

第4章 株式流通市場

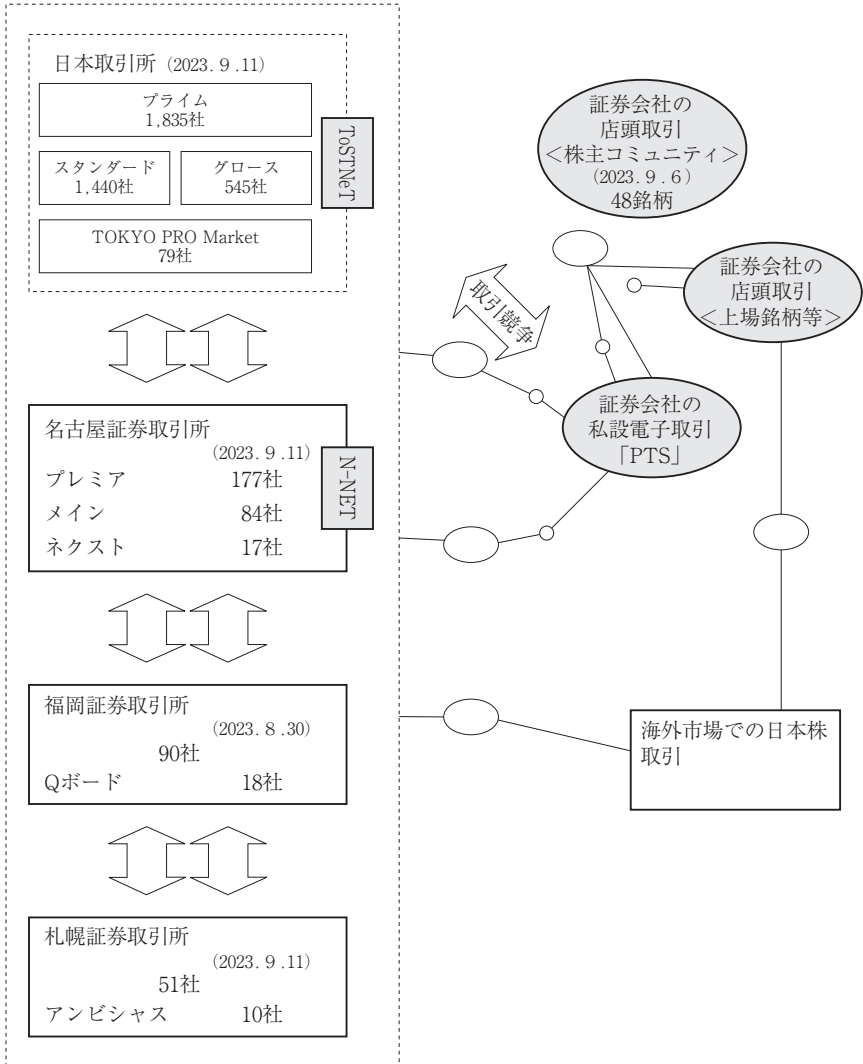
1. 株式流通市場の構造(1)——取引所取引 既に発行された株式が投資家間で売買される市場を株式流通市場という。その中心は、証券取引所が開設する取引所市場であり、東京、名古屋、福岡、札幌に計4つの取引所がある。証券取引所は、かつては証券会社の会員制組織であったが、2000年の証券取引法改正により株式会社組織の取引所が認められるようになった。現在では東京証券取引所を傘下に持つ日本取引所グループと名古屋証券取引所が株式会社組織となっている。

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

2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所とが合併して日本取引所グループが発足した。同年7月に現物株式市場が東京証券取引所に集約され、東証には市場第1部、市場第2部、マザーズ、JASDAQ(「スタンダード」と「グロース」という4つの市場区分が開設された。しかし、①各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとっての利便性が低い、②上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けが十分にできていないといった課題が指摘され、2018年秋から市場区分の見直しに向けた検討が開始された。2022年4月からは、「プライム」「スタンダード」「グロース」からなる新しい市場区分での取引がスタートしている。

証券取引所では、取引参加者のニーズや売買制度の変化などに対応するため、取引システムの高度化が進められている。東証では、台頭しつつあるアルゴリズム取引等への対応から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」が導入された。その後、注文件数の増加、短時間での注文集中、投資家の新しいニーズといった株式市場の環境変化に対応するため、15年9月と19年11月にシステムのバージョンアップが実施され、処理性能の向上が図られた。24年11月には4回目のシステム更改が予定されている。

