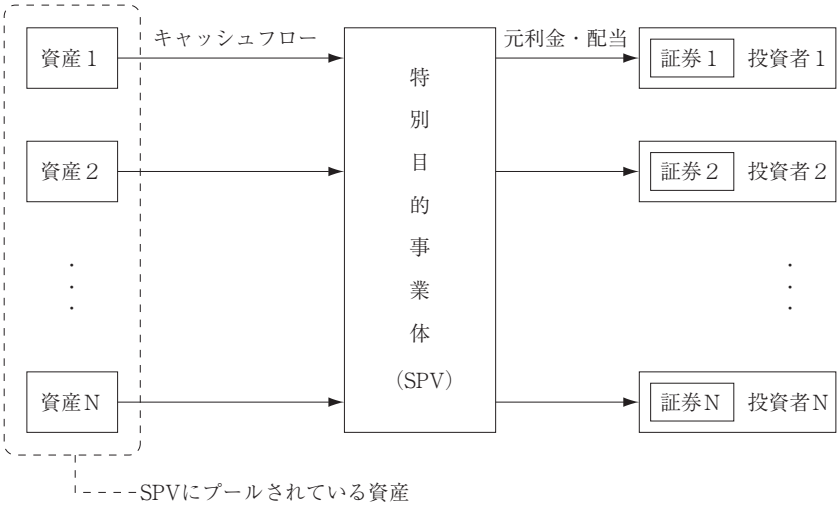
一方，投資者にとっての証券化商品は，新たな性格を持つ投資対象として価値を持つ。まず最初のポイントとして挙げられるのは，不動産の様な少額で購入することが難しかった資産に対し，投資することが可能となったことである。次に，資産を証券化する際，信用リスク等をコントロールすることにより，いくつか差別化したもの（優先劣後構造）が同時に発行出来るため，投資者が自分自身のニーズに合致した証券を購入しやすくなった点が挙げられる。右頁図で言えば，証券１から証券Ｎの発行条件を同一にせず，投資者１から投資者Ｎの選好に最も合致したものにすれば良いのである。例えば，利子，および償還金の支払いの優先順位について差違をつけること，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



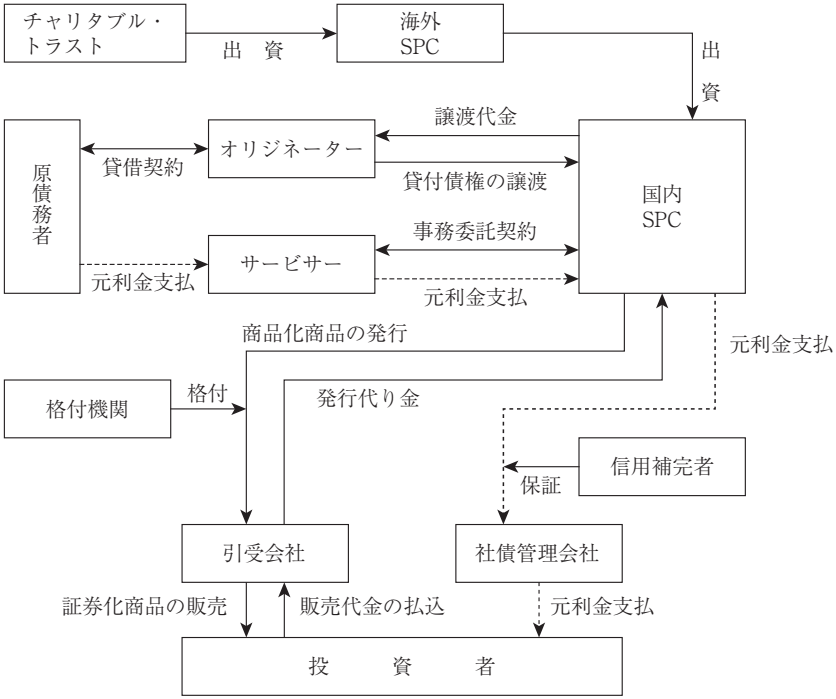
２．証券化商品の基本的な仕組み　一般的に，多くの証券化商品は以下の仕組みを用いて発行される。まず，証券化の対象になる住宅ローン，売掛債権などの資産の保有者（オリジネーター）が，その資産をSPVへ譲渡する。これにより，オリジネーターの貸借対照表から，当該資産が切り離され，SPVがそれを保有することになる。SPVの形態としては，「組合方式」，「信託方式」，「特別目的会社（SPC）方式」などがある。なお，資産流動化法に基づいて設立されるSPCは，特定目的会社（TMK）と呼ばれる。「SPC方式」を利用する場合，倒産隔離性（SPCを所有する企業等が倒産しても，影響を及ぼさないようにする）を確保するために，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

（SPCを利用したもの）



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」の施行により，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 CP（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。

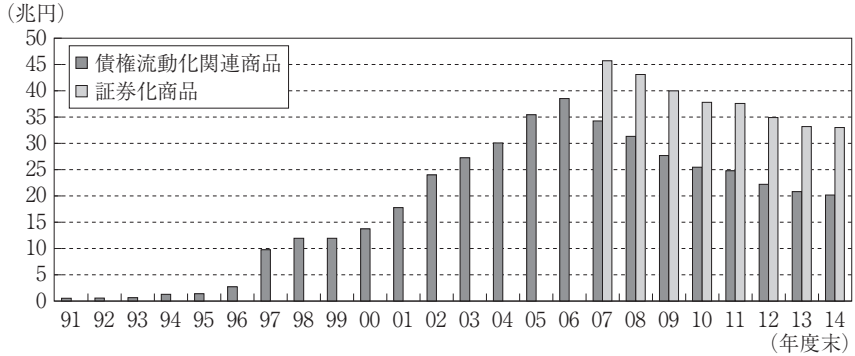
４．市場規模　日本銀行は，2011年から「証券化商品」の残高を2007年度末まで遡及して公表するようになった。この統計によると，2014年度末における「証券化商品」の残高は，33兆円になっている。株式・出資金，事業債，金融債の残高がそれぞれ1,056兆円，72兆円，12兆円程度であったことを考慮すると，民間の資金調達額全体に占める割合は未だに大きくないと言えるだろう。なお，最も証券化が進んでいるとされる米国における市場規模は，2014年度末において約364兆円（資産担保証券と公的モーゲージ・プールの合計値）となっている。

ただし，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），資産流動化法（2000年）などの法制度の整備を背景として，急成長を遂げたことは評価に値しよう。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，BIS 規制，早期是正措置を睨み，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ている。

次に，14年度末における「証券化商品」の担保資産等による内訳であるが，貸付債権担保住宅金融支援機構債券が最も多く，住宅貸付，企業間・貿易信用，企業・政府向けの順に続く。

なお，「証券化商品」の定義であるが，「債券流動化関連商品」と貸付債権担保住宅金融支援機構債券および不動産関連債券の合計値である。「債券流動化関連商品」は資金循環統計上の項目であり，債券流動化に関わる特別目的会社・信託が発行する資産担保証券および金銭債権信託の受益権である。貸付債権担保住宅金融支援機構債券および不動産関連債券は，特別目的会社・信託が発行するものでないが，実質的に証券化商品と見なせるため「証券化商品」に含められている。

証券化商品および債権流動化関連商品残高



年度末	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
資産流動化商品	0.5	0.6	0.7	1.3	1.4	2.7	9.8	11.9	11.9	13.7	17.8	24.0
証券化商品	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−	−
年度末	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14
資産流動化商品	27.2	30.1	35.5	38.5	34.2	31.3	27.7	25.5	24.8	22.2	20.8	20.2
証券化商品	−	−	−	−	45.7	43.1	40.0	37.8	37.6	34.9	33.2	33.0

〔出所〕　日本銀行『資金循環統計』を利用し作成

担保資産等による内訳の推移

（単位：兆円）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	構成比
資産流動化商品	27.7	25.5	24.8	22.2	20.8	20.2	61.1
貸出	19.8	17.7	16.5	14.7	14.1	14.2	43.2
民間金融機関貸出	16.2	14.8	14.0	12.5	12.0	11.9	36.1
住宅貸付	9.3	8.8	8.6	7.9	7.8	7.8	23.6
消費者信用	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9	1.0	3.0
企業・政府等向け	5.3	4.7	4.2	3.6	3.2	3.1	9.5
割賦債権	3.5	2.9	2.5	2.2	2.1	2.3	7.1
株式以外の証券	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	3.2
債権流動化関連商品	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	3.2
預け金	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	1.6
企業間・貿易信用	6.1	6.4	6.8	6.0	5.1	4.3	13.1
貸付債権担保住宅金融支援機構債券	8.4	9.0	10.1	10.6	10.9	11.0	33.3
不動産関連債券	3.9	3.3	2.7	2.1	1.5	1.8	5.5
合計	40.0	37.8	37.6	34.9	33.2	33.0	100.0

〔出所〕　日本銀行『資金循環統計』等を利用し作成

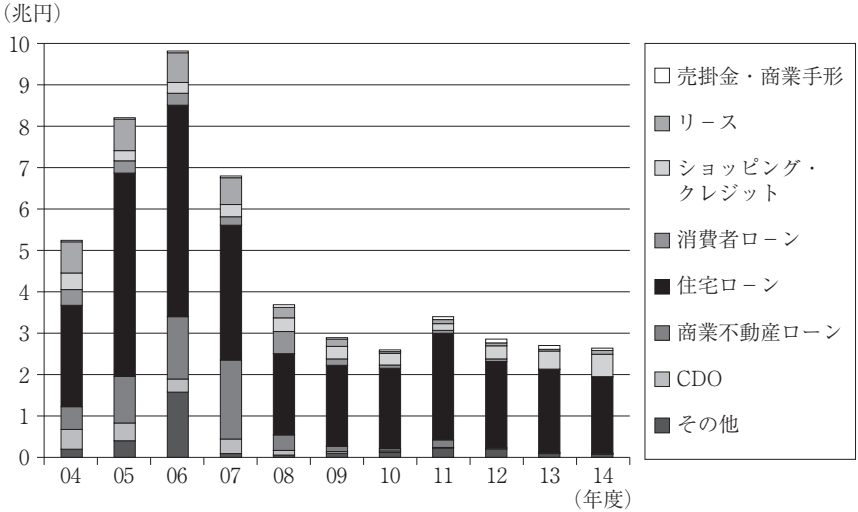
５．証券化商品の発行市場　証券化商品の発行市場の規模については，当事者間で取引の完結する私募形式で行われるものが多く，全貌を正確に把握することが難しい。現在，日本証券業協会では全国銀行協会と共同で，証券化商品のアレンジャー等から任意に発行に関する情報を受け付け，それらを取りまとめた上で，「証券化市場の動向調査」として公表している。それによると，わが国における証券化商品の発行額は2014年度には2.6兆円の規模に達したとしている。過去の水準との比較では，ピークとなる2006年度に9.8兆円まで拡大した後，サブプライム問題に端を発した景気悪化の影響による低迷期を経て，現在は横ばい状態にある。

担保に供される資産毎に見ても，ここ数年は横ばい傾向にある。ただし，住宅ローン，ショッピング・クレジット・売掛金・商業手形には回復基調が見られるのに対して商業不動産ローンやリースは低迷しており，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一層高まっており，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。

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，2014年度は0.06兆円であった。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。

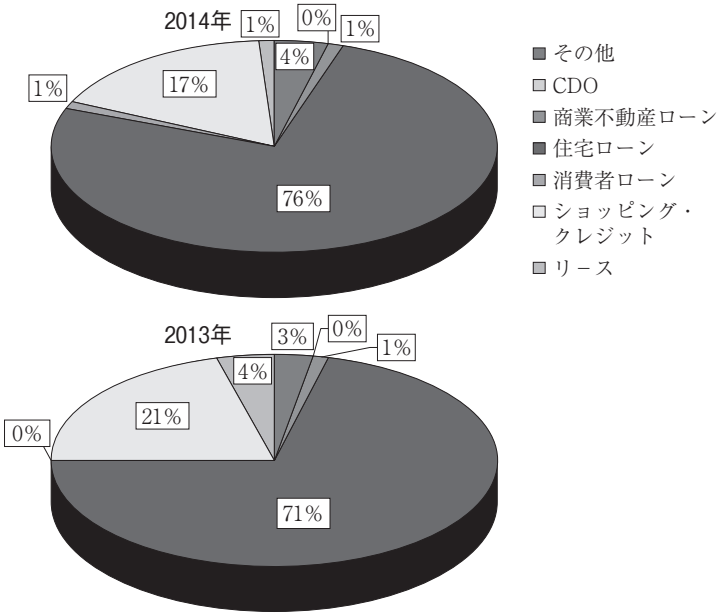
なお，証券化商品の引受を行う業者の現状であるが，大手および銀行系証券会社に案件が集中している。情報提供会社トムソン・ロイターによると，2014年度における証券化商品全体の引受額は，みずほフィナンシャルグループ，三菱 UFJ モルガン・スタンレー，三井住友フィナンシャルグループ，野村，三井住友トラスト・ホールディングスの順になっている。ここ数年，上位の顔ぶれに若干の変動があるものの，ほぼ変わらない。この結果は，引受業者の販売力，担保資産の調達力，証券化に関わる提案力等を反映していると言えよう。

証券化商品発行額



〔出所〕　日本証券業協会

担保資産別発行額内訳



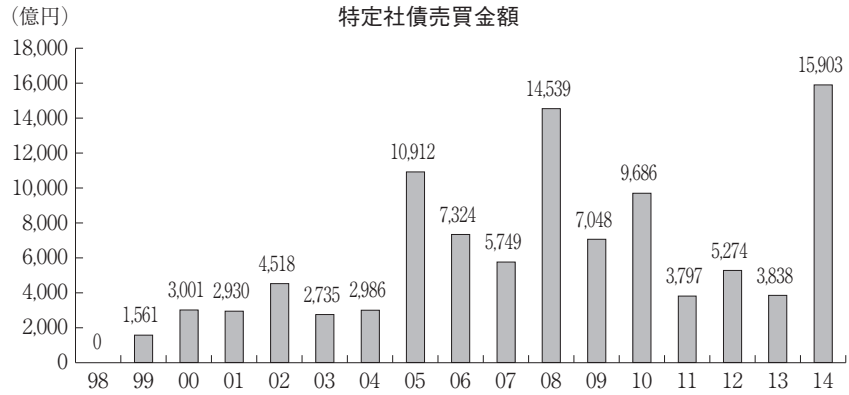
〔出所〕　日本証券業協会

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を除き，取引所での集中売買が行われていないのが現状である。これは，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つためであろう。よって，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。

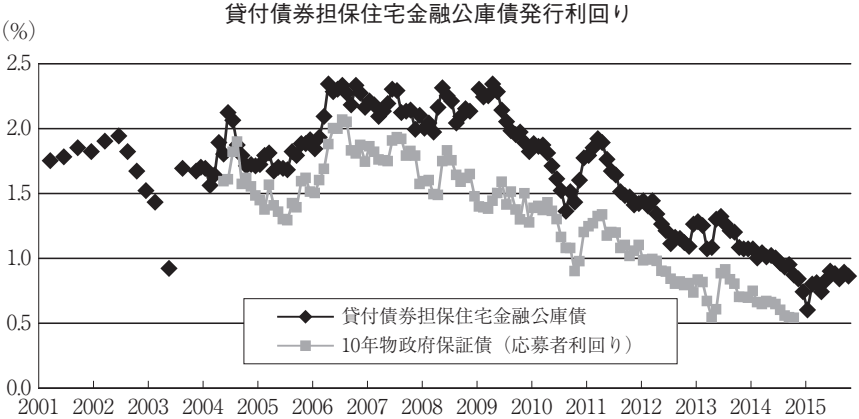
日本証券業協会が会員証券会社の報告に基づき集計した特定社債の売買金額は，1998年以降のデータしか存在しない。これによると，増減を繰り返しながら2014年にピークを記録している。また，売買金額を他の債券と比較すると，2014年全体で，特定社債が約1.6兆円，一般社債，電力債がそれぞれ30.8，2.3兆円となっており，統計がカバーする範囲が一部であるといえ，流通額は未だ発展途上と言えよう。なお，値付けを行っている証券会社についても，限定的であり，流動性がかなり低いものと推察される。一方，貸付債権担保住宅金融支援機構債券（統計上は財投機関債に分類）については，多数の証券会社が値付け業務に従事しており，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。

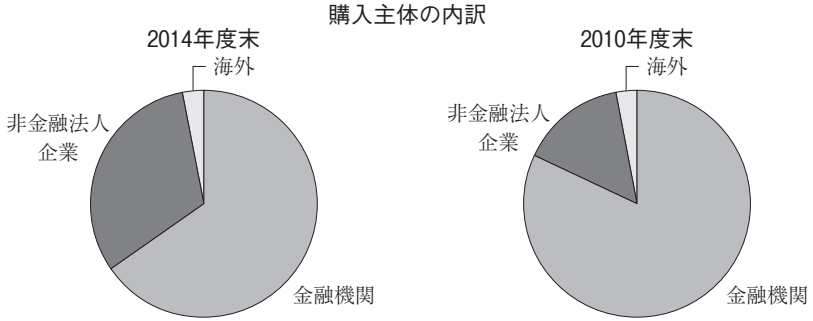
最後に購入主体であるが，日銀の資金循環統計の金融資産負債残高表によると，証券化商品とみなされる債権流動化関連商品の保有者は，非金融法人，金融機関がほとんどであることがわかる。この理由は，証券化商品が複雑な仕組みを持っており，十分に説明責任を果たせないため，家計部門に販売しづらいことなどに求められる。よって，現時点においてほとんど債権流動化関連商品を保有していないが，個人投資家の今後の潜在的なニーズを満たす可能性を持つのは，証券化商品を組入れた投資信託であると言えよう。



〔出所〕　日本証券業協会の「公社債店頭売買高」より作成



〔出所〕　日本銀行「金融経済統計月報」等より作成



〔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，14年12月末現在，上場銘柄数は51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	(a)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。 (b)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	純資産総額（億円）	売買高（万口）	売買代金（億円）
2001	2	2,314		810
2002	6	4,451	46	2,061
2003	10	7,088	100	5,057
2004	14	11,062	182	11,791
2005	26	18,937	297	20,551
2006	39	29,539	472	35,040
2007	41	35,910	811	74,428
2008	40	38,405	779	39,926
2009	40	38,733	618	22,423
2010	35	38,811	881	26,645
2011	34	40,211	1,058	28,664
2012	37	43,644	1,384	32,213
2013	45	53,200	3,570	87,800
2014	51	62,364	4,099	79,369

８．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かわりに，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。

９．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，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，国際決済銀行（BIS）の自己資本比率規制に対する対策，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することとなった。

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。

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９章　金融商品取引所等（１）

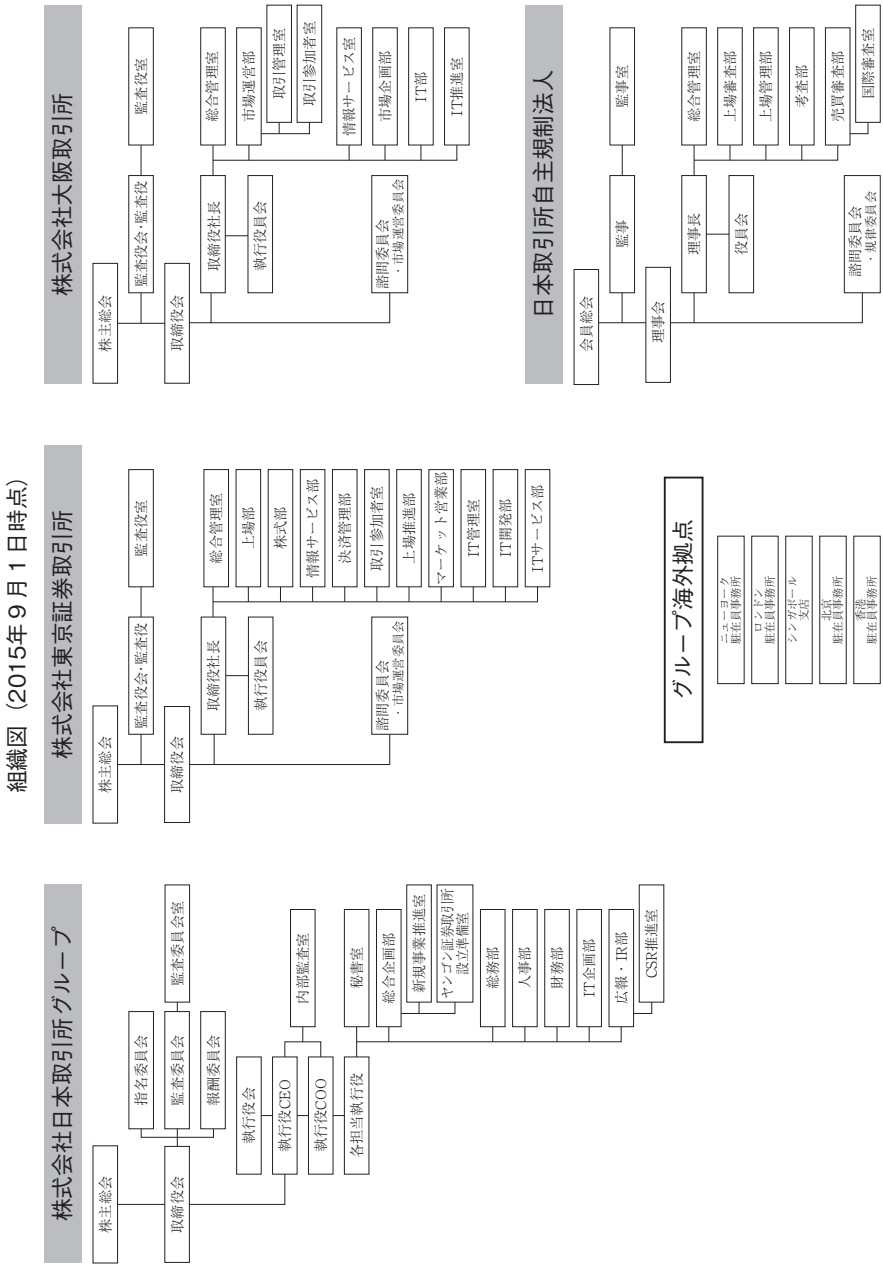
１．金融商品取引所の機能　証券取引所の基本的機能は，高度に組織化された市場を開設し，その市場に大量の需給を集中させることによって，有価証券の流通性を高めるとともに，需給を反映した公正な価格を形成し，かつその価格を公示することにある。

証券取引所の目的は，有価証券の売買等を行うために必要な有価証券市場を開設し，公益および投資者の保護に資するため有価証券の売買等が公正，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基本的な使命である。また，開設された有価証券市場は，有価証券への流動性付与と公正な価格形成の場の提供という機能を有し，投資者が安心して有価証券に投資できるとともに，企業の有価証券発行による円滑な資金調達を可能にしている。一方，公示される価格は，有価証券の担保価値や財産価値の基準となるとともに，景気動向を示す重要な指標でもある。さらに，証券取引所が開設する有価証券市場は，国民の経済活動を支える重要な役割を担っており，その開設には内閣総理大臣の免許が必要で，開設後の運営においても，監督を受けている。

従来，証券取引所は，会員組織の法人であることが証券取引法に定められていたが，2000年12月施行の証取法改正により，株式会社組織を選択することもでき，2001年４月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。また，2007年９月施行の金融商品取引法（旧証券取引法）では，自主規制委員会の設置や自主規制法人の設立が可能となった。法律の施行を受けて，2007年10月に東証は，持株会社を発起人とする自主規制法人を設立し，大証も自主規制委員会を設置した。こうした対応は，自主規制の担い手である証券取引所の公共性と，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ということを背景に，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。

また，金融取引システムの発展による国境を越えた市場間競争の激化を背景として，東証と大証は2013年１月，国内での確固たる地位確立，市場の魅力と利便性の向上およびグローバルな競争力強化を目的に，経営を統合した。

組織図（2015年９月１日時点）



２．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。

形式要件としては，①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，②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「虚偽記載又は不適正意見」,「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，①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，②事業を公正かつ忠実に遂行していること，③コーポレート・ガバナンスおよび内部管理体制が適切に整備され，機能していること，④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，⑤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通じて行われる。

新規上場する会社は，通常，市場第二部銘柄に指定され，上場後に第一部銘柄への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」20,000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，形式基準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）

2015年９月現在

形式要件	
純資産の額[1)] （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[2)]	＜連結＞最近２年間における利益の総額が５億円以上
株主数[3)] （上場時見込み）	800人以上
流通株式[4)] （上場時見込み）	a.：流通株式数：4,000単位[5)] 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
時価総額 （上場時見込み）	20億円以上
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
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」 最近１年間「無限定適正」
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）純資産の額とは，「純資産の部合計＋準備金等－（純資産の部に掲記される）新株予約権」で計算する。
２）利益の額とは，「経常利益（損失）金額」に，いわゆる少数株主損益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）には，利益の額の基準への適合を要しない。
３）株主数とは，１単位以上の株式を所有する者の数をいう。
４）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。
５）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。
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。

2015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

３．上場管理制度　証券取引所は，上場有価証券およびその発行者である上場会社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，上場会社の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，上場会社の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　東京証券取引所等の市場第一部・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　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，一定期間は（通常１ヵ月間）売買取引が継続される。

企業行動規範の項目概要（東京証券取引所）

2015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の決定義務 ・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 ・独立役員の構成 ・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）

2015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（所定の書面を提出する場合を除く）
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（所定の書面を３ヵ月以内に提出しない場合は３ヵ月）以内に10億円以上とならないとき等
⑤債務超過	２期連続債務超過となった場合（再生手続等により１年以内に債務超過を解消する計画がある場合のみ１年延長）
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（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ときは上場維持）
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（有価証券報告書等の提出期限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）
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
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
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
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／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

４．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（オークション）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等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，時間優先の原則および価格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1,000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6,000株（H 証券2,000株，I 証券4,000株）と，成行の買呼値4,000株（K 証券1,000株，M 証券3,000株）を対当させる。この時点では，成行の売呼値が2,000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2,000株および499円以下の売呼値6,000株（S 証券2,000株，R 証券4,000株）と，501円以上の買呼値8,000株（P 証券5,000株，N 証券2,000株，T 証券1,000株）を対当させる。その結果，売呼値が12,000株，買呼値が12,000株で，株数が合致する。

c　最後に，500円の売呼値3,000株（E 証券1,000株，F 証券1,000株，G 証券1,000株）と，500円の買呼値10,000株（A 証券4,000株，B 証券3,000株，C 証券2,000株，D 証券1,000株）を対当させる。しかし，売呼値が3,000株，買呼値が10,000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3,000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1,000株，合計3,000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15,000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2,000株買いたいという呼値をすると，A 証券の500円の売呼値3,000株のうち2,000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1,000株および B 証券の500円の売呼値3,000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4,000株および D 証券の501円の売呼値2,000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5,000株の売呼値をすると，499円の買呼値をしている F 証券の3,000株および G 証券の2,000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	2,000	D証券	N証券	501	2,000
A証券	N証券	500	1,000	K証券	F証券	499	3,000
B証券	N証券	500	3,000	K証券	G証券	499	2,000
C証券	N証券	501	4,000				

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。

５．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，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。

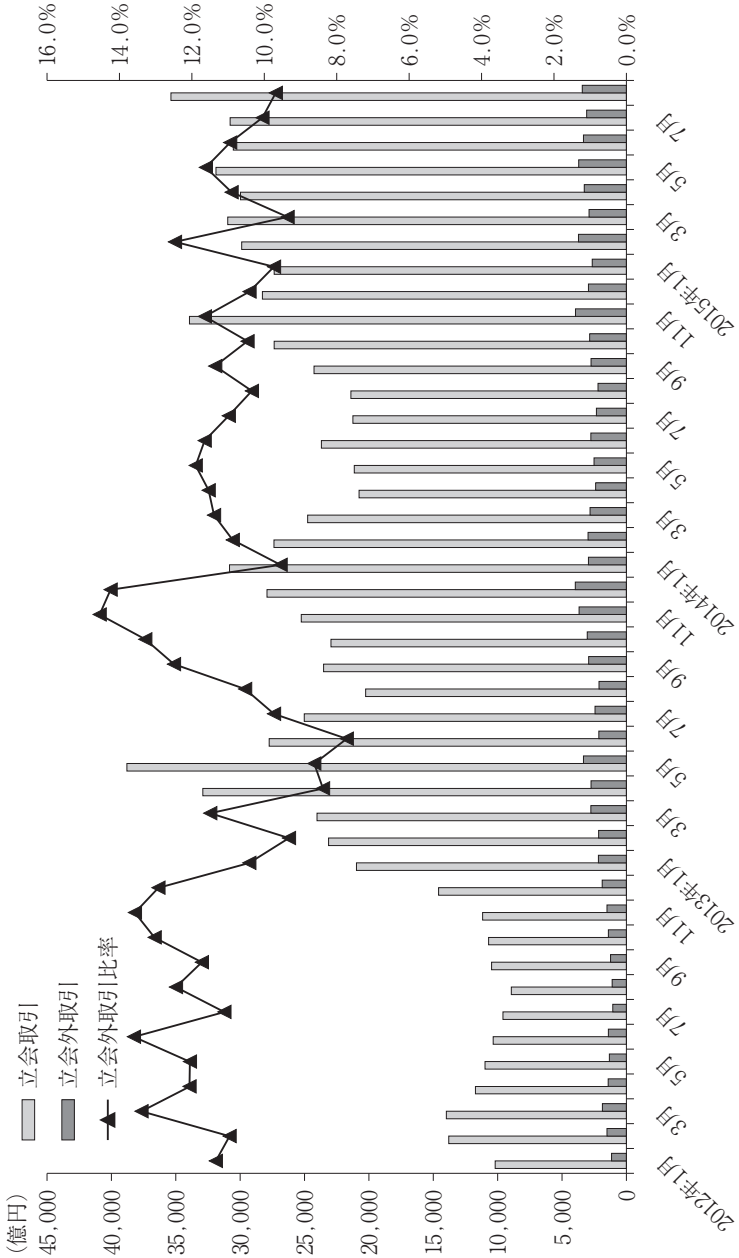
単一銘柄取引　個別銘柄を対象とし，原則，立会取引における直前の約定値段等の上下７％（７％を乗じた値が５円未満の場合には一律５円）における価格での執行を行う取引制度である。

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時の時間帯において，原則，各立会区分の最終約定値段（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，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



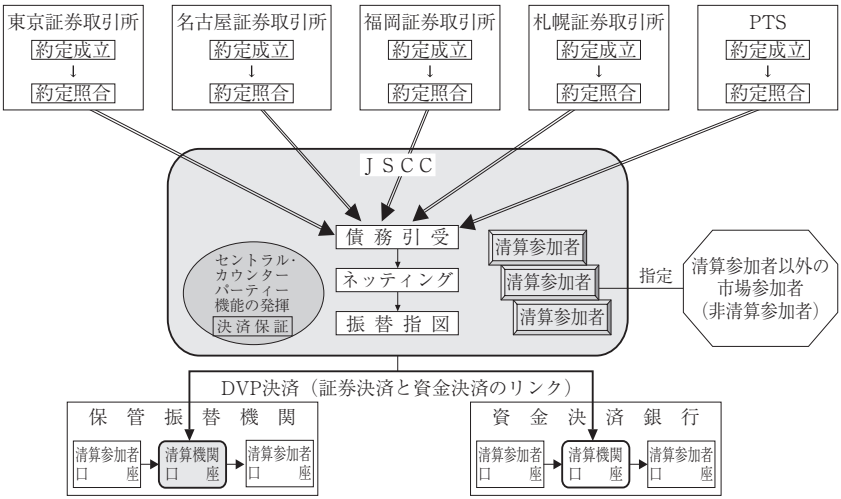
６．清算・決済制度（１）　証券取引所で行われた有価証券の売買は，株式会社日本証券クリアリング機構（以下，JSCC と略記）において，清算決済が行われる。JSCC の業務開始（2003年１月）以降，それまで各市場で行われていた有価証券の売買の清算および決済は，JSCC の下で統一的に行われている。

