



日本の 証券市場

2026 年版

図 説

日本の証券市場

2026年版

公益財団法人 日本証券経済研究所

は し が き

『図説 日本の証券市場』は、わが国の証券市場の仕組み、機能などを一般向けにわかり易く解説した概説書である。本書は2008年の刊行開始より、類書が少ないこともあって各方面から好評をもって迎えられ、2年毎に内容を改訂して刊行を続けている。

ところで、この2年間のわが国証券市場を顧みると、かなり大きな変化が見られる。まず、コーポレートガバナンス改革の進展により、海外投資家のわが国株式市場に対する関心が著しく高まっている。さらに、企業業績の改善、AIブームなどにより、わが国株式市場はバブル期以来の活況を呈している。また、債券市場では、日銀の金融政策正常化に伴う長期金利の変動によって、市場取引等が活発化している。政府においても、資産運用立国、新NISA、金融教育の取り組みなどわが国証券市場の活性化に資する政策を企画、実施している。こうしたことから、総じてわが国証券市場への関心は内外で確実に高まっている。

今回の2026年版では、各項目において、2年間の市場の進展に応じて記述、統計をアップデートしたほか、新しい項目を数多く追加して内容の充実を図ったところである。具体的には、「東証市場区分の見直しとその後の取組み」、「個人向け公社債の発行」、「金融商品仲介業」などの項目を追加したほか、「清算・決済制度」、「非上場株式の取引制度」については、新たに章を設けて説明の充実を図った。

本書は英語版についても、海外から強い需要があることから各年版を発刊しており、2026年版も近く刊行、公表する予定である。

なお、当研究所では日本の証券市場以外にも各国の証券市場の成り立ちや特徴を解説した『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』などを刊行し、数年毎に改訂している。

本書2026年版は従来と同様、当研究所の研究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、野村総合研究所、証券保管振替機構及び日本投資顧問業協会の専門家が分担して執筆した（iiiページ参照）。なお、全体の取りまとめは、本研究所の山田主任研究員及び高研究員が担当した。

本書2026年版が、わが国証券市場に関心を持つ多くの方々に利用され、幅広く役立つことが出来れば幸いである。

2026年3月

公益財団法人 日本証券経済研究所
理事長 森本 学

執筆分担

- 第1章 若園 智明 当研究所理事・首席研究員
高 逸薫 当研究所研究員
太田 達也 当研究所研究員
- 第2章 深見 泰孝 駒澤大学経済学部 教授・当研究所特任研究員
- 第3章 若園 智明 前出
井上 大輔 日本証券業協会 自主規制本部 エクイティ市場部 課長
- 第4章 小林 陽介 東北学院大学経済学部 准教授・当研究所客員研究員
松下 一恭 日本証券金融株式会社 業務開発部 企画役
- 第5章 若園 智明 前出
- 第6章 小林菜穂子 日本証券業協会 自主規制本部 公社債・金融商品部 主任
- 第7章 金子 久 株式会社野村総合研究所
金融デジタルビジネスリサーチ部 チーフリサーチャー
- 第8章 若園 智明 前出
- 第9章 田代 一総 当研究所研究員
- 第10章 緒方 大輔 株式会社日本取引所グループ 総合企画部 調査役
最上 絵里 株式会社東京証券取引所 上場部
池田 拓央 株式会社東京証券取引所 株式部 調査役
飯田 弥好 株式会社日本取引所グループ IT 企画部 調査役
滝口 圭佑 株式会社東京証券取引所 上場推進部 課長
- 第11章 加藤 邦彦 株式会社日本証券クリアリング機構 清算企画部 課長
池端 卓也 株式会社日本証券クリアリング機構 清算企画部 調査役
中村 良平 株式会社証券保管振替機構 総合企画部
齊藤 詩歩 株式会社証券保管振替機構 総合企画部
- 第12章 北野 総士 日本証券業協会 自主規制本部 エクイティ市場部 主任
岡田 聖矢 日本証券業協会 自主規制本部 エクイティ市場部
- 第13章 宮本佐知子 当研究所シニアフェロー（特別研究員）
- 第14章 川崎 勝彦 一般社団法人 日本投資顧問業協会 法務部 次長
- 第15章 山田 直夫 当研究所主任研究員

| | | |
|------|-------|---|
| 第16章 | 鈴木 悠仁 | 日本取引所自主規制法人 売買審査部 調査役 |
| | 吉井 皓亮 | 日本取引所自主規制法人 考査部 調査役 |
| 第17章 | 宮澤なつみ | 株式会社東京証券取引所 上場部 開示業務室 ディスクロージャー企画グループ調査役 |
| | 牧野 則子 | 株式会社東京証券取引所 上場部 開示業務室 ディスクロージャー企画グループ調査役 |
| | 飯島 寛太 | 株式会社東京証券取引所 上場部 開示業務室 ディスクロージャー企画グループ調査役 |
| | 最上 絵里 | 前出 |
| 第18章 | 高 逸薫 | 前出 |
| 年 表 | 深見 泰孝 | 前出 |

(2025年10月末現在)

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. 国家戦略としての金融経済教育 | 12 |
| 7. TOPIX の見直し | 14 |
| 8. アセットオーナー・プリンシプル | 16 |

第2章 日本の証券市場の歴史

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 戦前の証券市場 | 18 |
| 2. 復興期（昭和20年代） | 20 |
| 3. 第1次高度成長期（昭和30年代） | 22 |
| 4. 第2次高度成長期（昭和40年代） | 24 |
| 5. 石油ショックへの対応（昭和50年代） | 26 |
| 6. バブル経済前後の発展（昭和60年－平成元年） | 28 |
| 7. 証券不祥事と金融制度改革（平成2年－7年） | 30 |
| 8. 金融システム改革法の議論と実施（平成8年－12年） | 32 |
| 9. ビッグバン以降（平成13年－20年） | 34 |
| 10. リーマンショック後の変化（平成21年－令和元年） | 36 |
| 11. 最近の証券市場（令和2年－） | 38 |

第3章 株式発行市場

| | |
|------------|----|
| 1. 株式会社と株式 | 40 |
| 2. 株式発行の形態 | 42 |

目次

| | |
|---------------|----|
| 3. 新株発行の手続き | 44 |
| 4. 新株発行の状況 | 46 |
| 5. 株式の引受 | 48 |
| 6. 公開価格設定プロセス | 50 |
| 7. 未公開株市場 | 52 |

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 | 54 |
| 2. 株式流通市場の構造(2)——取引所外取引 | 56 |
| 3. 株式流通市場の構造(3)——非上場株取引 | 58 |
| 4. 株式流通市場の取引規模 | 60 |
| 5. 株式の保有構造 | 62 |
| 6. 株式価格と投資指標(1) | 64 |
| 7. 株式価格と投資指標(2) | 66 |
| 8. 株式価格と投資指標(3) | 68 |
| 9. 信用取引制度(1) | 70 |
| 10. 信用取引制度(2) | 72 |

第5章 公社債発行市場

| | |
|------------------|----|
| 1. 公社債の種類 | 74 |
| 2. 公社債の発行状況 | 76 |
| 3. 公共債の発行 | 78 |
| 4. 民間債の発行 | 80 |
| 5. 格付会社と公社債の格付け | 82 |
| 6. 社債管理 | 84 |
| 7. 新株予約権付社債・仕組み債 | 86 |
| 8. 個人向け公社債の発行 | 88 |

第6章 公社債流通市場

| | |
|---------------|----|
| 1. 公社債の売買 | 90 |
| 2. 公社債売買の主体 | 92 |
| 3. 公社債の店頭市場取引 | 94 |

| | |
|-----------------------------|-----|
| 4. 公社債店頭売買参考統計値(1)…………… | 96 |
| 5. 公社債店頭売買参考統計値(2)…………… | 98 |
| 6. 社債の取引情報の報告・発表制度…………… | 100 |
| 7. 公社債の振替決済制度…………… | 102 |
| 8. 公社債の流通利回りと発行条件…………… | 104 |
| 9. 公社債の現先取引(1)…………… | 106 |
| 10. 公社債の現先取引(2)…………… | 108 |
| 11. 公社債の貸借取引…………… | 110 |
| 第7章 投資信託 | |
| 1. 概説…………… | 112 |
| 2. 投資信託の歴史…………… | 114 |
| 3. 投資信託の形態…………… | 116 |
| 4. 投資信託の商品分類…………… | 118 |
| 5. ETF(上場投資信託)…………… | 120 |
| 6. 投資信託の販売…………… | 122 |
| 7. 投資信託の運用…………… | 124 |
| 8. 投資信託の顧客層…………… | 126 |
| 9. 投資信託のディスクロージャー…………… | 128 |
| 10. 投資信託を活用したサービス・商品など…………… | 130 |
| 11. 不動産投資信託…………… | 132 |
| 12. 上場インフラファンド…………… | 134 |
| 13. 外国投信/外国籍投信…………… | 136 |
| 第8章 デリバティブ市場 | |
| 1. 先物取引…………… | 138 |
| 2. 債券先物取引…………… | 140 |
| 3. 株価指数先物取引…………… | 142 |
| 4. 金融先物取引…………… | 144 |
| 5. オプション取引…………… | 146 |
| 6. 債券オプション取引…………… | 148 |

目次

| | |
|-----------------------------|-----|
| 7. 株価指数オプション取引 | 150 |
| 8. 有価証券オプション取引 | 152 |
| 9. 店頭デリバティブ取引 | 154 |
| 10. クレジット・デリバティブ取引 | 156 |
| 11. 中央清算機関（セントラル・カウンターパーティ） | 158 |

第9章 証券化商品市場

| | |
|--------------------|-----|
| 1. 証券化商品とは | 160 |
| 2. 証券化商品の基本的な仕組み | 162 |
| 3. 主な証券化商品の内容 | 164 |
| 4. 市場規模 | 166 |
| 5. 証券化商品の発行市場 | 168 |
| 6. 証券化商品の流通市場 | 170 |
| 7. 証券化商品のリスクと信用補完 | 172 |
| 8. 証券化関連立法 | 174 |
| 9. セキュリティ・トークンと証券化 | 176 |

第10章 金融商品取引所

| | |
|---------------------------------|-----|
| 1. 金融商品取引所の機能 | 178 |
| 2. 市場の歩み | 180 |
| 3. 東証市場区分の見直しとその後の取組み | 182 |
| 4. 新規上場制度 | 184 |
| 5. 上場管理制度 | 186 |
| 6. コーポレートガバナンス・コード | 188 |
| 7. 株式売買制度(1) | 190 |
| 8. 株式売買制度(2) | 192 |
| 9. 金融商品取引所（証券取引所）のシステム化(1) | 194 |
| 10. 金融商品取引所（証券取引所）のシステム化(2) | 196 |
| 11. プロ投資家向け市場「TOKYO PRO Market」 | 198 |
| 12. ETF 市場におけるマーケットメイク制度 | 200 |

第11章 清算・決済制度

| | |
|---------------|-----|
| 1. JSCCの主要な機能 | 202 |
| 2. DVP決済 | 204 |
| 3. リスク管理制度 | 206 |
| 4. 株式等振替制度(1) | 208 |
| 5. 株式等振替制度(2) | 210 |
| 6. 株式等振替制度(3) | 212 |

第12章 非上場株式の取引制度

| | |
|----------------------------|-----|
| 1. 株式店頭市場の概要 | 214 |
| 2. 店頭有価証券等 | 216 |
| 3. 店頭有価証券に関する規則に基づく取引制度 | 218 |
| 4. 特定投資家向け銘柄制度(J-Ships)(1) | 220 |
| 5. 特定投資家向け銘柄制度(J-Ships)(2) | 222 |
| 6. 株式投資型クラウドファンディング(1) | 224 |
| 7. 株式投資型クラウドファンディング(2) | 226 |
| 8. 株主コミュニティ(1) | 228 |
| 9. 株主コミュニティ(2) | 230 |
| 10. 非上場株式の流通市場活性化に向けた取組み | 232 |

第13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) | 234 |
| 2. 金融商品取引業者(証券会社)の概説(2) | 236 |
| 3. 証券業務(1)——本来業務(1) | 238 |
| 4. 証券業務(2)——本来業務(2) | 240 |
| 5. 証券業務(3)——付随業務, 届出業務, 承認業務 | 242 |
| 6. 金融商品取引業者(証券会社)の収支状況 | 244 |
| 7. 金融商品取引業者(証券会社)の財務状況 | 246 |
| 8. 金融商品取引業協会(1) | 248 |
| 9. 金融商品取引業協会(2) | 250 |
| 10. 投資者保護基金 | 252 |

目次

| | |
|------------------------|-----|
| 11. 金融機関と有価証券関連業（証券業務） | 254 |
| 12. 金融商品仲介業 | 256 |

第14章 資産運用業

| | |
|---------------------|-----|
| 1. 個人金融資産の運用 | 258 |
| 2. 年金資産の運用 | 260 |
| 3. 信託銀行の資産運用 | 262 |
| 4. 生命保険会社の資産運用 | 264 |
| 5. 投資一任業者の運用 | 266 |
| 6. 投資信託運用会社の運用 | 268 |
| 7. スチュワードシップ・コード(1) | 270 |
| 8. スチュワードシップ・コード(2) | 272 |