日本の市場間競争



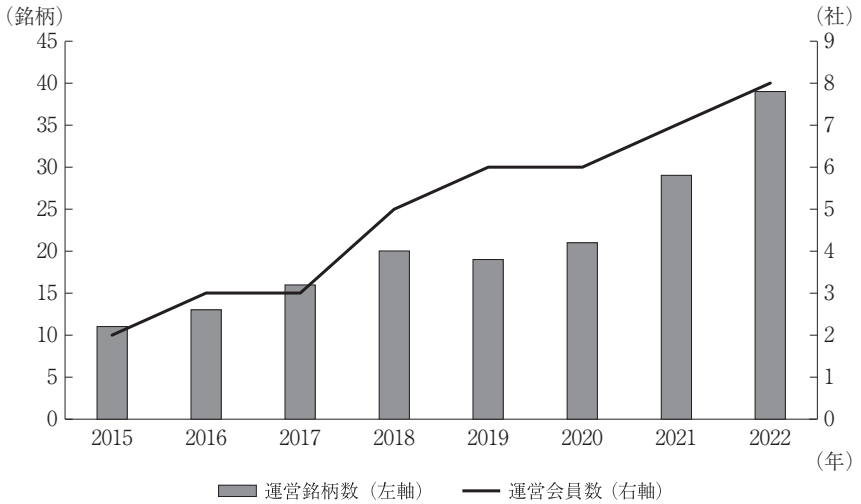
2. 株式流通市場の構造(2) —— 取引所外取引 株式流通市場には、取引所取引のほかに、証券取引所の外で売買を行う取引所外取引がある(場外取引もしくは店頭取引とも呼ばれる)。その代表が1998年の証券取引法改正によって認められるようになった民間業者による取引システム(いわゆるPTS(私設取引システム))である。これは証券会社が運営するコンピュータ・システムを使用して、取引所を経由することなく売買取引を行うシステムである。わが国においても一部の証券会社が独自にPTSを開設し、主として取引所の時間外に注文の付合せを行っている。

取引所外取引には、他にも東証上場銘柄の立会外取引(ToSTNeT)がある。これも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。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、投資家の多様なニーズに応えることを目的としている(なお、わが国における取引所外取引の動向については「証券取引システムの多様化」右頁のデータを参照)。

取引所外取引においては、非上場銘柄の取引も行われる。わが国では1997年に創設されたグリーンシート市場があったが、適時開示義務を課したことなどから取引が低調となり、2018年3月末で廃止された。

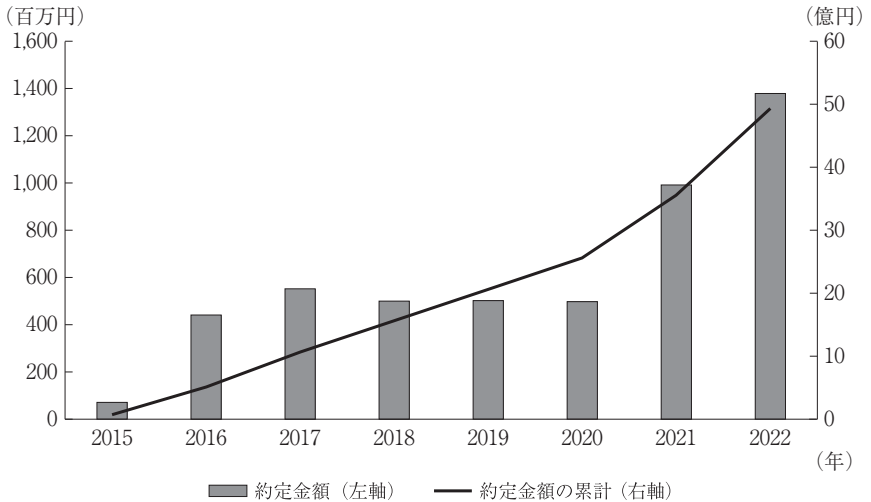
グリーンシート市場に代わる非上場株式の流通取引の制度として整備されたのが株主コミュニティ制度である。証券会社が店頭有価証券の銘柄ごとに株主コミュニティを組成し、これに自己申告により参加する投資者に対してのみ投資勧誘を認める仕組みである。地域に根差した企業等の資金調達を支援する観点から、非上場株式の取引・換金ニーズに応えることを目的として2015年5月に創設された。創設後は、証券会社の投資勧誘できる範囲が株主コミュニティの中に限定されるといった点などの課題の指摘を受けて、制度の利活用を促進するための取組みが進められている。2022年には、特定投資家(金融商品取引法に規定されている投資に関する専門知識のあるプロ投資家)に対する株主コミュニティへの参加勧誘の解禁等、制度の使い勝手を高めるような改革が行われた。制度創設後、株主コミュニティの取引実績は年々増加し、2023年2月には累計の売買代金が50億円を突破した。

株主コミュニティ制度における運営銘柄数および運営会員数の推移



〔出所〕 日本証券業協会

株主コミュニティ制度における約定金額とその累計額の推移



〔出所〕 日本証券業協会

3. 株式流通市場の取引規模 2022年末現在、全国証券取引所の上場会社数（重複上場を含む）は3,962社を数え、上場株式数は3,323億株である。同年の売買高は4,254億株であり、売買代金は872.6兆円に達する。このうち東京証券取引所上場3,863銘柄の上場株式数は3,310億株、売買高は4,251億株、売買代金は872.5兆円であり、東証は上場銘柄数の大部分を占め、売買高および売買代金でみてもほとんどが東証で行われている。このようにわが国における証券取引所での株式取引は、東証への集中度が極めて高い。

東証への一極集中が進んでいるのは、株式市場が東証のプライム市場を頂点としたヒエラルキーの構造になっており、プライム市場への上場を経営目標とする企業が多いことを指摘できる。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」が働くことも指摘できる。

グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場であるプライム市場では、22年末で上場銘柄が1,837、時価総額が676兆円、売買高が2,518億株、売買代金が606兆円であった。これに対して、スタンダード市場は公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場と位置付けられる。スタンダード市場では、22年末で上場銘柄が1,449、時価総額が22兆円、売買高が419億株、売買代金が15.5兆円であった。東証には他にも高い成長可能性を有する企業向けの市場としてグロース市場がある。22年末で上場銘柄が513、時価総額が7兆円、売買高が245億株、売買代金が25.3兆円であった。