JSCC の清算資格を有する者を「清算参加者」といい，清算参加者は，各証券取引所で行った売買の決済を JSCC との間で行う。一方，清算資格を有しない者を「非清算参加者」といい，非清算参加者が各証券取引所で行った売買の決済は，当該非清算参加者があらかじめ指定した指定清算参加者との間で行われ，指定清算参加者が当該売買に係る JSCC との間の決済を行う。JSCC の主要な機能としては，①債務引受，②受渡証券，受払資金のネッティング，③振替指図，④決済保証が挙げられる。

JSCC は，証券取引所での売買が成立すると同時に，当該売買により生じた債務（証券の引渡しまたは売買代金の支払い）を引き受ける（債務引受）とともに，当該債務に対当する債権を取得する。JSCC は，各清算参加者の証券（銘柄毎）および売買代金（全銘柄合計）に係る売付数量と買付数量を相互にネッティングし，その差額を受け渡す。これにより，証券および資金の効率的な利用と，事務処理の合理化を図っている。ネッティング後，JSCC は JSCC 口座と清算参加者口座間の振替を行うため，受渡証券の受渡数量を証券保管振替機構に，受払資金額を日本銀行または JSCC の指定する銀行（資金決済銀行）に対し指図する（振替指図）。この一連の清算・決済の過程において，JSCC は，決済当事者として決済を履行し，その履行を保証する（決済保証）。このため，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。

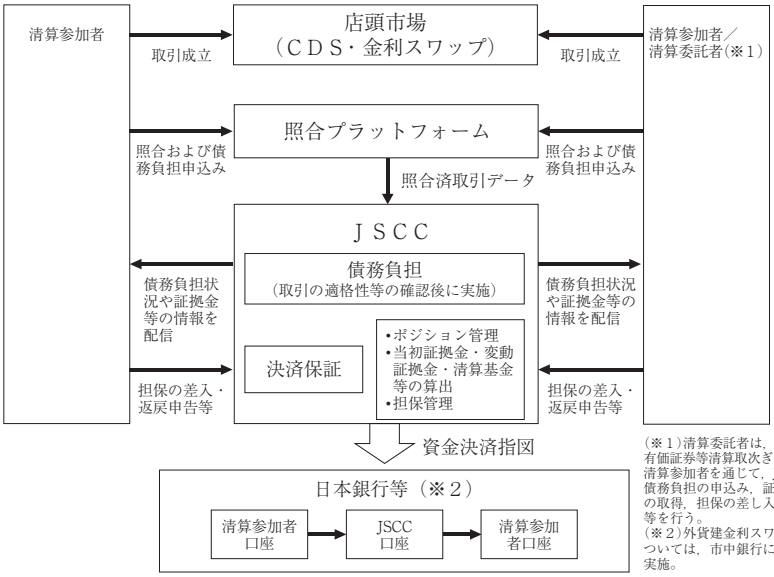
なお，JSCC は店頭取引の分野でも清算機能を提供している。2010年には，PTS での有価証券の売買を清算対象に加えた。また，金融危機を契機に，店頭デリバティブ取引の安全性，透明性向上が課題となり，各国で標準化された店頭デリバティブ取引は，清算機関を通じた決済が義務付けられる（清算集中）など，規制改革が進んだ。このような状況の中で，JSCC は2011年には CDS 取引，2012年には金利スワップ取引の清算業務を開始している。また，2013年10月には日本国債清算機関と統合し，国債店頭取引も清算対象としている。

JSCC を利用した清算・決済のイメージ（取引所取引）



＊各市場における清算・決済業務をJSCCに一元化したことにより，決済の効率性および安全性が向上した。
＊2010年７月より，PTS（Proprietary Trading System）：私設取引システムにおいて成立した有価証券の売買について債務の引受けを開始した。

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。

７．清算・決済制度（２）　JSCC では，株券等（証券保管振替機構で取り扱う有価証券）の売買の決済について，決済リスクの中でも主要な元本リスク（資金または有価証券を交付した後に，その対価を受け取れないリスク）を排除するため，DVP 決済（Delivery Versus Payment：資金と証券の引渡しを相互に条件付けた決済方式）を採用している。

JSCC の DVP 決済制度は，リスクの削減を図りつつ，決済の効率性を確保するための工夫がされている。まず，ネッティング方式の DVP 決済が採用されている。また，DVP 決済では，基本的に資金決済（支払）の結了が確認できるまで証券の受領はできない。ただ，これでは，清算参加者と非清算参加者や顧客との受渡しを含む，証券決済全体の円滑性が損なわれるおそれがある。そこで，有価証券を早期に受領するための仕組みも採用されている。

具体的には，下記①から③の合計額に相当する有価証券を資金決済終了以前に受領することを可能としている。

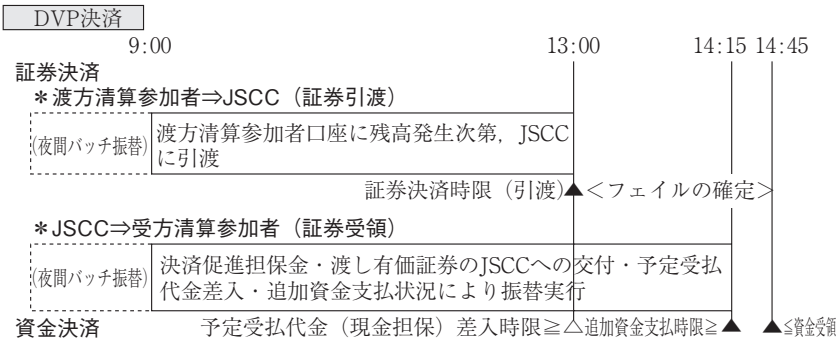
①現金担保として差し入れられた予定受払代金（現金担保は資金支払時限に資金決済に係る支払いに充当される。なお，予定受払代金が，フェイルの有無により確定した決済代金の額と異なる場合には，当該差額について資金支払時限である午後２時15分または資金受領時刻である午後２時45分に調整のための資金の授受が行われる）

②決済促進担保金（JSCC に差入れる任意の担保）

③引渡し済み有価証券の価値

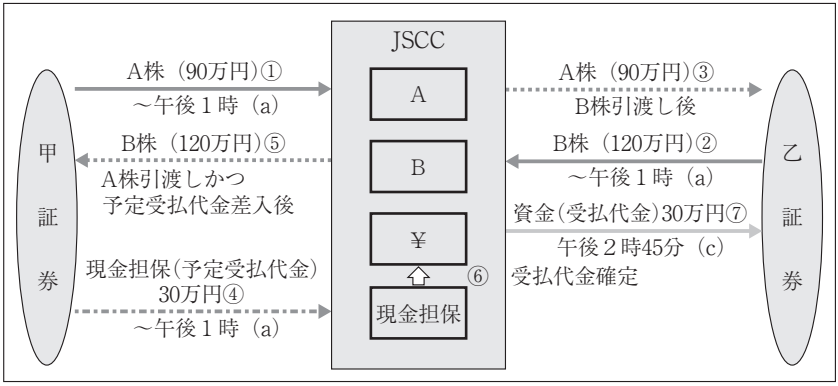
また，DVP 決済では，決済日に有価証券を引き渡すことができない場合（フェイル）は，当該有価証券およびこれに対応する決済代金の授受を翌日に繰り越し，繰り越された日の決済分と再ネッティングした上で授受することとしている。ただし，決済日を遵守することが基本であることから，無制限にフェイルの継続を容認するのではなく，遅延損害金等のペナルティおよび被フェイル清算参加者の権利として，バイイン（フェイルに係る有価証券の強制買付および引渡し）といった仕組みが併設されている。

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 証券決済時限及び現金担保（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時までにク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。

８．株式等振替制度　上場会社の株式は，株券が廃止されたことに伴い，株主権の管理は振替機関である株式会社証券保管振替機構（以下，保振と略記）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で，電子的に行われている。

株式等振替制度の対象有価証券は，内国上場株式のほか，内国転換社債型新株予約権付社債（CB），投資口（REIT 等），協同組織金融機関の優先出資，新株予約権，上場投信の受益権（ETF），受益証券発行信託の受益権（JDR）などである。

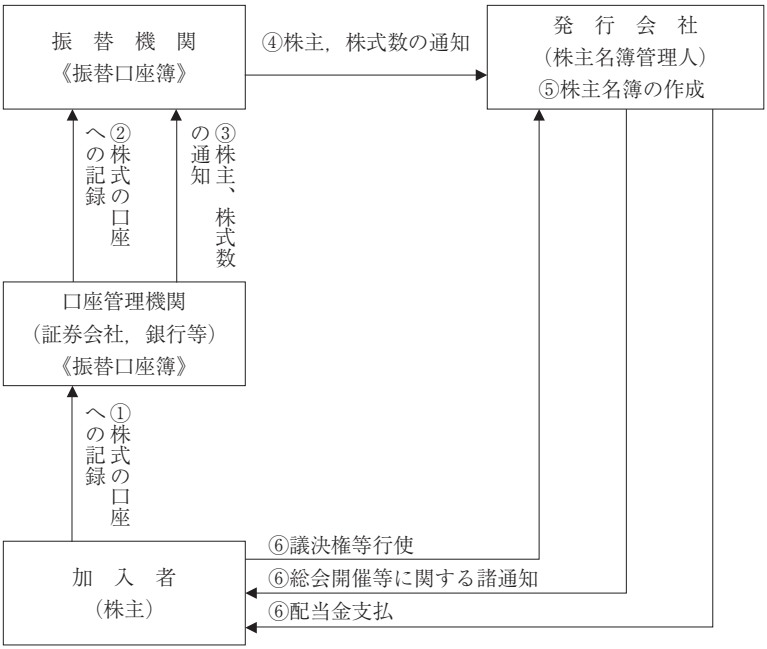
株式等振替制度の概要は次の通りである。

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

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

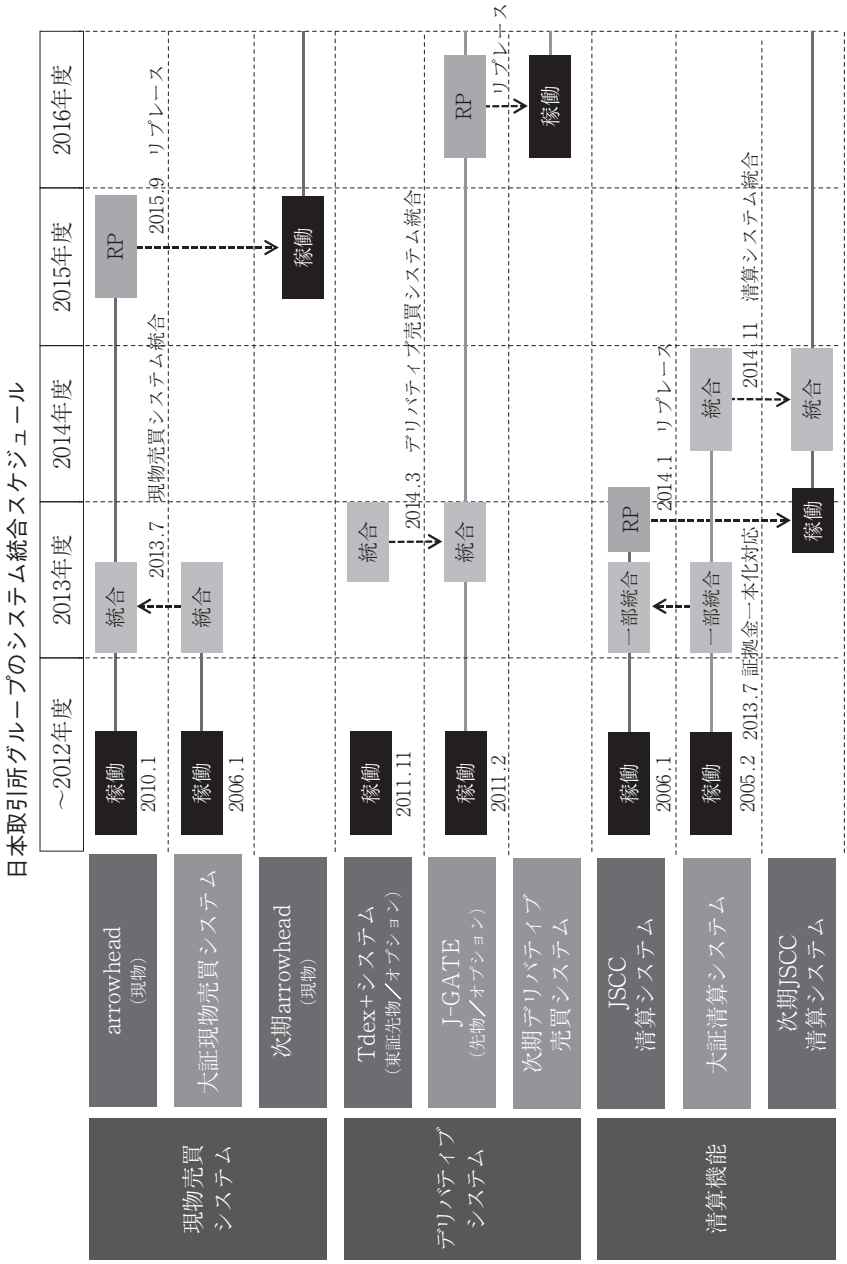
株式売買システムは，東京証券取引所の現物市場で，注文発注・注文の付け合せ・約定通知作成・「板」の問い合わせ等を行うためのシステムで，立会内および ToSTNeT 取引（立会外取引）の株式・CB（転換社債型新株予約権付社債券）等に係る売買取引を処理している。取引参加者からの注文入力等は，主に取引参加者の社内システムと，取引所の売買システムを直接接続して行われている。

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，2015年９月にリニューアルを行った「arrowhead」および2011年11月に稼働した「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，既存の arrowhead をベースに，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，リニューアルを実施した。

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。

相場報道システムは，公正な価格形成と円滑な流通を図るため，有価証券取引で生じる相場情報の提供を目的としたシステムである。売買システムで取扱っている銘柄に関する市場情報は，相場報道システムを通じて取引参加者である金融機関，情報ベンダー，新聞・通信社等へ提供されている。

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いる。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。



〔出所〕　日本取引所グループ「ITマスタープラン」2015年４月版

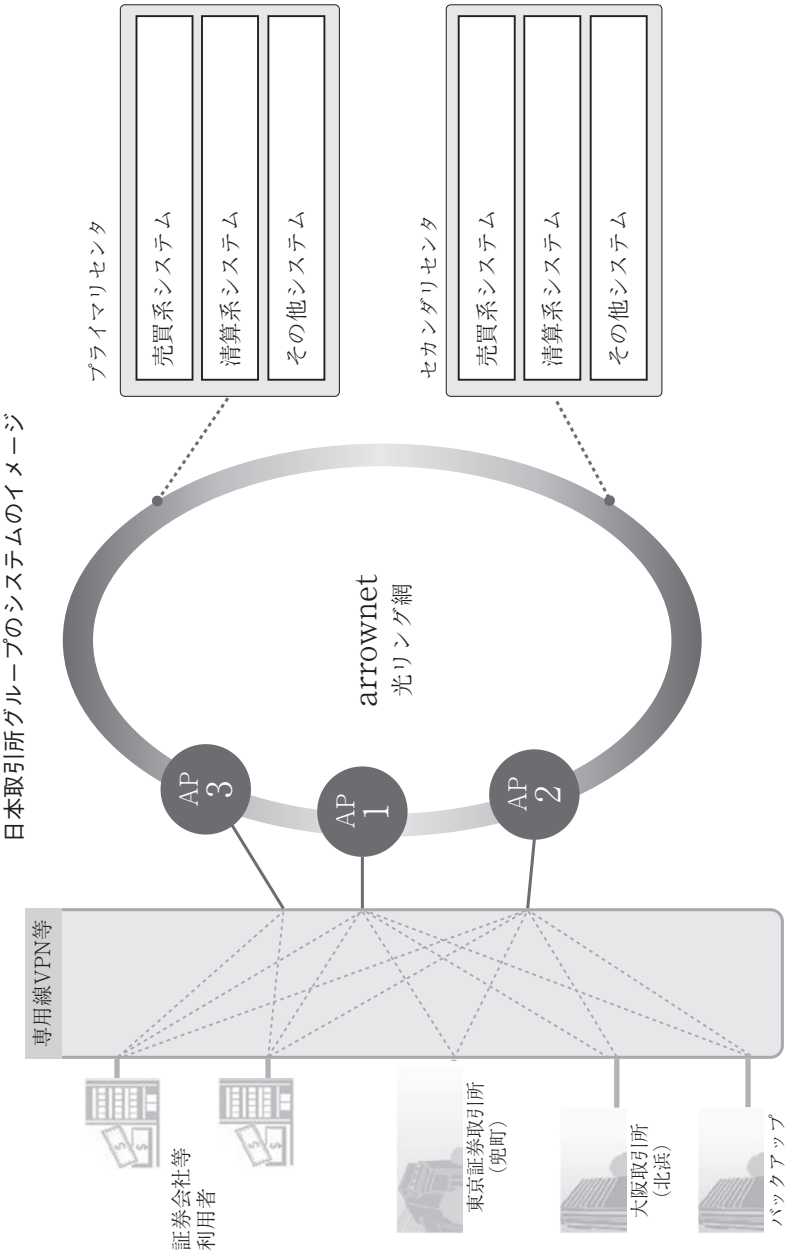
10. 金融商品取引所（証券取引所）のシステム化（２）　デリバティブ市場を支える売買システムおよび清算システムについて概説する。

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」の問い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，取引形態を備えている。また，このシステムは，さらなるグローバル化の推進のため，NASDAQ OMX グループの CLICK XTTM をベースに開発されたシステムであり，世界水準のパフォーマンスを発揮するとともに，安定性および信頼性についても高水準を確保している。

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，まず，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。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。



〔出所〕　日本取引所グループ「ITマスタープラン」2015年４月版

第10章　金融商品取引所等（２）

１．新興市場の歩み　戦後，証券取引所が閉鎖された時期，株式の売買は店頭取引とそれが組織化され集団取引によって行われた。取引所再開後も，店頭取引は活発に行われ，1949年６月に店頭売買承認銘柄制度が創設された。その後，1961年に東京，大阪，名古屋市場に第二部市場が開設されると，店頭売買承認銘柄のほとんどが二部市場に吸収され，廃止された。しかし，高度成長を背景に非上場会社の資本調達の場は必要であり，1963年には，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。これが，現在のJASDAQ市場の創始である。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として，成長，ベンチャー企業の資金調達の場として機能してきた。

1998年には証券取引法が改正され，株式店頭市場の位置づけは，従来の取引所市場の補完市場から，店頭売買有価証券市場として取引所市場と並列する市場となった。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」と市場統合し，2013年７月からは東証と大証の経営統合に伴い，「JASDAQ」として東証により運営されている。

また，東証では1999年，新興企業向け市場「マザーズ」が創設された。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，高成長が見込める企業であれば，債務超過や経常赤字企業であっても上場が可能とされた。新興企業に，成長過程初期段階から証券市場を通じた資金調達を可能とさせ，投資者には成長企業への投資機会が提供された。ただ，その後，一部の上場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るとともに，金融商品取引法でも四半期報告制度や内部統制制度が整備され，投資者保護が強化された。

一方で，2004年をピークにマザーズの新規上場会社数は低迷を続け，2010年には新規上場以前から継続して，財務諸表の虚偽記載を行っていた事案が複数発覚し，マザーズの信頼性低下が問題となった。こうした状況を踏まえ，東証では，2011年に信頼性向上と活性化の観点からマザーズの上場制度を見直し（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合理性を評価することへの上場審査手法の変更など），新規上場会社は増加に転じている。

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
2002年（平成14年）４月	J-Stock 銘柄を選定し，J-Stock Index を算出開始
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
2010年（平成22年）10月	JASDAQ・NEO・ヘラクレスを統合し「新 JASDAQ」を開設 JASDAQ-TOP20銘柄を選定し，JASDAQ-TOP20指数を算出開始
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	マザーズ開設
2000年（平成12年）11月	マザーズにおける外国会社向け上場制度の新設 マザーズの健全性の確保 ・上場申請の受付における事前確認（引受証券会社との間で行う健全性の確認）の実施 ・上場審査における審査精度の向上（反社会的勢力との関係に関する調査の対象拡大等）
2002年（平成14年）５月	マザーズ上場制度の見直し ・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および上場廃止基準の新設 ・上場に際しての公募要件の新設
2003年（平成15年）９月	東証マザーズ指数の算出開始
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） ・売上高に関する上場審査基準の廃止 ・売上高に関する上場廃止基準の緩和（上場後５年間は適用除外）
2009年（平成21年）11月	マザーズの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 ・年２回以上の会社説明会開催の義務付け
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

２．新興市場のコンセプト

マザーズのコンセプト

「マザーズ」は，既存の市場第一部・第二部とはコンセプトの異なる新興企業向け市場として1999年に創設された。市場創設後も，市場特性の明確化や信頼性向上および活性化に向けた上場制度の整備を行っている。「マザーズ」では，上場を希望する会社に，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」を有することが求められている。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，比較的緩やかな上場廃止基準の適用は上場後10年までとし，それ以後は，本則市場の上場廃止基準と同水準の基準が適用されるとする上場廃止基準の強化が行われるとともに，上場後10年を経過すれば，マザーズへの上場継続か，市場第二部への上場市場の変更かを選択しなければならないと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。なお，マザーズへの上場継続には，時価総額が40億円以上であるか，外部専門家の作成した高い成長可能性に係る確認書を提出することが必要となる。

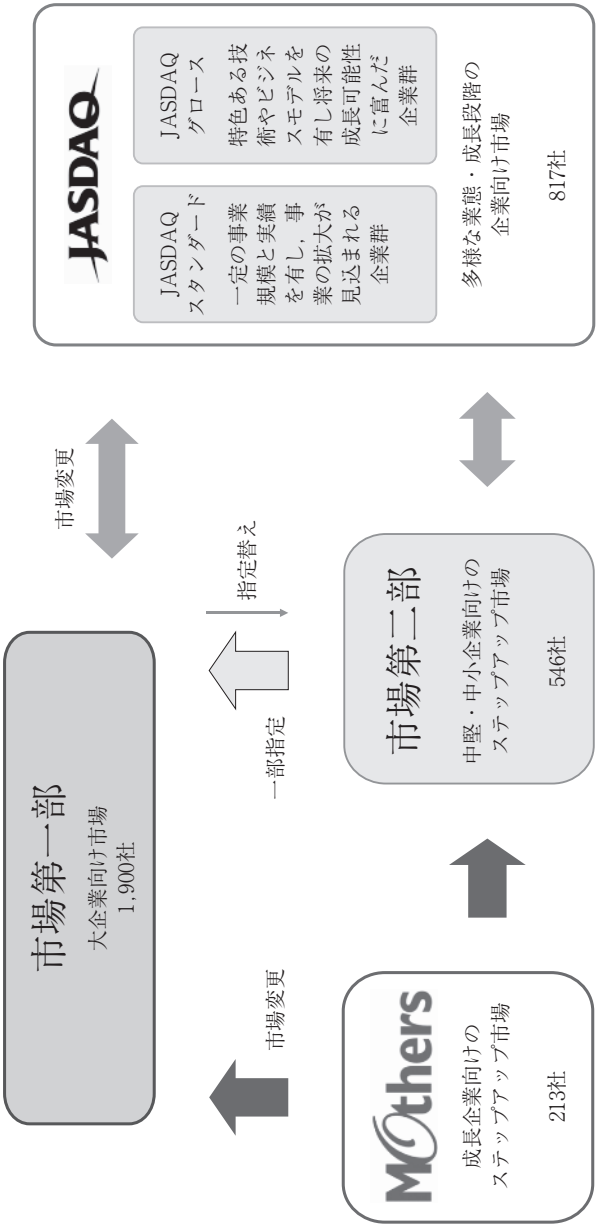
JASDAQ のコンセプト

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ともに，投資家にとって魅力的な投資機会を提供する」との基本理念の下，幅広い企業が資金調達できるよう，「JASDAQ スタンダード」と「JASDAQ グロース」の二つに区分されている。

「JASDAQ スタンダード」では，一定の事業規模と実績を有し，事業の拡大が見込まれる企業群を対象とし，「JASDAQ グロース」では，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群を対象としている。

また，JASDAQ では，「信頼性」，「革新性」，「地域・国際性」の三つの市場コンセプトを掲げている。そして，これらを通じて，国内最大の新興市場としての持続的な発展の基盤を固め，オリジナリティーに溢れる，世界のベンチマークとなる新興市場となることが目指されている。

東証市場におけるマザーズ，JASDAQ の位置づけ



（2015年 8 月現在）

３．新興市場の新規上場制度

新興市場の上場基準の概要　新興市場の上場審査基準は，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。

マザーズの上場基準　マザーズは，近い将来の市場第一部へのステップアップを視野に入れた成長企業向けの市場である。そのため，新規上場を希望する会社には，「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。

マザーズの新規上場基準には，市場第一部・第二部と同様，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，そして，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。

実質要件には，マザーズの市場コンセプトを踏まえ，「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 の上場基準　JASDAQ の新規上場基準は，市場第一部・第二部同様，形式要件として株主数や流通株式時価総額，純資産の額，利益の額などを求めている。なお，上場日の流通株式時価総額は５億円以上とし，流通株式数や流通株式比率に係る基準は設けていない。また，純資産の額，利益の額は，「JASDAQ スタンダード」，「JASDAQ グロース」の市場特性を踏まえ，異なる基準としている。

実質要件も，「JASDAQ スタンダード」，「JASDAQ グロース」の市場特性を踏まえ，「事業活動の存続に支障を来す状況にないこと」や「成長可能性を有していること」などが定められている。

マザーズ・JASDAQ の上場の概要

2015年９月現在

形式要件			
	マザーズ	JASDAQ	
		スタンダード	グロース
純資産の額 （上場時見込み）	－	２億円以上	正であること
利益の額 （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）	－
株主数[1)] （上場時見込み）	300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	
時価総額 （上場時見込み）	10億円以上	－	
事業継続年数	新規上場申請日から起算して１年前より前から取締役会を設置して事業活動を継続	－	
財務諸表等	直前２期「虚偽記載」なし		
監査意見	直前２期「無限定適正」又は「限定付適正」 直前期「無限定適正」		
その他	上場会社監査事務所による監査[4)]，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．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		

４．新興市場の上場管理制度　新興市場の上場管理制度も市場第一部・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，規則の遵守について上場会社との間で締結する上場契約を，規則の実効性の担保としている。

会社情報の適時開示等　東証では「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，上場会社の重要な会社情報の適時開示を義務づけている。

基本的に，市場第一部・第二部の上場会社とマザーズやJASDAQの上場会社における会社情報の適時開示義務は同一であるが，マザーズ上場会社に対しては，投資者の投資判断材料の充実を図るため，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では，JASDAQグロース上場会社に対して，適時開示における単年度の業績予想とは別に，中期経営計画を策定，提出すること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ており，提出された中期経営計画は公衆の縦覧に供されている。

企業行動規範　新興市場でも，市場第一部・第二部と同様，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，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　東証の場合,「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，市場第一部・第二部と同様である。

マザーズでは，マザーズに対する投資者の信頼獲得および魅力向上や，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」に係る上場廃止基準を設けている。

JASDAQでも，市場の信頼性を確保するための「業績」に係る基準や，一定期間著しく株価が低位である上場銘柄を排除するため,「株価」に係る基準等を設ける一方，上場市場区分をスタンダードとグロースとに整理したことに伴い，それぞれの特性に応じて上場廃止基準を改廃するなど，市場全体の質の維持・向上を図っている。

上場廃止基準の概要（東京証券取引所）

2015年９月現在

	マザーズ	JASDAQ
①株主数	150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：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（所定の書面を提出する場合を除く）	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）
③債務超過	２期連続債務超過となった場合[1]（再生手続等により１年以内に債務超過を解消する計画がある場合のみ１年延長）	２期連続債務超過となった場合（再生手続等により１年以内に債務超過を解消する計画がある場合のみ１年延長）
④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	－
⑤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]	－
⑥時価総額	５億円に満たない場合において，９ヵ月（所定の書面を３ヵ月以内に提出しない場合は３ヵ月）以内に５億円以上とならないとき等	－
⑦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（所定の書面を３ヵ月以内に提出しない場合は３ヵ月）以内に当該価格の１割以上に回復しないとき[3]	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
⑧業績	－	最近４連結会計年度における営業利益及び営業 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[4]
⑨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連結会計年度の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
⑩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（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ときは上場維持）	
⑪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	
⑫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	
⑬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	
⑭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）	
⑮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	
⑯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	
⑰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	
⑱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	
⑲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．上場後３年間において債務超過の状態となった場合除く
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．平成21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
４．JASDAQ グロースの上場会社である場合には，最近４連結会計年度に新規上場申請日の属する連結会計年度の翌事業年度から起算して５連結会計年度が含まれる場合を除く

５．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一定の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について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との間で相対取引で行われることから「店頭取引（Over-the-counter：OTC 取引）」と呼ばれる。証券取引所上場株式については，それぞれの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証券取引所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ほか，15年５月には株式投資型クラウドファンディングや株主コミュニティの制度を発足させ，一定の銘柄について投資勧誘を行えることとした。その他に取引される未上場株式は「青空銘柄」と呼ばれている。

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（予定）。

６．店頭有価証券等

①青空銘柄　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，いわゆる「青空銘柄」（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，青空銘柄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
（現在該当銘柄なし）

店頭有価証券
（青空銘柄）

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）

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）

グリーンシート銘柄
フェニックス銘柄
（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）

７．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。

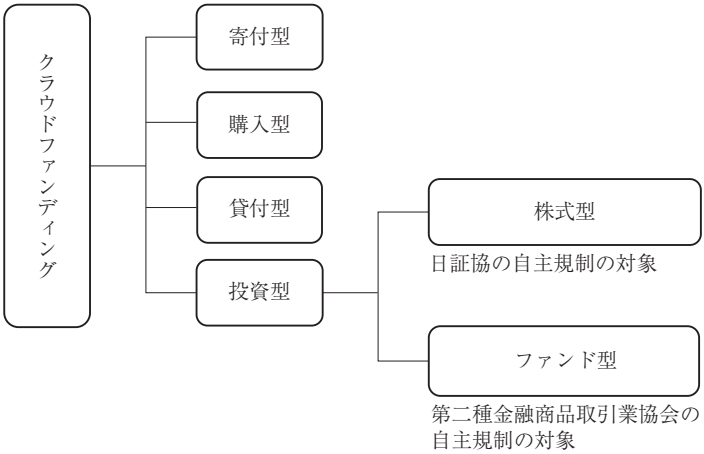
クラウドファンディングは，インターネットを利用することにより，小規模の資金調達でも，低コストかつ広範囲に，多数の資金提供者から少額ずつ資金を集めることが可能となり，近年急速に普及が進んでいる。これを受け，新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進の観点から，15年５月，店頭有価証券の発行を通じた資金調達を可能とするため，株式投資型クラウドファンディングの制度が整備された。