第15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 | 284 |
| 7. エンジェル税制 | 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の扱い | 292 |
| 11. 年金型商品に対する課税の扱い | 294 |

第16章 証券取引の行為規制

| | |
|--------------------------------|-----|
| 1. 総説 | 296 |
| 2. 相場操縦規制 | 298 |
| 3. 会社関係者に係る行為規制 | 300 |
| 4. 金融商品取引業者（証券会社）の行為規制等 | 302 |
| 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 | 304 |

第17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…………… 306
2. 金融商品取引法による企業内容等の開示…………… 308
3. 金融商品取引法によるその他の開示…………… 310
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）…………… 312
5. 情報開示の適正性の確保…………… 314
6. 最近の情報開示に関する動き…………… 316

第18章 証券行政

1. 金融商品取引法…………… 318
2. 証券市場の関連法規…………… 320
3. 証券行政の組織…………… 322
4. 金融庁による法執行…………… 324
5. 証券取引等監視委員会…………… 326
6. 自主規制機関…………… 328
7. 証券規制の国際機関…………… 330

証券年表…………… 332

索引…………… 340

図 説

日本の証券市場

第1章 証券市場と国民経済

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

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

2条2項はみなし有価証券について定めている。その前段では、1項に掲げた有価証券に表示されるべき権利について、有価証券が発行されていない場合でも当該権利を有価証券とみなすとしている。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。3項の電子記録移転権利とは、電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値であり、1項に掲げる有価証券に表示されるべき権利をいう。2020年施行の改正金商法により導入され、電子的に移転可能な有価証券（セキュリティ・トークン）を法的に位置づけた。内閣府令が電子記録移転有価証券表示権利等を定め、いわゆる電子記録移転集団投資スキーム持分もその枠組みに含まれる。

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. 信託の受益券
2. 外国信託の受益券
3. 合名会社・合資会社の社員権(政令で定めるもの), 合同会社の社員権
4. 外国法人の社員権で上記3号の性質を有するもの
5. 集団投資スキーム持分<包括定義>
6. 外国集団投資スキーム持分
7. 政令指定権利

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

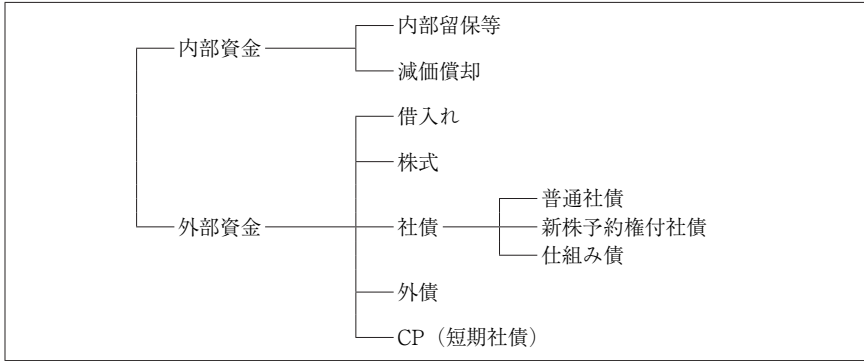
2. 企業の資金調達 金融業を除く法人企業（以下、企業）は、財やサービスの生産・販売など多様な活動を通じて利潤獲得を目的とする経済主体である。企業は継続的に生産・販売活動をするために設備や在庫製商品といった実物資産への投資を行うが、それに必要な資金を様々な手段で調達している。

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

企業の外部資金調達の推移を金融負債残高の構成比で見ると、借入れは金融の自由化・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結果、1980年代から趨勢的に低下した後に安定している。00年代以降は有価証券が借入れを超過しており、わが国の資金調達構造は直接金融が主体となっている。調達額の合計額は、08年の金融危機により一時的に低下したが増加傾向にあり、有価証券による調達は全体の約6割となっている。特に株式による調達額が近年は過半を占める。社債による調達は安定的ではあるものの僅かであり、依然として発行の9割以上が格付でA以上となっている。

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

企業の資金調達手段



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

法人企業部門の資金調達・運用の構成比（残高ベース・年度末）

| | 1980 | 1985 | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| [運用] | | | | | | | | | | | | | |
| 現金・預金 | 10.0 | 7.7 | 6.6 | 9.2 | 13.3 | 14.3 | 16.4 | 15.0 | 19.2 | 18.4 | 18.6 | 17.5 | 17.2 |
| 定期性預金 | 14.6 | 14.9 | 12.9 | 10.8 | 7.6 | 5.4 | 8.0 | 6.4 | 5.9 | 5.7 | 5.8 | 5.4 | 5.5 |
| CD | 0.1 | 1.2 | 1.1 | 2.6 | 3.3 | 1.6 | 1.9 | 1.7 | 1.2 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 信託 | 1.3 | 1.5 | 0.7 | 1.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 投資信託 | 0.1 | 0.6 | 0.2 | 0.4 | 1.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 有価証券 | 15.7 | 26.1 | 31.1 | 24.3 | 22.4 | 38.6 | 23.9 | 33.1 | 31.0 | 30.6 | 28.4 | 31.3 | 29.8 |
| (株式) | 13.6 | 23.7 | 28.3 | 22.7 | 19.4 | 34.6 | 19.3 | 30.4 | 28.7 | 28.4 | 26.2 | 29.3 | 27.6 |
| (債券等) | 2.2 | 2.4 | 2.9 | 1.6 | 3.0 | 4.0 | 4.6 | 2.7 | 2.3 | 2.2 | 2.2 | 2.0 | 2.2 |
| 企業間信用 | 45.7 | 35.5 | 30.7 | 35.5 | 33.8 | 26.8 | 29.1 | 21.4 | 17.1 | 17.7 | 18.3 | 16.8 | 16.8 |
| その他 | 12.5 | 12.5 | 16.6 | 15.9 | 18.4 | 13.0 | 20.2 | 21.9 | 24.9 | 25.8 | 27.2 | 27.5 | 29.2 |
| 合計額 | 311.5 | 479.5 | 829.8 | 779.2 | 732.2 | 866.1 | 736.4 | 1,038.7 | 1,229.0 | 1,313.6 | 1,343.4 | 1,498.7 | 1,505.8 |
| [調達] | | | | | | | | | | | | | |
| 借入れ | 42.2 | 39.4 | 36.5 | 40.2 | 36.7 | 24.9 | 31.8 | 24.8 | 25.2 | 25.0 | 25.6 | 23.3 | 24.8 |
| 有価証券 | 27.1 | 38.0 | 43.0 | 38.6 | 41.2 | 53.4 | 41.0 | 55.0 | 59.9 | 59.5 | 58.5 | 62.8 | 60.9 |
| (株式) | 23.0 | 33.9 | 37.3 | 32.7 | 34.8 | 49.2 | 35.3 | 50.3 | 54.5 | 53.9 | 53.0 | 57.9 | 55.9 |
| (社債等) | 2.2 | 2.5 | 2.3 | 3.8 | 4.9 | 3.5 | 5.1 | 4.2 | 4.5 | 4.5 | 4.5 | 4.0 | 4.0 |
| (外債) | 1.8 | 1.6 | 2.6 | 1.5 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| (CP) | 0.0 | 0.0 | 0.8 | 0.6 | 0.9 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 企業間信用 | 24.3 | 17.0 | 14.6 | 15.4 | 16.5 | 14.6 | 18.1 | 13.5 | 9.8 | 10.6 | 11.1 | 9.8 | 10.1 |
| その他 | 6.4 | 5.5 | 5.9 | 5.8 | 5.6 | 7.2 | 9.1 | 6.8 | 5.1 | 4.9 | 4.8 | 4.2 | 4.2 |
| 合計額 | 477.6 | 761.3 | 1,359.6 | 1,352.3 | 1,177.7 | 1,507.6 | 1,123.6 | 1,484.9 | 1,862.7 | 1,919.9 | 1,940.7 | 2,255.6 | 2,178.0 |

(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

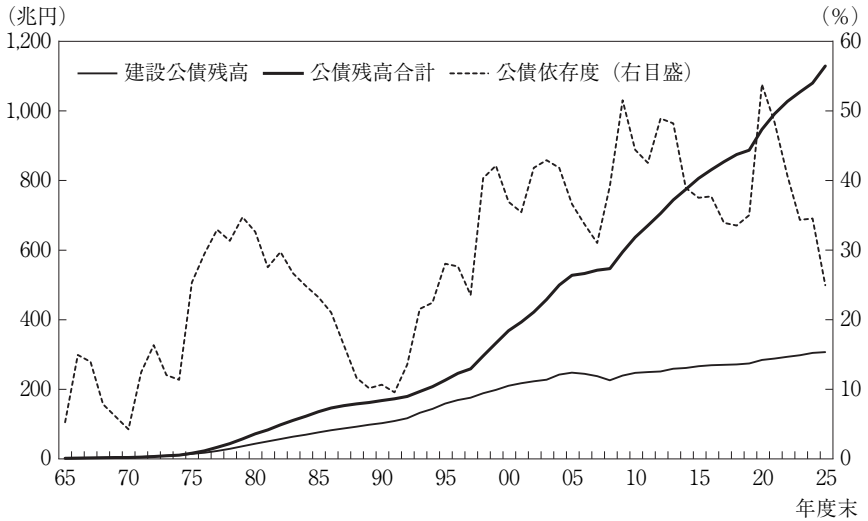
3. 証券市場と財政 財政とは政府（国や地方公共団体）が行う経済活動のことであり、具体的には、租税等による収入（歳入）に基づき、警察、教育など行政サービスの提供や公共投資（歳出）を行う。現実の財政運営では、景気動向に応じた財政政策が行われ、その結果、歳出が歳入を上回る場合には、その不足額は主として公債（国債や地方債）の発行によって賅われる。

わが国の中央政府部門について公債残高と公債依存度の推移を見ると、1965年度の補正予算で不況対策として戦後初の特例国債（赤字国債）が発行され、66年度以降は建設国債が継続して発行されるようになったが、70年代前半までは公債依存度、公債残高ともに低水準に止まっていた。しかし、70年代後半からの経済成長率鈍化に伴い税収が伸び悩んだことから、政府は国債の大量発行を余儀なくされ、発行残高も80年度末には71兆円へと急増した。この結果、証券市場において国債が重要な地位を占めるに至り、政府の財政政策がそれにおよぼす影響も大きくなった。こうした財政状況を改善すべく81年度以降「財政再建」路線が打ち出され、一旦は公債依存度が低下し公債残高の増加が抑制されたものの、90年代以降の長期不況に応じた景気対策や08年の金融危機への対応は公債発行を増加させた。その後公債依存度は低下したが、新型コロナ対応の財政出動を受けて20年の53.8%まで急上昇した。21年より依存度は低下基調にあるものの公債残高の急激な増加は続いており、25年度末で約1,129兆円に達する見込みである。

次に右下表でわが国における国債等の保有構造をみると、かつては主たる保有者であった銀行等（ゆうちょ銀行を含む）の保有比率は、13年に導入された日本銀行の量的・質的金融緩和を受けて顕著に減少している。対して、日本銀行の保有比率は23年年度末時点で47.4%まで増加した。その後、24年のマイナス金利政策の解除および政策金利の引き上げを受けて、このような傾向には歯止めがかかっているように見える。

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見直して国内債券への投資比率自体を引き下げた結果、公的年金の保有比率は減少し24年末で5.2%となっている。一方で、海外投資家は24年末では11.9%を保有している。海外投資家の日本国債の保有動向は注視すべき水準と言えるだろう。

公債残高と公債依存度の推移



(注) 1. 2025年度は見込み。
2. 普通国債ベース。

〔出所〕 財務省資料から作成

国債及び国債短期証券の保有者別保有比率内訳の推移

(単位：%)

| 保有者 | 2009年度末 | 2011年度末 | 2013年度末 | 2015年度末 | 2017年度末 | 2019年度末 | 2021年度末 | 2022年度末 | 2023年度末 | 2024年12月末 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 一般政府(除く公的年金) | 1.9 | 1.9 | 2.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 1.8 |
| 公的年金 | 9.2 | 7.9 | 7.0 | 4.9 | 4.0 | 3.3 | 3.7 | 3.8 | 4.9 | 5.2 |
| 財政融資資金 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 日本銀行 | 8.8 | 9.6 | 20.0 | 33.8 | 41.8 | 44.2 | 43.3 | 47.3 | 47.4 | 46.3 |
| 銀行等 | 47.2 | 45.4 | 35.5 | 24.6 | 18.4 | 15.2 | 17.3 | 13.0 | 13.2 | 14.5 |
| 生損保等 | 18.0 | 19.1 | 19.6 | 20.5 | 19.6 | 19.5 | 17.6 | 17.0 | 16.2 | 15.6 |
| 年金基金 | 3.4 | 3.2 | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 |
| 海外 | 5.6 | 8.3 | 8.2 | 10.3 | 11.0 | 12.9 | 13.6 | 14.1 | 13.7 | 11.9 |
| 家計 | 4.0 | 2.9 | 2.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| その他 | 1.9 | 1.6 | 1.8 | 1.4 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 0.7 | 0.8 |