名古屋証券取引所には、プレミアム市場、メイン市場、ネクスト市場の3市場があり、合計で278社が上場している（2023年9月末時点）。22年は売買高が1.6億株、売買代金が857億円であった。

福岡証券取引所には、本則市場と新興企業向け市場の「Q-Board」があり、合計で108社が上場している（2023年8月末時点）。22年は売買高が1,200万株、売買代金が113億円であった。

札幌証券取引所には、本則市場と新興企業向け市場の「アンビシャス」があり、合計で61社が上場している（2023年9月末時点）。22年は売買高が6,000万株、売買代金が123億円であった。

東証の各市場区分における株式売買高の推移

		2022年4月	2022年7月	2022年10月	2023年1月	2023年4月	2023年7月
(千株) 売買高	プライム	24,354,567	24,988,075	29,433,788	24,178,785	24,266,922	32,034,184
	スタンダード	3,962,616	4,074,580	4,753,693	4,015,809	4,830,580	5,969,726
	グロース	2,335,720	2,636,496	2,179,310	3,190,986	2,843,346	2,800,841

〔出所〕 日本証券業協会，日本取引所グループ

東証の各市場区分における株式売買代金の推移

		2022年4月	2022年7月	2022年10月	2023年1月	2023年4月	2023年7月
(百万円) 売買代金	プライム	57,651,017	59,972,739	71,085,575	57,255,026	59,496,350	78,046,611
	スタンダード	1,366,865	1,676,745	1,703,020	1,416,845	2,791,520	2,516,403
	グロース	2,878,334	2,213,516	2,632,552	3,258,339	3,549,073	3,307,708

〔出所〕 日本証券業協会，日本取引所グループ

上場株式の売買高および売買代金とその構成比（2022年）

取引所	売買高（百万株）	構成比	売買代金（百万円）	構成比
東京	425,149	99.945%	872,531,257	99.987%
名古屋	159	0.037%	85,651	0.010%
福岡	12	0.003%	11,268	0.001%
札幌	60	0.014%	12,317	0.001%
合計	425,382	100%	872,640,494	100%

〔出所〕 日本取引所グループ

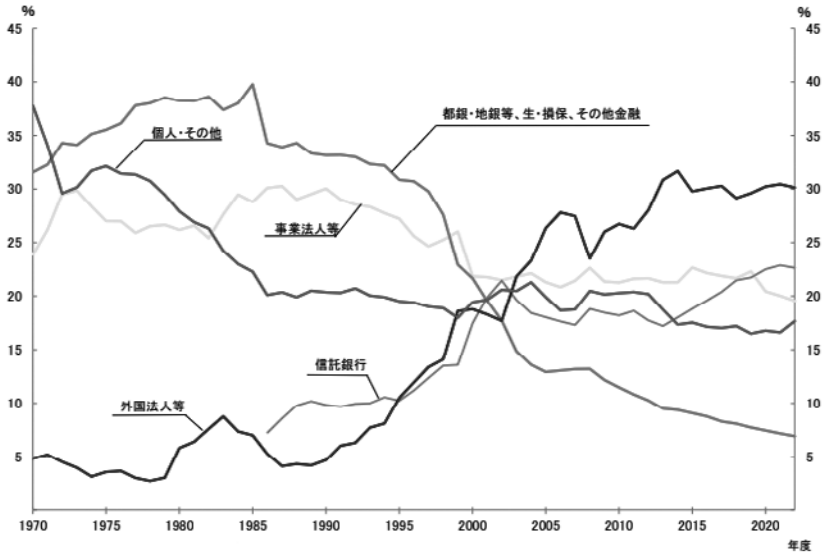
4. 株式の保有構造 戦後、財閥解体により財閥の持株が市中に放出され、個人消化が進められた結果、取引所が再開された1949年（昭和24年）の個人持株比率は69.1%に達した。しかし、いうまでもなく国民は資金に余裕があって株式を購入した訳ではなかったから、直後から売却され、個人持株比率はその後急速に低下した。これらの株式の一部が買い占められたこともあり、旧財閥系の企業集団による結束強化を目的として株式の相互持合いが進んだ。

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

このような株式所有構造の法人化は、株価形成に重大な影響を及ぼす。個人や機関投資家による株式保有が利潤証券として利回りを基準に株式投資を行うのに対して、事業法人あるいは金融機関の自己勘定での取引は企業の系列化や業務提携などを目的とした、広い意味での支配証券としての保有の場合が多い。このため、これらの法人の株式保有は長期的、固定的であり、利回りを無視したものになる傾向が強いため、株式の利回りは低下する。その結果、株価は利回り採算で投資する個人投資家には手の届かない水準にまで上昇し、個人投資家の持株比率は一層低下することになった。また、このような状況でも投資利回りを高めようと思えば、売買差益狙いにならざるをえないから、個人投資家の売買回転率を高めることになった。このような背景から、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、株式保有はもはや有利な投資ではなくなった。近年では、企業統治指針（コーポレートガバナンス・コード）において持ち合い株の削減が促されていること、プライム市場の上場基準の一つとして流通株式比率35%以上が求められていることなどを背景に持ち合い株の削減が広がっている。さらに、コロナ禍において手元資金を確保したいという事情も企業による株式売却の動きを後押ししている。