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）。

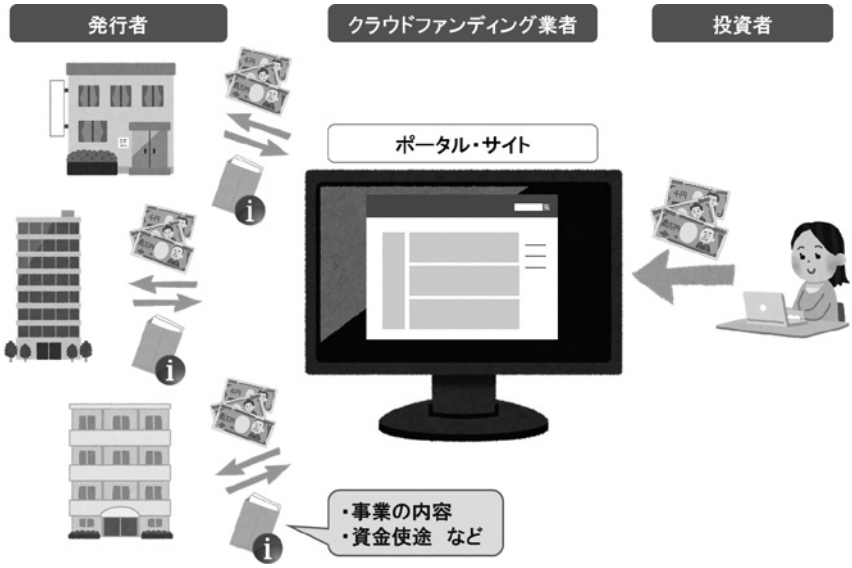
②少額要件および勧誘手法併用の禁止　株式投資型クラウドファンディングでは，多数の投資者から少額ずつ資金を調達するというクラウドファンディングの特徴に鑑み，少額要件として，発行者一社当たりの資金調達額が年間１億円未満，投資者一人当たりの同一発行者への投資額が年間50万円以下という制限が設けられている。また，非上場の株式や社債をかたった投資詐欺が後を絶たない状況に鑑み，投資勧誘の方法を①インターネットのウェブサイトによる方法および②当該ウェブサイトの利用を前提とする電子メールによる方法に限定しており，電話および証券会社等の訪問による投資勧誘は禁止されている。

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。

クラウドファンディングの類型



株式投資型クラウドファンディングの概念図



８．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。

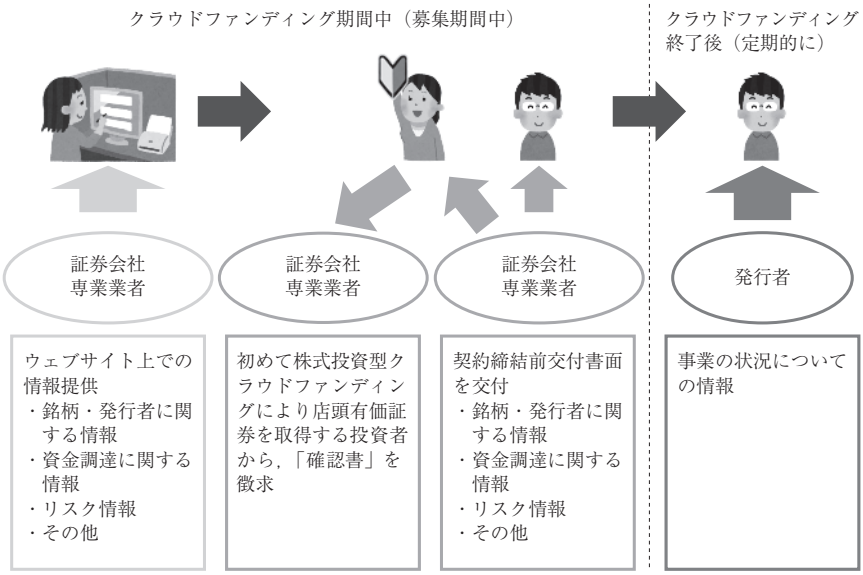
⑦業務管理体制の整備等　証券会社等は，法令・自主規制規則を遵守しながら株式投資型クラウドファンディングを適切に遂行するために，必要な社内規則の作成および業務管理体制の整備をしなければならない。また，自社の株式投資型クラウドファンディングの取扱方法等を示す取扱要領を作成し，それを自社のウェブサイトにおいて投資者が閲覧可能な状態に置かなければならない。

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。

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

株式投資型クラウドファンディングにおける投資者への情報の提供・書面の授受



９．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」を運営しているが，新興市場における上場基準の引下げにともなう上場市場の補完的役割としての存在意義の低下や，上場会社と大差のない開示負担（金商法レベルの会社内容説明書およびインサイダー取引規制の適用に伴う適時開示義務）により，その利用は低迷している状況にある。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。

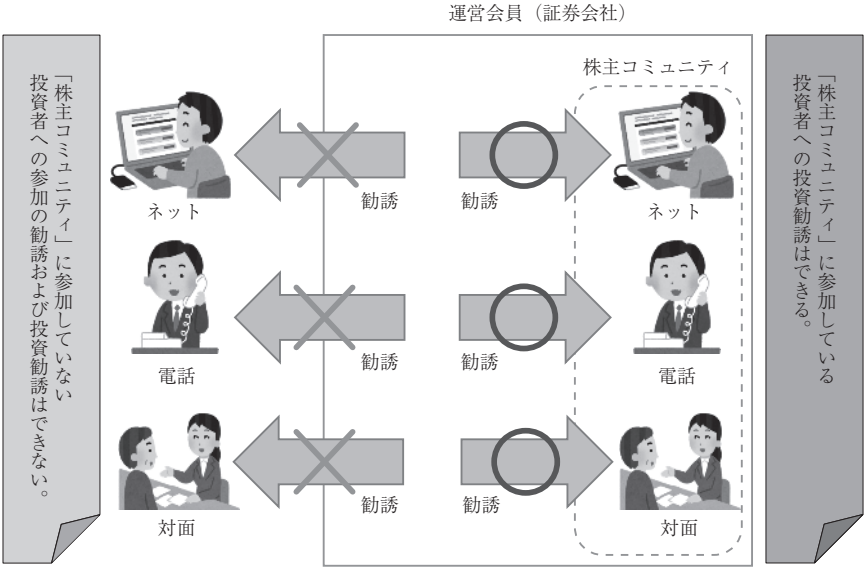
②運営会員の指定および指定取消し　証券会社が，株主コミュニティを組成・運営するためには，日証協に届出を行った上で運営会員としての指定を受けなければならない。日証協は，届出書類に不備がないと認める場合は，運営会員としての指定・公表を行うが，当該証券会社が法令・自主規制規則に違反する等の事由により必要であると認める場合は，指定しないことができる。

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　株主コミュニティへの参加は，投資者からの自発的な申出によることとされているため，運営会員は，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。

株主コミュニティ銘柄の店頭取引は，運営会員が運営している株主コミュニティの参加者間または参加者と運営会員との間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。
　・参加していない投資者への投資勧誘は認めない。
　・参加していない投資者への参加の勧誘も認めない。
　・株主コミュニティ銘柄に関する基本的な情報のみ，参加していない投資者にも提供
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
10．グリーンシート銘柄制度は2018 年３月31日限りで廃止

10. 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および発行者の財務状況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，運営会員は，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）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。

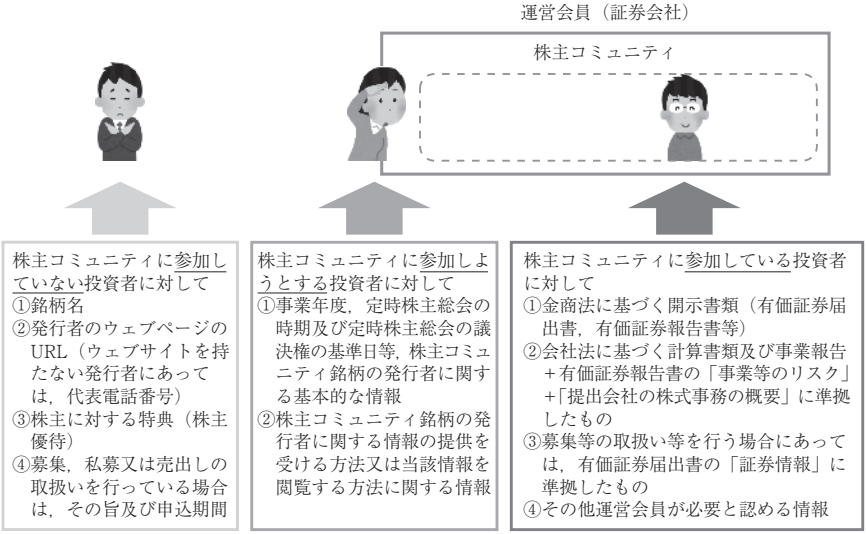
また，運営会員は，株主コミュニティ銘柄の店頭取引を初めて行う投資者から，リスク，手数料等の内容を理解し，投資者の判断と責任において当該店頭取引を行う旨の確認を得るため，あらかじめ，これらを説明した上で，確認書を徴求するとともに，投資者に対し，少なくとも当該店頭取引に係る特有のリスク等（金商法に基づく開示または証券取引所での適時開示と同等程度の開示は義務付けられていないことなど）を含む，個別銘柄に関する契約締結前交付書面を当該店頭取引の都度交付しなければならない。

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。

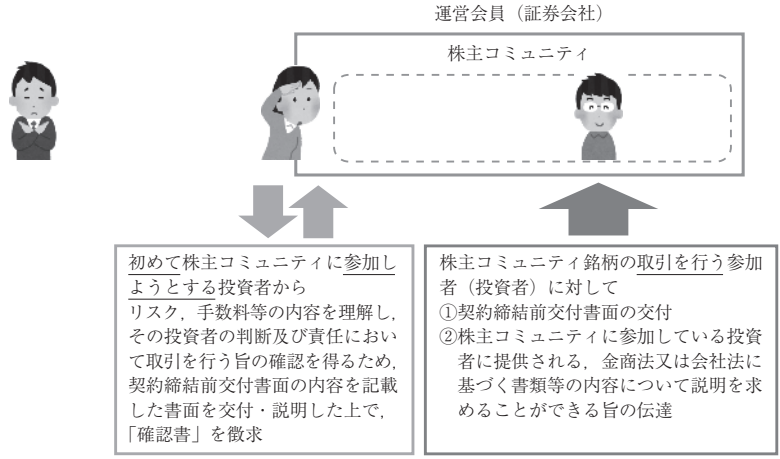
⑦取扱状況の報告・公表　運営会員は，自社が取り扱っている株主コミュニティ銘柄の店頭取引等の状況について，毎週定期的に日証協に報告しなければならず，日証協は，その報告された内容について公表することとしている。

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の提供



株主コミュニティ銘柄に関する書面の授受



株主コミュニティの組成状況

運営会員数	組成銘柄数
1社	11銘柄

2015年９月末現在

11. グリーンシート銘柄制度（１）

①グリーンシート銘柄制度の概要　赤字の企業が取引所へ上場できるようになった後も，ベンチャー企業の資金調達環境の整備を促進するためには未上場株式の発行・流通機能の整備が不可欠であるとされたことから，97年７月に日証協の店頭有価証券関連規則の一部の緩和を行い，「会社内容説明書」の作成が行える店頭取扱有価証券等について，証券会社が気配情報等の報告を継続的に行うこと等を条件に，募集の取扱い，売出し，私募の取扱いを含む投資勧誘を行うことが可能とされ，当該制度をグリーンシート銘柄制度と呼称することとした。

証券会社が特定の銘柄についてグリーンシート銘柄として投資勧誘を行おうとする場合は，あらかじめ取扱会員として一定の審査を行った上で，日証協に届出を行い，日証協は①譲渡制限が付されていないこと，②株券の様式が適合であること，③株式事務について株主名簿管理人に委託していること等の確認をした上で，当該銘柄の属性に応じ，グリーンシート銘柄に指定することとしている。

現在グリーンシート銘柄は，「エマージング」（成長指向，上場指向のあるベンチャー新興企業向け），「投信・SPC」（投資信託や REIT 向け），「オーディナリー」（それ以外の企業向け）の３つに区分されており（フェニックス銘柄は08年に改組されグリーンシート銘柄から独立），これらを取り扱う取扱会員は，一定の事項について社内規則に基づき企業審査を行うこととされている。

また，05年４月の証券取引法改正により，グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄（いずれも金融商品取引法67条の18において「取扱有価証券」と規定されている。）についてインサイダー取引規制などが課されることから，四半期報告を含む上場会社並みの適時開示について，取扱会員が責任を持って発行会社の指導を行うとともに，TDnet を利用して開示することとされた。

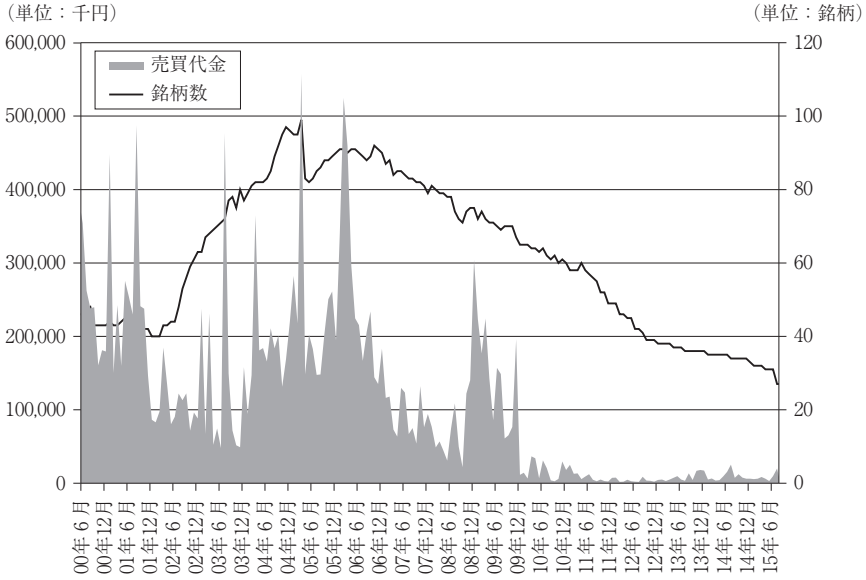
なお，従来，銘柄の届出を行った取扱会員のみが投資勧誘および売買を行うことが出来たが，05年４月の規制改正により，取扱会員と同様に投資勧誘が行える会員として準取扱会員制度をスタートさせ，気配・約定報告の義務のみで勧誘が可能となったほか，それ以外の証券会社も売買を制度の枠内で行うことが可能となった。

グリーンシート銘柄数とその内訳およびフェニックス銘柄数

区分等		銘柄数
グリーンシート銘柄		24銘柄
	エマージング	８銘柄
	オーディナリー	16銘柄
	投信・SPC	０銘柄
フェニックス銘柄		２銘柄

2015年９月末現在

グリーンシート統計



時価総額比較

（単位：億円）

グリーンシート	142
東証マザーズ	31,556
東証 JASDAQ	84,686
名証セントレックス	243

福証 Q-Board	213
札証アンビシャス	742
TOKYO PRO Market	90

2015年９月末現在（グリーンシートについては，直近売買価格を元に計算）

12. グリーンシート銘柄制度（２）

②グリーンシート銘柄制度の廃止　既に述べたように，新たな非上場株式の取引制度である株主コミュニティの制度の整備に伴い，グリーンシート銘柄制度は，18年３月末限りで廃止し，それまでの間，銘柄の新規指定や取扱会員等の追加指定は行わないこととされている。

③銘柄指定後の取扱い　グリーンシート銘柄における公正な価格形成を確保し，制度の健全な発展を図る観点から，価格形成の基礎となる投資者の投資判断上，重大な会社情報が適時・適切に開示されることは極めて重要なことである。このため，グリーンシート銘柄およびその発行会社に係る会社情報の適時開示に関し，取扱会員に対して責任を持って指導するよう義務付けるとともに，当該会社情報に関しては，TDnet を利用した適時開示を義務付けている。

また，現在グリーンシート銘柄には３つの区分がある。このうち，「エマージング」区分の銘柄については，新規指定時だけでなく指定後も，一定の成長性が認められる必要があることから，「エマージング」区分に指定された後，２事業年度経過後に予想売上高，営業利益または経常利益の1/2を達成できていない場合やさらにそれ以降２年毎に取扱会員が「エマージング」区分として適格性を判断し不適格とした場合は，当該銘柄は「オーディナリー」区分に移行することとされている。

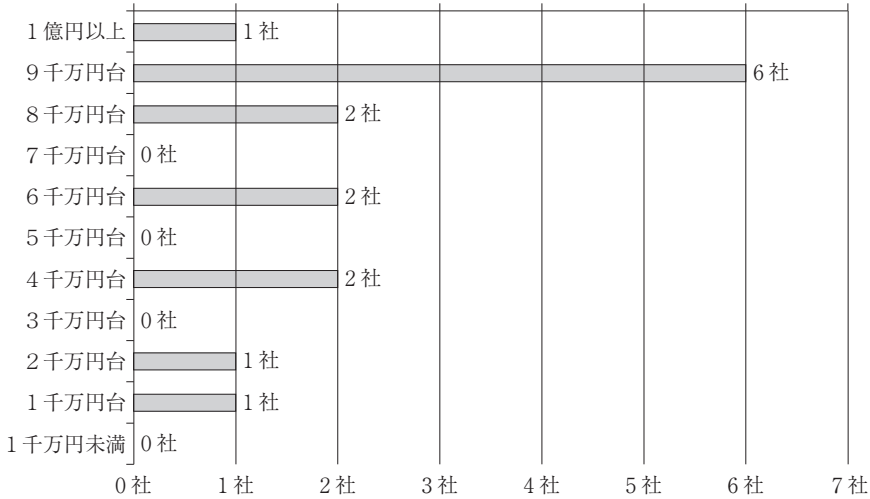
④銘柄の指定取消し　従来，取扱会員が皆無になった場合のみ，グリーンシート銘柄の指定を取り消すこととしていたが，様々な法規制が適用になったことから，05年４月，一定の事項が発生した場合は，日証協が銘柄の取消しを行うことができることとした。一定の事項とは，証券取引所への上場，破産手続き，再生手続きまたは更生手続き，銀行取引の停止，営業活動の停止，会社内容説明書等の提出遅延，虚偽記載または不適正意見等，会社情報の不適切な報告，株主名簿管理人への株式事務の委託解除，譲渡制限，完全子会社化，公益または投資者保護上適当と認めた場合などである。

エマージング・オーディナリー区分の最近における業績および配当実施状況

利益水準	営業利益	経常利益	当期純利益
3,000万円～	６／12	６／12	４／８
1,000万円～　3,000万円	１／４	１／３	１／４
０円～　1,000万円	０／２	０／３	２／６
▲1,000万円～　０円	０／０	０／０	０／０
▲5,000万円～▲1,000万円	０／３	０／２	０／２
▲１億円～▲5,000万円	１／３	１／４	０／３
～　▲１億円	０／０	０／０	１／１

＊各枠内の数値は，［配当を実施した会社数］／［利益水準が該当する会社数］
＊2015年９月末現在で指定されている24社が，同時点において開示している内容を対象にした調査

エマージング・オーディナリー区分の指定時における資金調達規模



2015年９月末に指定されている指定時にファイナンスを行った18銘柄について調査
＊小型の資金調達が多い理由
①１億円以上の募集を行うと有価証券届出書の提出が必要となり，グリーンシートのメリットを享受できない。
②発行企業の規模が小さく巨額の資金は必要なく，調達コストやスピードが重要。

13. グリーンシート銘柄制度（３）

⑤グリーンシート銘柄の売買等　グリーンシート銘柄の売買は，店頭取引であることから，相対取引が原則である。03年７月より日本証券代行㈱が取扱会員等の間を仲介するPTS業務を開始したが，10年６月に同社がPTS業務を廃止したため現在は顧客と証券会社の間の相対取引が中心となっている。

取引の時間帯は，営業日の午前９時から午後３時までとされ，場間（午前11時31分から午後０時29分）も約定が可能とされている。また，投資勧誘や注文の受託はいつでも可能となっている。

初めてグリーンシート銘柄の取引を行う顧客に対しては，制度内容やリスクを理解したうえで投資を行う旨の確認書を徴求することとされている。また，実際の投資勧誘に際しては，会社内容説明書を用いた適切な説明を行うこととされており，さらに，金商法37条の３の規定に基づき，「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。

取扱会員および準取扱会員は，約定の参考となる売りまたは買い気配（約定義務はない。）および売買情報を原則毎営業日公表することとしており，日証協はこれを集計し公表している。

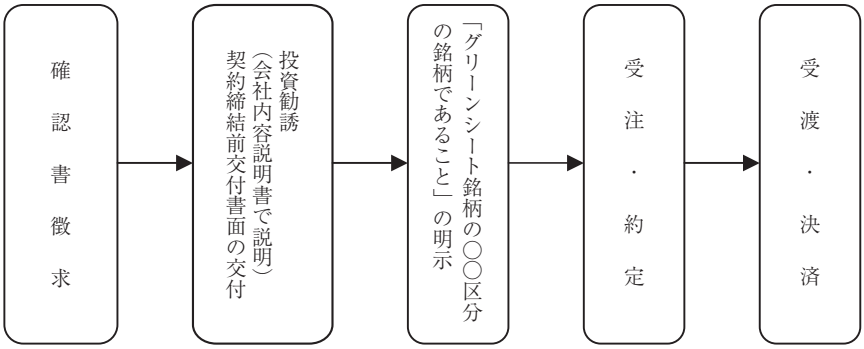
また，売買の注文を受託した場合および売買約定を行ったすべての証券会社は，当日午後５時までに日証協に報告することとされており，日証協は，これをウェブサイト等を通じて対外公表している。

グリーンシート銘柄の売買については，05年４月の改正証券取引法により，インサイダー取引規制が適用されることになったが，その他日証協の規則により，成行注文の受託，信用取引，未発行有価証券取引の禁止や証券会社における馴合い，過当取引，買いあおりまたは売り崩しの禁止などが義務付けられている。

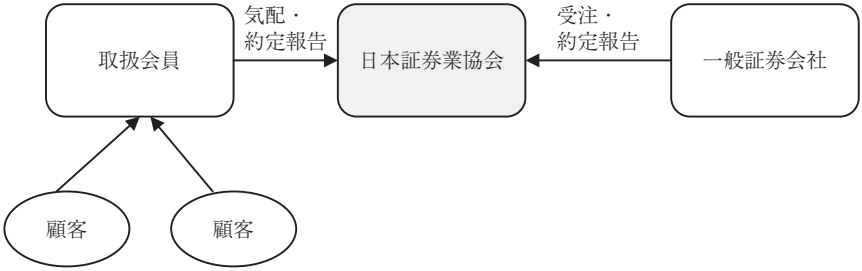
グリーンシート銘柄の受渡・決済は，原則Ｔ＋３（４営業日目決済）であり，現在，証券保管振替機構の取扱銘柄となっていないことから，受渡・決済は相対で行われている。なお，05年４月より，日証協では，グリーンシート銘柄の売買管理を実施しており，インサイダー取引はもとより，不公正取引について監視を行っている。また，その一環として，売買停止措置を講じることとしており，売買停止中はその銘柄の売買が禁止されることとなっている。

グリーンシート銘柄の投資勧誘の流れ

初めてグリーンシート銘柄の取引を行う顧客



グリーンシート銘柄の売買，売買報告の概要



14. フェニックス銘柄制度　フェニックス銘柄制度とは，証券取引所の上場廃止銘柄を売買するために，日証協が08年３月31日からスタートさせた店頭取引制度である。もともとグリーンシート銘柄制度の一区分としてスタートしたが，西武鉄道，カネボウ，ライブドアといった大型銘柄の上場廃止が相次いだことを契機として，上場廃止銘柄の換金機会の提供機能の一層の向上と上場廃止企業に再チャレンジの場を提供する必要性から制度の見直しが検討され，証券取引所への上場を目指す企業を中心としたグリーンシート銘柄制度とは別の制度（ただし，取扱有価証券であることは同じである。）として創設された。

従来から，証券取引所を上場廃止となった銘柄の発行会社は，金融商品取引法等により開示が義務付けられている上場企業に比べて，企業内容の開示が十分に行われていないところが多いため，日証協では非上場企業が発行する有価証券について，証券会社が投資者に対して投資勧誘を行うことを原則として禁止している。そのため上場廃止銘柄を保有する投資者は証券会社を経由して売却先を探すことができず，特に，自力で売却先を探すことのできない個人投資家は，当該企業が再生を果たし再上場するまでの間は，当該株券を保有し続けるといった消極的な対応を求められていた。

フェニックス銘柄制度においては，グリーンシート銘柄制度と同様，日証協の自主規制規則で定める店頭取扱有価証券のうち，証券取引所を上場廃止となった銘柄について，監査報告書に適正意見が付されていることや株式事務の委託などの一定の条件を満たしたことを確認した取扱会員が日証協に対して届出を行い指定が行われる。取扱会員は，継続的に売り気配・買い気配を提示する義務が課される。指定されたフェニックス銘柄の発行会社は，引き続き上場時と同様の開示が義務付けられることになる。ただし，グリーンシート銘柄制度と大きく違う点は，上場廃止決定後における取引所取引を通じた換金機会の提供を維持するために，株式等振替制度を活用した流通の場を確保したことが掲げられる。

グリーンシート銘柄制度とフェニックス銘柄制度の比較

	グリーンシート銘柄制度	フェニックス銘柄制度
対象有価証券	株券，新株予約権証券，新株予約権付社債券，優先出資証券，投資証券および新投資口予約権証券	（上場廃止銘柄である）株券，新株予約権付社債券
指定条件	あり	同左
銘柄審査義務	あり	なし
指定取消基準	あり	同左
投資勧誘	取扱会員，準取扱会員以外の勧誘は不可	顧客の計算による売付けに係るものを除き取扱会員，準取扱会員以外の勧誘は不可
確認書	あり	あり（ただし，売付け勧誘の場合は不要）
売買の仕組み	相対取引	同左
受渡・決済	相対受渡・決済 （原則４営業日目決済：Ｔ＋３）	指定振替機関を通じた相対受渡・決済 （原則Ｔ＋３）
取引時間	9：00～15：00	同左
気配／約定状況の報告・公表義務	あり	同左
開示資料	会社内容説明書または有価証券報告書 （直前および直前々事業年度の財務諸表等についての総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されたもの）	同左 （直前事業年度の財務諸表等についての総合意見が適正である旨の監査報告書が添付されたもの）
適時開示	協会が定める開示項目	同左
インサイダー取引規制	適用あり	同左

15. プロ投資家向け市場（１）「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」を母体とする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 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。一方，上述の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2015年９月末現在，J-Adviser が８社，上場会社が13社を数える。

TOKYO PRO Market 上場制度の概要

開示言語	日本語または英語
会計基準	・日本基準 ・国際会計基準 ・米国基準 ・その他 （J-Adviserと監査法人が、合意の上で適切と判断し、取引所が認めた基準）
上場基準	数値基準はなし J-Adviserが上場適格性を評価
上場申請から 上場承認までの期間	原則10営業日 ただし申請前に、取引所から取引所への確認手続きあり
監査証明	最近1年間
内部統制報告書	任意
四半期開示	任意
投資家	プロ投資家

（注）プロ投資家とは
- ■　特定投資家
  - ✓適格機関投資家（金融機関など）、上場会社、資本金5億円以上の株式会社
  - ✓国・日本銀行
- ■「みなし」特定投資家
  - ✓上記以外の株式会社
  - ✓3億円以上の金融資産及び純資産を持ち、金融商品について1年以上の経験を有する個人
- ■　非居住者

J-Adviser の役割

（注）J-Adviser制度とは

■役 割
- ・上場会社には、常に１社の担当J-Adviser　の維持を義務付け
- ・J-Adviserは、新規上場の際に、上場適格性の評価や取引所への宣誓を実施を行う
- ・上場後においても上場適格性を維持できるよう、継続的なサポートを推進

■要 件
- ・コーポレート・ファイナンス助言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

◇現在のJ-Adviserは 8社
- SMBC日興証券株式会社
- 株式会社 OKINAWA J-Adviser
- 大和証券株式会社
- 野村證券株式会社
- フィリップ証券株式会社
- みずほ証券株式会社
- 三菱UFJﾓﾙｶﾞﾝ・ｽﾀﾝﾚｰ証券株式会社
- リーディング証券株式会社

（50音順）　※2015年9月末 時点

16. プロ投資家向け市場（２）「TOKYO PRO-BOND Market」　TOKYO PRO-BOND Market は，東証が運営するプロ投資家向けの債券市場である。

日本国内の既存の債券市場は，プロ投資家が大宗を占めるにも拘らず，金融商品取引法の開示制度および実務慣行は，一般投資家を前提とした手厚いものとなっている。特に海外発行体にとっては，日本語による年２回以上の開示負担は大きい。

TOKYO PRO-BOND Market は，こうした状況を踏まえ，ユーロ市場のような柔軟かつ機動的な債券の発行を実現し，国内外の発行体と投資者，さらには証券会社といった市場関係者の利便性を向上させ，アジアの中核としての日本の債券市場の発展に資することを目的として，2011年５月に創設された。

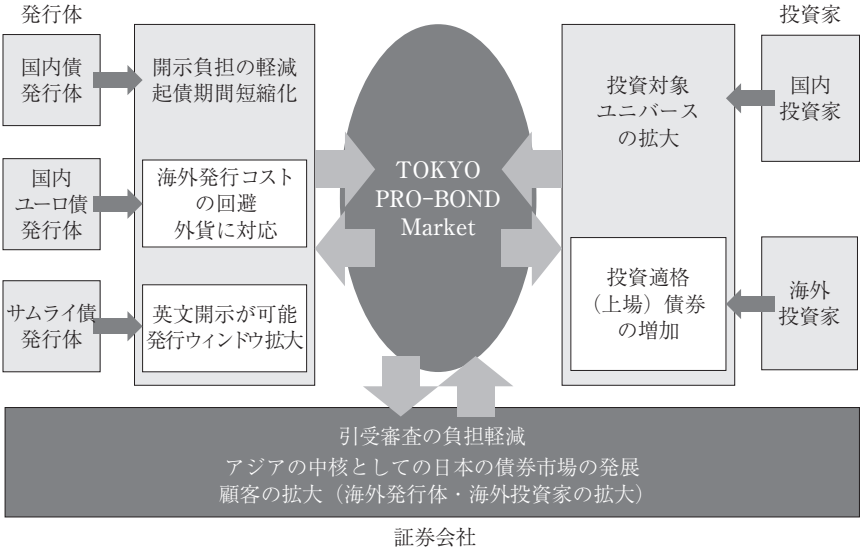
TOKYO PRO-BOND Market に上場する債券の情報開示は，発行開示として「特定証券情報」，継続開示として「発行者情報」（年１回）のみである。これらの開示書類は，いずれも東証が定める様式および作成方法によるが，英文での開示が可能で，ユーロ市場での開示のフォーマットを利用できるなど，簡素さと自由度の高さが特徴である。