(注) 1. 2024年12月末は速報値。
2. 「国債」は「財投債」を含む。
3. 「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」および「証券会社」を含む。
4. 「生損保等」には「かんぽ生命」を含む。
5. 「その他」は「非金融法人企業」および「対家計民間非営利団体」。

〔出所〕 財務省『債務管理リポート2025』、日本銀行「資金循環統計」

4. 家計の金融資産保有 わが国の家計が保有する金融資産は2025年6月末時点で2,239兆円まで積み上がっている。家計部門の資金余剰（貯蓄超過）を資金循環でみると、1990年代半ばをピークに低下した後に比較的安定に推移していたが、20年の新型コロナ禍において家計が流動性の確保に動いた結果、現金・預金での保有が急増した。その後、資金余剰は平年並みまで減少しているが、現金・預金の保有は依然として高い水準にある。

家計の金融資産運用の推移を見ると、次のような特徴が指摘できる。第1に、現金・要求払預金の構成比は上昇する一方で、かつて最大の比重を占めていた定期性預金は80年代以降趨勢的に低下傾向にある。この構成比の基調は、日本銀行の低金利政策や量的・質的金融緩和（異次元緩和）などによるものであろう。第2に、保険・年金の構成比は00年度末まではほぼ一貫して上昇したあと比較的安定している。これは、わが国が高齢化社会に入っていることを反映したものであろう。第3に有価証券の構成比は、バブル経済の崩壊による株式市場の低迷や08年の金融危機による株価急落を受けて株式を中心にその構成比を大幅に低下させていた。しかしながら、新型コロナ禍で市場の乱高下があったものの、24年度末には13.9%まで回復している。特に24年から始まった新NISAや25年の好調な株式市場を受けて株式保有は増加している。

次に、25年3月末時点での家計の金融資産運用を国際比較すると（日本は対家計民間非営利団体を含まない）、依然として資産選択の内容（選好）には差があることがわかる。わが国の場合、現預金で51.0%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19.6%に過ぎないのに対して、アメリカでは資産の11.5%を前者で、59.2%を後者で運用している。また欧州ではそれぞれ31.8%と39.1%である。社会保障制度などの違いを考慮する必要があるが、わが国の家計は資産選択で元本保証型を好む傾向にあり、アメリカの家計は運用成果型を好み、欧州は中間的な傾向にあると言えよう。

しかしながらわが国でも、確定拠出型年金制度や個人型確定拠出年金制度（iDeCo）の制度見直し、NISA（少額投資非課税制度）の抜本的拡充・恒久化などで家計と証券市場との直接的な結びつきは強くなっている。さらに25年10月に日経平均株価が5万円を超えるなど、良好な市場環境は家計の証券投資を促している。

個人部門の金融資産残高の構成比（年度末）

| | 1980 | 1985 | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 現金・預金 | 9.8 | 7.7 | 7.2 | 8.2 | 11.6 | 20.9 | 23.6 | 25.9 | 32.8 | 34.1 | 35.1 | 34.6 | 34.7 |
| 定期性預金 | 48.7 | 44.9 | 40.2 | 41.9 | 42.3 | 27.6 | 29.8 | 26.3 | 20.7 | 19.3 | 18.3 | 16.6 | 16.2 |
| 信託 | 4.5 | 4.0 | 3.7 | 3.4 | 1.5 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 保険・年金 | 13.4 | 16.3 | 20.8 | 25.4 | 27.1 | 29.8 | 30.4 | 29.7 | 27.7 | 27.1 | 26.7 | 26.0 | 25.7 |
| 投資信託 | 1.2 | 2.3 | 3.4 | 2.3 | 2.4 | 3.3 | 3.9 | 4.2 | 4.2 | 4.5 | 4.4 | 5.5 | 5.9 |
| 有価証券 | 16.1 | 19.7 | 19.6 | 13.9 | 10.0 | 15.0 | 9.3 | 10.9 | 11.7 | 11.8 | 12.4 | 13.8 | 13.9 |
| （株式） | 13.2 | 16.0 | 16.9 | 11.5 | 8.1 | 12.9 | 7.0 | 9.7 | 10.6 | 10.8 | 11.3 | 12.8 | 12.7 |
| （債券等） | 2.8 | 3.7 | 2.6 | 2.5 | 1.9 | 2.1 | 2.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| その他 | 6.3 | 5.2 | 5.2 | 4.9 | 5.1 | 3.0 | 2.8 | 2.7 | 2.7 | 2.9 | 2.8 | 3.3 | 3.3 |
| 合計額 | 372.0 | 626.8 | 1,017.5 | 1,256.5 | 1,394.1 | 1,619.0 | 1,557.4 | 1,758.5 | 1,975.8 | 2,036.7 | 2,070.4 | 2,187.1 | 2,199.7 |

- (注) 1. 構成比の単位は%, 合計額の単位は兆円。
 2. 定期性預金には譲渡性預金および外貨預金を含む。
 3. カッコ内は有価証券の内訳。株式には出資金を含む。
 4. 株式は時価ベース。

〔出所〕 日本銀行ホームページ掲載の統計（資金循環表）から作成

家計資産構成の日米欧比較（2025年3月末）

| | 日本 | アメリカ | ユーロエリア |
|-------|-------|-------|--------|
| 現金・預金 | 51.0% | 11.5% | 31.8% |
| 債券 | 1.4% | 4.6% | 2.9% |
| 投資信託 | 6.0% | 13.1% | 10.9% |
| 株式等 | 12.2% | 41.5% | 25.3% |
| 保険・年金 | 26.0% | 26.6% | 26.9% |
| その他 | 3.4% | 2.6% | 2.2% |

〔出所〕 日本銀行『資金循環の日米欧比較2025年8月29日』から作成。

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

近年の対内証券投資の動向を見ると、株式投資については02年の株安期以降は買い越しが続いていたが08年の金融危機時に売り越しとなり、12年末からの大幅な株価上昇を受けて買い越しとなったものの、14年以降は比較的小幅な買い越しもしくは売り越しが続いていた。ただし、取得額および処分額の水準は99年以降急上昇し、その結果として両者の差額である純増減額の振れも大きくなっている。新型コロナ後の株価回復や、24年2月に日経平均株価がバブル期の高値を更新し、25年10月には5万円を超えるなど市場が好調であることを受けて、取得額および処分額はともに過去最高額を更新している。

一方で債券（中・長期債）投資は、有価証券取引税撤廃（99年）、円安（02・03年）や金融不安（08・09年）による海外投資家の裁定解消等、13年の日本銀行の異次元緩和の実施などの年で売り越しとなっている。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を背景に債券売買は高い水準で推移し、14年以降は買い越し基調が続いていた。株式と同様に債券取引も21年からは取得額および処分額が急増するとともに純増減額の振幅も非常に大きくなっている。

ストック（負債）の動向を見ると、まず株式については03年から市場の回復を背景に06年末には約149兆円まで増加したものの、金融危機の影響から10年から12年まで低迷した。直近では株式投資の残高は順調に拡大し、24年末には約335兆円まで増加している。債券（中・長期債）の対内投資残高も順調に増え、24年末で約134兆円となっている。次に、地域別の保有構成比を見ると、株式ではアメリカが24年末で54.3%と高い水準を維持している。一方の債券は、アメリカが24年末時点で32.0%であるが、ヨーロッパは48.1%と過半数近い。アジアの債券保有は、かつてはアメリカに近い構成比であったが徐々に低下し、24年末時点では10.8%に留まっている。

対内証券投資の状況

(単位: 億円)

| 暦年 | 株式・投資ファンド持ち分 | | | 公社債等(短期証券を除く) | | | ネット計 |
|------|--------------|------------|---------|---------------|-----------|----------|----------|
| | 取得 | 処分 | ネット | 取得 | 処分 | ネット | |
| 2010 | 1,736,099 | 1,717,710 | 18,389 | 695,100 | 688,976 | 6,125 | 24,513 |
| 11 | 1,974,084 | 1,971,556 | 2,528 | 884,363 | 838,985 | 45,379 | 47,906 |
| 12 | 1,867,789 | 1,846,517 | 21,272 | 811,683 | 790,007 | 21,676 | 42,948 |
| 13 | 3,942,020 | 3,783,603 | 158,416 | 838,677 | 873,965 | ▲35,288 | 123,128 |
| 14 | 4,115,951 | 4,089,468 | 26,483 | 762,694 | 676,154 | 86,540 | 113,022 |
| 15 | 5,231,108 | 5,228,502 | 2,606 | 802,426 | 727,168 | 75,258 | 77,865 |
| 16 | 4,955,097 | 5,011,755 | ▲56,658 | 965,053 | 921,289 | 43,764 | ▲12,894 |
| 17 | 5,167,744 | 5,162,228 | 5,515 | 803,430 | 761,290 | 42,140 | 47,655 |
| 18 | 5,817,386 | 5,877,281 | ▲59,896 | 841,269 | 817,331 | 23,938 | ▲35,958 |
| 19 | 4,776,114 | 4,779,757 | ▲3,643 | 1,081,377 | 981,491 | 99,886 | 96,243 |
| 20 | 5,712,328 | 5,805,004 | ▲92,676 | 1,043,869 | 1,069,475 | ▲25,607 | ▲118,283 |
| 21 | 6,267,370 | 6,252,711 | 14,659 | 1,290,942 | 1,166,715 | 124,227 | 138,886 |
| 22 | 6,884,092 | 6,892,983 | ▲8,891 | 1,713,749 | 1,821,620 | ▲107,871 | ▲116,762 |
| 23 | 7,780,282 | 7,750,194 | 30,088 | 2,277,927 | 2,330,207 | ▲52,279 | ▲49,191 |
| 24 | 10,034,777 | 10,022,517 | 12,260 | 2,688,656 | 2,662,008 | 26,647 | 38,907 |

(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) |
|------|--------------|--------|--------------|--------|----------|-----------|-------------|
| 2010 | 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 | (32.2) | 49,504 | (13.8) | 859.80 | 0.795 | 86.32 |
| 13 | 152,323 | (32.3) | 50,168 | (10.6) | 1,302.29 | 0.740 | 105.37 |
| 14 | 169,144 | (29.2) | 64,434 | (11.1) | 1,407.51 | 0.320 | 119.80 |
| 15 | 186,919 | (30.7) | 72,623 | (11.9) | 1,547.30 | 0.265 | 120.42 |
| 16 | 181,530 | (28.0) | 83,001 | (12.8) | 1,518.61 | 0.040 | 117.11 |
| 17 | 219,841 | (32.1) | 95,167 | (13.9) | 1,817.56 | 0.045 | 112.65 |
| 18 | 176,300 | (26.1) | 102,615 | (15.2) | 1,494.09 | ▲0.005 | 110.40 |
| 19 | 209,923 | (28.6) | 118,340 | (16.1) | 1,721.36 | ▲0.025 | 109.15 |
| 20 | 219,657 | (27.8) | 117,051 | (14.8) | 1,804.68 | 0.020 | 103.33 |
| 21 | 243,602 | (29.0) | 135,946 | (16.2) | 1,992.33 | 0.070 | 115.12 |
| 22 | 226,339 | (24.6) | 128,558 | (14.0) | 1,891.71 | 0.410 | 132.14 |
| 23 | 280,697 | (27.6) | 129,810 | (12.8) | 2,366.39 | 0.647 | 144.09 |
| 24 | 334,799 | (29.7) | 133,685 | (11.9) | 2,784.92 | 1.111 | 153.72 |

(注) 1. 債券は中長期債のみ。

2. () 内は海外に対する総負債に占める構成比。単位は%。

3. 金利は長期国債(10年)新発流通利回り。

4. 為替は東京・スポットレートの終値。

〔出所〕 財務省および日本銀行資料から作成

本邦株式と債券の地域別保有構成比

(単位: %)

| 年末 | アメリカ | ヨーロッパ | アジア | ケイマン諸島 | その他 |
|-------------|------|-------|------|--------|------|
| 【株式】 | | | | | |
| 2016 | 49.9 | 34.9 | 6.2 | 1.0 | 8.1 |
| 17 | 50.2 | 34.0 | 7.3 | 0.9 | 7.5 |
| 18 | 52.6 | 32.5 | 6.4 | 0.9 | 7.6 |
| 19 | 54.2 | 30.9 | 6.7 | 0.9 | 7.3 |
| 20 | 51.7 | 33.1 | 7.1 | 0.7 | 7.5 |
| 21 | 52.0 | 33.2 | 7.0 | 0.6 | 7.5 |
| 22 | 52.3 | 33.3 | 6.9 | 0.7 | 6.8 |
| 23 | 53.9 | 32.7 | 6.7 | 0.7 | 6.0 |
| 24 | 54.3 | 32.2 | 7.3 | 0.8 | 5.4 |
| 【債券】 | | | | | |
| 2016 | 20.4 | 40.7 | 22.0 | 5.8 | 11.2 |
| 17 | 22.9 | 42.9 | 22.3 | 4.1 | 7.8 |
| 18 | 23.1 | 47.9 | 17.8 | 4.3 | 7.0 |
| 19 | 21.3 | 50.1 | 16.9 | 4.2 | 7.5 |
| 20 | 23.7 | 54.0 | 12.7 | 3.2 | 6.4 |
| 21 | 25.5 | 53.6 | 12.2 | 3.1 | 5.6 |
| 22 | 27.3 | 50.6 | 13.6 | 1.1 | 7.4 |
| 23 | 30.5 | 45.6 | 13.1 | 1.9 | 8.9 |
| 24 | 32.0 | 48.1 | 10.8 | 1.0 | 8.4 |