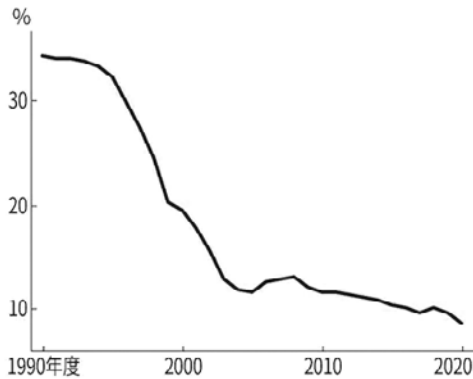
主要投資部門別株式保有比率の推移



- (注) 1. 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。
 2. 2004～2021年度までは JASDAQ 上場銘柄を含む。2022年度以降は、その時点の上場銘柄を対象。

〔出所〕『株式分布状況調査』2022年度

上場企業の株式持ち合い比率の推移



- (注) 野村資本市場研究所調べ。上場事業法人（金融除く）と上場銀行が保有する持ち合い株の時価総額に占める割合。

〔出所〕『日本経済新聞』電子版，2022年10月16日

5. 株式価格と投資指標(1) 株式のように定期的に収益を生む資産の理論価格は、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）で資本化したものになるとされる。しかし、実際の資産価格は、様々な思惑を持った買い手と売り手の投資行動によって変動する。投資家による株式取引の活発さは、売買高や売買代金の日々の動きに現れる。

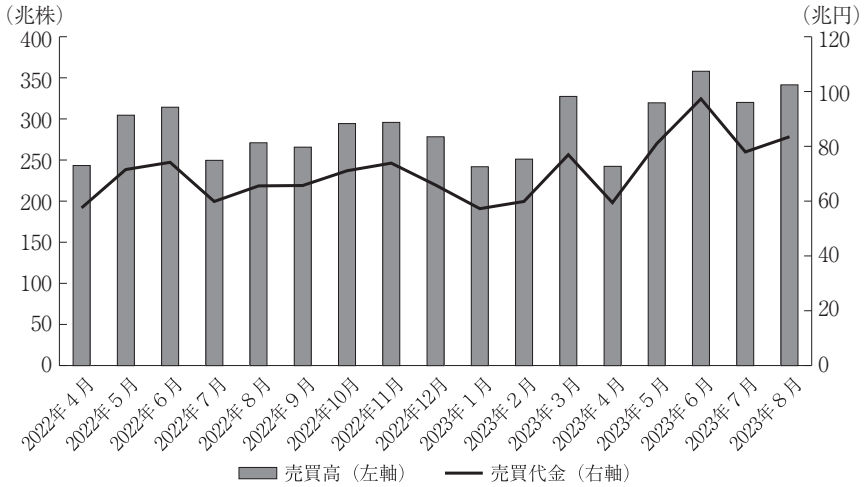
証券取引所において実際に取引されるのは、上場された株式のごく一部に過ぎない。そのため、時価総額は、成立した取引でついた価格をもとに発行済み株式の全体を評価して算出される。例えば、2023年9月11日の東証プライム市場の時価総額は約836兆円であるが、売買代金は3.1兆円程度であった。このことは、3.1兆円程の売買金額によって形成された株価によって既発行の全株式が評価されたものが時価総額であることを示している（実際には、各銘柄の時価総額を集計して市場全体の時価総額を算出するが、簡単化のためにこのように説明しておく）。

株式流通市場の動向は、株価指数の動きによって表現される。わが国における株価指数としては、日本経済新聞社が算出・公表する日経平均株価（日経225）が有名である。これは東証上場銘柄のうち各業種の代表的な225銘柄の株価を合計して、その平均をとったものである（ダウ式修正株価）。その際の除数は225ではなく、株式分割や株式配当の度に、あるいは銘柄を入れ替える際に、修正されたものを用いており、現在（2023年9月11日時点）では29.509が用いられている。

このように修正された除数を用いるのは、第1に株式分割や株式配当の影響を除くためである。例えば、株式分割が行われると理論的には株価が低下し、株価指数としての連続性が損なわれてしまう。そこで、除数を小さくすることで調整が行われる。第2に銘柄入れ替えの影響を取り除くためである。株価が大きく異なる銘柄間で入れ替えが生じると指数としての連続性が損なわれてしまうからである。

ダウ式修正株価については、単純株価平均の騰落を数倍に増幅して表示したり、非加重平均指数であることから品薄株や値高株の騰落の影響を受けやすいといった欠点の指摘がある。こうした欠点を回避する株価指数としては、時価総額を指数化したものがあげられる。