特に，英文のみの発行開示および継続開示が可能となることで，海外の発行体にとっては，発行コストが大幅に削減されることが見込まれる。また，開示書類の翻訳期間が不要となるため，日本語開示が必須であるサムライ債市場で起債した場合と比較して，発行ウィンドウが広くなるのもメリットである。

TOKYO PRO-BOND Market の上場要件は，原則として，①上場しようとする銘柄またはプログラムが格付業者による格付を取得していること（格付の内容は問わない）と，②引受主幹事証券会社が東証の定める主幹事証券会社リストに登録されていることの２点のみである。また，ユーロ MTN プログラムと同様にプログラムの上場が可能であり，金利や為替などの市況に応じて機動的かつ柔軟な起債が可能な制度となっている。

TOKYO PRO-BOND Market に上場する債券の売買については，従来の公募債と同様，取引所取引ではなく OTC 市場での売買を想定した制度設計となっているほか，日本証券業協会の売買参考統計値の対象になる。

TOKYO PRO-BOND Market を活用するメリット



TOKYO PRO-BOND Market と既存の国内債券市場との開示制度の比較

	既存の国内債券市場	TOKYO PRO-BOND Market
開示対象	一般投資家を含む全ての投資家	特定投資家等
開示書類の 制定主体	国 （日本の金融庁が定める様式）	東京証券取引所 （ユーロ様式等の使用も可）
開示言語	日本語	日本語，英語のいずれか もしくは双方
会計基準	日本基準，国際会計基準等*	日本基準，国際会計基準，米国基準 その他東京証券取引所が上記の３基準と同等と認めた基準
発行開示書類	有価証券届出書または発行登録書	特定証券情報
継続開示書類	・有価証券報告書 ・四半期報告書または半期報告書	発行者情報
継続開示頻度	年２回または年４回	年１回

*国際会計基準による連結財務諸表の適正性確保への取組・体制整備をしていることを要件に連結財務諸表における国際会計基準の任意適用が可能。
このほか金融庁長官が「公益または投資者保護に欠けることがない」として承認した場合には，その本国または第三国において開示している財務書類を使用できる。

第11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が，証券会社を律する法的規制の内容に基本的な変化はない。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（同法28条）。従来，「証券業」と呼ばれてきた業務は，第一種金融商品取引業に含められる。したがって証券会社も金融商品取引業者として内閣総理大臣の登録を受けなければならない（29条）。

証券業の登録制は1948年証券取引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，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（コモディティ）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>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 rowspan="2">①有価証券，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（いわゆる「保護預かり」）および社債・株式の口座振替に関する業務

注1．⑤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。
2．⑥は，金商法により，従前の「付随業務」から本業に繰り入れられた。</td><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</td><td>締結，媒介，取次ぎ，代理業務。⑤保険募集業務。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金融機関代理業務。⑬不動産管理業務。⑭不動産投資助言業務。⑮排出権取引・同デリバティブ取引とその媒介等。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する業務。⑱債務の保証・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。

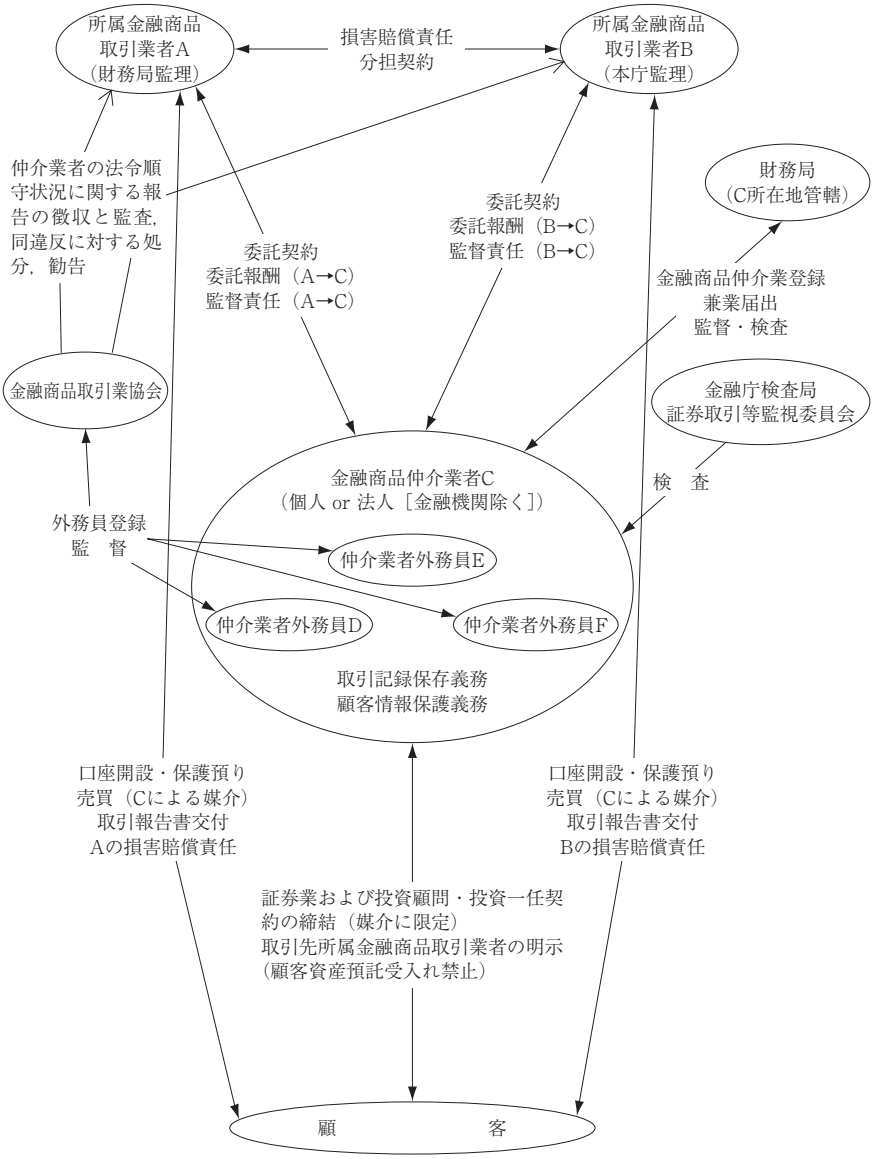
２．金融商品取引業（証券会社）の概説（２）　従来の証券仲介業は，金融商品取引法では「金融商品仲介業」と呼ばれることになった。当該仲介業は，第一種金融商品取引業，投資運用業，登録金融機関（本章12節）の委託を受けて，①有価証券の売買（PTS での取引は除く）の媒介，②取引所市場における有価証券の売買または市場デリバティブ取引の媒介，③有価証券の募集・売出しまたは私募の取扱い，④投資顧問・投資一任契約の締結の代理・媒介を行う業務をいう（金商法２条11項）。すなわち，自らは顧客口座を有さず顧客を勧誘しその取引の注文を所属業者に取次ぐ業務である。

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代理・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。2015年７月末現在，金融商品仲介業者は実数で810（法人518社，個人292名），延べ数で1,107（法人775，個人335）である。仲介先としてエース証券330, SBI 証券185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（本章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（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。1997年当時，証券業協会加盟の証券会社数は291社であり，現在（252社，右上表を参照）とあまり変わらないが，この間，国内業者だけでも約220社が新規に参入する反面，約230社が自主廃業，合併などで退出した。

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。

2007年施行の金商法により，有価証券関連業を営まない業者も第１種金融商品取引業者の登録をし，証券業協会に加入することができるようになった。また，外資系証券会社在日支店は14社だが，在日子会社設立や国内法人化，国内証券の買収により外資系はもっと多いと推定される（右下表を参照）。

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，そもそも有価証券関連業以外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
2008年	123 (12)	199 (16)	322 (28)	2,336 (32)	22,638	18,002	81,198
2009年	118 (11)	189 (14)	307 (25)	2,254 (27)	18,856	16,043	77,265
2010年	115 (10)	184 (13)	299 (23)	2,220 (24)	18,289	16,143	75,913
2011年	113 (8)	179 (14)	292 (22)	2,211 (24)	19,585	15,911	76,776
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 (14)	2,123 (16)	17,672	13,123	88,977

（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。２．2015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3,350人（2015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

		有価証券関連	非有価証券関連	内訳		
				資産運用関連	FX（外為証拠金取引）	そのほか
国内業者	185社	145	40	21	15	4
外資系業者	66社	41	25	20	5	

（注）「非証券関連業」とは証券関連業を営まない業者をいう。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145社（証券関連）の支配株主・規模・地域・業務特性分類

大手（野村系２社・大和） 3社	銀行系 22社		中堅中小（対面） 86社		ネット専業 8社
上場証券 16社	内訳	メガバンク系 6	内訳	東京 23	PTS 専業 7社
		地銀系 13		大阪 8	
		そのほか銀行系 3		地方 55	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が行いうる本来業務は第1種金融商品取引業と呼ばれるようになり，保護預かり，口座振替業務が本業に加わり業務範囲が拡大した。主たる業務は，商品別に株式，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（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（第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）
2003/3	180	236	14	1,006
2004/3	262	402	19	1,210
2005/3	287	503	20	1,421
2006/3	441	886	21	2,007
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

（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94社（外国証券会社含む，2015年３月期末）の取り扱い分。4．このうち83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27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『統計資料』等より作成

PTS の取引状況

（単位：百万円）

	取引所内取引（A）	取引所金融商品市場外取引（B）	合計（A）+（B）	PTS 取引（C）	取引所金融商品市場外取引に占める PTS 取引（C/B）	取引所銘柄取引合計に占める PTS 取引（C/（A+B））
2007年３月	723,734,608	42,810,934	766,545,542	854,916	2.0%	0.1%
2008年３月	762,223,285	49,610,445	811,833,730	2,140,465	4.3%	0.3%
2009年３月	521,094,825	36,357,081	557,451,906	2,073,204	5.7%	0.4%
2010年３月	395,500,588	24,483,714	419,984,302	3,089,794	12.6%	0.7%
2011年３月	397,576,761	24,801,215	422,377,976	4,937,196	19.9%	1.2%
2012年３月	335,080,193	32,298,843	367,379,035	15,202,634	47.1%	4.1%
2013年３月	382,653,161	36,328,078	418,981,239	21,246,585	58.5%	5.1%
2014年３月	722,201,619	72,361,055	794,562,674	44,003,829	60.8%	5.5%
2015年３月	655,513,963	72,505,492	728,019,455	36,176,677	49.9%	5.0%

（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７章９節を参照のこと）。

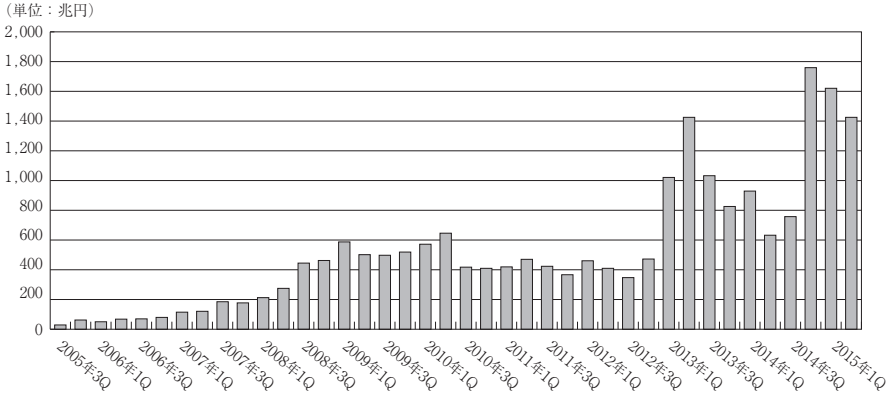
デリバティブ取引の対象は，①有価証券，預金債権，通貨などの「金融商品」（金商法２条24項）および②金融商品の価格・利率，気象観測数値などの「金融指標」（２条25項）である。2012年法改正により，「金融商品」の定義に「コモディティ」（ただし米を除く）が加わった。デリバティブの顧客は金融機関や機関投資家が中心で取引先とのスワップ仲介を行うほか，証券会社が仕組み債の甘味材として株式店頭オプションを利用し，あるいは，外債の引受において発行会社と金利や通貨スワップを締結する例が多い。

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「外国為替証拠金取引（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年に金融先物取引法（現，金商法）が改正されて，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．当協会会員及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

	2010年9月末	2011年3月末	2012年3月末	2013年3月末	2014年3月末	2015年3月末
口座数	109,260	136,446	145,258	101,196	102,939	105,790
証拠金等残高(億円)	67	66	82	63	77	107

（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
2012年度					
取引金額(億円)	2,900	48,698	1,739	20	53,357
取引件数	175,639	1,821,359	32,925	394	2,030,317
建玉（億円）	15	120	111	0	246
2013年度					
取引金額(億円)	881	63,556	1,608	1	66,046
取引件数	127,351	2,126,665	18,180	68	2,272,264
建玉（億円）	16	144	44	0	204
2014年度					
取引金額(億円)	807	83,737	1,460	11	86,015
取引件数	102,463	2,354,873	7,867	603	2,465,806
建玉（億円）	20	196	61	1	278

（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

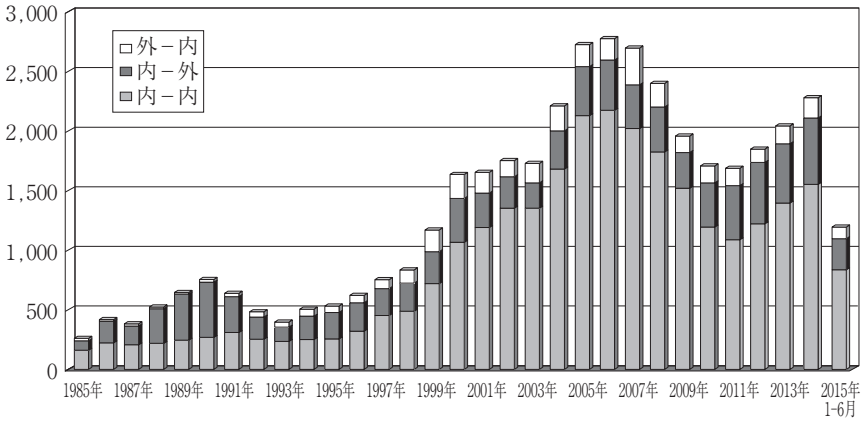
６．証券業務（３）―― 付随業務，兼業業務ほか　以上の本来業務のほか証券会社が行いうる業務として付随業務，届出業務その他がある。また，届出業務に含められていた投信運用，投資一任および集団投資スキームにかかる財産の運用は「投資運用業務」（金商法28条４項）として別個に登録を必要とすることになったが，登録要件は第一種金融商品取引業務に準じている。

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，2004年度以降，委託高の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株券や債券を担保とする資金調達手段とみることもできる。従って現物株券，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。特に債券レポ市場は残高108兆円（債券貸付ベース，2015年３月末）と有数のマーケットに成長している。「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，公開価格，買収価格の算定などM&Aに関連するコンサルタントサービスである。

他方，大手・準大手など主要証券会社は「投資運用業者」の登録を並行させ，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。2015年６月末現在，ラップ口座は36万9,673件，４兆7,541億円の残高となり（日本投資顧問業協会調べ），２年前の６倍と急増している。またM&A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61社，口座数2,088万口座（2015年３月末），14年10月～15年３月中の株式現金および信用取引は171兆1,026億円（委託売買代金の23.2％），投信販売１兆1,053億円となっている（日本証券業協会『証券業報』13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



（注）　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。2015年は1－6月のみ。
〔出所〕　レコフ『マール』巻末資料より作成

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
2008年３月末	41,615	7,469	496	40	42,111	7,508
2009年３月末	37,138	4,571	417	22	37,555	4,593
2010年３月末	41,773	5,696	317	22	42,090	5,718
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
2015年６月末	369,673	47,541	0	0	369,673	47,541

（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〕　日本証券投資顧問業協会「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。

10年間の収益変化を見ると，委託および引受手数料が低迷する反面，募集手数料，その他手数料が増加している。募集手数料の多くが投信販売によるものである。また手数料割引業者でもあるインターネット専業証券のシェア拡大で委託手数料は伸び悩むが信用取引利息が増加している。「その他手数料」は今や最大の収益源であり，証券業以外の業務収入である「その他営業収益」も増えている。とりわけ東証非会員業者によるものが多い。その主たる内容は投信の代行手数料および業務提携料や情報提供・助言手数料のほか，外為証拠金取引手数料，投信運用の委託者報酬，一任運用の投資顧問料などである。

３節でみたように，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専業者が参入しており，そのほとんどが東証非会員業者である。業務特性の多様化が進んでいるといえよう。

	東証総合取引参加者			東証取引非参加者		
（百万円）	2005年３月期	2015年３月期	増減率	2005年３月期	2015年３月期	増減率
社数	108	94		159	157	
営業収益	3,203,367	3,588,200	12.0％	185,398	568,110	206.4％
受入手数料	2,069,420	2,015,975	－2.6％	152,380	277,929	82.4％
委託手数料	890,021	640,712	－28.0％	58,772	47,280	－19.6％
引受手数料	214,503	161,064	－24.9％	1,586	1,204	－24.1％
募集手数料	219,315	426,008	94.2％	9,015	39,448	337.6％
その他手数料	745,441 23.3％	788,079 22.0％	5.7％	83,147 44.8％	190,109 33.5％	128.6％
トレーディング損益	713,500	1,049,912	47.1％	9,854	187,261	1800.4％
金融収益	416,964	516,621	23.9％	17,584	61,744	251.1％
（信用取引収益）	70,096	94,067	34.2％	4,291	2,525	－41.2％
金融費用	326,639	307,606	－5.8％	8,407	41,534	394.0％
（信用取引費用）	22,928	15,822	－31.0％	3,226	1,317	－59.2％
（支払利息）	35,811	69,016	92.7％	591	8,683	1369.2％
その他営業収益	3,483 0.1％	5,692 0.2％	63.4％	5,580 3.0％	41,176 7.2％	637.9％
純営業収益	2,876,677	3,283,424	14.1％	177,039	523,745	195.8％
販売・一般管理費	2,160,916	2,347,898	8.7％	159,006	465,238	192.6％
（取引関係費）	399,271	463,297	16.0％	23,562	254,390	979.7％
（人件費）	1,020,725	1,003,740	－1.7％	85,240	113,056	32.6％
営業損益	712,329	935,486	31.3％	21,465	58,547	172.8％

（注）「その他手数料」および「その他営業収益」の下欄は営業収益に占めるウェイト
〔出所〕 日本証券業協会『会員の決算概況』および東証「総合取引参加者の決算概況」より作成

会員別・内外別・業務特性別に見た収益性比較（2015年３月期）

	社数	自己資本営業利益率	売上高営業利益率	回転率	レバレッジ倍率
全社	251	13.4％	26.1％	2.7％	18.8
うち　総合取引参加者	95	14.3％	28.6％	2.6％	19.3
非取引参加者	156	5.4％	8.9％	4.0％	14.9
うち　日系有価証券関連	145	16.0％	29.3％	3.6％	15.3
外資系有価証券関連	41	7.3％	17.9％	1.1％	37.8
日系非有価証券関連	40	13.1％	16.0％	24.1％	3.4
外資系非有価証券関連	25	17.6％	15.8％	53.7％	2.1

（注）　自己資本営業利益率＝営業利益÷純資産＝①×②×③
①売上高営業利益率＝営業利益÷純営業収益。②回転率＝純営業利益率÷総資産。③レバレッジ＝総資産÷純資産。収益性は，取引参加権の有無よりも内外の別，業務特性別のほうに顕著な違いが反映している。
〔出所〕 日本証券業協会データより算出

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「トレーディング勘定」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で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。

顧客資産の分別保管に伴い，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（252社）主要勘定（2015年３月末）

資産	百万円	負債・資本	百万円
現金・預金	6,635,574	トレーディング商品	33,483,626
預託金	5,434,724	（商品有価証券等）	（20,729,662）
（顧客分別金信託）	（4,705,211）	（デリバティブ取引）	（12,753,950）
トレーディング商品	45,168,334	約定見返勘定	701,280
（商品有価証券等）	（31,379,139）	信用取引負債	1,466,704
（デリバティブ取引）	（13,789,182）	（信用取引借入金）	（643,846）
約定見返勘定	2,967,593	（信用取引貸証券受入金）	（822,800）
信用取引資産	23,516,756	有価証券担保借入金	65,526,479
（信用取引貸付金）	（3,108,703）	預り金	3,775,966
（信用取引借証券担保金）	（407,988）	受入保証金	4,555,620
有価証券担保貸付金	67,793,767	短期借入金	14,636,438
短期差入保証金	4,777,508	流動負債計	126,928,540
短期貸付金	703,574	固定負債計	5,665,761
流動資産その他とも計	138,427,525	負債その他とも計	132,709,070
有形固定資産	164,999	資本金	1,951,255
無形固定資産	344,795	資本剰余金	3,145,977
投資等	1,249,203	利益剰余金	2,227,652
（投資有価証券）	（905,576）		
固定資産計	1,759,225	純資産合計	7,477,831
資産その他とも合計	140,187,015	負債・純資産合計	140,187,015

〔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（97社）の自己資本規制比率（2015年６月末）

最小値	200.5
最大値	1343.8
中位値	463.9
平均値	497.3
分布	
100％台	0社
200％台	15社
300％台	25社
400％台	17社
500％台	16社
600％台	7社
700％台	6社
800％以上	9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，2014年６月末現在，18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	「金融商品取引業者に関する内閣府令」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」に改められるが，大きな変化はない。金融商品取引業者（証券会社等）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金商法上の法人である（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市場管理業務であり，ほかに③いわゆる業者団体的業務も行っている（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。しかし業界の自主規制機能向上のためには全国単一組織にする事が必要かつ適当であると考えられ，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（1991年）をきっかけに自主規制機能強化の観点から，92年，協会は民法上の社団法人から証取法上の法人となり，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。なお，外務員資格については協会規則により，証券業務の多様化・高度化に対応し，一種外務員，信用取引外務員，二種外務員，特別会員一種外務員，同二種外務員，同四種外務員に分類される（歩合外務員の定義，資格要件は2003年規則改正により廃止された）。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。

なお，金商法33条の２の規定に基づき登録を受けて証券業を営む金融機関（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251社，特別会員数は213機関（うち銀行133行，外銀15行，信金39庫，生保10社，損保４社，その他12）である（2015年８月）。

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	証券市場の円滑な運営を図るため証券会社等に適用される各種自主規制ルールを制定し，証券取引の公正，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，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。証券会社の経営状況，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証券外務員の登録	証券外務員資格試験，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）。
	⑤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。
	証券決済制度改革など，有価証券市場全般に亘る制度改善の検討ならびにエクイティ市場における取引ルールの整備，証券化関連商品など新しい金融商品に関する対応等を行うとともに，以下のような主要な市場管理業務等を行っている。	
	⑥公社債市場の整備・拡充	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）。 2．公社債店頭売買参考統計値等の発表。 3．公社債市場に関する資料収集・統計作成。
	⑦上場株券の取引所外売買の管理	1．取引所外売買の制度改善（上場株券等の公正かつ円滑な取引所外売買と投資家保護確保のための必要な制度の改善）。 2．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）および上場株券等に係るPTS（私設取引システム）における気配・約定情報等のリアルタイムでの公表。
	⑧グリーンシート銘柄等の整備拡充	1．グリーンシート銘柄およびフェニックス銘柄の管理（指定および指定取り消し） 2．グリーンシート銘柄等に関する情報発信（発行会社情報，気配・売買状況） 3．グリーンシート制度および未上場有価証券売買制度の制度改善
2 業者団体的業務	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意見表明。2．証券市場の共通基盤の整備。3．株式市場並びに公社債市場に関する統計資料等の公表。4．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。5．関係団体等との意思の疎通および意見の調整。6．教育研修の実施。7．反社会的勢力の排除に関する支援。8．国際業務・国際交流。

（注）　自主規制業務および市場管理業務は「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。
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。
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，信用取引に付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。

（注）「信用取引外務員」および「特別会員四種外務員」の資格試験は，現在（2015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（いわゆるファンド）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４倍以上の1,189を数える（2015年８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。協会の業務としては業界団体機能もあげられよう。

金融商品取引業登録業者は，1,959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。しかし，この他に，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2,799あり，これらのほとんどは自主規制にも服していない。

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

<table>
<tr><th>業種別</th><th>登録業者数
（2015年７月末）</th><th colspan="2">関連する金融商品取引業協会</th></tr>
<tr><td rowspan="2">第一種</td><td rowspan="2">277</td><td>（認可）日本証券業協会</td><td>正会員251（2015年８月末）</td></tr>
<tr><td>（認定）金融先物業協会</td><td>正会員147（2015年５月末）</td></tr>
<tr><td>第二種</td><td>1,189</td><td>（認定）第二種金融商品取引業協会</td><td>正会員313（2015年８月）</td></tr>
<tr><td rowspan="2">投資助言・代理業</td><td rowspan="2">986</td><td rowspan="2">（認定）日本投資顧問業協会</td><td>投資助言・代理会員489社
（2015年９月）</td></tr>
<tr><td>投資運用会員274社（2015年９月）</td></tr>
<tr><td rowspan="3">投資運用業</td><td rowspan="3">330</td><td rowspan="2">（認定）投資信託協会</td><td>投資信託運用会社会員91社
（2015年９月）</td></tr>
<tr><td>不動産投信運用会社会員61社
（2015年９月）</td></tr>
<tr><td></td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="2">合計</td><td>2,782（延べ数）</td><td colspan="2" rowspan="2"></td></tr>
<tr><td>1959（実数）</td></tr>
</table>

（注）　第１種業の277社のうち，日本証券業協会に未加入26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された（2015年５月，１年以内に施行）。

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（本章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，本章８節）を設けたほか，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。

分別保管は，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）	有価証券関連業をおこなう金融商品取引業者と対象有価証券関連取引を行った「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。2015年現在，会員数247社（９月），資産規模564億円（３月末）。		

12. 金融機関の証券業務　戦後の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についても，銀行法に明定されていなかったので信託銀行が信託勘定において行う取り次ぎを除き証券業務を行ってこなかった。75年以降の国債大量発行とその円滑な消化の観点から，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，83年から公共債の窓口販売が開始，84年から公共債のディーリングが開始された。

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）が金融機関の行いうる証券業務に追加された。なお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年の金商法施行後も条項の番号は変わったが，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）。

以上は金融機関本体が行いうる証券業務であった。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が93年から95年にかけて19社設立された（その後，親銀行自体の破綻，合併等により２社になっている）。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。

またファイヤーウォールについても共同訪問禁止，証券子会社の主幹事制限等が緩和され，02年９月に銀行証券共同店舗設置が解禁された。これとあわせて，書面での取次ぎ業務に関する解釈も緩和，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（2015年８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	500,640	62.5%	294,229	36.7%	6,106	0.8%	800,975
公社債投信	158,835	96.0%	6,549	4.0%	28	0.0%	165,412
（MMF）	13,262	70.0%	5,653	29.9%	20	0.1%	18,936
合計	659,476	68.2%	300,778	31.1%	6,134	0.6%	966,387

（注）　公募投信のみ。公社債投信には MMF を含む。
〔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165（2015年３月）
三菱東京UFJ銀行	三菱UFJ MS証券	MUFGプラザへの出店27（2015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 UFJ モルガン・スタンレー証券のリテール営業実績に占める仲介業効果（2015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
総計	26,180 （25,308）	271 （269）	4,074 （3,344）	134 （236）	7,272 （5,852）
比率	9.7% （10.4%）	20.8% （20.2%）	19.1% （16.7%）	14.6% （29.6%）	55.7% （49.8%）

（注）　預かり残高，有残口座数は2015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2014年３月期。
〔出所〕「三菱 UFJ ファイナンシャルグループ」2014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	静岡銀行グループ（85.1%）	2000年12月	西日本シティTT証券	西日本シティ銀行（60%）	2010年５月
新潟証券	第四銀行（47.0%）	2006年３月	ちばぎん証券	千葉銀行（100%）	2011年１月
八十二証券	八十二銀行（100%）	2006年４月	いよぎん証券	伊予銀行（100%）	2012年２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	ふくおか証券	福岡銀行（100%）	2012年４月
常陽証券	常陽銀行（100%）	2007年11月	池田泉州TT証券	池田泉州銀行（60%）	2013年１月
浜銀TT証券	横浜銀行（51%）	2008年７月	山陰合同銀行	ごうぎん証券（100%）	2015年２月
中銀証券	中国銀行（81%）	2009年６月			
百五証券	百五銀行（100%）	2009年８月			

〔出所〕　各社 HP および新聞報道より作成

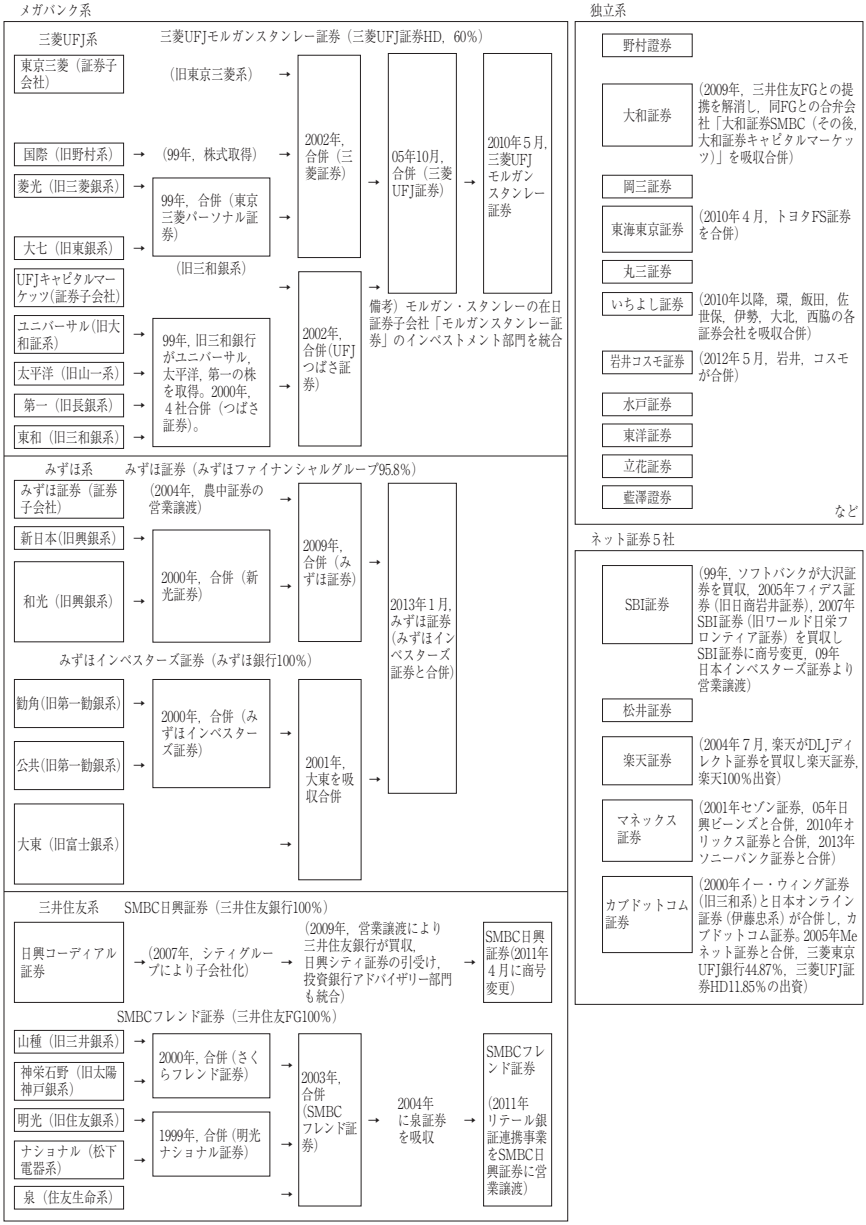
13. 証券業界の競争構造　日本の証券界の競争構造は，大手証券４社があらゆる証券業務分野で最大のシェアを占め，多くの中小証券を系列下に収めてきたことから，「４社寡占」と呼称されてきた。しかし，90年代に入り，①97年に山一が破綻，②98年に大和，日興がホールセール（引受，M&A 仲介や自己売買など法人を顧客とする業務）とリテール（委託売買や投信募集など個人を顧客とする業務）に社内組織を分社化（その後，大和は再統合），③野村，日興（のち日興コーディアルに商号変更），大和が系列証券の株式を売却，という経過を辿って４社寡占は崩壊した。さらに，日興コーディアルは不正会計問題を契機に2007年シティグループの傘下に入り，09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，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証券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ようとした。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，90年代以降，日本経済の基調変化とともに適合的でなくなった。今後の日本経済の課題は産業構造の転換，高齢化社会への移行に備えた資金の有効活用である。証券界に求められるサービスは，①未公開株の取り扱いによる新興企業の発掘・育成，②資産の証券化や M&A 等に関連するアドバイスや引受け等を通じた既存産業・企業の効率化促進，③投資家向けには適切なリサーチに基づくアドバイスや資産運用サービスを通じた家計貯蓄の証券市場への導入ということになろう。