(注) 株式は株式および投資ファンド持分。債券は中長期債。

〔出所〕 財務省資料から作成

6. 国家戦略としての金融経済教育 わが国では、2005年のペイオフ解禁の拡大を機として金融経済に対する社会的関心が高まったことから、政府・日本銀行は2005年を「金融教育元年」と定めた。同年はいわゆるライブドア事件などもあり、金融リテラシーの向上が社会的に重要な課題として台頭していた。金融教育の重要性が改めて認識され、内閣府、文部科学省、金融庁等の関係官庁をはじめ、日銀の金融広報中央委員会、日本証券取引所、日本証券業協会等の金融関係団体、民間の金融機関等による幅広い金融教育活動が展開されている。

その一方で、これまでの金融経済教育活動は互いの連携関係も構築されているものの、金融・資本市場関係諸団体や民間の金融機関等が独自のアイデアやカリキュラムをもって金融経済教育の普及に臨んでいた。このような活動では、包括的な教育の推進は容易ではなく、また、人的・物的資源も限定されているため、十分な教育の効果が発揮できていないとの指摘もあった。

2020年に当時の岸田政権が掲げた「金融所得倍増プラン」では、家計の労働所得に加えて金融資産所得を増やしていくとの考えの下で、2024年の少額投資非課税制度（NISA）の拡充・恒久化などを実施している。また、現金や預貯金に偏重する家計保有資産を有効な投資に活用することで、わが国の経済成長を高めることも期待されている。この金融所得倍増プランが提示する7本の柱の1つが「安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実」であり、政府が金融経済教育を国家戦略として認識し、国が主導して金融経済教育を充実していくことを表明している。この政権の方針を受けて金融庁は2023年度の「金融行政方針」において、金融経済教育を重点課題として盛り込むとともに、第212回国会で成立した「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」において、「金融サービスの提供に関する法律」を「金融サービスの提供および利用環境の整備等に関する法律」に改称し、①国民の安定的な資産形成の支援に関する施策を総合的に推進するための基本的な方針を策定（82条1項）し、②2024年に金融経済教育を中立的な立場で戦略的に推進する「金融経済教育推進機構」を設立（86条）することを定めた。この金融経済教育推進機構は、真に官民一体による金融経済教育を統括するわが国初の認可法人として期待されている。

金融経済教育に関する金融商品取引法等の一部を改正する法律案の概要

金融リテラシーの向上

- 資産形成の支援に関する施策を総合的に推進するため、「基本方針」を策定
 - 利用者の立場に立って、金融経済教育を広く提供するため、「金融経済教育推進機構」を創設
 - 〔業務〕 金融経済教育の教材・コンテンツの作成、学校や企業等への講座の展開、個人に対する個別相談等
 - 〔形態〕 認可法人
 - 〔役員〕 理事長（1人）、理事（3人以内）等
 - 〔ガバナンス〕 運営委員会（委員、理事長、理事）を設置、金融庁が認可・監督
- （参考）上記のほか、機構は、資産形成等に係る相談・助言を容易に受けられる環境を整備

〔出所〕 金融庁「金融商品取引法等の一部を改正する法律案説明資料」（2023）

金融庁の金融経済教育に関する取組み

- 中立的な組織として金融経済教育推進機構を設立する。
（関連法案の成立・施行を前提に、2024年中の設立を目指す。）
- 国全体として総合的かつ計画的に推進すべく、国家戦略としての「基本的な方針」を策定する。

（注）金融経済教育推進機構の設立や「基本的な方針」の策定については、関連法案が参議院で継続審議中。

<課題>

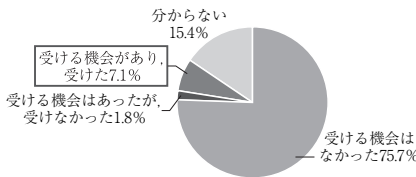
- 官民による様々な取組みが行われているが、資産形成に関する金融経済教育が国民の隅々まで行き届いていない。
- 中心的な担い手である業界団体は、販売目当てと思われ敬遠。
- 政府一丸となって、省庁横断的に、家計の安定的な資産形成を実現するための施策を総合的に推進していくことが重要

<金融経済教育の充実>

- 中立的な立場から金融経済教育を提供する「金融経済教育推進機構」を、法律に基づき設置（2024年中）。
- その際、金融広報中央委員会（事務局：日本銀行）の機能を移管・承継するほか、運営体制の整備や設立・運営経費の確保に当たっては、政府・日銀に加え、全銀協・日証協等の民間団体からの協力も得る。
- 適切な役割分担の下、官民一体となって、金融経済教育を戦略的に実施。
- 機構の具体的な業務としては、以下などを想定。
 - ①金融経済教育の教材・コンテンツの作成
 - ②学校や企業等への講座の展開
 - ③個人に対する個別相談
 - ④資産形成等に係る相談・助言を容易に受けられる環境整備
（顧客の立場に立ったアドバイザー）

<省庁横断的な取組みの推進>

- 資産形成支援に関連する施策を関係省庁や地方自治体・民間団体等が連携して、国全体として総合的かつ計画的に推進すべく、国家戦略としての「基本的な方針」を策定する。



〔出典〕 金融広報中央委員会「金融リテラシー調査2022年」

〔出所〕 金融庁「資産所得倍増プランと資産形成支援に関する取組み」（2023）

7. TOPIX の見直し 東京証券取引所には、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQ（スタンダード、グロース）という市場区分が備えられていたが、コンセプトの明確化を企図して2022年4月より市場区分の再編が実施された。再編後の市場区分は、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場であり、これら3つの市場における上場基準が新たに規定された。

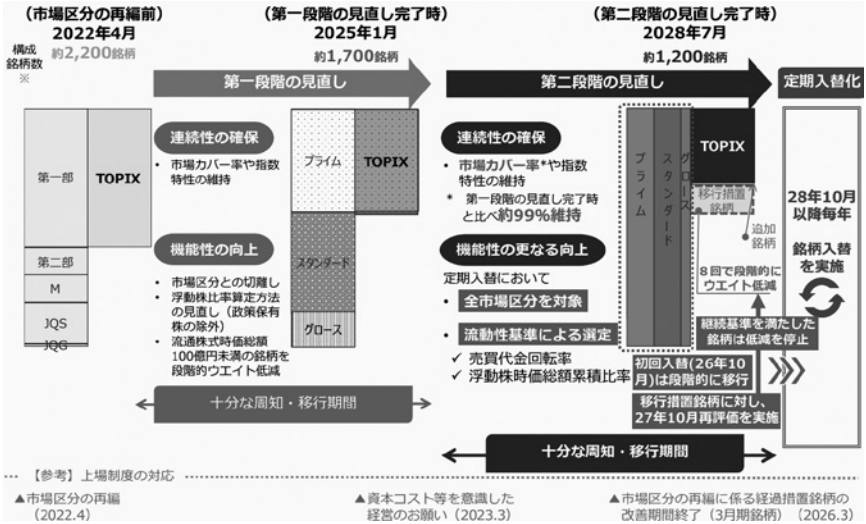
市場再編に伴い、わが国において代表的な株価指数のひとつである TOPIX（東証株価指数）の見直しも実施されている。これまでの TOPIX は時価総額加重方式による算出方法のもと、市場第一部に上場する全銘柄（約2,200銘柄）を構成銘柄として採用してきた。今般の見直しにより構成銘柄の選定基準が改定され、構成銘柄数が大幅に減少することになる。

TOPIX の見直しは、第一段階（2022年4月～2025年1月）と、第二段階（2026年10月～2028年7月）に分けて実施される。すでに実施が完了している第一段階の見直しでは、流通株式時価総額100億円に満たない銘柄が「段階的ウエイト低減銘柄」に指定され、四半期ごとの10段階に分けて指数における当該銘柄の構成比率が低減されることとなった。最終的に、指定された493銘柄の内423銘柄が構成銘柄から除外された。第二段階の見直しでは、銘柄選定の対象市場を特段に限定することなく、年間売買代金回転率および浮動株時価総額に一定の基準が設けられ、四半期ごと8段階でその基準に満たない銘柄の構成比率が低減されることになる。

これらの見直しにより相当数の銘柄が TOPIX の構成銘柄から除外されることになるが、現行 TOPIX（第一段階の見直し終了時点）と、次期 TOPIX（第二段階の見直し終了時点）を比較してみると、浮動株時価総額の合計と市場カバー率はほぼ同水準であり、浮動株時価総額（中央値）と1日当たり売買代金（中央値）は約2倍に増加することが予想されている。指数全体の時価総額やカバー率への影響は軽微なままに、構成銘柄の流動性水準が向上することから、株価指数の投資適格性が改善されることが期待される。

上述のように、一定の規模と流動性を持たない銘柄は除外され、TOPIX ではそれらの動きを反映できなくなる。それらの動きを示す代替的な指標として「TOPIX Next-tier」の算出が2026年10月より開始される予定である。

TOPIX の見直しの流れ



〔出所〕 JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」

試算結果 (2024年8月最終営業日基準)

- 2024年8月最終営業日を基準日とした試算においても、**指数の連続性の確保しつつ、広範網羅性や投資対象としての機能性の向上を確認**

| | 現行TOPIX (2025年1月末時点) | 次期TOPIX (2028年7月末時点) | 現行TOPIXとの比較 |
|----------------------|-------------------------|-------------------------|-----------------------------|
| 浮動株時価総額 (※1)の合計 | 490兆円 | 485兆円 | ➢ ほぼ維持 |
| 市場カバー率 (※2) | 約97.7% | 約96.7% | ➢ ほぼ維持 |
| 浮動株時価総額 (中央値) | 約392億円 | 約820億円 (※3) | ➢ 約2倍に増加 |
| 1日あたり売買代金 (中央値) (※4) | 約3.1億円 | 約7.5億円 | ➢ 約2倍の増加 |
| 銘柄数 (※5) | 約1,700銘柄 | 約1,200銘柄 | ➢ スタandard、グロース市場から約50銘柄が採用 |

※1 浮動株時価総額は上場時価総額に浮動株比率を掛け合わせた値。浮動株比率とは「浮動株 (各企業の上場株式のうち、実際に売買される可能性の高い株式 (上場株式から固定株 (有価証券報告書に記載の大株主上位10名の保有株、自己株式、政策保有株式等) を控除したもの) の比率」で、JPX総研が銘柄ごとに算定。

※2 市場カバー率とは、プライム市場、Standard市場、グロース市場の全銘柄の浮動株時価総額の合計に占めるTOPIX構成銘柄の浮動株時価総額の合計の割合。

※3 浮動株時価総額の累積比率上位97%以内の最小値は約230億円。

※4 1日あたり売買代金は24年3月から8月までの6か月間の平均。次期における最小値は4,600万円。

※5 市場区分の再編時の構成銘柄 (旧東証市場一部上場銘柄) で、Standard市場やグロース市場を選択した銘柄は現行TOPIXに含まれる。次期TOPIX銘柄数には、2023年8月基準初回定期入替を実施し、2024年8月基準再評価で継続基準を満たした銘柄を含む。

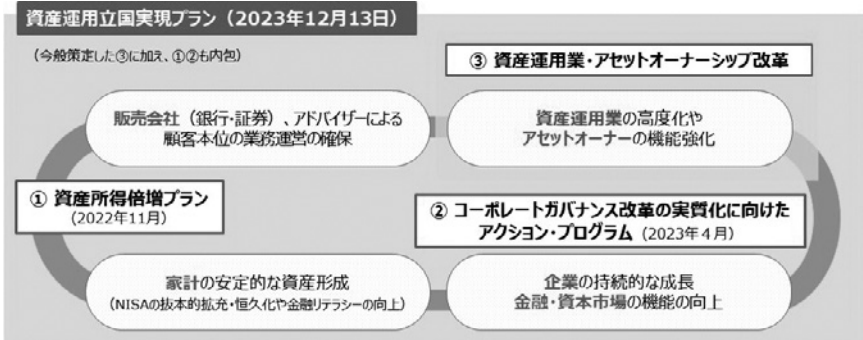
〔出所〕 JPX 総研「TOPIX 等の見直しの概要」

8. アセットオーナー・プリンシプル 2023年12月13日、内閣官房より「資産運用立国実現プラン」が公表され、アセットオーナーシップ改革が標榜された。同プランの公表までに、「資産所得倍増プラン」におけるNISAの拡充・恒久化や、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定・改定、「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」の策定など、金融・資本市場の機能向上に向けた取組が実施されてきた。これらを背景として、インベストメントチェーンの残されたピースとして家計金融資産等の運用を担う資産運用業とアセットオーナーシップの改革等を図っていく必要性が訴えられ、2024年8月28日に内閣官房よりアセットオーナー・プリンシプル（以下、本プリンシプル）が公表された。