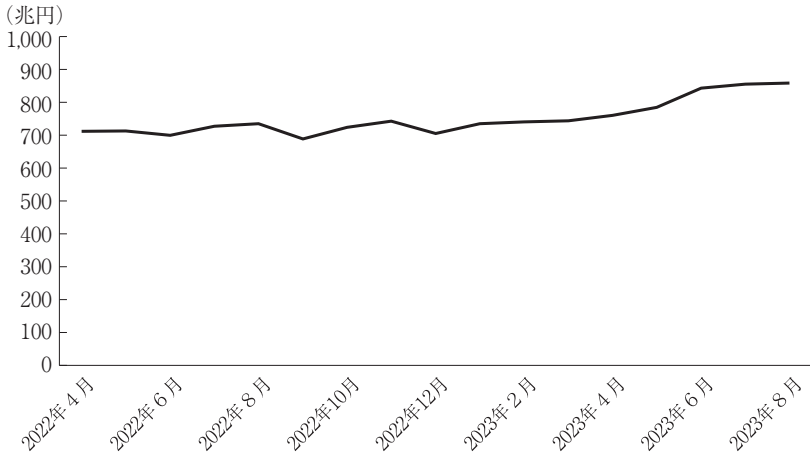
東証プライム市場における売買高および売買代金の推移



(注) 内国株式のデータ。内国優先株式，出資証券，外国株式等は含まれない。

[出所] 日本取引所グループ

東証市場における時価総額の推移



(注) 東証市場全体には，プライム市場のほか，スタンダード市場，グロース市場，TOKYO PRO Market 市場のデータを含む。

[出所] 日本取引所グループ

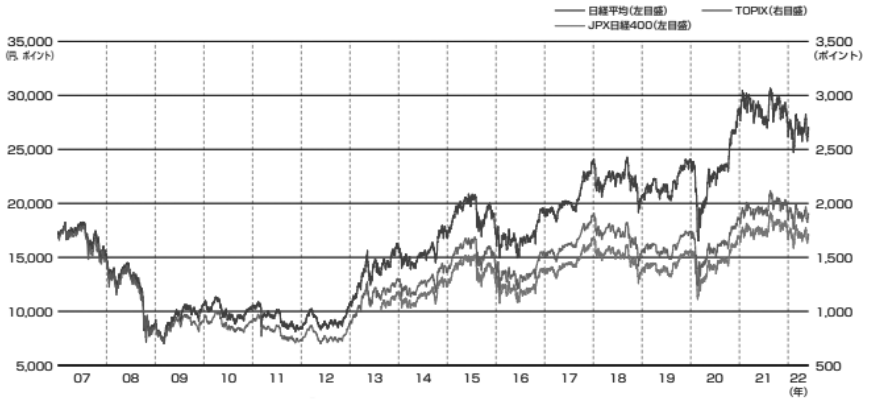
6. 株式価格と投資指標(2) わが国における株価指数としては、TOPIX(東証株価指数)も有名である。これは、基準日(68年1月4日)の市場第一部の時価総額を100として現在の時価総額がいくらになるかを計算したものであり、69年7月1日より東証が算出・公表している。TOPIXには、①市場第一部の全銘柄を対象にしているため、産業構造や相場動向の変化を反映する指標になっている、また銘柄の入替えによる不連続性の発生を避けることができる、②時価総額でみた市場規模の動向が簡単に分かる、③各銘柄の上場株式数をウエイトしているため、品薄株や値高株の騰落の影響を必要以上に受けない、といった特徴がある。

TOPIXは多くの機関投資家のベンチマークとして長らく重要な役割を担ってきた。一方、市場第一部の全銘柄で構成されることから投資対象としての機能性に欠けるといった課題が指摘された。東証では、指数としての連続性の確保を考慮しつつ、投資対象としての機能性を高めるためのTOPIXの見直しが進められている。まず、TOPIX構成銘柄に関して、22年4月の新市場区分施行後も選択市場に関わらず継続採用する一方、流通株式時価総額100億円未満の銘柄については「段階的ウエイト低減銘柄」とし、2022年10月末から2025年1月末まで、四半期ごと10段階で構成比率を低減させていくこととされた。

また、浮動株比率の算定方法に関して、政策保有株式を固定株に加えることでより実態を反映したものに変更する一方、パッシブファンドによる調整売買の市場への影響を軽減するためにその変更は段階的に行われることとされた。そのほか「指数コンサルテーション」や「指数アドバイザー・パネル」などの市場関係者から幅広く意見を募る仕組みが導入され、指数ガバナンスの強化が図られている。

株価指数には他にも東証と日本経済新聞社が共同で2014年1月から発表している「JPX日経インデックス400」がある。これは上場銘柄のうち、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の選定をねらいとして開発された指数である。また、東証とS&P社は2018年9月から共同で「S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数」を発表している。これは環境情報の開示状況や炭素効率性の水準に着目して構成銘柄のウエイトを決定する指数である。