そのためには，業務の特殊性に応じた組織分割と人事制度（分社化）によってスペシャリストを育成・確保する事も重要事項である。また同業他社を系列化する意味が無くなり，保有する中小証券会社株は処分の対象とされる。一方，証券業への参入を強める銀行等がその持株を引き取り，系列証券同士の合併統合，経営者による MBO もみられ，系列関係の流動化が起っている。

メガバンク系，独立系証券



第12章　資産運用業

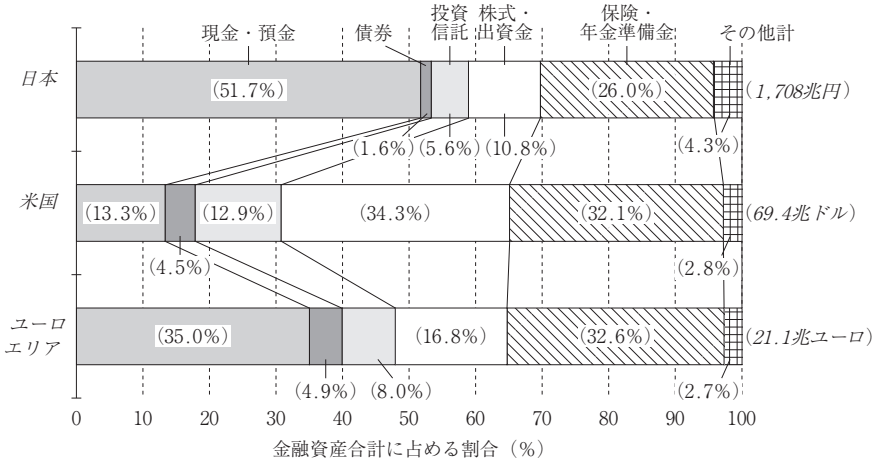
１．個人金融資産の運用　日本銀行「資金循環の日米欧比較」（2015年第１四半期）によると，日本の個人金融資産（2015年３月末）は1,708兆円である。そのうち，51.7％が現金・預金，18.0％が有価証券（株式・出資金10.8％，投資信託5.6％，債券1.6％）で運用されている。欧米と比較すると，米国（現金・預金13.3％，有価証券51.7％）はもとより，ユーロエリア（現金・預金35.0％，有価証券29.7％）に比べても，現金・預金に偏重される一方，有価証券比率が低いといえよう。また，金融広報中央委員会「家計の金融行動に関する世論調査」［二人以上世帯調査］（2014年）によると，金融商品を選択する際に，安全性（45.7％）や流動性（25.1％）が重視され，収益性を重視するという回答は16.7％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，特に株式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。しかし，現在においては，インフレ目標が導入され，その実現のため強力な金融緩和がなされており，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。2014年１月から新たに，「貯蓄から投資へ」の流れを促進するために，家計の安定的な資産形成の支援と家計からの成長資金の供給拡大を目的として，投資優遇制度（NISA，少額投資非課税制度）が導入された。

資産運用業者には，将来の保障である保険・年金準備金（個人金融資産の26.0％）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（同5.6％）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。

家計の資産構成（2015年３月末）



〔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＞　　(%)

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
収益性	14.7	17.6	16.5	15.8	16.6	15.8	18.7	16.9	14.7	16.7
利回りが良い	11.2	14.0	13.7	12.6	13.8	13.2	13.8	12.1	9.8	11.7
将来の値上がりが期待できる	3.6	3.5	2.8	3.1	2.8	2.6	4.9	4.9	4.9	4.9
安全性	49.0	46.7	46.5	45.7	44.9	48.4	48.0	46.7	47.0	45.7
元本が保証されている	33.9	31.0	28.4	28.7	30.1	29.8	30.3	28.7	29.6	29.5
取扱金融機関が信用できて安心	15.1	15.6	18.1	17.0	14.8	18.6	17.6	18.0	17.4	16.3
流動性	26.9	29.0	28.1	29.4	30.9	28.5	23.7	24.7	25.0	25.1
現金に換えやすい	5.1	5.4	6.3	6.7	5.3	4.5	4.6	5.3	5.9	6.0
少額でも預け入れや引き出しが自由にできる	21.8	23.7	21.7	22.7	25.7	24.0	19.0	19.4	19.1	19.1
商品内容が理解しやすい	2.0	2.5	2.4	2.0	2.0	1.8	2.2	2.5	2.5	3.1
その他	3.0	2.9	4.1	4.5	4.3	4.4	5.4	6.7	8.5	7.9
無回答	4.3	1.4	2.4	2.5	1.3	1.0	2.0	2.4	2.2	1.5

〔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を対象とした２階部分である被用者年金（厚生年金保険，共済年金），③厚生年金保険の上乗せ給付を行う３階部分である「企業年金」（厚生年金基金，確定給付企業年金，確定拠出年金）からなる３階建てとなっている。このうち，国民年金と被用者年金が公的年金として世代間扶養である賦課方式を採用し，企業年金は私的年金として積立方式を採用している。

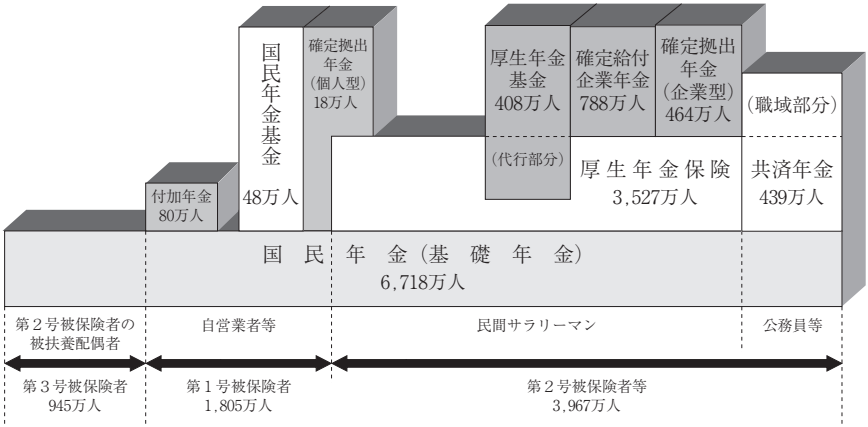
厚生年金基金は，厚生年金保険の一部代行部分と基金独自のプラスアルファ部分からなる。厚生年金基金は，かつては企業年金の中核的な存在であったものの，バブル崩壊以降，運用難による代行部分の負担が重くなり，解散や代行返上による確定給付企業年金への移行が相次いだ。確定給付企業年金は，代行部分がないため，労使の合意で柔軟な制度設計が可能である。確定拠出年金は，給付額が確定しているこれまでの年金制度（確定給付型年金）と異なり，拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され，一定の掛金とその運用収益との合計額をもとに年金給付額が決定される年金制度である。

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，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「資産運用実態調査」（2013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52.0％，投資一任業者26.3％，生命保険会社21.7％となっている。また，資産構成割合は，国内債券27.9％，外国株式16.3％，国内株式14.5％，生保一般勘定13.7％，外国債券13.3％，その他9.8％等となっている。厚生年金基金の運用については，特に，公的年金の一部を代行していることを踏まえたリスク管理，分散投資の徹底等が求められている。

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（2015年度第１四半期末）は，国内債券37.95％，国内株式23.39％，外国株式22.32％，外国債券13.08％等となっている。以前は，国内債券中心の運用であったが，日本経済のデフレ脱却や国内債券金利が低水準であること踏まえ，株式や外貨建て資産にも分散投資が進められている。

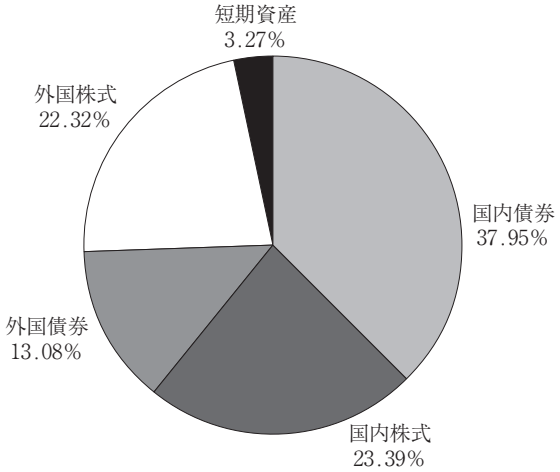
年金制度の体系

（数値は2014年３月末現在）



〔出所〕　企業年金連合会

GPIF の運用資産別構成割合（年金積立金全体）（2015年６月末）



〔出所〕　GPIF

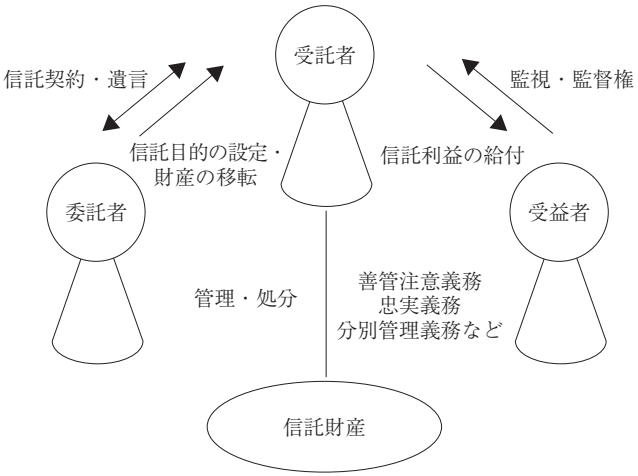
３．信託銀行の資産運用　信託とは，①財産権を有する者（委託者）が，信託契約等によって，信頼できる者（受託者）に対し財産を移転し，②受託者は一定の目的（信託目的）にしたがって，委託者本人または第三者（受益者）のために財産（信託財産）の管理・処分などをする制度である。基金型企業年金信託を例にすれば，企業年金基金が委託者兼受益者，信託銀行が受託者となる。信託制度は受託者への信頼が前提であるため，受託者である信託銀行には，善管注意義務，忠実義務，分別管理義務等が課されている。

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，年金基金が複数の信託銀行・生命保険会社等に年金の管理を委ねる場合に，受託機関の代表として委託者との窓口となり年金資産の管理を取りまとめる受託機関（総幹事）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，合同運用とパッシブ運用の比率が高いことの２点が挙げられる。合同運用とは，複数の基金の資産を同一の勘定でまとめて運用する手法であり，基金から委託された資産を他の資産から独立して個別に有価証券等に投資する単独運用に比べ，資産規模の小さい基金であっても分散投資が可能となり，また，運用報酬や取引コストが割安となるメリットがある。一方，合同運用よりも単独運用の方が，個々の基金のニーズに沿った運用が容易である。

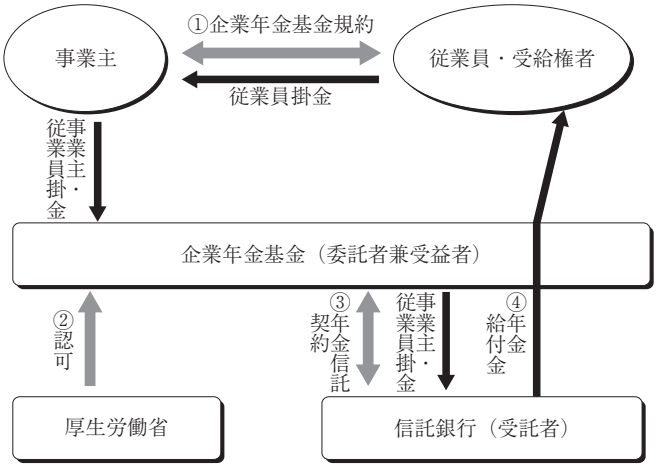
パッシブ運用とは，特定のベンチマーク（指標）の動きと連動した投資収益を達成することを目指す運用方法のことである。パッシブ運用は，個別有価証券の投資価値を運用者が判断して売買を行うことによりベンチマークを上回る成績を目指すアクティブ運用と比較して，取引に関わるコストが少なくてすむこと，運用報酬が低く抑えられること等のメリットがある。特に，信託銀行の場合，投資一任業者と異なり資産運用業務のみならず自ら資産管理業務も行うため範囲の経済が働き，また，比較的資産規模も大きく規模の経済が働くという優位性もある。一方，パッシブ運用においては，ベンチマーク並みの運用成績しか期待できない。また，パッシブ運用は資金配分機能をあまり持たず，アクティブ運用に対するフリーライドであるとの批判もある。

信託の仕組み



〔出所〕　信託協会

基金型企業年金信託の仕組み



〔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に関し，保険金が支払わられる保険である。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，運用実績にかかわらず一定の給付が契約者に保証されている一般勘定と，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」（2014年版）によると，生保の総資産（2013年度末）のうち，81.3％が有価証券，10.9％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，52.6％が日本国債，21.6％が外国証券（うち公社債等19.7％，株式1.9％），8.7％が国内社債，6.3％が国内株式，4.9％が国内地方債となっている。

近年，時価会計の導入やソルベンシー・マージン規制の厳格化の流れにより，生保においても ALM（資産・負債の総合管理）が重視されるようになっている。生保の負債の大部分を占める責任準備金は，デュレーション（平均残存期間）が10年を超える超長期の債務である。そのため，運用においても20年物などの超長期国債への投資が選好される傾向にある。一方で，価格変動リスクの大きい株式や為替リスクの伴う外国債券への投資には慎重になりがちであり，外国債券に投資する場合も為替ヘッジにより為替リスクを避ける傾向にある。

年金基金等を対象とする団体年金保険の特別勘定には，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１特約と，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２特約などがある。第１特約には，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，資産クラスの配分については顧客の意向を反映する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
2009年度	1.6	0.7	0.7	76.7	14.7	2.1	3.5	100.0
2010	1.8	0.6	0.6	77.3	13.7	2.1	3.8	100.0
2011	1.1	0.8	0.6	78.8	12.9	2.0	3.8	100.0
2012	1.0	0.8	0.6	80.7	11.7	1.9	3.4	100.0
2013	1.3	0.8	0.7	81.3	10.9	1.8	3.3	100.0

以下はかんぽ生命を除いた数値

2009	1.2	0.8	0.9	75.3	14.1	3.1	4.5	100.0
2010	1.6	0.6	0.8	76.3	13.1	3.0	4.6	100.0
2011	1.0	0.8	0.8	78.4	12.1	2.8	4.1	100.0
2012	1.1	1.0	0.7	80.8	10.8	2.5	3.0	100.0
2013	1.0	0.9	0.7	81.8	10.3	2.4	2.8	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
2009年度	1,279,887	52.4	109,678	4.5	264,538	10.8	186,618	7.6	429,571	17.6	171,206	7.0	2,441,501
2010	1,323,987	53.4	119,164	4.8	252,835	10.2	162,149	6.5	457,384	18.4	164,288	6.6	2,479,809
2011	1,412,757	54.9	131,630	5.1	253,429	9.8	147,444	5.7	469,267	18.2	161,074	6.3	2,575,603
2012	1,487,692	53.5	139,346	5.0	251,551	9.0	167,256	6.0	559,864	20.1	176,735	6.4	2,782,448
2013	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

以下はかんぽ生命を除いた数値

2009	603,711	36.9	58,396	3.6	195,162	11.9	186,618	11.4	422,989	25.8	171,206	10.5	1,638,086
2010	682,957	40.0	56,606	3.3	191,930	11.2	162,149	9.5	450,147	26.4	164,288	9.6	1,708,079
2011	813,135	44.4	53,851	2.9	191,154	10.4	147,434	8.1	463,081	25.3	161,074	8.8	1,829,732
2012	922,966	44.9	52,361	2.5	186,713	9.1	167,246	8.1	550,842	26.8	176,735	8.6	2,056,866
2013	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

〔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，公的年金・年金基金や金融法人・事業法人，政府系ファンド（SWF）などの機関投資家が挙げられる。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。

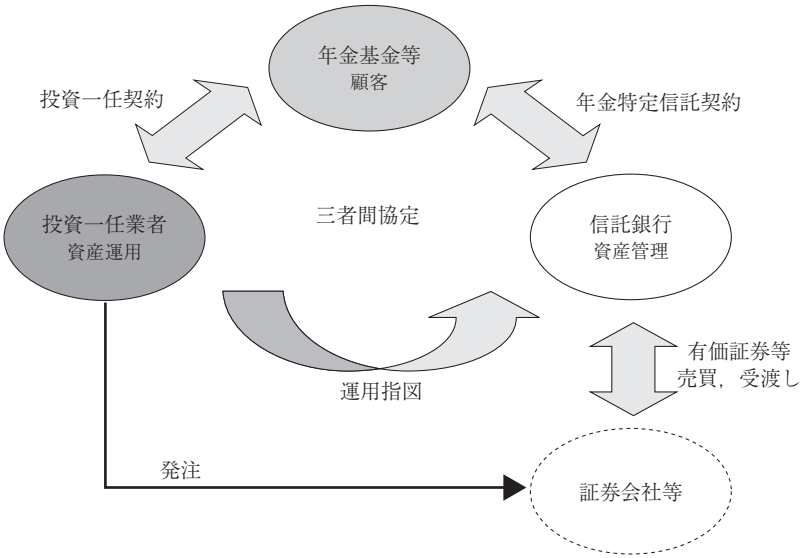
投資一任業者等の自主規制団体として日本投資顧問業協会がある。協会は，投資運用業等の公正かつ円滑な運営の確保により投資者保護を図るとともに，投資運用業等の健全な発展に寄与することを目的としている。また，協会は，投資運用業の資本市場における重要性に鑑み，会員のスチュワードシップ・コードへの取組状況を取りまとめて公表したり，コーポレートガバナンス研究会を組成し議論や研究を行うなど，コーポレートガバナンス向上にも取り組んでいる。

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，年金基金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の株式・債券への投資や，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
最低金額	１億円以上	１億円以上	数百万円以上
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・1000銘柄以上の株式に分散投資するような投資信託でも，１万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。

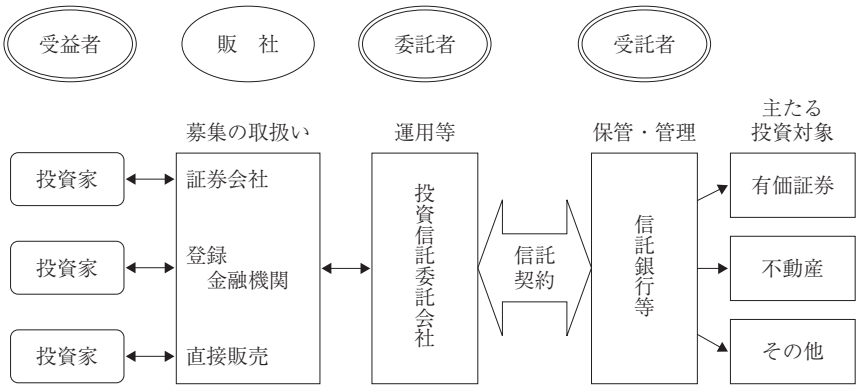
投資信託制度発足時においては，運用対象は当局が承認した国内株式のみであったが，60年の歴史の中で運用規制が徐々に緩和され，現在では組み入れるプロダクツによって実に多様な運用商品を作り出すことが可能となった。例えば，短期金融商品を組み入れることにより MRF などの預金類似商品を作ることもできる。さらには，不動産やコモディティへの投資が認められるようになり，投資信託を通じ，オフィスビルや金，原油などに投資することも可能である。

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27日に公表された。スチュワードシップ・コードは，機関投資家が，投資先の日本企業やその事業環境など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（第１章６および第15章６を参照）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，200近い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。

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，非財務面の事項も含まれる。

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。

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，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13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。

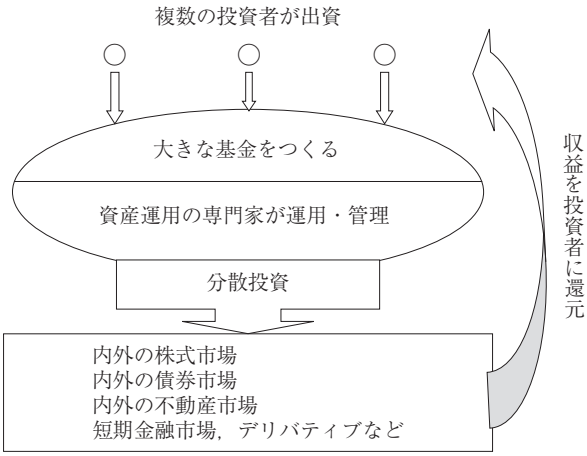
投資者からみれば，小口の資金でも間接的に様々な資産市場に参加できるばかりでなく，他の投資者の資金と集合して運用されるために規模の経済性，効率的分散投資，専門家の運用による情報や投資手法の優位性等を享受できるメリットがある。収益は運用成績に応じて変動するため元本は保証されないが，運用対象や運用方法の違いにより預貯金に近い商品性のものから，リスクをとって大きな収益を狙う派生商品的なものまで様々な種類がある。

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。

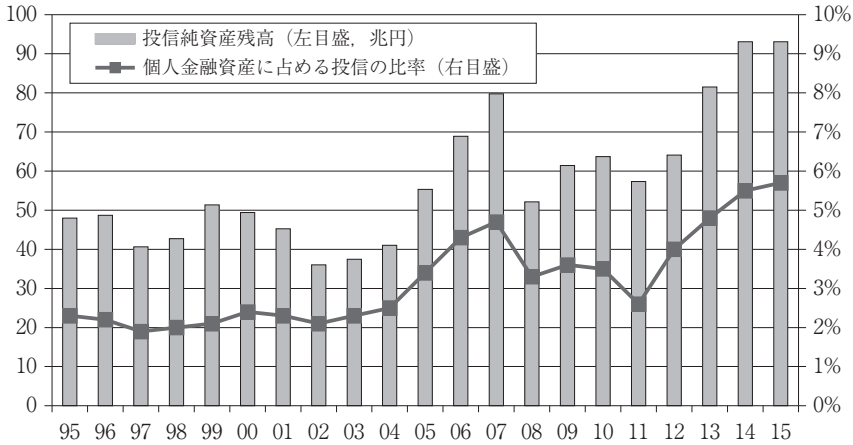
わが国の公募証券投資信託の量的推移は右図のとおりである。1989年を一つのピークとして，バブル崩壊後は残高減少を余儀なくされたが，超低金利下での国民の運用意識の高まり，株式市況の回復などを受けて2005年頃から一たん拡大した。2008年には世界金融危機により前年比35％減少した後，2009年１月を底に回復し，2015年５月に史上初めて100兆円の大台を超えた。なお，世界全体の投資信託残高が2014年現在で31.38兆ドル（3,700兆円）を超えている中で日本のシェアは2.5％に過ぎず，世界における日本のGDPシェア（６％程度）にくらべ小さい。それだけ潜在成長性が高いということであり，今後「貯蓄から投資へ」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〕　筆者作成

公募投信残高と個人金融資産に占める比率の推移



（注）　15年は9月末（個人金融資産に占める比率は6月末）現在
〔出所〕　投資信託純資産残高は投資信託協会，個人金融資産に占める投信の比率は日本銀行資金循環勘定。

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発生して以来，先進国のみならず新興成長国においても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」施行によりスタートした。欧米のように投資者のニーズに基づいて自然発生的に生まれたものではなく，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意図のもとで政策的に導入された商品であった。戦前の投資信託を参考に立法化され，信託の形態をとる契約型の単位型株式投信として誕生した。

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「フリー・フェア・グローバル」を標榜した「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グローバル化の観点などから，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せねばならない義務）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。

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）	単位型株式投信でスタート（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）			
		外国投信の国内販売自由化（1972）	外国証券組入れ開始（1970）
委託会社が投資顧問業務に進出（1984）	中期国債ファンド発足（1980）		
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）
			信用リスク規制の導入（2014）

〔出所〕　筆者作成

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。

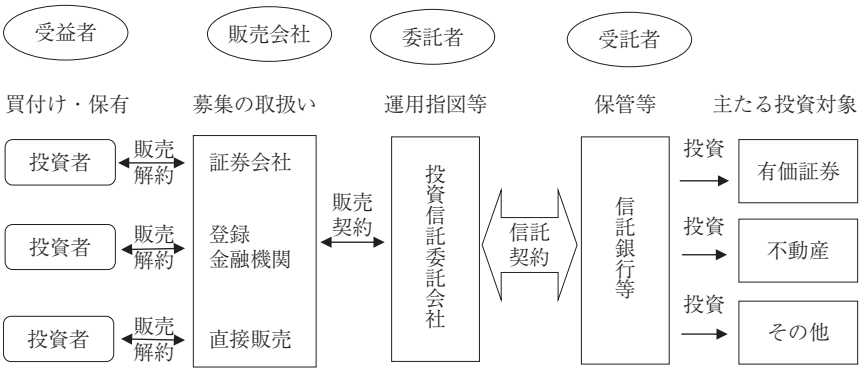
委託者非指図型は，受託者が委託者兼受益者である複数の投資者との間で個別に信託契約を結び，その資金を合同して一つの信託財産としたうえで，自らが（委託者の指図に基づかずに）主として有価証券以外の特定資産で運用するとともに，信託財産の保管・管理も行うものである。

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。

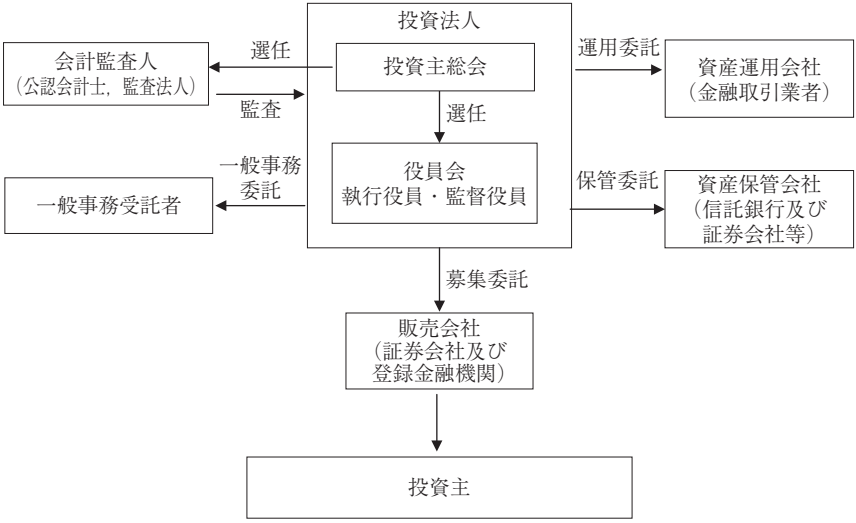
なお，世界における投資信託の形態の区分として，契約型と会社型のほかに，発行証券の買取請求権の有無によりオープンエンド型とクローズドエンド型がある。オープンエンド型は投資者からの買取請求に対して，時価により信託財産を取り崩して応じるタイプであり，クローズドエンド型は買取請求に応じないタイプである。後者の場合，発行証券の取引所上場などにより投資者の換金性が確保される。わが国の契約型は原則としてオープンエンド型であり，不動産投信に代表される会社型はクローズドエンド型により運営されている。

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2015年９月末現在157兆円に達しているが，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。

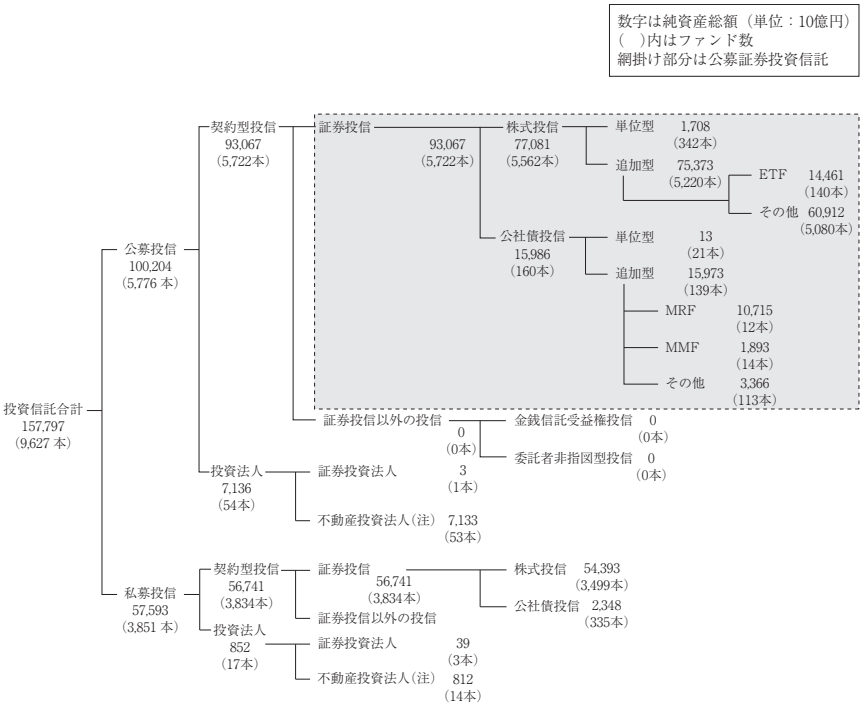
株式投資信託と公社債投資信託　わが国では，株式を若干でも組み入れることができるファンドを株式投信，株式を一切組み入れずに公社債等だけで運用するファンドを公社債投信と，税法において規定している。公社債投信の中には長期債中心に運用するものと，短期金融市場の商品で運用するMMF（マネー・マネジメント・ファンド）やMRF（マネー・リザーブ・ファンド）などがある。

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。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（2015年９月末）