本プリンシプルは、細則主義（ルールベース・アプローチ）ではなく、原則主義（プリンシプルベース・アプローチ）であり、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法（原則を実施するか、しない場合にはその理由を説明するか）が採用されている。アセットオーナーの行動規範である本プリンシプルは5つの原則で構成され、それらの原則の下にいくつかの補充原則が連なる。それぞれの原則では、運用目的の明確化、必要な人材確保・知見の充実、運用方法やリスクの管理、運用状況の見える化、スチュワードシップ活動の実施が掲げられている。その中でも、補充原則2-2では、近年米国において積極的に活用されているOCIO（Outsourced Chief Investment Officer）の活用を検討すべき旨が記述されているほか、補充原則5-1では、スチュワードシップ・コードの受入れを促す内容が盛り込まれるなど、一歩踏み込んだ内容であることが窺える。

内閣官房のウェブサイトでは、本プリンシプルの受入れを表明したアセットオーナーのリストが公表されている。2025年10月末時点で、受入れを表明する主体は313にとどまる。この内、企業年金は227であり、わが国において企業年金が1万以上存在することに鑑みれば、現段階では十分に浸透しているとはいえない。とはいえ、受入れを表明する企業年金は一貫して増加傾向にあり、本プリンシプルを通じて、アセットオーナー、ひいてはインベストメントチェーン全体の実効性ある改革が進展することが期待される。

資産運用立国実現プランの概要



〔出所〕 金融庁「資産運用立国について」

アセットオーナー・プリンシプルの原則

アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていくために

- 原則1. アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという運用目的を定め、適切な手続に基づく意思決定の下、経済・金融環境等を踏まえつつ、運用目的に合った運用目標及び運用方針を定めるべきである。また、これらは状況変化に応じて適切に見直すべきである。
- 原則2. 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて専門的知見に基づいて行動することが求められる。そこで、アセットオーナーは、原則11の運用目標・運用方針に照らして必要な人材確保などの体制整備を行い、その体制を適切に機能させるとともに、知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべきである。
- 原則3. アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか、投資先の分散をはじめとするリスク管理を適切に行うべきである。特に、運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべきである。
- 原則4. アセットオーナーは、ステークホルダーへの説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべきである。
- 原則5. アセットオーナーは、受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり、自ら又は運用委託先の行動を通じてステewardシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべきである。

〔出所〕 内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局「アセットオーナー・プリンシプル」

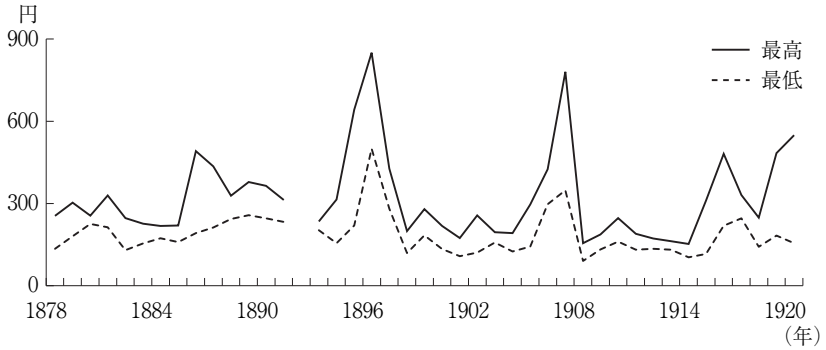
第2章 日本の証券市場の歴史

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150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。

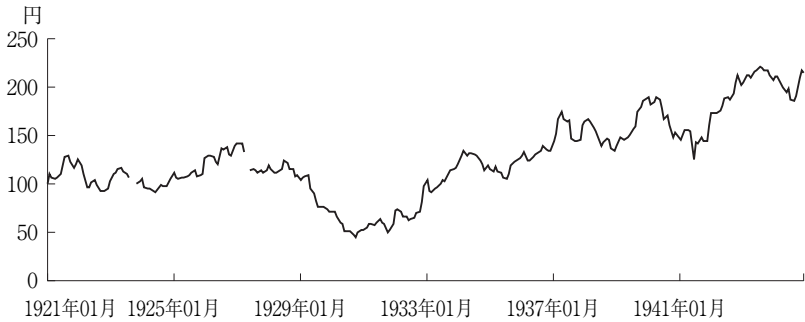
流通市場に目を転じると、財閥が傘下の優良企業株を排他的に保有しており、取引所には優良企業株の上場がほとんどされなかった。加えて、戦前期の株式取引は、投資資金や銀行による信用供与が不十分であったため、定期取引あるいは清算取引と称された先物取引中心に発展し、その主たる取引銘柄である取引所株も投機対象にされた。それゆえ、戦前期の株式市場は投機的であったことが特徴として挙げられる。また、戦前期の証券市場を振り返る上でもう一つの特徴は、戦時統制の実施である。政府は昭和恐慌以後、通貨切り下げによる輸出振興、軍事費を中心とする財政支出膨張によるインフレ政策によって景気回復を志向した。日中戦争勃発後、戦時体制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

〔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り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。

株価の推移（1949－1954年）



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，徳田証券，三興証券，山加証券，金万証券，木徳証券，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～第十二実業証券

〔出所〕『東京証券取引所10年史』より作成

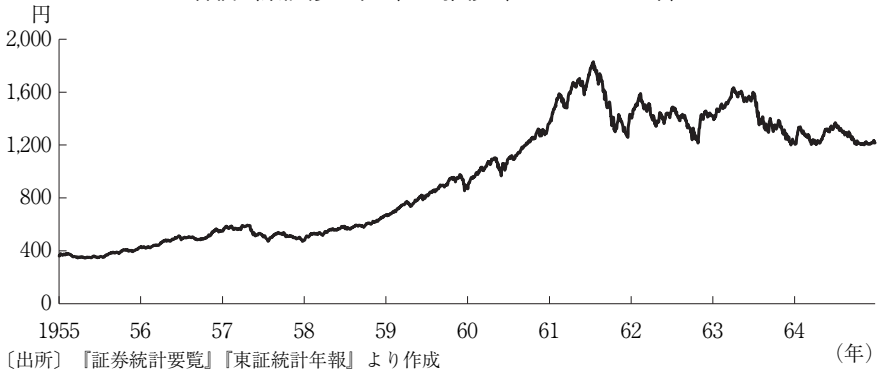
3. 第1次高度成長期（昭和30年代） 1956年の経済白書で、「もはや戦後ではない」と記述されたことから分かるように、昭和30年代前半の日本は、戦後復興を終え、「神武景気」、「岩戸景気」に代表される第一次高度成長時代を迎えた。好調な企業業績を背景に、株価は1955年後半以降1961年7月まで、ほぼ一貫して上昇を続けた。同時に「投信ブーム」もその一因となった。

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、当時の経済運営は經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）



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 | うち割引金融債 | 社債 | 差入担保 | その他 |
| | | | | | | |
| 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 |

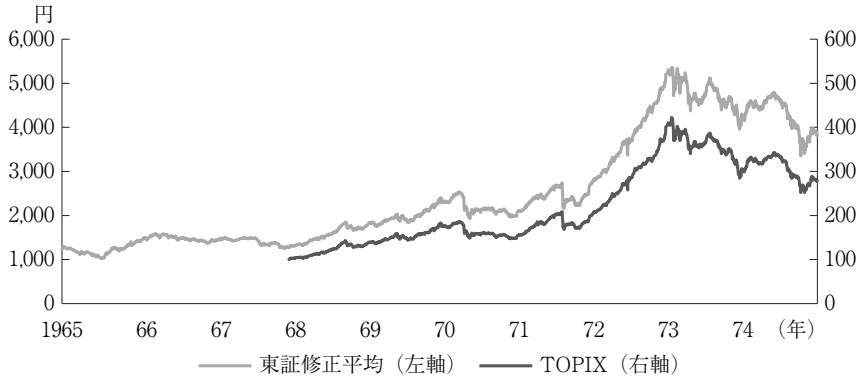
[出所] 『大蔵省証券局年報』より作成

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，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 |
| 法人 | 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% |
| | 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、投資信託も含む
〔出所〕『株式分布状況調査』より作成

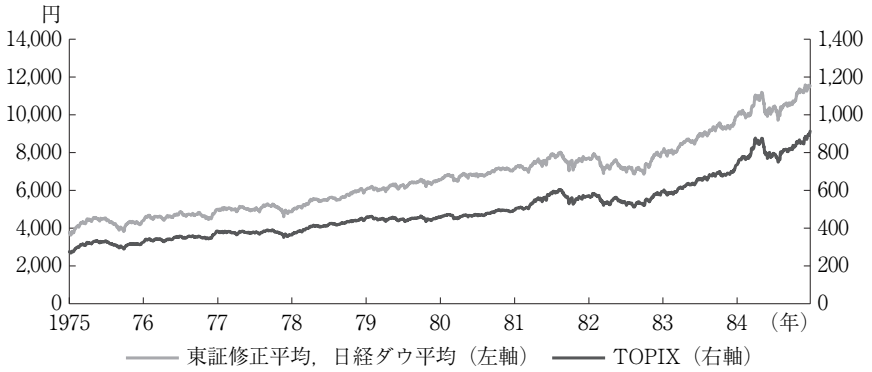
5. 石油ショックへの対応（昭和50年代） 昭和40年代末には、日本経済を揺るがす大きな出来事が相次いで起きた。それはニクソンショック（1971年）であり、変動相場制の導入（1973年）や第1次石油ショック（1973年）である。石油ショックは、1979年にも再び起きた。二度に亘る石油ショックを、企業は「減量経営」で、政府は財政拡張政策で乗り切ろうとした。この財政拡張政策を裏付けたのが、赤字国債の「大量」発行であった。

戦後、わが国の国債発行は、前項で述べたとおり1965年度から始まる。その特徴は、市場実勢を無視した低金利で国債を発行し、それを引受シ団金融機関の資力に応じて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。

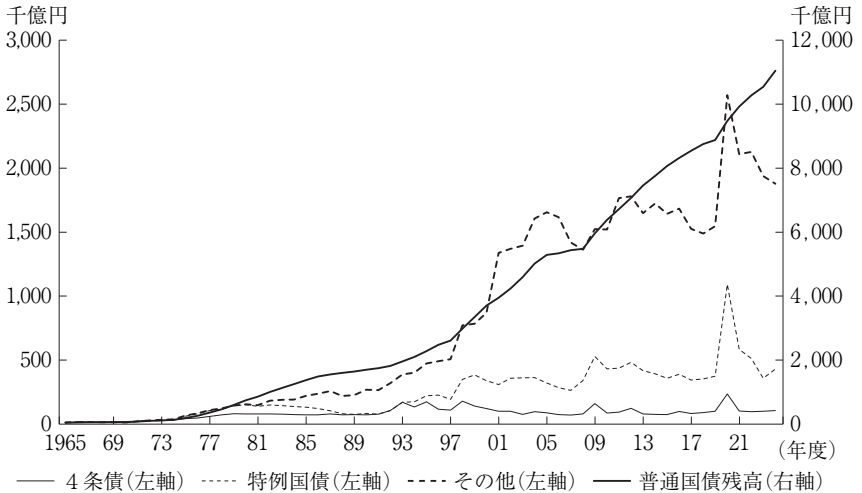
また、この時期には、もう一つの「コクサイ」化も進展した。昭和50年代には日本の対米貿易黒字が大幅に拡大し、これが両国の貿易、経済摩擦問題へと発展した。アメリカは、日本の金融、資本、サービス市場の閉鎖性こそが問題の真因であるとして、経済構造全般に対する改革を求めた。この一連の過程で「日米円ドル委員会」が開催された。この委員会でアメリカは、市場メカニズムが機能する自由化された金融、資本市場こそが、最適な資源分配を可能にするとして、日本政府にそれを妨げる種々の規制の撤廃を強く求めた。こうした「二つのコクサイ化」が金融自由化の基因となった。