株価の推移

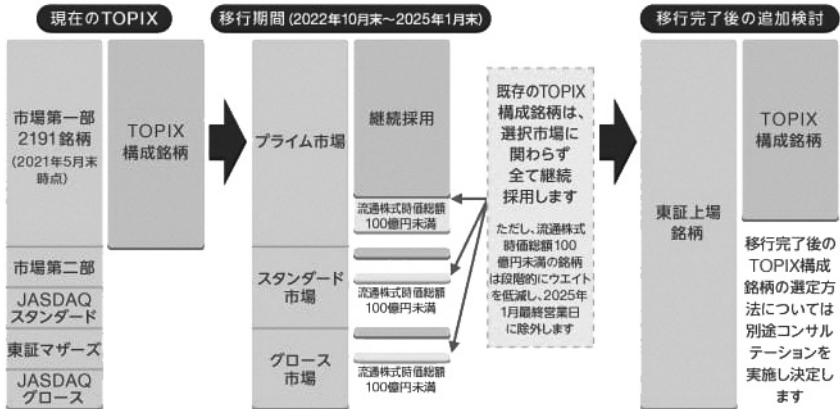


(注) JPX 日経400は、2013年8月30日を起算日としている（基準値：10,000ポイント）。2022年6月30日時点。

〔資料〕 ブルームバーグ

〔出所〕 日本証券業協会

TOPIXの見直しのイメージ



〔出所〕 日本取引所グループ

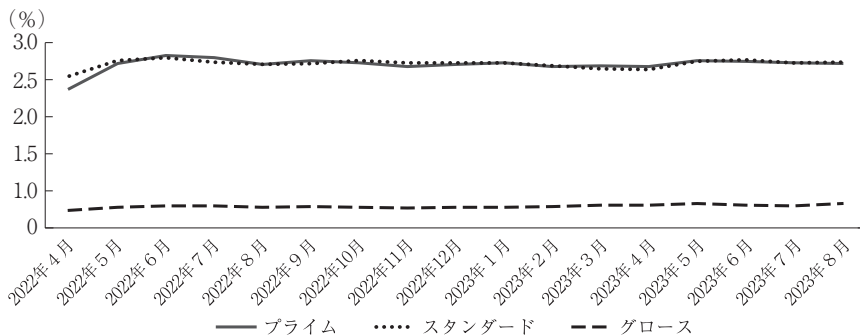
7. 株式価格と投資指標(3) 投資家が売買の意思決定を行うにあたって、各種の投資指標が参考にされる。代表的な指標として配当利回りがある。これは、年間の配当金額を購入時の株価で除した指標であり、市場金利という客観的指標と比較され、その高低が判断される。しかし、配当せずに利益を内部留保して再投資するような財務政策を行う企業が多ければ、配当利回りの投資指標としての指標性は小さくなる。このような状況では、株価の水準を何らかの形で収益の成長性に関連させる必要がある。

現在、広く使われている投資指標として株価収益率（PER）があげられる。PERは1株当たりの利益を株価で除したもので、利益の何倍まで買われているかを示す指標である。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。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解釈される。しかし、配当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。

他に良く言及される投資指標としては、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る場合は、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は注意が必要である。

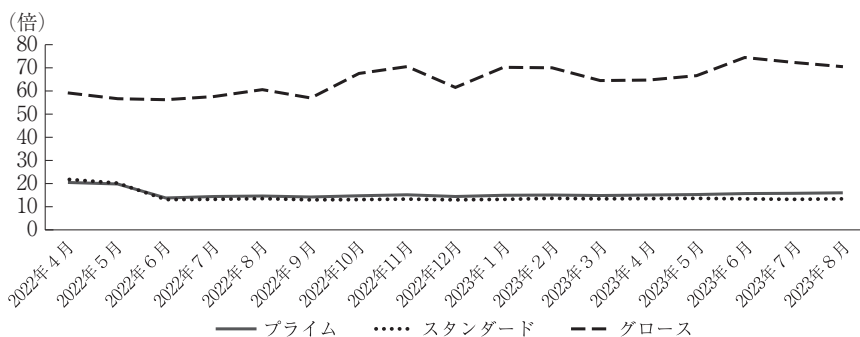
2023年3月、東証はPBRが長期にわたって1倍を下回る上場企業（プライムおよびスタンダード）に対して改善策を開示・実行することを要請する通知を発出した。資本コストや株価を意識した経営に取り組むことを促し、投資家にとっての東京市場の魅力を高めることが企図されている。