（注）　不動産投資法人は前月データである
〔出所〕　投資信託協会

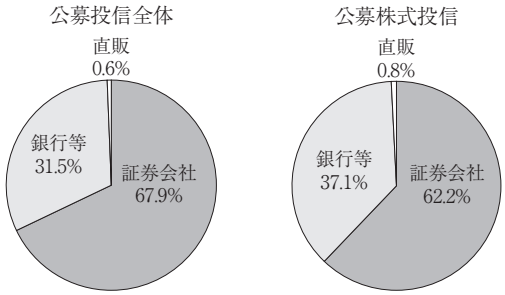
5．投資信託の販売　日本の投資信託の募集・販売は，1951年の発足以来，証券会社のみによって行われてきた（1990年代に一部の投信委託会社が直接販売を開始した）が，1998年から銀行等の金融機関が加わり，2005年10月からは一部の郵便局も参加して急速に販売網が広がった。この結果，販売チャネル別にみた投信残高の内訳は，右図にみるとおり大きく変化しており，2015年９月末には，銀行等の金融機関のシェアは公募投信全体で32％，公募株式投信では37％となっている。また私募投信の場合には銀行等が７割以上を占めている。一方，投信委託会社による直接販売は，証券系列の大手が撤退（関係証券会社が販売業務を吸収）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，2014年の投資信託協会調査によれば，回答者の8.6％が「投信についてインターネット取引経験がある」と答えている。

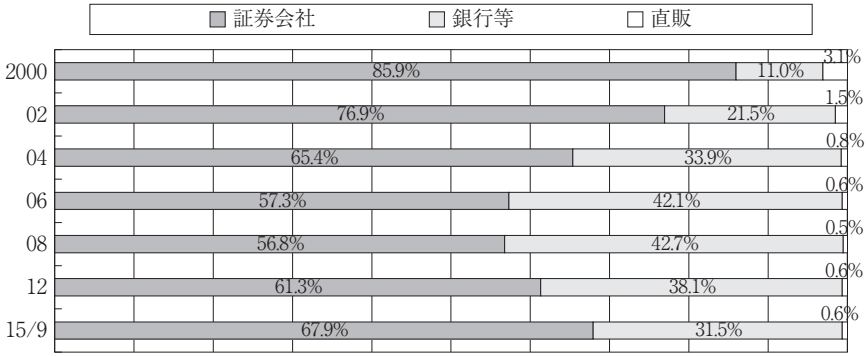
販売会社は「金商法」をはじめ「金融商品の販売等に関する法律」や日本証券業協会諸規則の適用を受け，さらに投資信託協会の販売ルールの遵守が義務づけられている。すなわち，顧客の知識・経験，投資目的および財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘を行ってはならないという「適合性原則」を守るほか，市場リスク・信用リスクなどのリスク要因，取引の仕組みのうちの重要な部分等の「説明義務」，断定的判断の提供など販売における「禁止行為」を犯さない義務，「顧客への誠実義務」などを負っている。また銀行など預金取扱い金融機関が投信を販売する場合には，預金保険の対象でないことの説明をふくめ，預金との誤認防止措置を取らなけ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定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。

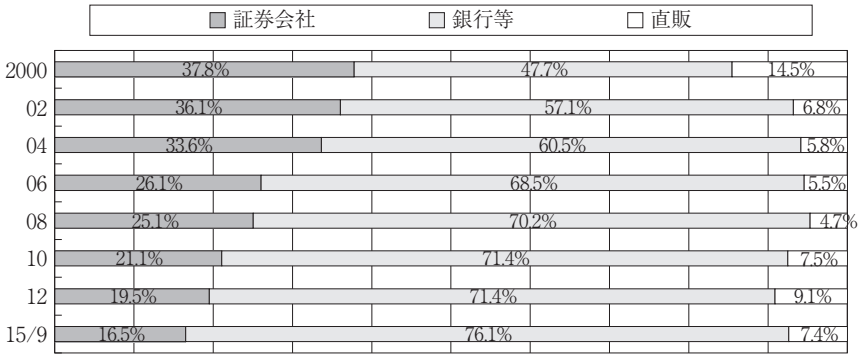
公募投信の販売チャネル別残高内訳（2015年９月末現在）



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

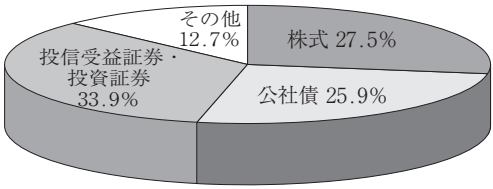
6．投資信託の運用　投資信託の主たる運用対象は「投資信託及び投資法人に関する法律施行令」に定められた「特定資産」(2015年９月現在，有価証券，デリバティブ取引に関する権利，不動産など12種類）である。このうち主として有価証券に投資するファンドは証券投資信託と呼ばれる。

2015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。毎月分配型の残高が多いことを反映して公社債の比率が高く，またファンド・オブ・ファンズが増えたことから投資信託証券・投資法人証券の比率も高い。なお，図表に掲げていないが00年代から内外の投資環境の違いを反映して外国投資比率が高まった。また国内株式の組入内容については電機・輸送機(自動車など)，情報・通信など優良株が中心となっている。

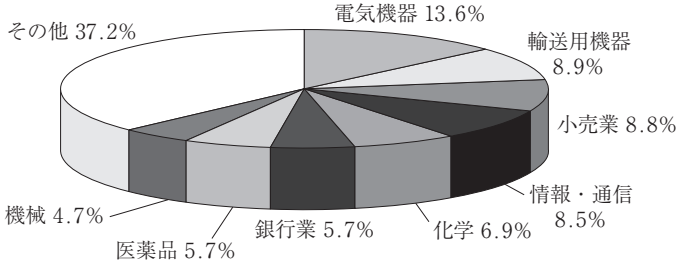
投信委託会社は各ファンドの目論見書に記載された投資方針に沿って運用を行うが，その業務遂行にあたっては金商法の投資運用業に関する特則の適用をうける。すなわち，顧客に対する誠実義務，受益者に対する忠実義務と善管注意義務を負うほか，禁止行為として①自己またはその取締役・執行役との間における取引，②運用財産相互間の取引（一部を除く），③特定の金融商品等について取引に基づく価格等の変動を利用して自己または第三者の利益を図るため正当な根拠を持たない取引を行うこと，④通常の取引と異なり，かつその条件での取引が受益者の利益を害することとなる取引，⑤運用として行う取引に関する情報を利用して，自己の計算において有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，議決権行使結果の概要を公表している。

投資信託の運用資産構成（2015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（2015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（2015年）
－会社提案の議案に対する行使状況，証券投資信託を運用する87社合計－

議案名称	賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	反対棄権計 (D) (B)＋(C)	議案数合計 (E) (A)＋(B)＋(C)	反対等行使 比率 (D)/(E)
①剰余金処分	30,409	1,272	19	1,291	31,700	4%
②取締役選任※１	92,335	13,388	50	13,438	105,773	13%
③監査役選任※１	34,419	9,672	29	9,701	44,120	22%
④定款一部変更	23,575	1,040	15	1,055	24,630	4%
⑤退職慰労金支給	2,956	2,226	7	2,233	5,189	43%
⑥役員報酬額改定	12,719	604	15	619	13,338	5%
⑦新株予約権発行	3,178	634	7	641	3,819	17%
⑧会計監査人選任	234	0	2	2	236	1%
⑨再構築関連※２	634	26	0	26	660	4%
⑩その他の会社提案※３	4,518	1,971	4	1,975	6,493	30%
合計	204,977	30,833	148	30,981	235,958	13%

※１…複数候補者の選任において１名でも選任対象に反対した場合は「反対」として集計するものとする。
※２…合併，営業譲渡・譲受，株式交換，株式移転，会社分割
※３…上記①～⑨以外の議案（買収防衛策，第三者割当増資，法定準備金減少，自己株式取得，資本減少，株式併合等）
〔出所〕投資信託協会「投資信託委託会社における議決権行使アンケート調査結果」

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。家計（個人）が６割を保有しており，４割を保険・年金，事業法人・金融機関等が保有している。米国と比べると，個人の保有割合が高いことは同じだが，私的年金の保有比率が米国に比べ低いと推定され，一方，金融機関の保有比率が高い。

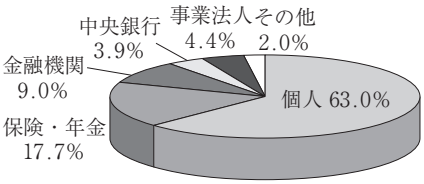
個人が保有の中心であるといっても，個人への投信普及率は低く，日本証券業協会による2012年の調査によれば，成人人口のうち投信保有者の比率は7.7％に過ぎない。なお，この比率はバブル期の1988年に世帯普及率で16％を超えていた状況から大きく後退したが，2003年の6.1％をボトムとして回復の兆しを見せている。年齢別にみると，個人金融資産の保有が高年層に偏っている日本の状況そのままに，60歳以上の保有率が10％以上であるのに対し，20代では０～３％となっており，若年層の保有率が極端に低いことが目立つ。図表には掲げていないが，米国では投信の世帯普及率が４割を超えている中で，45～54歳，55～64歳の年齢層に次いで35～44歳の保有率が49％と高く，35歳未満でも34％に達している（2014年現在）。日本でも2014年に導入されたNISA，2016年に導入されるジュニアNISA，さらには確定拠出年金制度の拡充などをつうじ，若年層の投信保有が増加することが望まれる。

個人の１件当り申し込み金額は，統計の入手できる公募株式投信・単位型の場合，2014年の平均値で419万円であるが，件数的には50万円から100万円という区分が32％，100万円から300万円の区分が26％を占めている。

個人投資家の投信購入目的は，以前は「特に目的はない」という答えが多かった（日本人の貯蓄目的そのものが「不時の出費に備えて」など特に明確な意識が薄かった）が，最近は「老後の生活資金」のため購入する層も増えている。しかし米国では「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。

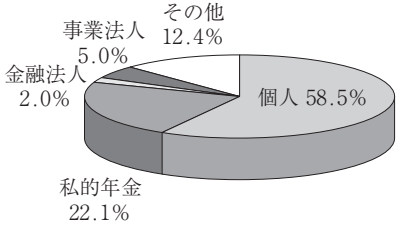
投資信託の保有者構成（2014年末）

日本



〔出所〕 日本銀行『資金循環勘定』

（参考）米国



〔出所〕 FRB, *Flow of Funds Accounts*

投資信託を保有する個人投資家のプロフィール

年齢別投信保有率			年収別投信保有率	
	男性	女性		
20～24歳	0.0%	0.0%	100万円未満	5.4%
25～29歳	2.8%	1.2%	100～200万円未満	6.6%
30～34歳	3.1%	2.3%	200～300万円未満	9.3%
35～39歳	6.1%	4.0%	300～400万円未満	6.3%
40～44歳	5.5%	4.8%	400～500万円未満	11.5%
45～49歳	7.6%	6.0%	500～700万円未満	12.9%
50～54歳	8.9%	7.9%	700～1,000万円未満	17.3%
55～59歳	9.6%	8.8%	1,000万円以上	11.9%
60～64歳	11.0%	11.3%		
65～69歳	17.1%	12.1%		
70～74歳	12.6%	11.3%		
75～79歳	12.2%	9.6%		
80～84歳	16.8%	7.1%		
85～89歳	10.3%	1.7%		
90歳以上	0.0%	0.0%		
全体平均　7.7%				

〔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24年度版

個人投資家の投資信託の購入目的

日本		（参考）米国	
特に目的はないが資金を増やしたいため	36.7%	退職後の資金	74%
老後の生活資金	30.4%	現在の収入の補完	6%
資産のリスク分散	17.7%	不時に備えて	6%
経済の勉強のため	10.5%	教育資金	5%
子供または孫の教育資金	8.4%	節税	3%
レジャー資金	5.5%	住宅または高額商品購入	3%
住宅資金	1.7%	その他	3%

〔出所〕 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査」2014年，重複回答，上位項目のみ掲載
米国はICI〔2014〕，*Profile of Mutual Fund Shareholders*，「主たる目的は何か」への回答

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 HP 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。

日本の公募証券投信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〕 筆者作成

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」（2015年９月現在）より作成

９．投資信託を活用したサービス・商品など

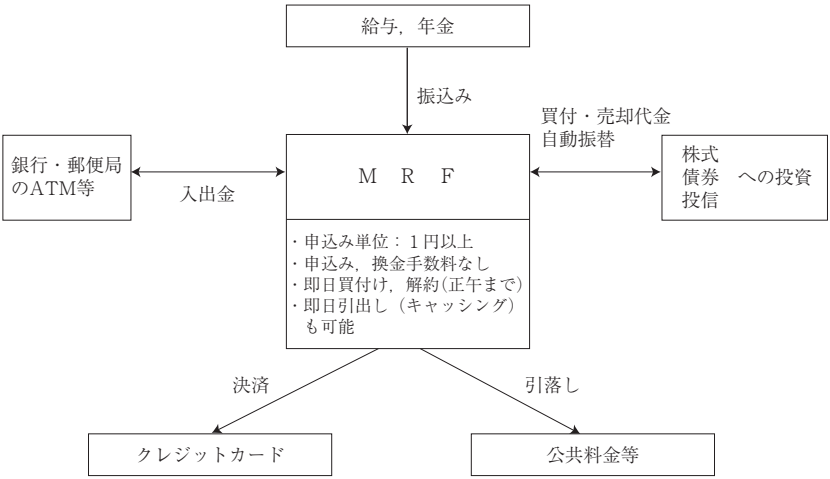
証券総合口座　証券会社の証券取引口座に口座専用の追加型公社債投信であるMRFを自動振替で結合したものである（最近はMRFの代りに銀行預金を用いる場合もある）。この口座は，公社債の利金，株式の配当金，証券の売却代金など，口座に流入し滞留している余裕金をMRFで運用するとともに，証券取引の代金の決済，ATMを通じたキャッシング，証券担保融資などのサービスが付随している。米国でメリルリンチが1977年に開発したCMAをモデルとして，1997年10月に創設された。MRFには組入資産の平均残存期間を90日以内とするなど，流動性・安全性に配慮した運用ルールが投資信託協会によって定められている。

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。

確定拠出型年金制度（日本版401kなど）　日本における雇用の流動化・確定給付型企業年金の財政悪化などを背景に，2001年10月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１月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加入者は自らが拠出した積立金を投資信託や株式，債券，銀行預金などの投資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。

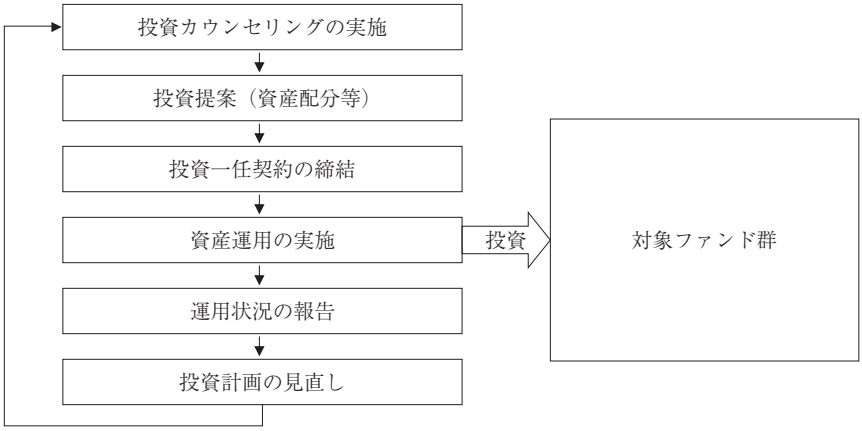
変額年金保険　1999年から本格的に発売されている生命保険会社の商品である。変額年金保険も，確定拠出型年金と同様に，契約者が払い込んだ保険料を投資信託などで運用し，その運用成績により将来受け取る年金額が左右される仕組みである。証券会社に加え，銀行等も販売に加っている。

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〕 野村證券ホームページを参考に筆者作成

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，その後，税制も国内投信とほぼ同一となった。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，日本証券業協会は公正慣習規則「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。

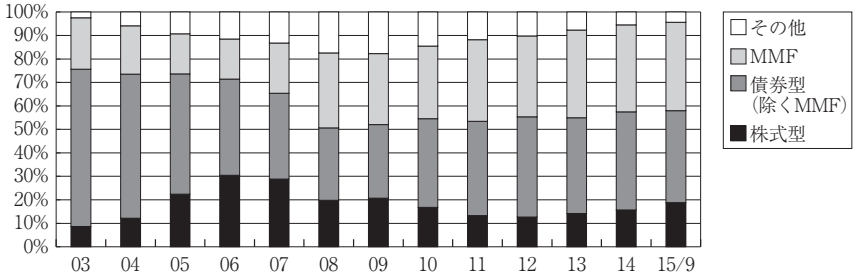
最近20年間の外国投信販売残高の推移は右表のとおりである。基本的に為替動向などの影響を受けて変動してきたが，1997年以降，日本の超低金利が継続する中での高利回り外債への投資ニーズの高まり，円安傾向などを反映して外国投信の販売は急増した。国内投信と合計した日本の投信市場全体の中での比率で見ても2004年には13％を超えた。その後，国内株ファンドの人気回復あるいは国内籍の毎月分配型ファンドの増加などにより，外国籍ファンドの販売は一服状態にある。商品別には右図に見るとおり，世界的に株価が回復した2004年以降は一時，株式投信もふえ，また「その他」に分類される不動産型やオルタナティブ・ファンドも増加したが，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，2015年３月末現在の純資産総額の内訳を見ると，ルクセンブルグ籍46.1％，ケイマン諸島籍41.5％，その他が12.4％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)
1995	5,365	479,571	484,936	1.1%
96	5,795	486,680	492,475	1.2%
97	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	62,896	935,045	997,941	6.3%
15/９月	57,651	930,673	988,324	5.8%

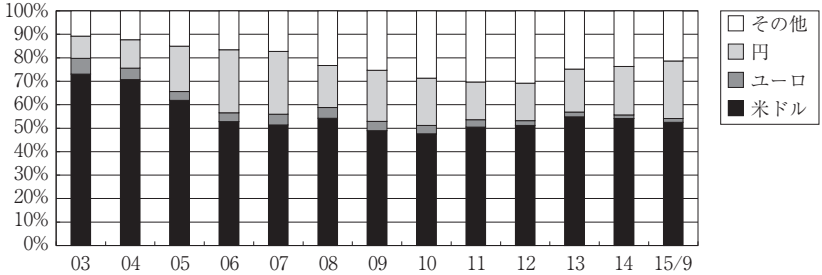
（注）　国内投信残高は証券投資信託の残高をとった。
〔出所〕　外国投信残高は日本証券業協会，国内投信残高は投資信託協会より筆者作成

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14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。

また，店頭取扱有価証券（グリーンシート）についても，2004年の法改正で，不公正取引規制の対象となったが，2018年３月31日限りで廃止されることとなり，現在，新規指定は停止されている。

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。

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。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。

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）。

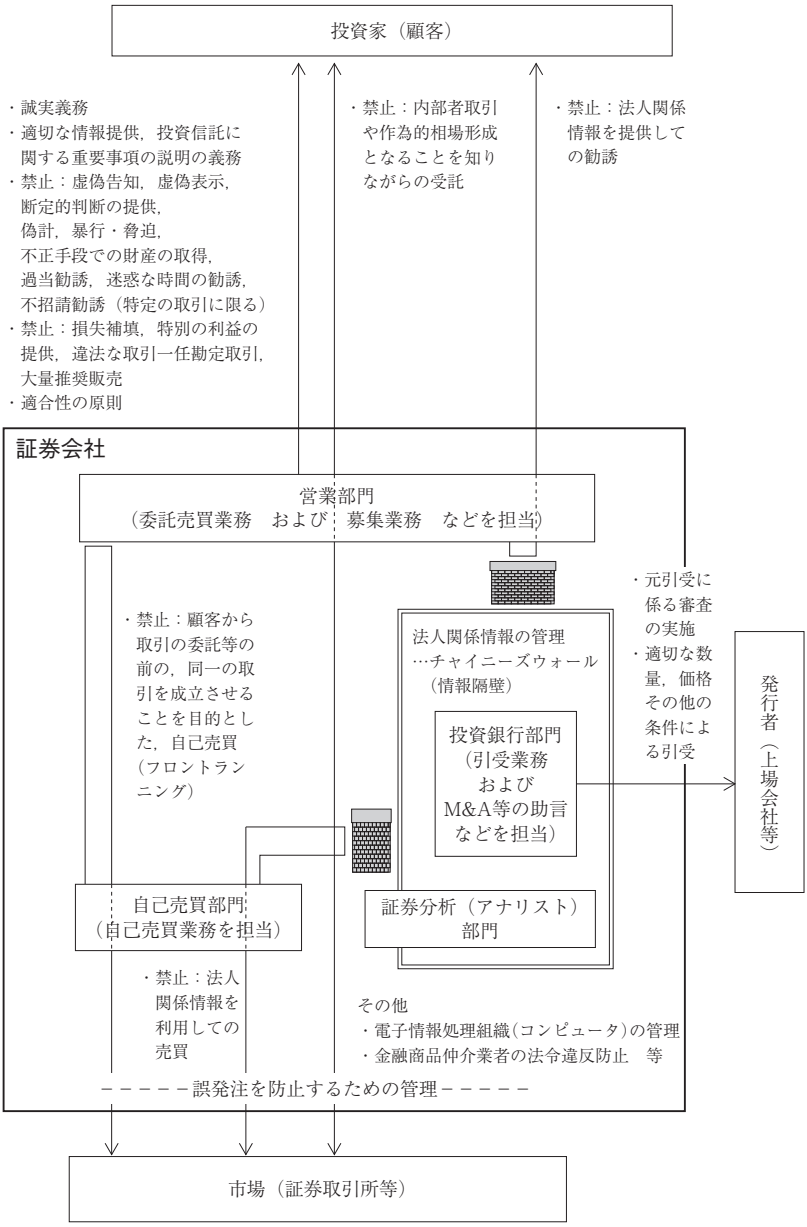
法人関係情報の管理　証券会社は，引受業務やM&Aに係る助言業務等を通し，発行者の株価等に影響し得る未公開情報（法人関係情報）を取得しうる立場にあるが，証券会社は，これらの情報に基づく不公正な取引が行われることを防止するよう，適切な措置（法人関係情報を取得することの多い投資銀行部門等と，それ以外の部門との間に情報隔壁（チャイニーズ・ウォール）を設け，情報が共有されないよう管理する，等）を講じねばならない。また，顧客に対し法人関係情報を提供しての勧誘を行うことや，法人関係情報を利用しての売買を行うことは，禁止行為とされている。

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。

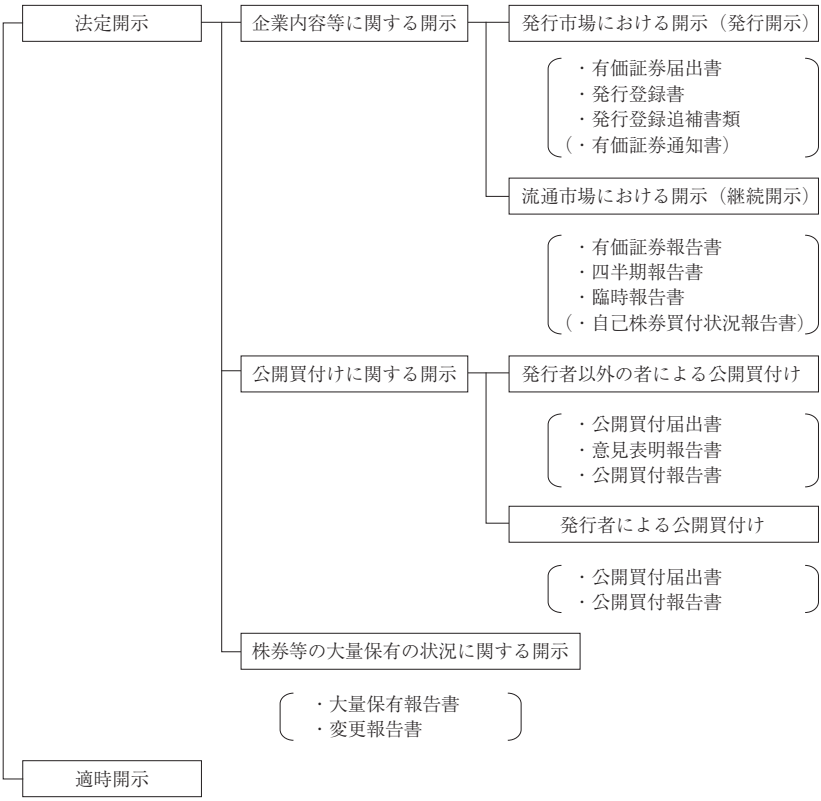
第15章　情報開示制度と投資者保護

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とがある。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により行われ，具体的には①当該募集または売出しに関する事項，②当該会社の商号，③当該会社の属する企業集団，④当該会社の経理の状況，⑤その他事業の内容に関する重要な事項等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されている。

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当該会社の商号，②当該会社の属する企業集団，③当該会社の経理の状況，④その他事業の内容に関する重要な事項等が記載事項とされる。提出された有価証券報告書は，有価証券届出書と同様に，EDINETにより公衆縦覧に供される。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されている。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および決済の方法等を公告または公表するほか，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されている。

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されている（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，この大量保有報告書を提出すべき者は，その後の保有割合が１％以上増加しまた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，所定の様式に沿った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．上場会社の法定事実	1．発行する株式，処分する自己株式，発行する新株予約権，処分する自己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または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．剰余金の配当 10．株式交換 11．株式移転 12．合併 13．会社分割 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 20．リースによる固定資産の賃貸借 21．事業の全部または一部の休止または廃止 22．上場廃止申請 23．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 24．新たな事業の開始 25．公開買付けまたは自己株式の公開買付け 26．公開買付けに関する意見表明等 27．ストック・オプションの付与 28．代表取締役または代表執行役の異動 29．人員削減等の合理化 30．商号または名称の変更 31．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 32．決算期変更（事業年度の末日の変更） 33．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） 34．特定調停法に基づく特定調停手続による調停の申立て 35．上場債券等に関する権利に係る重要な事項 36．公認会計士等の異動 37．継続企業の前提に関する事項の注記 38．有価証券報告書または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 39．株式事務代行機関への株式事務の委託の取止め 40．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 41．定款の変更 42．全部取得条項付種類株式の全部の取得 43．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 44．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．上場会社の発生事実	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．支配株主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または通告 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の申立て等 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．株式又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．有価証券報告書または四半期報告書の提出遅延 23．有価証券報告書または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，業務若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．上場会社の決算情報等	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，子会社に係る重要な法定事実・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」

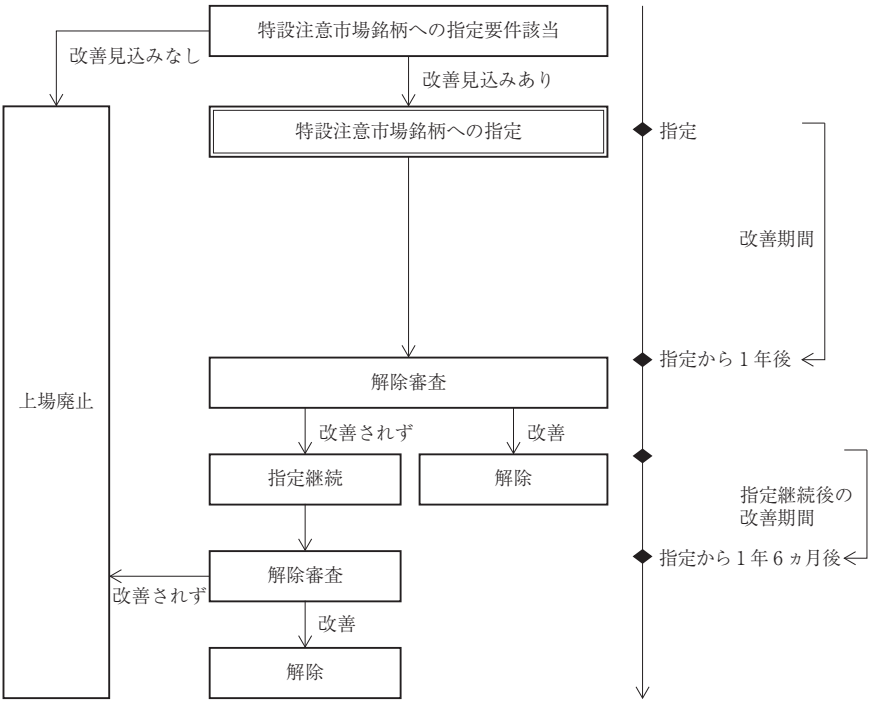
５．情報開示の適正性の確保　証券取引所は，適時開示に係る規定を含む有価証券上場規程の実効性を確保するため，虚偽の内容の情報開示を行った場合や，企業行動規範の遵守すべき事項に違反した場合などの違反行為に対して，所定の措置を講ずることができることとしている。こうした実効性確保手段としての措置には，上場会社に対して改善を求める「改善措置」と，上場契約違約金や公表措置といった「ペナルティー的措置」とがある。

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，改善措置として，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，違反行為の経緯およ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ヵ月経過後速やかに，改善措置の実施状況およ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およ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，有価証券上場規程の実効性を高めることを目的とするものであり，これらの改善措置と同時に適用されることもある。

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

コーポレートガバナンス・コードの策定　政府の成長戦略「『日本再興戦略』改訂2014」を受けて，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）が策定され，2015年６月から上場会社に適用されている。

コードは基本原則，原則，補充原則の全73原則で構成されており，コンプライ・オア・エクスプレイン（原則を実施するか，実施しない場合には，その理由を説明するか）の手法を採用している。また，上場会社のコードへの対応状況は，特定の枠組みの中で統一的に開示・説明が行われることが望ましいとの観点から，上場会社に提出が義務付けられている「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（ガバナンス報告書）に記載されることとされている。

ガバナンス報告書の内容に変更が生じた場合には，上場会社は原則として都度，変更内容を反映するものとし，各社のガバナンス報告書は証券取引所のウェブサイト等で公衆の縦覧に供される。なお，資本構成，企業属性，コードに関する事項等は変更が生じた後，最初に到来する定時株主総会後に変更内容を反映することとされている。

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）によって設定されている会計基準であり，近年，世界各国で導入に向けた動きが進んでいる。

IFRS を自国の会計基準として採用している国，および採用を予定している国は，合計すると既に100ヵ国以上に及んでいる。EU では，2005年から域内の内国上場会社に対して強制適用されている。また，米国では外国上場会社に対し，IFRS に基づいた財務諸表の作成を認めている。

わが国でも，IFRS の採用に向けた動きが進められており，2010年から，国際的な財務活動また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，IFRS を導入する会社数は増加傾向にある。

コーポレートガバナンス・コードの概要

・成長戦略の一環として，健全な企業家精神の発揮に資する「攻めのガバナンス」を確保
・株主はもとより，幅広い「ステークホルダーとの適切な協働」を通じた企業価値の向上を明記
・中長期保有の株主は，会社にとって重要なパートナーとなり得る存在であり，両者の間の「建設的な対話」を充実
⇒ 会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し，ひいては経済全体の発展にも寄与

・プリンシプルベース・アプローチ：自らの活動が，形式的な文言・記載ではなく，その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断
・コンプライ・オア・エクスプレイン：コードは，法令のように一律の義務を課すのではなく，「原則を実施するか，実施しない場合には，その理由を説明するか」を求める手法を採用。