株価（東証修正平均、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（～2024年度末時点）



※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

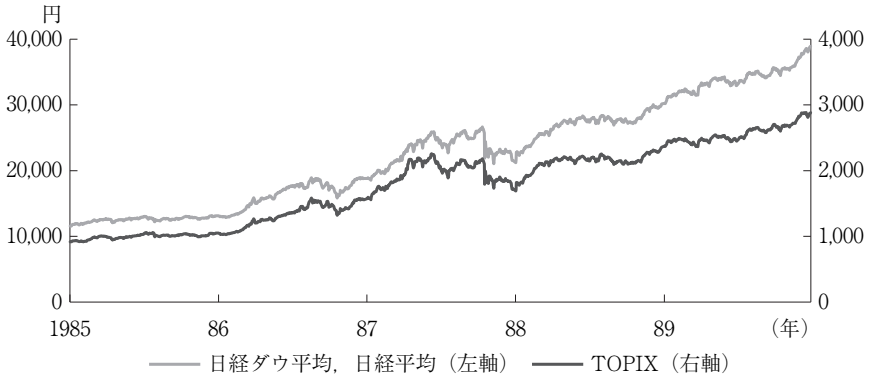
6. バブル経済前後の発展（昭和60年—平成元年） 1984年に出された「日米円ドル委員会報告書」で、アメリカは日本に金融、資本市場の自由化、円の国際化を強く要求した。これを受けて日本政府は、預金金利の自由化をはじめとする国内金融市場の自由化、外国証券会社への東証会員権の開放など、外国金融機関による対日アクセスの改善、ユーロ円市場の自由化を実施に移した。東証の会員権開放を巡っては、東証が政府の要請を受けて、1985年、定款に定められた会員定数を改定して、第一次開放が行われた（以後、第三次開放まで行われ、外証25社の会員加入が承認された）。

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の金融緩和が行われ、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。

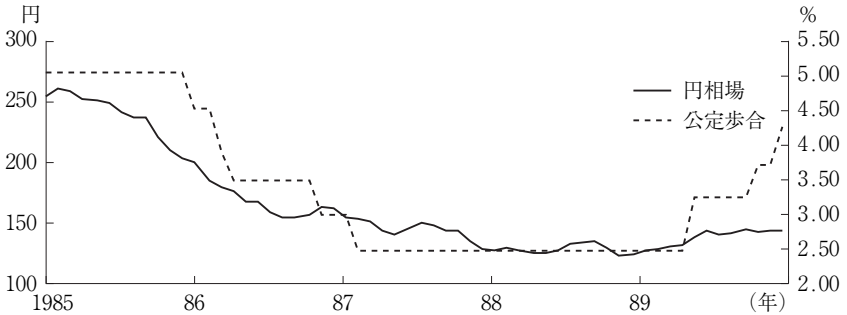
この時期には、新たな取引手法も導入された。1985年の債券先物取引を皮切りに、1987年には株価指数先物取引、1989年には株価指数オプション取引が開始された。こうして、日本市場は現物、先物、オプション取引を完備する市場となった。

株価（日経ダウ平均，日経平均，TOPIX）の推移（1985—1989年）



〔出所〕「日本経済新聞」『証券統計年報』より作成

円相場と公定歩合の推移



〔出所〕日本銀行ホームページより作成

委託者別株式売買構成比

（単位：億株）

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

※総合証券の委託売買高は、各社の売り、買いを合計したもの。

※三市場第一部、第二部合計

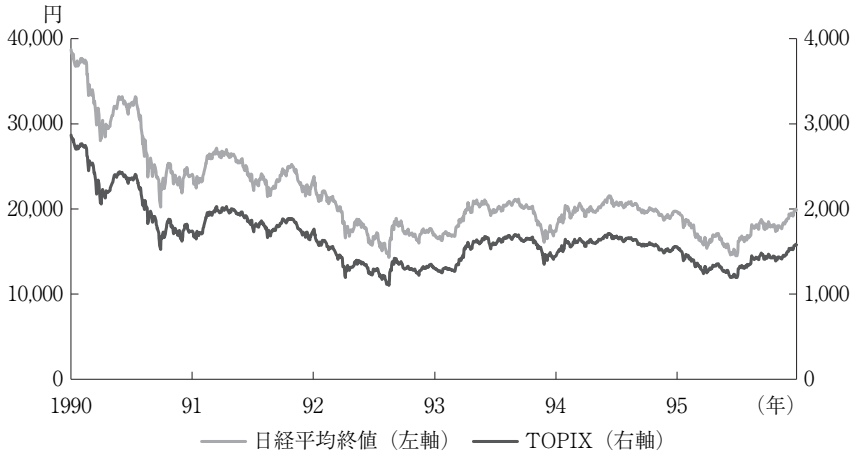
〔出所〕『東証要覧』より作成

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

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

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

株価（日経平均，TOPIX）の推移（1990—1995年）



〔出所〕「日本経済新聞」「証券統計年報」より作成

金融機関の証券子会社一覧

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

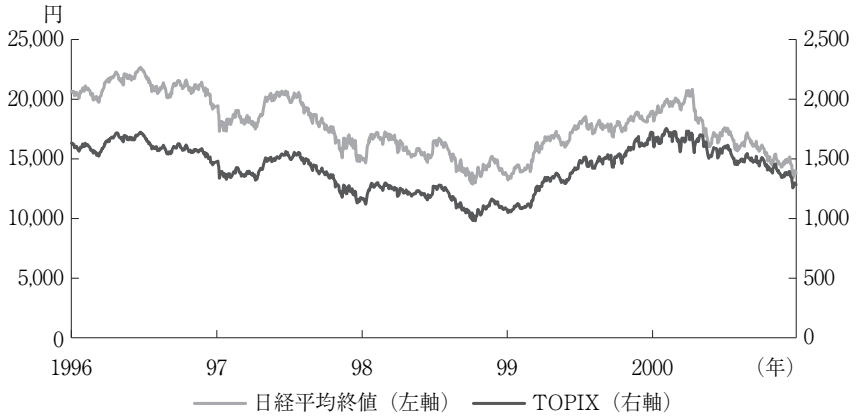
〔出所〕「日本経済新聞」「大蔵省証券局年報」「金融監督庁の1年」「金融庁の1年」より作成

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だけが経過し、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、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) ディスクローチャーの充実 | | | | | → |
| III. 市場仲介者（顧客ニーズに対応した多様なサービス） | | | | | |
| (1) 株式委託手数料の自由化 | | | | | |
| (2) 証券会社の専業義務の撤廃と業務の多角化 | | | | | |
| (3) 持株会社の活用 | | | | | |
| (4) 資産運用業の強化 | | | | | |
| (5) 証券会社の健全性チェックの充実 | | | | | |
| (6) 仲介者の参入規制の改革 | | | | | |
| ○免許制から登録制への移行 | | | | | |
| ○相互参入の促進（業態別子会社の業務制限の撤廃） | | | | | |
| (7) 破綻処理制度の整備 | | | | | |
| ○分別管理の徹底 | | | | | |
| ○寄託証券補償基金の充実 | | | | | |
| 証券税制の見直し | | | | | |
| 新金融行政体制への移行 | | | | | |

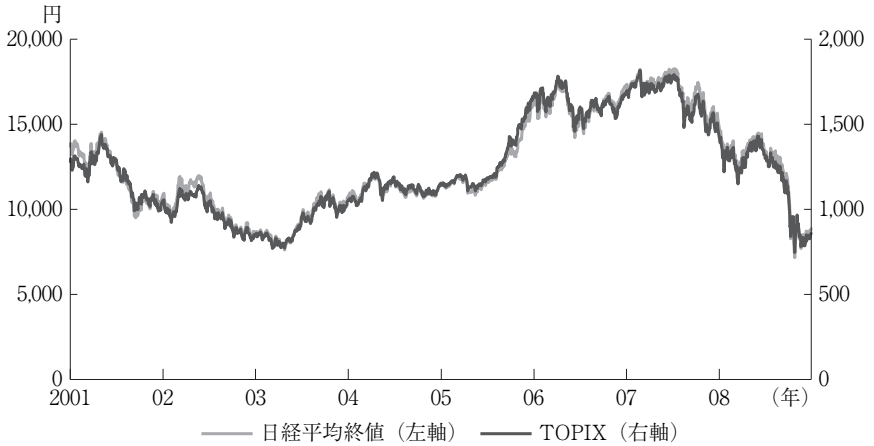
〔出所〕『証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～』から引用

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

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

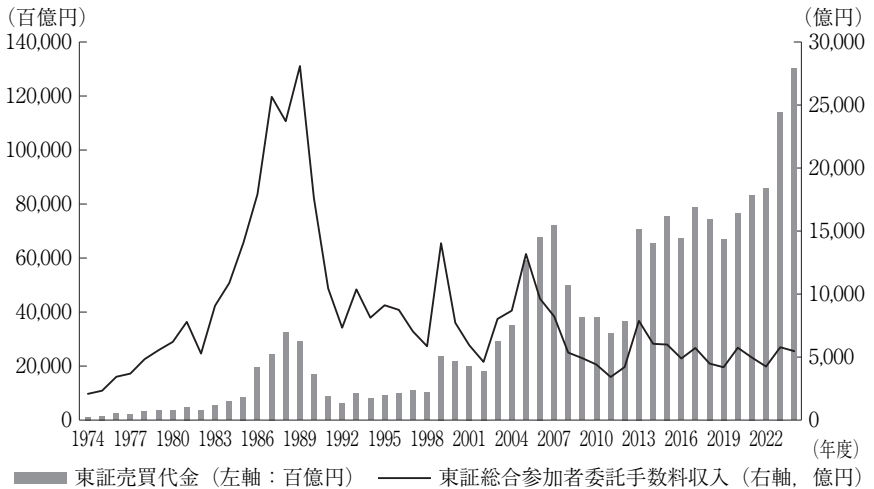
また、金融ビッグバン以後、リテール証券ビジネスの変革と各取引所間の市場間競争が本格化した。前者では、株式委託売買手数料の自由化後、委託手数料収入が伸び悩んだ。そのため、大手証券を中心にブローカー業務中心のビジネスから、預かり資産残高を重視する「資産管理型営業」へ転換し、市況依存からの脱却が図られている。他方、後者では市場間競争には上場誘致競争と取引誘致競争があり、前者に関しては、2000年頃から各取引所に新興市場が次々と創設され、新興、成長企業の上場が相次いだ。後者に関しては、東証が市場間競争に先駆けて、株式売買の電子化や立会外取引の導入などを行い、その地位を強固にした。しかし、株式取引の東証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

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

東証売買代金と委託手数料収入の推移（2024年度末時点）



〔出所〕 『東証統計月報』、『東証要覧』『証券』「東証ホームページ」より作成

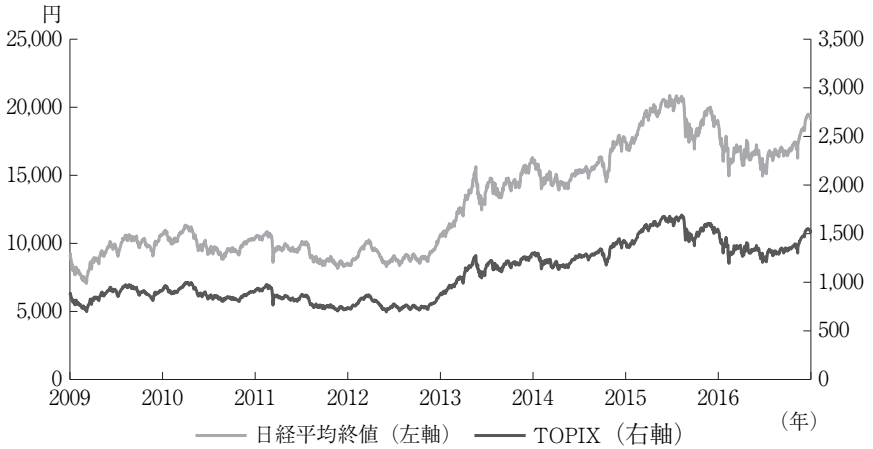
10. リーマンショック後の変化（平成21年－令和元年） 2007年夏ごろから、アメリカで住宅価格の下落によるサブプライムローンの焦げ付きをきっかけにした欧米金融機関の流動性危機は、世界的な金融危機に発展し、世界経済は同時不況に陥った。また、2009年に発生したギリシャ債務問題は、經常収支赤字や財政赤字が大きい諸国にも波及し、これらの国への債権残高が多い英、仏、独の金融機関にも危機を伝播させ、欧州債務危機へと発展した。こうした危機に対し、各国は巨額の財政出動と金融緩和でそれを回避した。

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、欧米各国の金融緩和を背景とした円高によって、日本経済は甚大な打撃を受けた。日本銀行は包括的金融緩和政策を採用して国債だけでなく、ETFの買い入れも開始したが、デフレから脱却できずにいた。2012年末に自民党が政権を奪還すると、日本銀行はデフレ脱却を目的としたさらなる金融緩和（量的・質的金融緩和）を開始した。大規模な金融緩和を受けて、株価は大幅に上昇した。しかし、デフレからの脱却には至らず、日本銀行は2016年にマイナス金利政策を導入した。

金融緩和と並行して、政府も日本経済の持続的成長と企業価値向上を実現するため、2014年にコーポレートガバナンス改革を開始した。2015年にはコーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードの策定、会社法も改正され、日本企業の稼ぐ力の強化が目指された。その後もコードは改訂が続けられ、2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂は、以後の独立社外取締役の選任数、取締役会に占めるその割合が著しく増加する要因となった。