東証上場企業の配当利回り（単純平均）



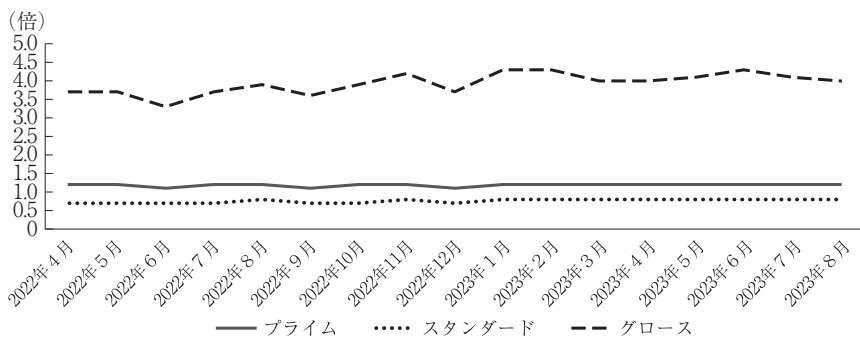
〔出所〕 日本取引所グループ

東証上場企業（連結）のPER（単純平均）



〔出所〕 日本取引所グループ

東証上場企業（連結）のPBR（単純平均）



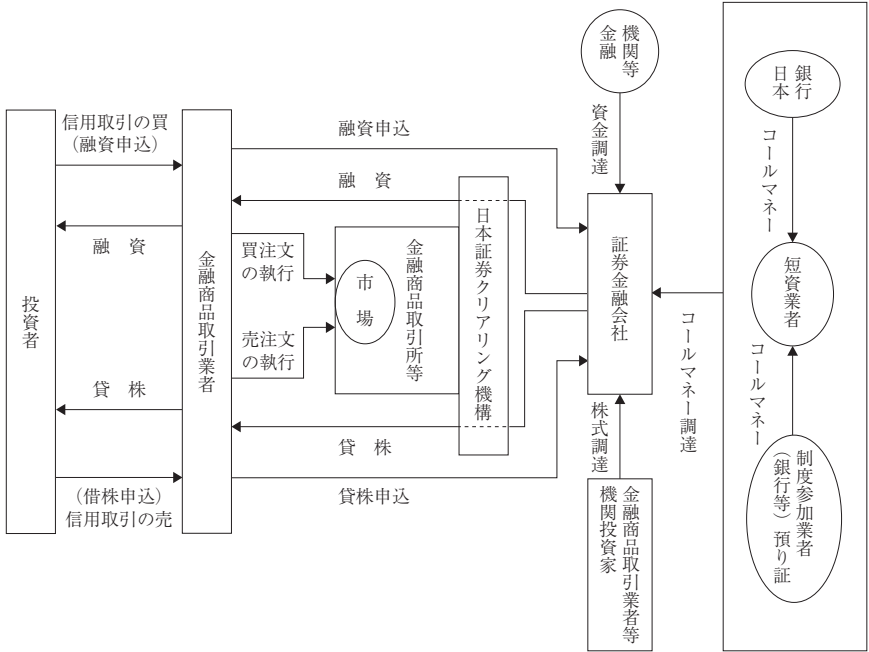
〔出所〕 日本取引所グループ

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。信用取引は投資者が金融商品取引業者(証券会社)から信用の供与を受けて行う売買取引である。投資者は買付資金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うことができる。他方、これを受託した金融商品取引業者は決済日に当該資金または株式を立て替えて決済しなくてはならない。当時の日本では金融市場と証券市場の結合が十分でなかったため、金融商品取引業者に対して信用供与に必要な受渡資金・株式を供給しようとしたのが証券金融会社(以下、証金)の「貸借取引」である。

貸借取引は、証金が金融商品取引所等の取引参加者である金融商品取引業者に対して制度信用取引の決済に必要な受渡資金・株式を金融商品市場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・株式の調達について、まず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)に貸すことにより、その調達量を少なくする。次に当該相殺後に残った、融資申込に対しては、金融機関借入のほかコール市場、日本銀行から資金調達し、貸株申込に対しては、金融商品取引業者のほか、機関投資家等から入札により株式調達する(右頁図)。なお、金融商品取引所等が選定する制度信用銘柄は、証金の貸借取引を融資および貸株とも利用できる「貸借銘柄」と、融資のみ利用できる「貸借融資銘柄」に区分される。貸借銘柄の選定基準では、流入する仮需給の規模に足りうる流動性確保の観点から、流通株式数および株主数等の基準が設定されているほか、一定の貸株調達可能性が確保されていることが求められている。

証金は、1950年に発足した証券市場における専門金融機関であり、1951年6月の信用取引制度の導入に合わせて貸借取引業務を開始した。その後、信用取引の拡大に伴い市場での証金の役割が増したため、その機能強化が図られるとともに、1956年4月以降、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。各地の取引所ごとに設立された証金は、その後統廃合が進み、2023年9月末現在、貸借取引業務を運営しているのは、日本証券金融1社である。

信用取引および貸借取引の概要



◎制度信用取引（投資者・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（有価証券で代用可能、株式の場合の掛目は80%以内）ただし最低30万円以上

◎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（有価証券で代用可能、株式の場合の掛目は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、預り証制度参加業者、金融商品取引所、日本銀行が本制度に参加）

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

(注) 上記の委託保証金率、掛目は信用取引規制により変更されることがある。

9. 信用取引制度(2) 1998年の証券取引法改正により、金融商品取引業者による、証金を通じない借株および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られる「一般信用取引」も認められた。これを機に、貸借取引を裏付けにしたこれまでの信用取引は、金融商品取引所等が品貸料および弁済期限等を決定することから「制度信用取引」と呼ばれることになった（右表参照）。一般信用取引は、インターネット取引での利用が開始された2003年以降普及が進み、近年は信用取引買い残の3割程度を占めている。

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

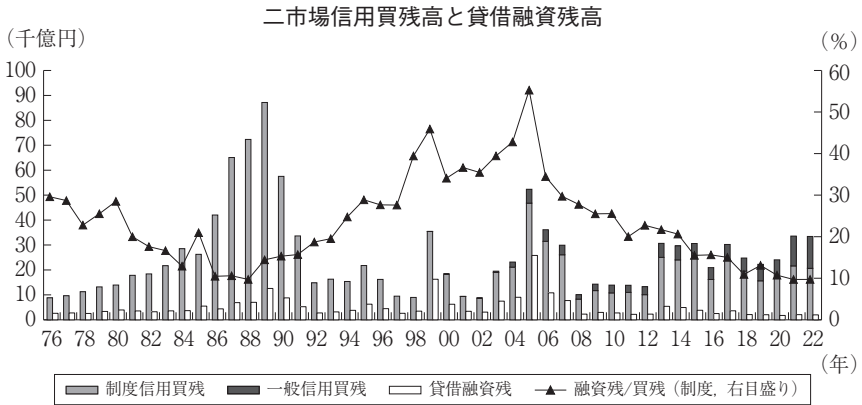
信用取引制度は、証券市場の発展とともに変化・多様化してきた。市場活性化策として、信用取引制度の拡充が度々行われるなか、1997年10月にはJASDAQ市場、2019年8月にはPTS（私設取引システム）に信用取引制度が導入された。証金では、1995年10月に貸借銘柄以外の銘柄を対象に融資を行う「貸借融資銘柄」制度を導入し、2004年4月にJASDAQ市場向け貸借取引、2019年8月にPTS向け貸借取引をそれぞれ開始したほか、一般信用取引による信用買いの決済に必要な資金を、金融商品取引業者へ融資する業務も行っている。

なお、証金には、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一般貸付、②貸借取引以外で株式を貸し付ける一般貸株、③債券貸借・現先取引の仲介などの業務がある。