【1．株主の権利・平等性】
上場会社は，株主の権利・平等性を確保すべき。

➢株主の権利の実質的な確保
⇒ 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等）
➢ 株式の政策保有
⇒ 保有に関する方針の開示，経済合理性の検証に基づく保有のねらい・合理性の説明，議決権の行使についての基準の策定・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，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。

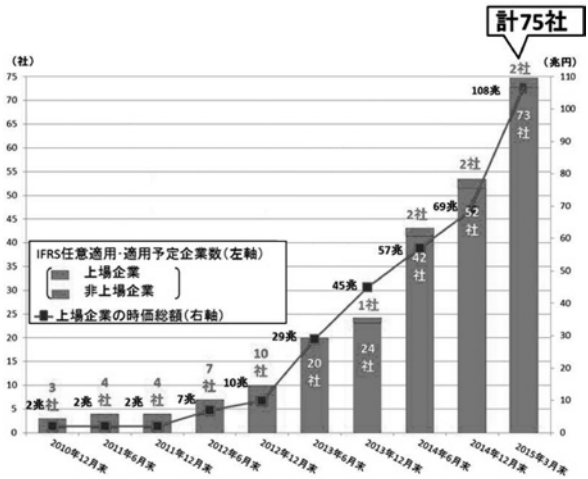
【4．取締役会等】
取締役会は，会社の持続的成長を促し，収益力・資本効率等の改善を図るべく，以下の役割・責務を果たすべき。
(1)　企業戦略等の大きな方向性を示すこと
(2)　経営陣の適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと
(3)　独立した客観的な立場から，実効性の高い監督を行うこと

◎　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。
➢持続的な成長に資するような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名以上設置すべき
※自主的な判断により，３分の１以上の独立社外取締役が必要と考える会社は，そのための取組み方針を開示。

【5．株主との対話】
上場会社は，持続的な成長に資するとの観点から，株主と建設的な対話を行うべき。

〔出所〕金融庁資料

日本における IFRS 適用企業数及び時価総額推移



〔出所〕IFRS 適用レポート（2015年４月）

第16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2015年度税制改正により25.5％から23.9％に引き下げられ，さらに法人事業税の税率の引き下げも行われた。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2015年４月現在32.11％となっている。

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）　近年の証券税制については，主に上場株式等の配当・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，2007年末あるいは2007年度末まで，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2008年度税制改正では，優遇税率を2008年末で廃止し，円滑に新制度へ移行する観点から，特例措置として2009，2010年の２年間，500万円以下の譲渡益および100万円以下の配当について，優遇税率を適用することになった。しかし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，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る。

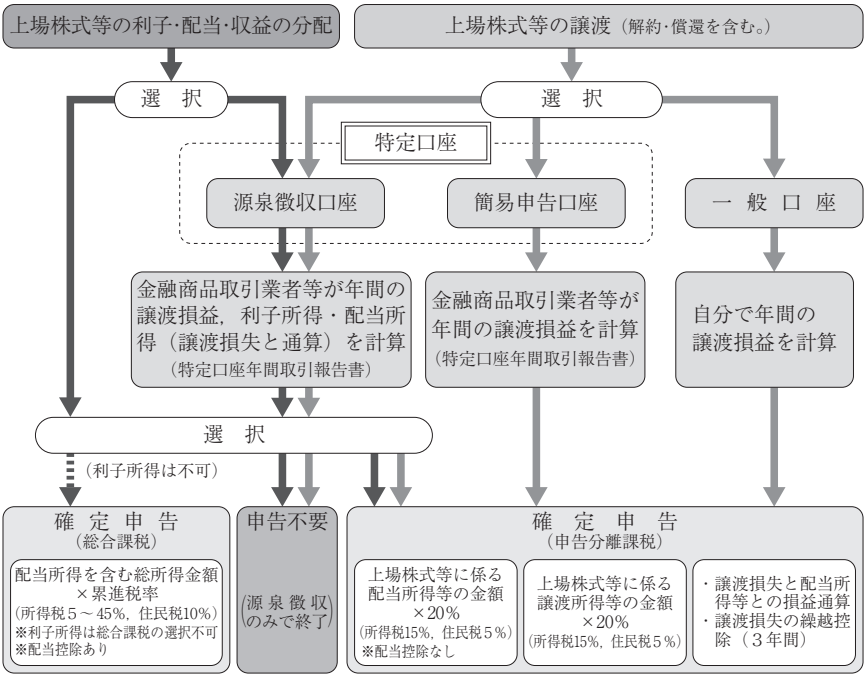
また非課税制度に関する改正としては，2014年にNISAが導入され，2014，2015年度税制改正により見直し，拡充が行われている（８節参照）。

なお，2016年１月からマイナンバーの利用が開始される。

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	
2013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（2016年より）	
2014年	NISA の導入	↓
2015年	ジュニア NISA の創設（2016年より）	5 -45%の７段階

上場株式等に対する課税の概要（2016年以後）



（注）　2013年から2037年までの間に生ずる所得についての所得税の確定申告や源泉徴収の際には，復興特別所得税（原則として所得税額の2.1%）も課される。

〔出所〕　国税庁資料より作成

３．利子課税　2015年までは，預貯金・公社債の利子および合同運用信託・公社債投資信託等の収益分配金は，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。また特定の割引債の償還差益は，割引債を発行するときに18％（復興特別所得税を含めると18.378％）の税率による源泉分離課税（住民税は非課税）が適用される。ただし東京湾横断道路株式会社および民間都市開発推進機構が発行する割引債の償還差益については，割引債を発行するときの源泉分離課税の税率が16％（復興特別所得税を含めると16.336％）となっている。

2013年度税制改正により，2016年以後，特定公社債の利子，公募公社債投資信託の収益分配金は税率20％（復興特別所得税を含めると20.315％）で源泉徴収後に申告分離課税または申告不要を選択することになる。また，2016年１月１日以後に発行される割引債の償還差益については，一定の割引債を除いて，発行時の源泉徴収を適用しないこととされ，償還時に税率20％（復興特別所得税を含めると20.315％）で源泉徴収のうえ，税率20％（復興特別所得税を含めると20.315％）の申告分離課税の対象となる。

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（2015年）

区　　分	所得区分	概　　要
・預貯金および公社債の利子 ・合同運用信託，公社債投資信託および公募公社債等運用投資信託の収益分配金	利子所得	源泉分離課税 （20％：住民税５％含む）
特定の割引債に該当しない割引債の償還差益	雑所得	総合課税 （特定の割引債の償還差益は原則18％の源泉分離課税：住民税は非課税，一部16％の適用あり）
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（年金）貯蓄非課税制度 （元本550万円まで）

（注）　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（2013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	10,914,382	811,227	44,727
社債	3,248,656	665,541	100,718
預貯金（銀行預金）	791,838	679,198	103,336
預貯金（その他）	634,539	403,554	61,246
合同運用信託	25,620	15,506	1,914
公社債投資信託	92,693	86,450	11,843
割引債の償還差益	937	937	172
その他	1,308,745	1,200,138	115,133
合計	17,017,411	3,862,552	439,088

（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。
　　２．四捨五入のため，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％（所得税15％，住民税５％）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，総合課税もしくは申告不要（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。さらに株式譲渡損との損益通算のため，2009年より申告分離課税も選択できるようになった。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。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た。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（上場投資信託）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。また私募型の株式投資信託（10節を参照）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（2015年）

<table>
<tr><th colspan="3">区　　分</th><th colspan="2">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 colspan="2" rowspan="2">・総合課税
上場株式等の配当等×10～55%（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×20%（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 colspan="2">上場株式等の配当（大口以外）等(注1)</td></tr>
<tr><td colspan="2">上記以外</td><td colspan="2" rowspan="2">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></td><td>１回の支払配当の金額が，
10万円×$\frac{配当計算期間}{12}$
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または出資の総数または総額の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（2013年）

（単位：百万円）

区　　分	支払金額	うち一般課税分	うち特例税率適用分	源泉徴収税額
剰余金または利益の配当，剰余金の分配，基金利息の分配等	16,318,182	9,407,195	3,443,414	2,167,050
投資信託および特定受益証券発行信託の収益の分配等	3,694,110	2,425	3,140,384	224,815
源泉徴収選択口座内配当等	2,589,368	－	2,589,368	185,061
合計	22,601,660	9,409,619	9,173,166	2,576,926

（注）１．「投資信託」に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．「一般課税分」および「特例税率適用分」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。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の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

（2015年４月現在）

	法人段階	個人株主段階での調整方式	法人間配当
日本	法人税率　23.9％	○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 ○総合課税を選択する場合 配当控除 （配当所得税額控除方式）	持株比率　益金不算入割合 ５％以下……　20％ ５％超1/3以下 ……　50％ 1/3超 ……　100％
アメリカ	法人税率　35％	調整措置なし	持株比率　益金不算入割合 20％未満……　70％ 20％以上80％未満……　80％ 80％以上……　100％
イギリス	法人税率　20％	部分的インピュテーション方式	全額益金不算入
ドイツ	法人税率　15％ ＋税額の5.5％の連帯付加税	調整措置なし	持株比率　益金不算入割合 10％未満……　0％ 10％以上……　95％
フランス	法人税率　33 1/3％	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）	持株比率　益金不算入割合 10％未満……　0％ 10％以上……　95％

（注）１．アメリカにおいては，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。

２．インピュテーション方式とは，受取配当のほか，受取配当に対応する法人税額の全部または一部に相当する金額を個人株主の所得に加算し，この所得を基礎として算出された所得税額から，この加算した金額を控除する方式のことをいう。受取配当に対応する法人税額の全部を株主に帰属させる完全インピュテーションの場合，法人所得のうち配当に充てた部分に関する限り，二重課税は完全に排除される。なお，イギリスの部分的インピュテーション方式では，受取配当にその1/9を加えた額を課税所得に算入し，算出税額から受取配当額の1/9を控除する。

３．ドイツでは，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。

４．フランスでは，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。なお，2013年予算法案において，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。

〔出所〕江島一彦編著『図説日本の税制　平成27年度版』財経詳報社，301頁より作成

6．キャピタル・ゲイン課税（1）　株式等の譲渡益に対しては，以前は上場株式等を対象とした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，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。さらに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。

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。さらに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り，当該配当等と口座内で生じた譲渡損失を通算することができるようになった。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。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，当該売却益は所得税および住民税の計算上，合計所得金額に含まれないため，配偶者控除等への影響はない。これに対し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。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。

また，2016年から公社債等に対する課税方式が変更され，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になり，特定口座の対象範囲も拡大される。

株式等譲渡益課税の概要（2015年）

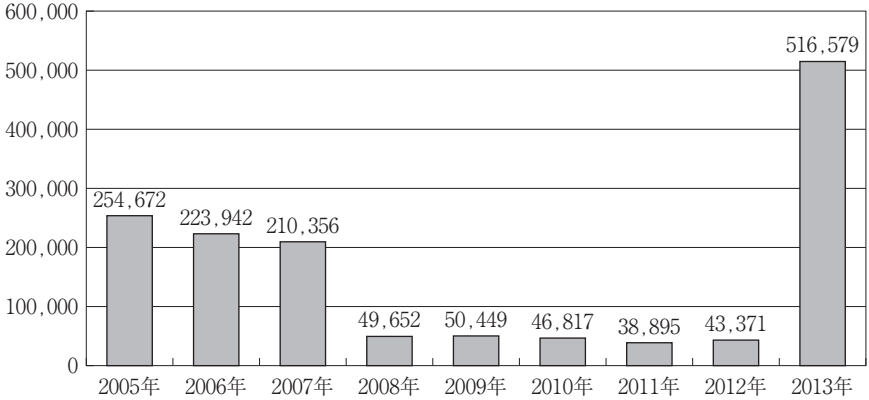
	概　　要
上場株式等 ・上場株式 ・ETF ・公募株式投資信託	申告分離課税 上場株式等の譲渡益×20% （所15%，住５%） ※源泉徴収口座における確定申告不要の特例 源泉徴収口座（源泉徴収を選択した特定口座）を通じて行われる上場株式等の譲渡による所得については，源泉徴収のみで課税関係を終了させることができる。 ※上場株式等に係る譲渡損失の繰越控除 上場株式等の譲渡損失の金額のうち，その年に控除しきれない金額については，翌年以後３年間にわたり，株式等に係る譲渡所得等の金額(注３)および上場株式等の配当所得の金額から繰越控除可。
その他の株式等	申告分離課税　譲渡益×20%（所15%，住５%）

（注）１．上場株式等の譲渡損失の金額があるときは，上場株式等の配当所得の金額から控除できる。
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。
３．2016年１月１日以後は，上場株式等に係る譲渡所得等の金額および上場株式等の配当所得の金額から繰越控除可となる。

〔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）　公社債の譲渡益については，2015年までは原則非課税である。ただし，国内発行される割引債で，独立行政法人住宅金融支援機構，沖縄振興開発金融公庫，独立行政法人都市再生機構，外国政府などにより発行されるものの譲渡による所得，国外発行される割引債（ゼロ・クーポン債）の譲渡による所得は総合課税の対象となる。また，利率が著しく低いもの（ディープ・ディスカウント債），その債権が元本部分と利子部分とに切り離してそれぞれ取引されるもの（ストリップス債），利子の計算期間が１年を超えるもの（ディファード・ペイメント債）など，ゼロ・クーポン債に類似した債券も総合課税の対象である。ただし，2016年以後は特定公社債に該当するものについては原則として申告分離課税が適用される。

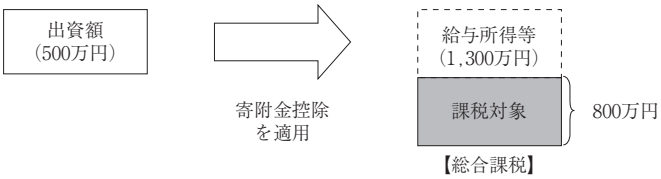
また，1997年度税制改正によりいわゆる「エンジェル税制」が創設されている。エンジェル税制とは，ベンチャー企業に対する個人投資家（エンジェル）の投資を支援することを目的に，一定の要件を満たすベンチャー企業（特定中小会社）の株式（特定株式）に対する特例措置のことである。この制度は創設以後数回の改正が行われており，近年では2005年度税制改正により特定中小会社が発行した株式に係る譲渡益を２分の１に軽減する特例の適用期限が２年延長された。また，2007年度税制改正ではこの特例の適用期限がさらに２年延長されるとともに，適用対象となる企業の要件の緩和および確認手続の合理化が行われた。2008年度税制改正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。なお，特定新規中小会社に該当する企業は，必ず特定中小会社にも該当する。

現行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。

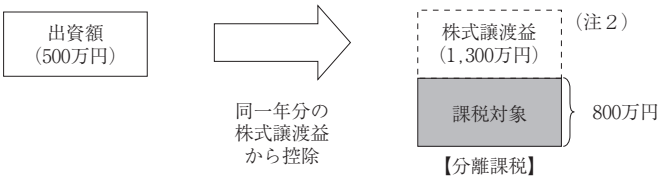
エンジェル税制の概要

【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）
【2008年度改正で創設】



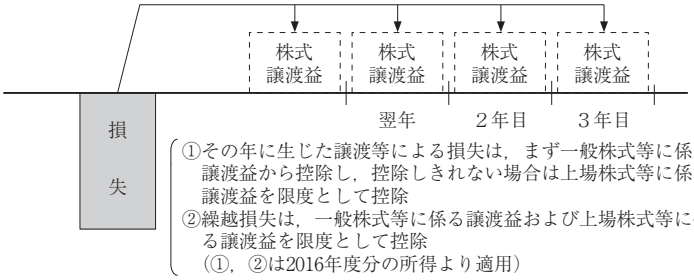
②ベンチャー企業（特定中小会社）へ出資した場合に株式譲渡益を圧縮



（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



（注）　2008年４月30日前に取得した一定のベンチャー企業の株式のうち，その譲渡の日において３年超保有したものを，上場後３年以内の譲渡または上場前M＆Aによる譲渡をした場合には，その譲渡益（税負担）を２分の１に軽減

〔出所〕　江島一彦編著『図説日本の税制　平成27年度版』財経詳報社，111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（正式には，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。

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（100万円×５年間）であったが，2015年度税制改正によって，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（120万円×５年間）になる。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，当初は最長で４年間，NISA口座を開設する金融機関を変更することができなかったが，2014年度税制改正により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。

金融庁の「NISA口座の開設・利用状況調査（平成27年６月末現在）」によると，NISA口座数は2014年６月末時点で727 万3,667 口座，2015年６月末時点で921万2,167口座である。また，NISA口座における買付額（2014年および2015年の利用枠で買付があった金額の合計）は，2015年６月末時点で５兆1,936億4,434万円，2015年の利用枠による買付額は２兆2,166億7,522 万円である。

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）が創設される。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。運用管理については，親権者等の代理または同意の下で投資を行い，18歳になるまで原則として払出しはできない。

NISA の概要

非課税対象	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歳以上の居住者等
年間投資上限	100万円（2016年から120万円）
非課税投資額	最大500万円（2016年から600万円）
口座開設期間	2014年から2023年までの10年間
非課税期間	最長５年間

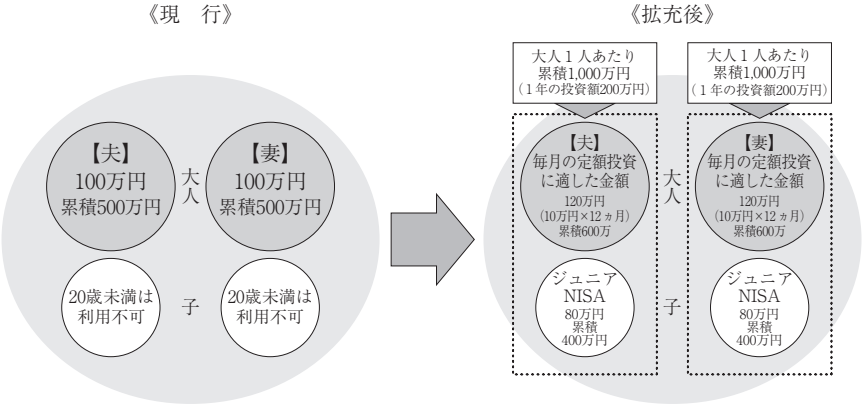
〔出所〕 国税庁，財務省の各種資料より作成

ジュニア NISA の概要

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

2015年度税制改正による NISA の拡充



〔出所〕 財務省（2015）「パンフレット平成27年度税制改正」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，非居住者に対する課税の範囲を国内源泉所得に限るとしている。居住者とは，国内に住所を有し，または現在まで引き続き１年以上居所を有する個人を指し，居住者以外の個人を非居住者という。また，非居住者に対する課税方法は，国内に恒久的施設（Permanent Establishment；PE）を有しているか否かにより異なる。原則としては，非居住者が国内に恒久的施設を有する場合には，居住者と同様に申告納税方式（一定の所得については源泉徴収あり）が採用され，その他の場合には，源泉徴収のみで課税関係が完結する源泉分離課税方式が採用されている。「恒久的施設を有する」とは，①支店その他事業を行う一定の場所を有すること，あるいは②１年を超える建設作業等を行いまたは一定の要件を備える代理人等を有することを指している。

2015年の課税関係をみると，⑴国内にPEを有する非居住者の場合：預貯金等の利子については，15.315％の源泉分離課税が適用される。上場株式等の配当等については，上記の①のケース，あるいは②のケースで国内事業に帰せられるものの場合，15.315％の税率で源泉徴収されたうえで総合課税されるが，確定申告による総合課税または申告分離課税を受ける必要のないいわゆる申告不要制度の適用が認められる。②のケースで国内事業に帰せられないものの場合は源泉分離課税が適用される。⑵国内にPEを有さない非居住者の場合：預貯金等の利子については，⑴と同様，15.315％の源泉分離課税が適用される。上場株式等の配当等については，⑴の②のケースで国内事業に帰せられないものと同様，源泉分離課税が適用される。以上の税率は復興特別所得税（原則として所得税額の2.1％）を含んだものである。

なお国債に関しては，非居住者等に対する非課税措置が講じられている。例えば，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（振替国債）の利子について，一定の要件を満たしている場合には，その所有期間に対応する利子について非課税となる。

以上の課税の取扱いは，国内税法上の規定であるが，非居住者や外国法人の課税関係は最終的には外国との租税条約によって決定されるので，各国との条約も別途吟味する必要がある。

非居住者に対する課税関係の概要（2015年）

<table>
<tr><th rowspan="2">非居住者の区分
所得の種類</th><th colspan="2">国内に恒久的施設を有する者</th><th rowspan="2">国内に恒久的施設を有しない者</th><th rowspan="2">源泉徴収（復興特別所得税を含む）</th></tr>
<tr><th>支店その他事業を行う一定の場所を有する者</th><th>１年を超える建設作業等を行いまたは一定の要件を備える代理人等を有する者</th></tr>
<tr><td>事業の所得</td><td colspan="2" rowspan="3">【総　合　課　税】
（注１，２）</td><td>【非課税】</td><td>無</td></tr>
<tr><td>資産の所得</td><td rowspan="2">【総合課税】
（注２，３）</td><td>無
（注１，２）</td></tr>
<tr><td>その他の国内源泉所得</td><td>無</td></tr>
<tr><td>組合契約事業利益の配分</td><td colspan="3" rowspan="4">【源泉徴収の上総合課税】
（注４）</td><td>【非課税】</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>土地等の譲渡対価</td><td colspan="2" rowspan="3"></td><td rowspan="3"></td><td>10.21％</td></tr>
<tr><td>人的役務の提供事業の対価</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>不動産の賃貸料等</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>利子等</td><td rowspan="8">【源泉徴収の上総合課税】
（注５，６，７）</td><td rowspan="8">（国内事業に帰せられるもの）</td><td rowspan="8">【源泉分離課税】</td><td rowspan="8">（国内事業に帰せられないもの）</td><td>15.315％</td></tr>
<tr><td>配当等</td><td>20.42％
（注６，７）</td></tr>
<tr><td>貸付金利子</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>使用料等</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>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</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>事業の広告宣伝のための賞金</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>生命保険契約に基づく年金等</td><td>20.42％</td></tr>
<tr><td>定期積金の給付補てん金等</td><td>15.315％</td></tr>
<tr><td>匿名組合契約等に基づく利益の分配</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td>20.42％</td></tr>
</table>

（注）１．国内に恒久的施設を有する者が行う株式等の譲渡による所得については，15.315％の税率で申告分離課税が適用される。
２．割引債の償還差益については，18.378％（一部のものは16.336％）の税率で源泉分離課税が適用される。
３．国内に恒久的施設を有しない者が行う株式等の譲渡による所得については，15.315％の税率で申告分離課税が適用される。
４．土地等の譲渡対価については，源泉徴収の上，15.315％（長期），30.63％（短期）の税率で申告分離課税が適用される。
５．国内に恒久的施設を有する者が得る利子等および定期積金の給付補てん金等については，15.315％の税率で源泉分離課税が適用される。
６．上場株式等に係る配当等については，15.315％の税率が適用される。
７．国内に恒久的施設を有する者が得る配当等（源泉分離課税が適用されるものを除く。）については，確定申告による総合課税または申告分離課税（2009年分以後）を受ける必要のないいわゆる配当所得の確定申告不要制度の適用が認められる。

〔出所〕国税庁「平成27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上の扱い　(1)新しい形態の投資信託：2015年の課税関係は以下のとおりである。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。譲渡益に対しては申告分離課税が適用される。私募公社債等運用投資信託の収益分配金および解約（償還）差益については源泉分離課税，譲渡益は非課税（2016年以後，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，オープンエンド型の場合は上場株式とほぼ同じである。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。譲渡益については申告分離課税である。一方クローズドエンド型および私募の場合，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いうのが原則である。ただし総合課税を選択しても配当控除は適用されない。譲渡益については申告分離課税である。なお不動産投資信託（REIT）については，上場されていれば収益分配金，譲渡益に対する課税は上場株式の課税方法と同じである。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（2015年）

<table>
<tr><th colspan="3">区　分</th><th>収益分配金</th><th>解約（償還）差益(注1)</th><th>譲渡益</th></tr>
<tr><td rowspan="2">契約型</td><td colspan="2">私募株式投資信託</td><td>配当所得として課税（20％の源泉徴収）</td><td>配当所得として課税（20％の源泉徴収），譲渡損益とみなされる部分は申告分離課税</td><td>20％の申告分離課税</td></tr>
<tr><td colspan="2">私募公社債等運用投資信託</td><td colspan="2">20％の源泉分離課税</td><td>非課税</td></tr>
<tr><td rowspan="3">会社型</td><td rowspan="2">公募型</td><td>オープンエンド型</td><td>配当所得として課税（20％の源泉徴収）</td><td>配当所得として課税（20％の源泉徴収），譲渡損益とみなされる部分は申告分離課税</td><td>20％の申告分離課税</td></tr>
<tr><td>クローズドエンド型</td><td rowspan="2">配当所得として課税（20％(注2)の源泉徴収）</td><td rowspan="2">配当所得として課税（20％(注2)の源泉徴収），譲渡損益とみなされる部分は申告分離課税</td><td rowspan="2">20％の申告分離課税</td></tr>
<tr><td colspan="2">私募型</td></tr>
</table>

（注）　1．クローズドエンド型については解約ができないため，解散（償還）のみの適用。
　　2．クローズドエンド型投資証券が上場されている場合は，所得税15％，住民税５％。その他の場合は所得税20％。
　　3．2013年から2037年までは復興特別所得税も課される。

〔出所〕　大和総研（2014）『2014年度版　税金読本』183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，個人が自ら掛金を拠出する「個人型」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。

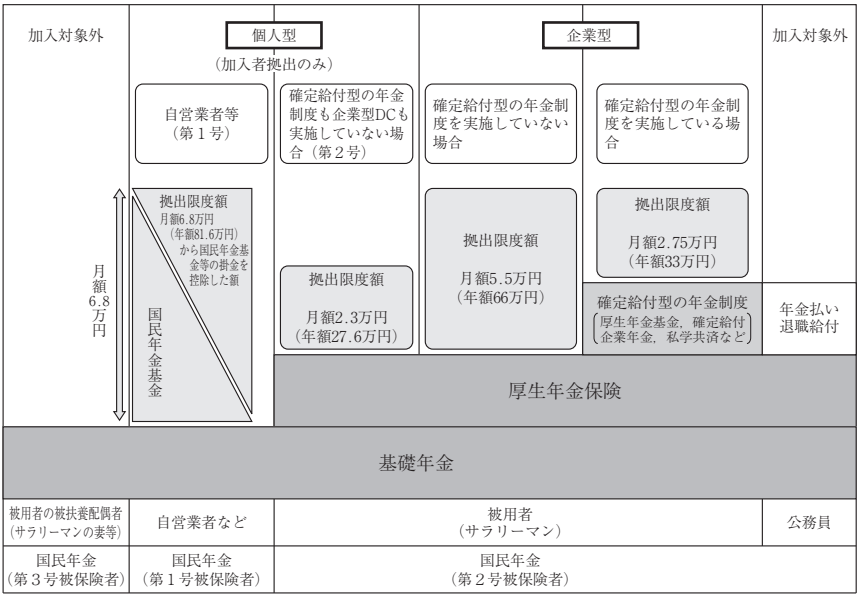
確定拠出年金の課税上の措置は以下のようになっている。

⑴拠出段階：自営業者などが加入する個人型年金の掛金については，所得控除（小規模企業共済等掛金控除）の対象となる。企業型年金の事業主掛金については，当該企業の損金算入扱いになるとともに，当該掛金に係る従業員の給与所得の計算上，収入金額に算入されない。また，2012年１月より企業型年金における従業員のマッチング拠出が認められるようになり，従業員が拠出した掛金の全額が小規模企業共済等掛金控除の対象となった。

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2017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。この控除は受給者の年齢とその年の公的年金等の収入金額によって控除額が異なるが，65歳以上であれば120万円，65歳未満であれば70万円の最低保障額が認められている。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



〔出所〕　厚生労働省ホームページより作成

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 ・給与とされない
	本人負担分		小規模企業共済等掛金控除(注)	
運用段階			特別法人税課税（2016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	

（注）　企業型については2012年１月より

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）は大きく改正され，名称も金融商品取引法（金商法）へと変更された。この改正の主たる目的は，規制の横断化と柔軟化の実現である。規制の横断化とは，これまでの縦割り規制を見直し，類似した経済的機能やリスクを有する商品に対して同様な規則を適用することである。この横断化は，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すことで，できるだけ共通の行為規制が適用されるようになった。

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が，さらに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，無登録業者による未公開株等の取引に関する対応等がなされた。15年の改正では，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が行なわれ，①ファンド運営者の参入規制，②ファンド運営者に対する行為規制，③ファンド運営者の情報開示，④ファンド運営者に対する罰則の強化などが実施されている。

証券取引法から金融商品取引法への移行

証券取引法等の一部を改正する法律案
（投資者保護のための横断的法制の整備）

証券取引法 ⇒（改正）⇒ 金融商品取引法（いわゆる「投資サービス法」）

いわゆる「投資サービス」規制

横断化（縦割り規制から横断的な規制に）
○投資性の強い金融商品・サービスに，すき間なく同等の規制
⇩
集団投資スキーム（ファンド）を包括的に対象

柔軟化（一律規制から差異のある規制に）
○いわゆるプロ向けと一般向け（投資家の知識・経験），商品類型等に応じて差異のある規制

取引所制度
○取引所の自主規制機能（上場審査・売買審査等）の強化（自主規制組織に独立性を付与）

罰則・課徴金
○罰則の引上げ（最高５年⇒10年）
○「見せ玉」に対する課徴金・罰則の拡大

開示制度
○四半期開示の法定化
○債務報告に係る内部統制の強化
※　適性開示に関する経営者の確認　等
○公開買付（TOB）制度の見直し
○大量保有報告制度の見直し
※　特例報告期限
３ヵ月毎15日以内
→２週間毎５営業日以内

（注）「証券会社」「証券取引所」の名称は引き続き使用。

○銀行法，長期信用銀行法，信用金庫法，中小企業等協同組合法
○保険業法
○証券取引所法
○不動産特定共同事業法　等
} 利用者保護ルールについて，基本的に金融商品取引法と同様の規制を適用

証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案

1．以下の法律を廃止
・金融先物取引法
・有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律
・抵当証券業の規制等に関する法律
・外国証券業者に関する法律

2．関係法律の規定の整備
・商品投資に係る事業の規制に関する法律
（いわゆる商品ファンド法）

・金融商品販売法
説明義務の拡充等
⇒損害賠償額の推定
（元本欠損額）

等

〔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，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

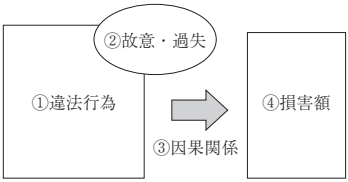
・証券専門会社の業務範囲拡大（金融商品取引業の全般を対象化）。
・金融関連業務の範囲拡大（自己募集，投資助言・代理業，自己運用，排出権取引・排出権デリバティブ取引等）。