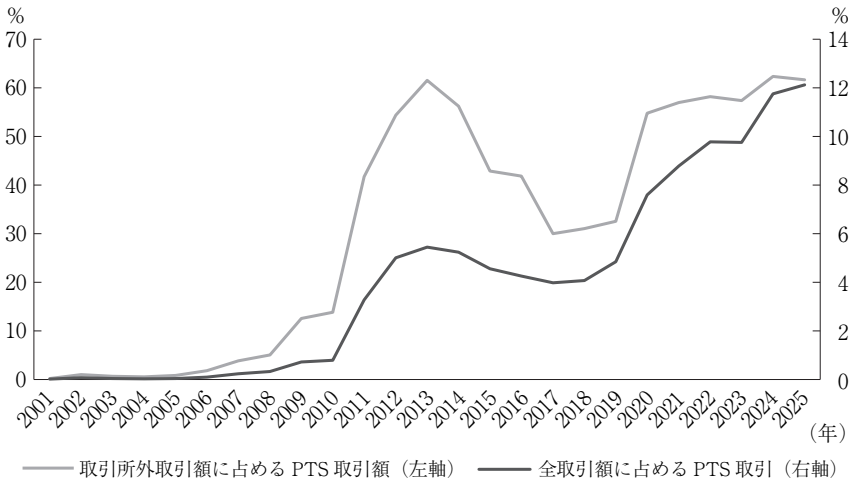
証券市場でも2010年に東証が売買システムを更新したことをきっかけに、HFT（高頻度取引）の参入が本格化した。また、相次ぐ規制緩和により、PTS（私設取引システム）の利用は増加し、PTSでの売買代金が上場株全体に占める比率は2012年に5%を超えた。そして、2019年にPTSでの信用取引が解禁されると、売買代金は再び増加を始め、現在は10%を超えている。こうした市場間競争の本格化は、証券取引所のシステムコストを増大させた。その一方で、世界市場での日本市場のプレゼンス低下は続き、日本市場の国際競争力強化と利便性向上を目指して、2013年1月に東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合し、日本取引所グループが誕生した。

株価（日経平均、TOPIX）の推移（2009～2016年）



〔出所〕 「日本経済新聞」『東証統計月報』『証券統計年報』東証ホームページより作成

PTS での取引の推移（2025年7月末時点）



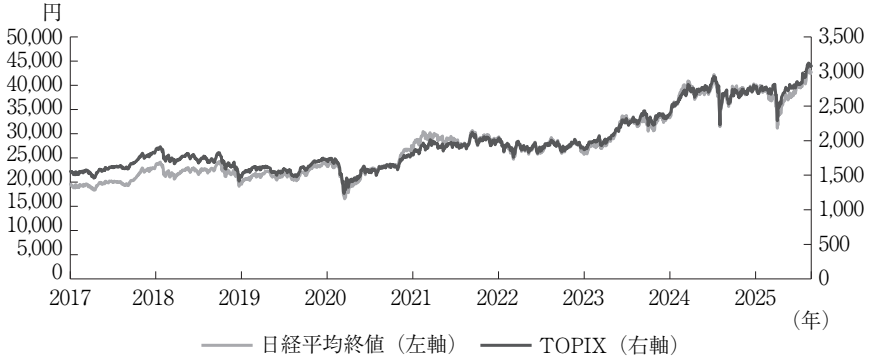
〔出所〕 日本証券業協会ホームページより作成

11. 最近の証券市場（令和2年ー） リーマンショック後の世界的な金融緩和によって、日本でも2013年以降、デフレ脱却を目的とする強力な金融緩和が行われた。これにより日本銀行の資産は2013年3月末時点の164兆円から、2024年末時点で748兆円へ急拡大した。しかも日本銀行は、海外の中央銀行が購入していないETFやREITも購入し、その額は簿価ベースで約37兆円に達した。こうした大量の国債やETFの購入は、市場での日本銀行の存在感の高まりによる市場機能低下が懸念された。10年以上に及ぶ世界的な金融緩和は2022年から修正が始まり、日本銀行も2024年にETFの買い入れ停止と国債購入額の減額方針を決定し、金融政策の正常化に向けた第一歩を踏み出した。

さて、わが国の家計金融資産の預貯金偏重は、たびたび指摘されていた。2022年に政府は日本の持続的成長を実現するため、資産所得倍増プランを打ち出し、家計金融資産を投資につなげて成長と資産所得の増加という好循環の実現を目指した。具体的にはNISA制度の抜本的拡充、恒久化とともにiDeCoの拠出限度額引き上げ、金融経済教育の拡充が行われ、家計の投資環境を支援する仕組み作りが行われた。さらに、2024年には資産運用立国実現プランが発表され、インベストメントチェーン全体の改革が志向されている。こうした施策に伴い、NISA口座開設数は2022年末の1,801万口座から、新たなNISA制度が始まった2024年末には2,559万口座に増加し、NISA口座での買付額も2022年末の30兆円が、2024年末には53兆円となった。日本の家計金融資産に占める投資性商品の割合も増加を始めている。

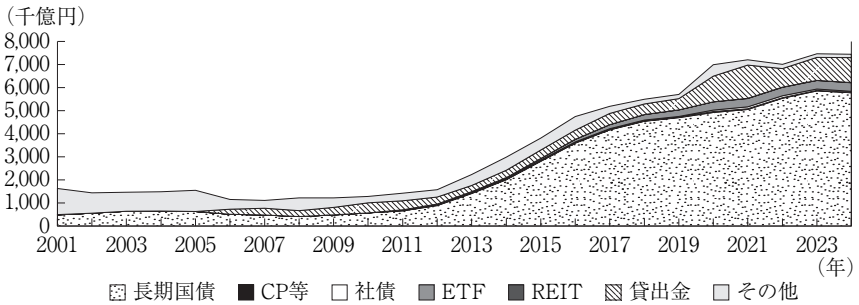
もう一つの変化として、高頻度取引（HFT）やロボ・アドバイザー、デジタル証券に代表される証券取引へのITの活用が挙げられる。2010年頃から参入が本格化したHFTは、2024年には東証での売買代金の35%、注文件数の75%を占め、存在感を高めている。また、2016年にわが国でのサービス提供が始まったロボ・アドバイザーは、20、30代を中心に利用者が増えている。2023年末の預かり資産は専業業者のみで1兆4,000億円を超えている。そして、ブロックチェーン技術を活用したデジタル証券の発行も増加しており、2025年には3,000億円を超えると言われていている。現在は不動産を対象としたものがほとんどだが、その対象は社債や未上場株式などにも広がっている。

株価（日経平均，TOPIX）の推移（2017年以降）



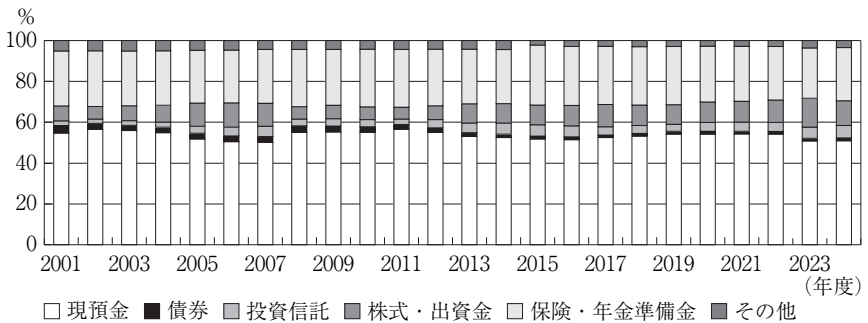
〔出所〕 「日本経済新聞」東京証券取引所ホームページより作成

日銀保有資産の推移（2024年末時点）



〔出所〕 日本銀行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（各年度末時点）



〔出所〕 日本銀行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、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、2002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。2004年に公布された「株式等の取引に係る決済の合理化を図るための社債等の振替に関する法律等の一部を改正する法律」（商法改正）により、株券不発行制度が導入された。会社法の改正により、2009年1月から公開会社の株式は無券面化されている。また、譲渡制限株式の全株への適用や全部取得種類株式の導入（2006年5月施行）や特別支配株主の株式等売渡請求（キャッシュ・アウト）制度が新設された（2015年5月施行）。2019年の会社法の改正では、自社株対価による企業買収の手法として株式交付制度が新たに導入された（2021年3月施行）。

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) |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 総会議決権 ・ 代表訴訟提起権 ・ 総会招集権 ・ 取締役の違法行為差止請求権 ・ 株主提案権 ・ 解散請求権 ・ 役員解任請求権 ・ 閲覧等請求権 |

株式制度に関する最近の商法改正および会社法の主な内容

| | |
|---------------------------|--|
| 2001年の法改正 (2001年10月1日施行) | 自己株式の取得、保有制度の見直し (金庫株の解禁) 額面株式の廃止 (無額面株式に一本化) と純資産額規制 (最低5万円以上) の撤廃 単位株制度の廃止と単元株制度の導入 法定準備金制度の緩和等 |
| 2001年の法改正 (2002年4月1日施行) | 新株予約権制度の整備とストック・オプション制度の制限撤廃 会社関係書類の電子化 種類株式規制の見直し (トラッキング・ストック ^(注) の解禁) 等 |
| 2002年の法改正 (2003年4月1日施行) | 種類株式制度の整備 株券失効制度の創設 資本減少手続の合理化等 |
| 2003年の法改正 (2003年9月25日施行) | 定款規定に基づく取締役会決議による自己株式の取得 中間配当限度額の計算方法の見直し等 |
| 2004年の法改正 (2005年10月1日施行) | 株券不発行制度の導入 電子公告制度の導入等 |
| 2005年の会社法制定 (2006年5月1日施行) | 株式の譲渡制限の柔軟化 株式の消却制度の合理化 株券発行に係る規定整備 端株制度の廃止等 |
| 2014年の法改正 (2015年5月1日施行) | 支配株主の異動を伴う新株発行手続きの見直し 特定支配株主による株式売渡請求 (キャッシュ・アウト) 制度の導入等 |
| 2019年の法改正 (2021年3月1日施行) | 株式交付制度の創設 |

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

2. 株式発行の形態 株式発行は、まず株式会社設立の際に行われる。会社設立は大きく発起設立と募集設立に分類される。少数の発起人の出資だけで会社を設立する発起設立の場合には、株式の発行を確実にでき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、2001年の商法改正により撤廃された。これは、ベンチャー企業など純資産は小さいながら成長期待が強く株価が高い企業から、株式分割ができないために株式の流動性を高められないとの批判が強まったためである。ただし、株式分割の基準日（新株の割当て株主を確定する日）から効力発生日（株主に新株の権利が発生する日）までに株券が品薄となり、需給バランスが崩れて株価が乱高下するのを防止することを目的に、2006年1月以降、基準日の翌日が効力発生日とされた。

新株が発行されるその他の場所として、新株予約権（2002年4月施行の商法改正により整理）の行使、株式交換による子会社株式との交換、株式移転による子会社株主への割当ての他、新たに導入された株式交付が挙げられる。

新株発行の形態

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

株式による資金調達額

(単位：億円)

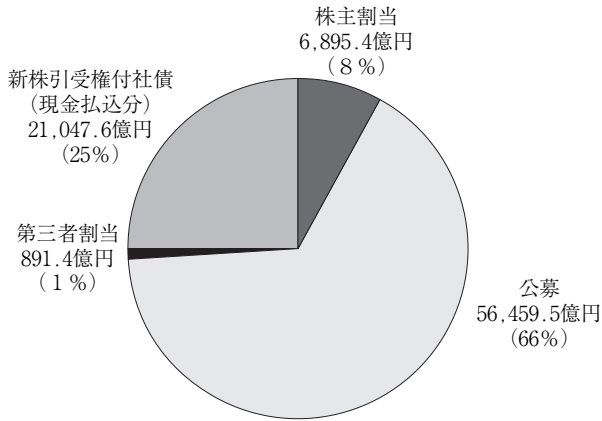
| 年 | 株主割当 | | 公 募 | | 第三者割当 | | 新株予約権 の権利行使 | | 優先株式等 | | 合 計 | |
|------|------|-----|-----|--------|-------|--------|----------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| | 件数 | 調達額 | 件数 | 調達額 | 件数 | 調達額 | 件数 | 調達額 | 件数 | 調達額 | 件数 | 調達額 |
| 2000 | 2 | 82 | 24 | 4,941 | 46 | 9,228 | 87 | 1,056 | 4 | 1,073 | 163 | 16,381 |
| 2001 | 3 | 320 | 18 | 12,015 | 57 | 4,772 | 85 | 374 | 5 | 2,161 | 168 | 19,642 |
| 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 | 33,607 |
| 2004 | 1 | 27 | 78 | 7,502 | 129 | 5,726 | 228 | 995 | 50 | 13,626 | 486 | 27,877 |
| 2005 | 2 | 37 | 74 | 6,508 | 150 | 7,781 | 336 | 1,669 | 45 | 11,678 | 607 | 27,673 |
| 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 | 20,877 |
| 2008 | 1 | 1 | 27 | 3,417 | 93 | 3,958 | 240 | 209 | 9 | 5,937 | 370 | 13,523 |
| 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 | 39,433 |
| 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 | 19,088 |
| 2013 | 1 | 10 | 114 | 11,137 | 151 | 3,719 | 350 | 1,904 | 3 | 1,200 | 619 | 17,970 |
| 2014 | 0 | 0 | 129 | 13,780 | 190 | 3,928 | 412 | 1,087 | 14 | 2,242 | 745 | 21,037 |
| 2015 | 1 | 1 | 131 | 9,620 | 187 | 1,635 | 437 | 815 | 6 | 7,513 | 762 | 19,583 |
| 2016 | 1 | 2 | 95 | 2,577 | 151 | 6,230 | 483 | 901 | 7 | 1,480 | 737 | 11,191 |
| 2017 | 2 | 1 | 116 | 4,242 | 238 | 8,816 | 526 | 1,926 | 7 | 613 | 889 | 15,599 |
| 2018 | 0 | 0 | 129 | 4,016 | 303 | 2,146 | 597 | 2,277 | 6 | 595 | 1,035 | 9,034 |
| 2019 | 0 | 0 | 93 | 2,198 | 307 | 9,104 | 572 | 1,431 | 10 | 1,508 | 982 | 14,241 |
| 2020 | 1 | 4 | 108 | 7,328 | 342 | 4,042 | 624 | 2,203 | 11 | 1,947 | 1,086 | 15,524 |
| 2021 | 1 | 2 | 159 | 13,692 | 467 | 17,791 | 709 | 2,235 | 36 | 1,612 | 1,372 | 35,332 |
| 2022 | 1 | 1 | 85 | 1,293 | 440 | 2,733 | 665 | 1,239 | 18 | 630 | 1,209 | 5,895 |
| 2023 | 0 | 0 | 107 | 5,887 | 474 | 3,277 | 686 | 1,638 | 11 | 3,946 | 1,278 | 14,748 |
| 2024 | 0 | 0 | 97 | 5,730 | 492 | 3,263 | 709 | 1,986 | 12 | 3,238 | 1,310 | 14,218 |