制度信用取引と一般信用取引との比較

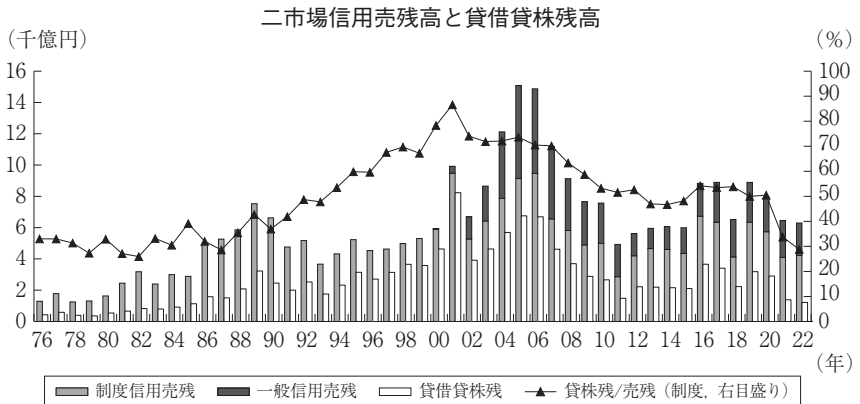
	制度信用取引	一般信用取引
委託保証金	約定価額の30%以上	約定価額の30%以上
品貸料(逆日歩)	金融商品取引所等が発表する率	各金融商品取引業者が決定
弁済期限	最長6ヵ月	各金融商品取引業者が決定
対象銘柄	金融商品取引所等が選定	各金融商品取引業者が選定
権利処理	金融商品取引所等が定める方法	各金融商品取引業者が定める方法
貸借取引	利用できる	利用できない

[出所] 日本取引所グループ資料から作成



(注) 2012年までは大阪市場分を含む。

[出所] 日本取引所グループ資料から作成



(注) 2012年までは大阪市場分を含む。

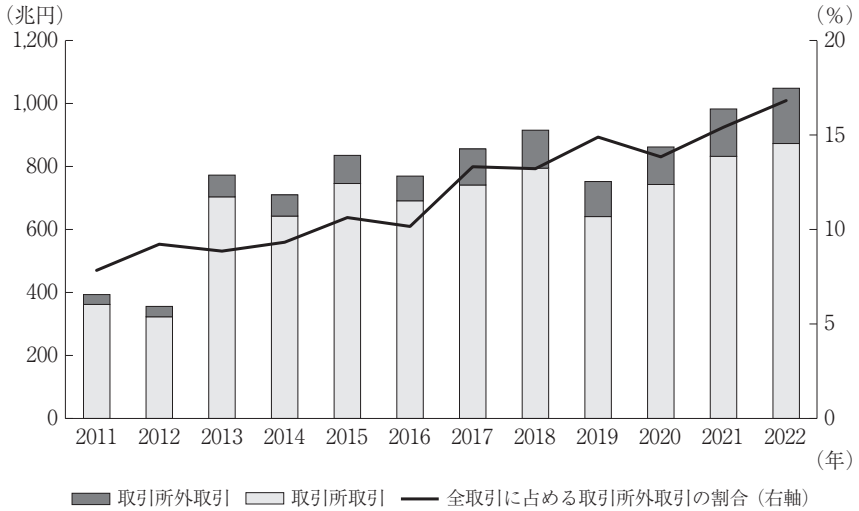
[出所] 日本取引所グループ資料から作成

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

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

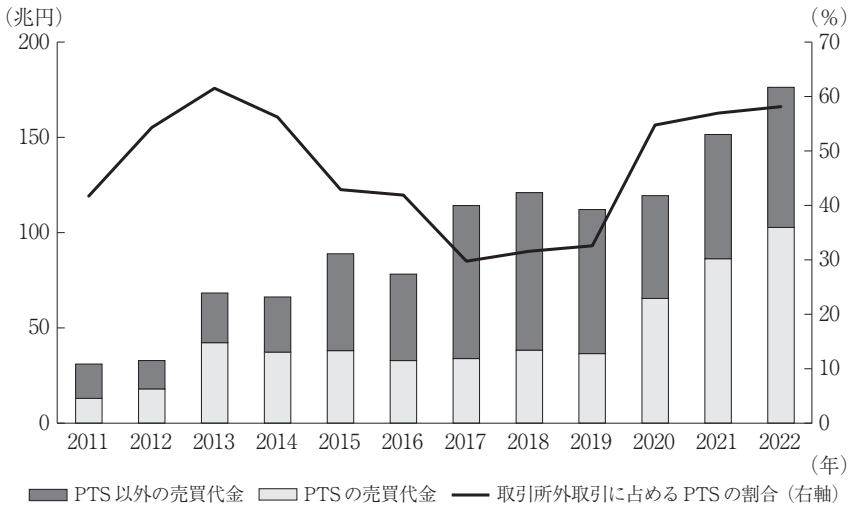
こうなってくると、伝統的な取引所と民間業者の提供する取引システムを機能上区別することは困難である。アメリカのSECは両者の機能の同一性を認めるATS (Alternative Trading System) 規制を採用し、その一種であるECN (Electronic Communication Network) が証券取引所になることを認めている。日本でも、取引所外取引の解禁に伴って、民間業者が相対で上場証券を取引することが認められ、PTS (Proprietary Trading System) 業務として証券業務の1つに加えられた。

取引所取引と取引所外取引の売買代金



〔出所〕 日本証券業協会より作成

取引所外取引の内訳



〔出所〕 日本証券業協会より作成