〔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



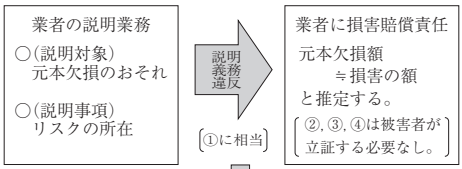
（参考）

（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

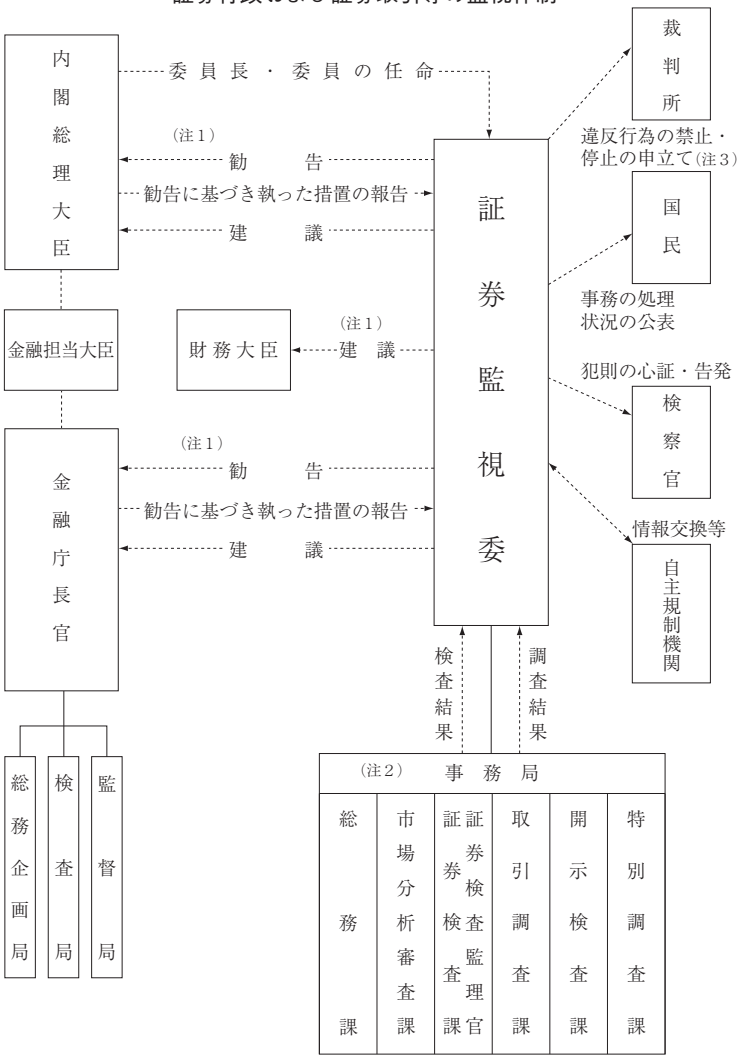
３．証券行政の組織　戦後の証券取引法の下で，米証券取引委員会（SEC）に倣って大蔵省の外局として設立された証券取引委員会が証券行政を担った時代があったものの，占領が終了した1952年に証券行政は大蔵省理財局証券課に差し戻された。その後64年に大蔵省証券局が創設され，65年の改正証券取引法の下で，同局は証券業者の免許制度行政を展開する中核的機構として約30年間にわたり証券行政を担っていた。バブル経済期にわが国の証券市場は世界的に有数の規模にまで成長した。その半面，閉鎖的で不祥事が絶えないとの批判も強まった。特に91年の金融・証券不祥事は，市場改革と並んで証券行政の改革を強く進める動機となった。

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。

この新たな体制下で規則の実効性の確保をどう実現させるかについて，金商法制定時にも検討課題の一つとしてさまざまな議論がなされたところであるが（金融審議会「ルールの実効性の確保（エンフォースメント）について」05年３月公表），主に刑事罰によって実現されるように規定されていた旧証券取引法の下で，その発動には慎重にならざるを得ず実効性が十分ではなかったことを鑑みて，金商法では，刑事罰への依存を軽減し，また事後監視行政の流れに沿った形で実現されることが目指された。その中で特に注目すべき点として，課徴金制度の充実（08年に適用範囲の拡大および算定方法の見直しによる課徴金の引上げ等に関する改正）および金融 ADR 制度の創設が挙げられる。

証券行政および証券取引等の監視体制



（注）　1．勧告については内閣総理大臣及び金融庁長官に対して，建議については内閣総理大臣，金融庁長官又は財務大臣に対して行うことができる（設置法第20条，第21条）。
2．2000年７月に総務検査課，特別調査課の２課体制から，総務課，市場分析審査課，証券検査課，課徴金・開示検査課，特別調査課の５課体制に再編，更に，11年７月に，現行の６課体制に強化された。
3．金商法改正（2008年12月施行）により，同法第192条に基づく当該申立ての権限等が金融庁より委任された。

〔出所〕　証券取引等監視委員会資料

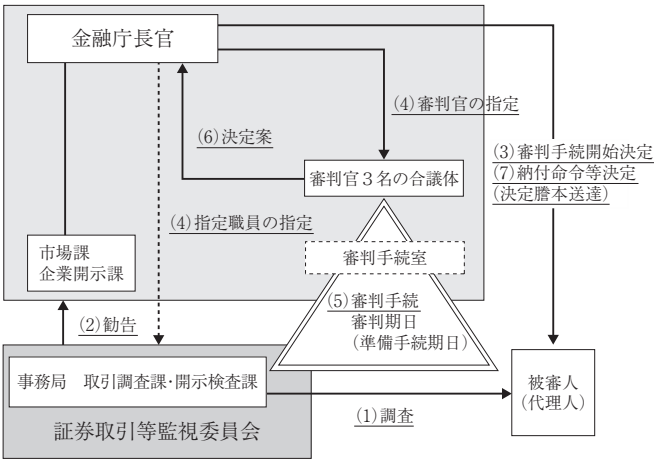
４．金融庁による法執行　金商法の執行権限は金融庁が属する内閣府の主任大臣である内閣総理大臣が担うものであるが，同法は194条の７「金融庁長官への権限の委任」で，内閣総理大臣の法律による権限（認可その他処分等の権限を除く）を金融庁長官に委任している。委任される主な権限には，金融商品取引業者および登録金融機関に対して発する業務改善命令（51条，51条の２），それらに対する業務停止命令，登録取消・認可取消処分（52条，52条の２）などがある。また金融庁長官は，一定の要件の下で課徴金納付命令を発出することが要求されている。その代表例としては，有価証券届出書・報告書等の不提出，その虚偽記載等（172条，172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）。

調査から課徴金納付命令までの流れ



（注）　指定職員は，審判手続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，準備書面の提出や証拠の申出等を行います。

〔出所〕　金融庁

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。

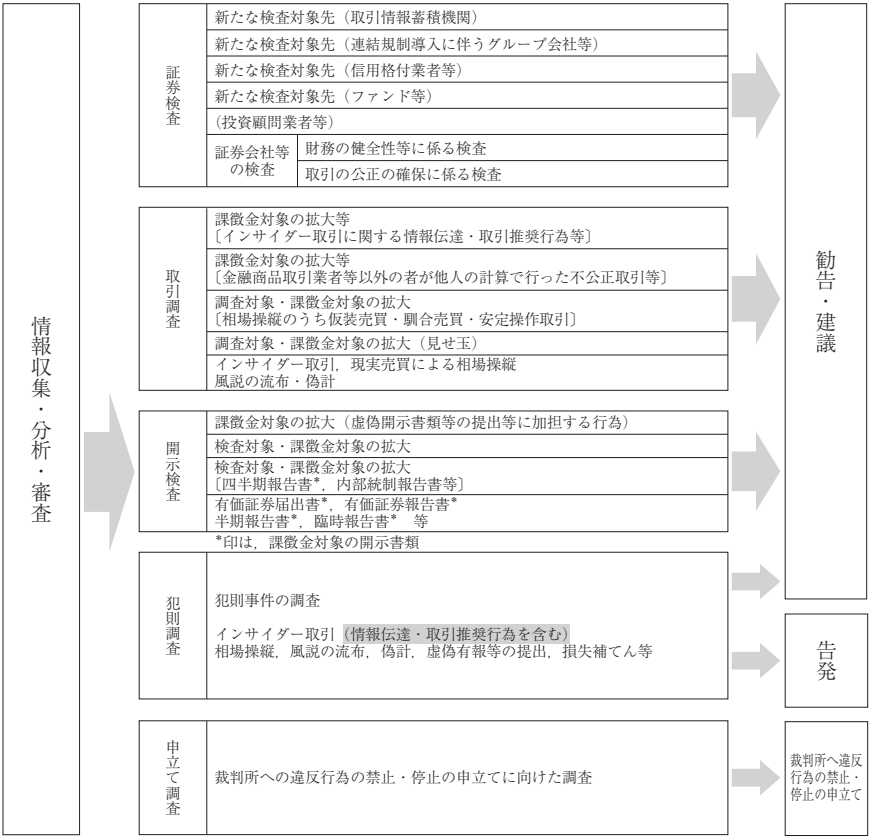
監視委員会の申立てに基づく裁判所による禁止または停止命令（192条１項）も近年注目されている。この申立権限は08年金商法改正で監視委員会に委任され，2010年にはじめて金融商品取引業の登録をうけていない者に対する取締りに利用され（10年11月株式会社大経），その後も使用例が続いている（例えば，15年８月株式会社 SRI ブレイン）。

事務年度ごとの告発の実施状況（2015年７月末現在）

事務年度	92－09	2010	2011	2012	2013	2014	2015
合計	134	8	15	7	3	6	2
有価証券報告書等の虚偽記載等	30	2	4	0	0	2	1
風説の流布・偽計	16	1	4	1	1	1	1
相場操縦・相場固定	20	1	1	0	1	2	0
インサイダー取引	61	4	6	2	1	1	1
その他	7	0	0	4	0	0	0

〔出所〕　証券取引等監視委員会 HP。

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うる（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（2015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
	〃	名古屋証券取引所
	〃	福岡証券取引所
	〃	札幌証券取引所
（注）ジャスダック証券取引所は東京証券取引所へ移管。		
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
	〃	日本証券投資顧問業協会
	〃	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・金融商品あっせん相談センター

〔出所〕　金融庁 HP 等より作成。

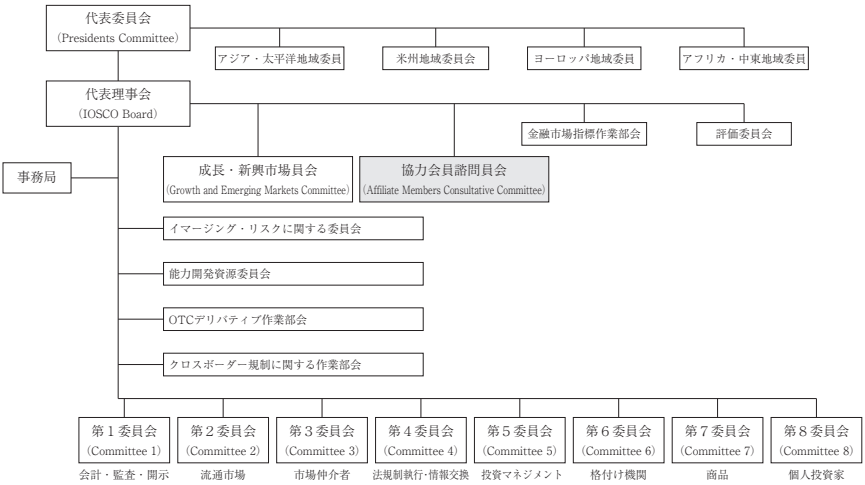
日本証券業協会の代表的な諸規則（2015年９月時点）

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 協会員の内部管理責任者等に関する規則 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 協会員の従業員に関する規則 協会員の外務員の資格，登録等に関する規則 証券化商品の販売等に関する規則 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 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。現在の加盟機関数は総数で198に上るが，これら加盟機関で世界の証券市場の90％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及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（2015年６月現在）



IOSCO における主な委員会等

代表委員会 （Presidents Commmittee）	IOSCO の普通会員および準会員のすべての代表者によって構成され，年１回，年次総会時に開かれる。
代表理事会 （The IOSCO Board）	IOSCO 全体を統制する機関で，わが国も含めた32の国の規制当局で構成される。政策に関する調査・議論等は，その下部機関にある８つの委員会（発行者による会計・監査および開示，流通市場規制，市場仲介者の規制，法の執行および情報交換，投資，格付機関，商品先物市場，個人投資家）によってなされる。
成長・新興市場委員会 （Growth and Emerging Markets Committees）	IOSCO で最も大きな委員会で，86のメンバーによって構成される。新興市場における発展と効率性を促進することを目的として，原理および遵守すべき最低の規範の確立，養成プログラムや技術サポートの提供，情報交換および技術・専門知識の移転の奨励を行っている。
地域委員会 （Regional Committees）	４つの地域委員会（アフリカ・中東地域，アジア・太平洋地域，ヨーロッパ地域，米州地域）があり，それぞれの地域における具体的問題を議論する。

〔参考〕 IOSCO・金融庁の HP

証 券 年 表（1870－2015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）
17	2005・12・８	新規上場ジェイコムに誤発注発生，12・13に投資家に現金決済実施
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
19	2007・８	米市場でサブプライムローン問題が拡大，欧州市場にも波及
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が発生
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
	2014・10・31	日銀，金融政策決定会合で追加の金融緩和を決定
27	2015・４・10	東証，日経平均株価が2000年４月以来，15年ぶりに一時２万円の大台を回復

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

青空銘柄…… 168, 170, 171
アクティブ運用…… 222
アレンジャー…… 124
アローヘッド…… 46
安定株主政策…… 50
委託現先…… 96
委託者指図型…… 236
委託者非指図型…… 236
委託手数料…… 204
委託手数料の全面自由化…… 202
委託売買（ブローカー業務）…… 198
板寄せ方式…… 146, 147
一般勘定…… 224
一般債振替決済制度…… 92
一般信用取引…… 62
一般投資家（アマ）…… 296
インサイダー取引…… 188
インターネット・ブローキング… 192
インターネット専業証券…… 204
インターネット取引…… 200
インピュテーション方式…… 282
売り現先…… 96
売出し…… 198
運用預かり…… 18
運用報告書，運用報告書（全体版）
…… 246
営業収益…… 204
営業特金勘定…… 26
営業利益…… 204
エンゲージメント…… 230
エンジェル税制…… 286
大蔵省証券局…… 300
オーダーフローの外部性…… 48
大手４社…… 196
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…… 236
オプション取引…… 110
オリジネーター…… 124
終値取引…… 148

か

買い現先…… 96
外国為替及び外国貿易法改正
（新外為法）…… 10
外国籍投信…… 250
外国投信選別基準…… 250
外国投信の国内販売…… 250
外国投信販売残高…… 251
開示制度…… 262
会社型（投資法人）…… 236
会社情報の適時開示…… 144
会社内容説明書…… 170, 180, 184
会社法…… 34, 170, 179
外国為替証拠金取引（FX 取引）
…… 108, 200

外部資金…… 4
外部信用補完…… 136
外務員資格…… 208
外務員の登録事務…… 208
格付け…… 74, 136
格付会社…… 74
確定給付企業年金…… 220
確定拠出年金，確定拠出型年金制度，
　確定拠出型年金制度（日本版401k）
　…… 220, 248, 294
額面株式制度…… 34
貸株取引…… 202
貸証券受入金…… 206
貸付債権担保住宅金融支援機構債券
　…… 126
株価キャッシュフロー倍率（PCFR）
　…… 58
株価指数先物取引…… 106
株価純資産倍率（PBR）…… 58
株金分割払込制度…… 14
株券等の大量保有の状況に関する開示
　…… 266
株式会社…… 34
株式公開に伴う引受業務…… 198
株式店頭市場…… 168, 169
株式投資型クラウドファンディング
　…… 168, 172, 174, 169, 171, 175
株式投資信託…… 238
株式等振替制度…… 154, 155
株式配当…… 40
株式発行…… 4, 36
株式分割…… 36, 40
株主コミュニティ
　…… 168, 169, 171, 176, 177, 178, 179,
　　182
株主コミュニティ銘柄
　…… 176, 178, 177, 179
株主割当，株主割当額面増資，
　株主割当額面発行…… 20, 38, 40
借入金…… 206
幹事証券会社…… 198
間接金融…… 2
間接証券…… 2
間接募集…… 42
企業行動規範…… 144, 145
企業の外部資金調達…… 4
議決権行使…… 230
寄託証券補償基金…… 213
共益権…… 35
業者団体的業務…… 208
競争入札…… 70
共同発行市場公募地方債…… 66
共同訪問…… 214
業務隔壁規制（ファイヤーウォール）
　…… 214
業務範囲の制限…… 214
ギリシャ債務問題…… 32
銀証連携ビジネス…… 214
銀行証券共同店舗設置…… 214
銀行法…… 299
金融 ADR 制度 …… 296, 300
金融安定化フォーラム（FSF）… 308
金融安定理事会（FSB）…… 308
金融監督庁…… 300

金融機関等の更生手続きの特例等に関する法律…… 212
金融債…… 66, 68, 72
金融再生委員会…… 300
金融先物取引…… 108, 200
金融先物取引業…… 192
金融先物取引業協会…… 210
金融先物取引法…… 192, 200
金融システム改革法…… 28, 192, 300
金融指標…… 200
金融収益…… 204
金融商品…… 200
金融商品取引業協会…… 306
金融商品取引業者…… 192, 296
金融商品取引所…… 306
金融商品取引法（金商法）……30, 169, 170, 171, 174, 178, 179, 180, 184, 186, 192, 196, 296
金融商品仲介業…… 194
金融商品仲介業の業務範囲…… 194
金融商品仲介業の行為規制…… 194
金融商品仲介業の登録要件…… 194
金融商品の販売等に関する法律（金販法）…… 298
金融制度改革関連法…… 26, 214
金融庁…… 300
金融庁設置法…… 302
金融の空洞化…… 28
金融ビッグバン…… 28
金融費用…… 204
グリーンシート…… 181, 183
グリーンシート銘柄…… 180, 182, 184, 169, 171, 181
グリーンシート銘柄制度……44, 168, 176, 180, 182, 184, 186, 169, 177, 187
グリーンシューオプション…… 42
くりっく365 …… 108, 200
クレジット・デフォルト・スワップ…… 120
クレジット・デリバティブ… 118, 120
クレジット・リンク債…… 120
クローズドエンド型…… 236
経営参加権…… 34
経常利益…… 204
継続開示…… 264
契約型（投資信託）…… 236
決済保証…… 150
決算短信…… 268
兼業業務…… 202
建設国債…… 6
権利行使価格…… 110
行為規制…… 252, 296
公開買付けに関する開示…… 266
恒久的施設（Permanent Establishment；PE）…… 290
公共債のディーリング…… 214
公共債の窓口販売…… 214
公債依存度…… 6
公債残高…… 6
公社債ディーラー業務…… 198
公社債投資信託…… 238
公社債引受協会…… 208

厚生年金基金…… 220
合同運用…… 222
交付運用報告書…… 246
交付目論見書…… 246
公募…… 42
公募時価発行…… 20
公募増資…… 38, 40
公募地方債…… 70
公募投信…… 238
高利回り債…… 74
コーポレート・ガバナンス…… 12
コーポレート・ガバナンス・コード
…… 12
コール・オプション…… 110
顧客資産の分別管理の義務づけ… 212
顧客分別金…… 212
顧客分別金信託…… 206
国債…… 66, 68, 70
国際財務報告基準（IFRS）…… 272
国債大量発行…… 22
誤発注…… 258
個別競争売買（オークション）方式
…… 146
個別発行方式…… 70
コンバージョン・ファクター…… 104
コンベンショナル方式…… 70

さ

サーキット・ブレーカー…… 106, 114
サービサー…… 124
財形住宅貯蓄…… 278
財形年金貯蓄…… 278
債券先物取引…… 104
債券担保証券（CBO）…… 126
債券レポ（Repo）…… 202
財政…… 6
財投機関債…… 66, 70
財閥解体…… 50
財務上の特約…… 74
財務代理人…… 76
債務担保証券（CDO）…… 126
先物契約…… 102
先物取引…… 102
先渡契約…… 102
指値注文…… 146
サブプライムローン…… 32
ザラバ方式…… 146, 147
残余財産分配請求権…… 34
自益権…… 35
時価発行増資…… 40
仕組み債…… 78, 198
自己現先…… 96
自己資本規制比率…… 206
自己資本規制比率の概要…… 207
自己売買（ディーリング業務）… 198
資産管理…… 192
資産管理型営業…… 32
資産担保CP（ABCP）…… 126
資産担保証券…… 126
資産の証券化…… 192
資産流動化法…… 138
自主規制…… 140
自主規制機関…… 306
自主規制業務…… 208

自主規制部門…… 208
自主規制法人…… 140, 306
市場からの買付け（シンジケートカバー取引）…… 42
市場間競争…… 30
市場管理業務…… 208
市場の分裂…… 64
市場誘導業務…… 214
下引受…… 198
指定報告協会員…… 88
支払配当控除方式…… 282
私募…… 42
私募投信…… 238
私募特別債…… 66
資本証券…… 34
シャウプ勧告…… 274
借証券担保金…… 206
社債…… 68
社債管理業務，社債管理者，社債管理会社…… 76
社債権者集会…… 76
社債の取引情報の報告・発表制度…… 90
社債発行…… 4
ジャスダック市場…… 168, 169
ジャンク債…… 74
住宅ローン担保証券（RMBS）… 126
集団投資スキーム（ファンド）…… 192, 202, 210, 297
集団取引…… 16
住民参加型市場公募地方債…… 66, 70
主幹事…… 42
授権資本枠の拡大…… 36
ジュニア NISA …… 288
需要予測方式…… 72
種類株式…… 44
純営業収益…… 204
障害者等の特別マル優…… 278
障害者等のマル優…… 278
商業用不動産担保証券（CMBS）…… 126
証券…… 2
証券会社…… 192
証券会社（第一種金融商品取引業）の業務範囲とその要件…… 193
証券会社の行為規制…… 258
証券監督者国際機構（IOSCO）…… 206, 308
証券業…… 192
証券業協会…… 208
証券恐慌…… 20
証券業の登録制…… 192
証券金融会社…… 60
証券戦略部門…… 208
証券総合口座…… 248
証券仲介業…… 194
証券投資者保護基金…… 213
証券投資信託…… 242
証券取引委員会…… 300
証券取引三原則…… 16
証券取引等監視委員会（監視委員会）…… 300, 304
証券取引法（証取法）…… 168, 169, 180, 184

上場管理制度…… 144
上場審査基準…… 142
上場廃止…… 144
上場廃止基準…… 145
商品（コモディティ）関連市場
　デリバティブ取引…… 192
商品有価証券…… 206
情報伝達行為…… 256
剰余金配当請求権…… 34
除数…… 54
新株発行…… 38
新株予約権…… 36
新株予約権付社債…… 78
新規上場…… 142
新現先取引…… 98
シンジケート団…… 42, 70
信託業法…… 299
信託受益権販売業…… 210
信用取引…… 16, 60, 116, 202
信用取引貸付金…… 206
信用補完…… 122, 136
（日本版）スチュワードシップ・
　コード…… 12, 230
ストック・オプション…… 292
ストリップス債制度…… 66
スプレッド・プライシング…… 72
請求目論見書…… 246
清算参加者…… 150
清算取引…… 102
成長株…… 56
制度信用取引…… 62
政府関係機関債…… 68
政府保証債…… 70
責任準備金…… 224
全国型市場公募地方債…… 66
選択権付債券売買…… 110
選択権付債券売買取引…… 112
総括・管理部門…… 208
早期是正措置…… 212, 207
総合証券（会社）…… 196
総合利回り…… 56
増資…… 4
相場操縦…… 254
相場報道システム…… 156
その自主規制法人…… 306
その他手数料…… 204
損失補填…… 26

た

第一種金融商品取引業…… 192, 296
第１特約…… 224
代行手数料…… 204
第三者割当…… 38
貸借取引…… 60
第二種金融商品取引業… 192, 210, 296
第二種金融商品取引業協会…… 210
第２特約…… 224
代表訴訟提起権…… 34
ダウ式修正株価平均…… 52
他社株転換条項付社債…… 78
立会外取引（ToSTNeT）…… 46
立会取引…… 146
ダッチ方式…… 70
単位型（投資信託）…… 238

単位株制度…… 34
単一銘柄取引…… 148
短期国債…… 66
単元株制度…… 34
単純株価平均…… 54
単独運用…… 222
地銀系証券子会社…… 215
地区協会…… 208
地方債…… 66, 68, 70
中央清算機関…… 118
中央政府部門…… 6
中期国債…… 66
中小証券（会社）…… 196
中小証券系列化政策…… 196
長期国債…… 66
超長期国債…… 66
直接金融…… 2
直接募集…… 42
追加型（投資信託）…… 238
通貨スワップ…… 200
適格機関投資家…… 213
適格機関投資家等特例業者…… 210
適合性原則…… 258, 298
デフォルト・リスク（債務不履行リスク）…… 136
デリバティブ取引…… 192, 206
電子情報処理組織…… 258
電子取引システム（ToSTNeT）…… 148
店頭デリバティブ業務…… 198
店頭デリバティブ取引…… 200
店頭取扱有価証券…… 170, 171
店頭取引（OTC 取引）…… 168, 176, 178, 184
店頭売買有価証券…… 168
店頭売買有価証券市場… 168, 169, 208
店頭有価証券…… 170, 172, 174, 176, 171, 175
東京金融先物取引所…… 200
投資一任業者…… 226
投資一任業務…… 202
投資一任契約…… 226
投資運用業…… 192, 296
投資運用業者…… 202
投資銀行業務…… 202
投資顧問業…… 192
投資顧問業法…… 192
投資者保護基金…… 212
投資証券…… 236
投資助言・代理業…… 192, 296
投資信託…… 232
投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）…… 232, 298
投資信託協会…… 210, 240, 242, 306
投資信託の運用…… 242
投資信託の形態…… 236
投資信託の顧客層…… 244
投資信託のディスクロージャー　246
投資信託の販売…… 240
投資信託の保有者構成…… 245
投資信託の歴史…… 234
投資信託を活用したサービス・商品…… 248
投資適格…… 74

投資不適格債…… 74
投資法人…… 236
投信購入目的…… 244
投信分配金…… 204
投信ラップ口座…… 248
登録拒否事由（＝登録基準）…… 193
登録金融機関…… 194, 214
トータル・リターン・スワップ… 120
特殊債…… 66
特定口座制度…… 284
特定資産…… 242
特定社債…… 132
特定投資家（プロ）…… 296
特定目的会社（TMK）…… 124
特定目的信託（SPT）…… 125
特別会員…… 208
特別勘定…… 224
特別金融商品取引業者…… 207
特別損益…… 204
特別目的会社（SPC）…… 124
特別目的事業体（SPV）…… 122
独立系証券…… 217
特例国債（赤字国債）…… 6
届出業務…… 202, 193
トランシェ…… 124
取扱有価証券…… 180
取引先企業への情報提供・助言手数料
…… 204
取引推奨行為…… 256
トレーディング勘定…… 206
トレーディング損益…… 204

な

内部資金…… 4
内部信用補完…… 136
成行注文…… 146
日米円ドル委員会報告書…… 24
日経225 …… 54
日経225ミニ先物 …… 200
日本共同証券…… 18
日本証券業協会…… 194, 208, 306
日本証券業協会連合会…… 208
日本証券取引所…… 14
日本証券保有組合…… 18
日本的雇用慣行…… 196
日本投資顧問業協会
…… 202, 210, 226, 306
日本投資者保護基金…… 213
日本取引所…… 306
日本取引所自主規制法人…… 306
ニューヨーク証券取引所総合株価指数
…… 54
認可協会…… 210
認可金融商品取引業協会
…… 194, 208, 306
認定協会…… 210
認定金融商品取引業協会…… 210, 306
認定金融商品取引業者…… 213
ネッティング…… 150
ネット証券会社…… 200
年金制度…… 220
年金積立金管理運用独立行政法人
（GPIF）…… 6

は

バーゼル規制…… 40
ハイ・イールド債…… 74
バイイン…… 152
配当控除，配当控除制度…… 280, 282
配当所得税額控除方式…… 282
バスケット取引…… 148
発行開示…… 264
発行市場…… 2
発行登録追補書類…… 265
パッシブ運用…… 222
販売団…… 42
販売費・一般管理費…… 204
引受・売出手数料…… 204
引受（アンダーライティング業務）
…… 198
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
非清算参加者…… 150
歩合外務員…… 196
フェイル…… 152
フェニックス銘柄…… 180, 171, 181
フェニックス銘柄制度… 186, 169, 187
不公正取引…… 253
付随業務…… 202, 193
不設置債…… 76
二つのコクサイ化…… 22
プット・オプション…… 110
不動産投資信託（REIT）
…… 126, 134, 234
振替指図…… 150
プレマーケティング…… 72
プログラムの上場…… 190
プロ向け（適格機関投資家等特例業務）
ファンド…… 296
プロ向け市場制度…… 188
分離適格振替国債…… 66
弊害防止措置…… 214
変額年金保険…… 248
包括的事業所得税…… 282
法人関係情報…… 258
法定開示…… 262
ホールセール…… 216
保険業法…… 299
募集・売出取扱手数料…… 204
募集債…… 72
募集設立…… 36
募集（セリング業務）…… 198
発起設立…… 36
本源的証券…… 2

ま

マイナンバー…… 276
マザーズ…… 162
未公開会社，未公開株式…… 44
未公開株等の取引…… 296
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
メガバンク系…… 217

メザニン証券…… 124
免許制…… 192
目論見書…… 246
元引受，元引受契約…… 198

や

約定基準…… 206
有価証券…… 2
有価証券関連業…… 196
有価証券貸借取引…… 202, 206
有価証券担保貸付金…… 206
有価証券通知書…… 44
有価証券デリバティブ取引…… 200
有価証券届出書…… 44, 170, 246
有価証券取引税撤廃…… 10
有価証券報告書…… 170, 265
有償，有償増資…… 36, 40
優先証券…… 124
優先劣後構造…… 122
４社寡占…… 196, 216

ら

ライツ・オファリング…… 296
ラップ口座…… 202, 203
リテール…… 216
利回り革命…… 56
利回りの成立…… 52
流通市場…… 2
臨時報告書…… 265
劣後証券…… 124
ローン担保証券（CLO）…… 126

英文索引

ALM …… 224
arrowhead …… 156
arrownet …… 156, 158
ATS（Alternative Trading System）
規制…… 64
CDS…… 120
CFD 取引（Contract for Difference）
…… 200
DVP 決済 …… 152
ECN（Electronic Communication
Network）…… 64
ETF（上場投資信託）…… 8, 238
HFT …… 32
IFRS（国際財務報告基準）…… 272
J-Adviser 制度（認証アドバイザー
制度）…… 188
JASDAQ …… 162
JASDAQ グロース …… 162
JASDAQ スタンダード …… 162
J-GATE…… 158
JPX 日経インデックス400 …… 54
M&A …… 192, 202
NISA …… 8, 288
OECD コーポレート・ガバナンス
原則…… 12
OTC 取引 …… 84
PER…… 56, 58
PTS（私設取引システム）
…… 32, 46, 64, 198
PTS 業務 …… 198

S&P500 …… 54
SPC 法 …… 138
TOKYO PRO Market …… 188
TOKYO PRO-BOND Market … 190
TOPIX（東証株価指数）…… 54

図説　**日本の証券市場**　2016年版

平成28年２月29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茅場町1-5-8
（東京証券会館内）〒103-0025
電話　03(3669)0737　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

ISBN978-4-89032-539-9

9784890325399

1923033018004

ISBN978-4-89032-539-9

C3033 ¥1800E

定価（本体1,800円＋税）