〔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、株主割当、公募増資、第三者割当の3つがある。株主割当は、原則として一定の基準日における株主に対して所有株数に応じて新株引受権を与える方法である。公開会社の場合、株主への新株引受権の付与および株主以外への新株等の割当は取締役会の決議によって決定される。会社法上は未公開会社が株主割当を行う場合は原則として取締役会の特別決議が必要となるが、定款に定めのある場合は通常の決議のみで発行出来る。既存株主への株主割当は、持ち株比率を維持するため経営権に移動を生じさせない増資方法とも言える。かつての新株発行は額面での株主割当が中心であったが、2001年の商法改正により株式の額面制度が廃止されたこともあり、現在では株主割当による新株発行は少ない。公募増資は、不特定多数の者に新株引受権を与える方法である。発行会社からすると、額面制度が存在した当時の株主割当額面増資に比べ同じ株数でプレミアム分だけ多くの資金を調達できるが、投資者からするとプレミアム取得の機会が奪われることになり、払い込みは不確実となる。公募増資は1990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。また現在では敵対的買収防衛策の一環として利用される事例も目立つ。第三者割当は既存株主にとっては持ち株比率の低下を招く。通常は取締役会の決議で発行が可能であるが、時価に対して特に有利な価格で割当を行う場合（有利発行）には既存株主の利益を損なうことになるため、株主総会における特別決議が必要となる。第三者割当増資を行う発行会社は、その合理性や必要性を有価証券届出書において説明する義務を負う。

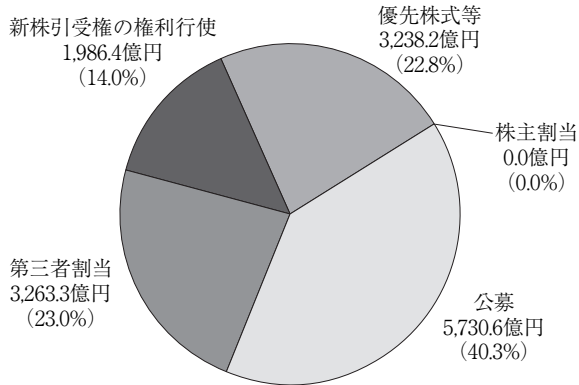
会社法では、2014年の改正（2015年施行）以降、公開会社の新株発行が支配株主（議決権の2分の1以上）の異動を伴う場合、既存株主に当該引受人の氏名等を通知しなければならない。さらに議決権の10%以上の反対があった場合、取締役会決議だけでなく株主総会決議が必要となり、新株発行に伴う株主の関与が強められた。

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』

2024年東証上場会社資金調達額（株式）
合計資金調達額 14,328.5億円



〔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、2024年で最も株数が増加したのは無償の株式分割による発行（953.8億株の増加）であり、次いで有償の新株予約権の行使（10.8億株）が多い。かつては新株発行時に投資者からの払い込みが無い株式配当、無償交付、額面超過額の資本組み入れ等があったが、これらは1991年の商法改正により株式分割へと統一された。

現在の日本では有償増資が主流であり、東証上場会社が株式を発行して調達した資金は2024年で約1.4兆円であった。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す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2001年に廃止）が中心であった。これは、当時は投資者の金融資産の蓄積が不十分で、発行会社は慢性的な資金不足状態にあったためである。また、当時の企業の資金調達は主に銀行借入の形で行われており、株式市場は限定的な資金調達の場にすぎなかった。その後、石油危機を境に低成長期に入ると、企業の資金需要は後退し、株主安定化工作ともあいまって公募時価発行が定着した。株主割当も額面発行から中間発行へと移行した。1980年代後半になると、起債市場の規制緩和も進んで、転換社債、新株引受権付社債の発行が増え、これに伴う株式転換、権利行使が増えた。特に銀行は、バーゼル規制をクリアするために自己資本拡充を迫られており、当時のエクイティ・ファイナンスのおよそ半分を占めていた。

1990年代は株価低迷により公募増資は著しく減少し、その後も公募増資の低迷は続いていたが、2008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2009年に活発化した。2015年から20年までは高水準での自己株式消却などにより全体の発行済株式数は減少していたが、それ以降は増加傾向に戻っている。近年は新株予約権の行使が比較的活発であるとともに、東京証券取引所による投資単位の引き下げや最低投資金額の引き下げの要請を受けて、高い水準で株式分割が行われている。

上場会社発行済株式増減状況

(単位：1,000株)

| 年 | 有 償 | 株主割当 | 公 募 | 第三者割当 | 新株予約権 | | 株式分割 | そ の 他 | 合 計 |
|------|------------|-----------|------------|-----------|---------------------------------|-----------|------------|--------------|--------------|
| | | | | | 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 | | | |
| 1984 | 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 | 738,546 | 1,284,250 | 252,593 | 5,783,839 | 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 | 7,707 | 93,250 | 1,493,319 | 1,034,959 | 267,295 | 551,076 | 251,712 | 3,896,265 |
| 98 | 3,641,490 | — | 97,337 | 2,380,126 | 1,079,024 | 77,295 | 168,263 | 22,696 | 3,832,450 |
| 99 | 6,627,895 | — | 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 | 4,290,986 | — | 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 |
| 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 | 410,032 | 11,749,106 | △ 3,504,021 | 13,586,219 |
| 08 | 3,542,021 | 6,998 | 687,868 | 1,549,130 | 1,119,159 | 178,833 | 1,205,552 | △ 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 | 835,912 | 144,697 | 8,777,229 | △ 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 | 2,058,111 | 2,058,111 | 1,400,302 | 522,905 | 27,099,251 | △ 8,996,091 | 23,329,176 |
| 14 | 4,624,642 | — | 1,244,084 | 627,019 | 1,933,058 | 642,391 | 8,841,942 | △ 6,101,224 | 7,365,361 |
| 15 | 3,717,412 | 1,560 | 679,898 | 767,728 | 1,797,390 | 470,834 | 7,060,155 | △ 12,958,857 | 21,181,288 |
| 16 | 5,403,536 | 3,699 | 1,40,825 | 4,152,569 | 798,326 | 308,115 | 2,232,113 | △ 29,020,941 | △ 21,385,291 |
| 17 | 4,747,915 | 1,312 | 320,095 | 2,934,439 | 606,854 | 885,214 | 4,836,899 | △ 17,033,038 | 61,448,223 |
| 18 | 2,380,544 | — | 251,482 | 572,821 | 323,032 | 1,233,208 | 4,567,464 | △ 26,497,834 | 19,549,824 |
| 19 | 4,691,381 | 6,155 | 338,199 | 3,895,668 | 59,353 | 626,026 | 6,495,653 | △ 5,056,466 | 61,303,569 |
| 20 | 2,955,070 | — | 1,380,132 | 1,380,132 | 214,293 | 1,016,292 | 7,360,701 | △ 25,389,212 | 15,073,440 |
| 21 | 3,209,240 | 1,131 | 731,719 | 838,352 | 310,522 | 1,327,515 | 18,870,342 | △ 2,441,419 | 19,638,164 |
| 22 | 1,683,941 | 269 | 87,458 | 479,437 | 594,737 | 522,045 | 5,199,521 | △ 4,241,371 | 2,642,691 |
| 23 | 5,762,571 | — | 689,182 | 3,097,458 | 1,010,208 | 963,722 | 10,647,133 | △ 4,420,084 | 107,821,620 |
| 24 | 2,365,526 | — | 420,250 | 384,546 | 481,566 | 1,079,163 | 95,382,164 | △ 6,342,605 | 91,405,085 |

〔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：2024年）

| 証券会社 | プライム | | スタンダード | | グロース | | その他地方市場 | |
|-----------------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| | 会社数 (社) | 比率 (%) | 会社数 (社) | 比率 (%) | 会社数 (社) | 比率 (%) | 会社数 (社) | 比率 (%) |
| 野村 | 3 | 75.0 | 4 | 30.8 | 7 | 10.9 | - | - |
| S M B C 日興 | 1 | 25.0 | 2 | 15.4 | 19 | 29.7 | - | - |
| 大和 | - | - | 4 | 30.8 | 9 | 14.1 | - | - |
| みずほ | - | - | 1 | 7.7 | 13 | 20.3 | - | - |
| S B I | - | - | 1 | 7.7 | 10 | 15.6 | - | - |
| 東海東京 | - | - | 1 | 7.7 | 3 | 4.7 | - | - |
| 三菱UFJモルガン・スタンレー | - | - | - | - | 2 | 3.1 | - | - |
| 岡三 | - | - | - | - | 1 | 1.6 | 1 | 20.0 |
| Jトラストグローバル | - | - | - | - | - | - | 3 | 60.0 |
| アイザワ | - | - | - | - | - | - | 1 | 20.0 |
| 合計 | 4 | 100.0 | 13 | 100.0 | 64 | 100.0 | 5 | 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

| | | | | | |
|--|-------|--------------|---------------------|----------------|----------------|
| 新株式発行および売出しに関する取締役会決議 OA 売出枠設定 | 仮条件決定 | BB (需要申告) | 公開価格決定 OA 売出数量決定 | 上場日 (売買開始日) | SC 取引 or GS 行使 |
| <p>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</p> <p>（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。</p> | | | | | |

6. 公開価格設定プロセス 新規株式公開（IPO）時の公開価格は、一般的に、有価証券届出書の提出、ロードショーによる機関投資家への需要調査、仮条件の設定、ブックビルディングによる需要調査を経て設定される。

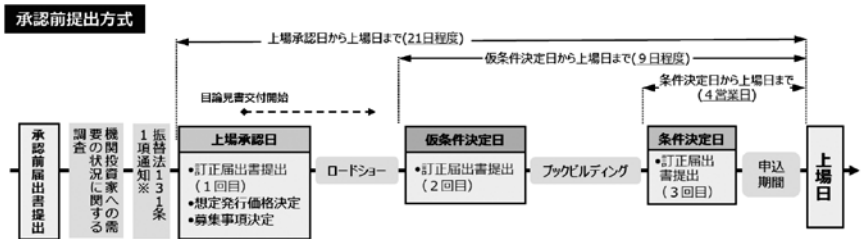
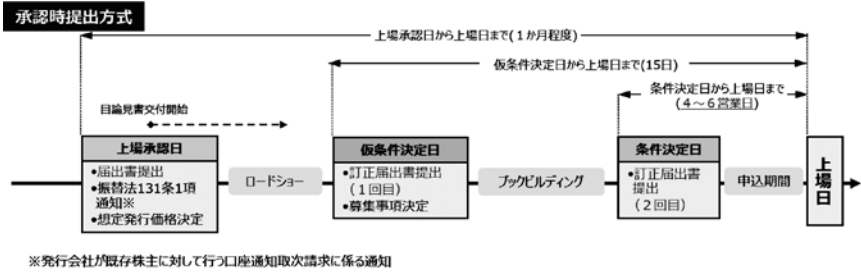
多くのIPOでは、発行会社は、証券取引所の上場承認時に有価証券届出書を提出している（承認時提出方式）。本方式では、有価証券届出書に想定発行価格等のオフアリング情報が記載される。想定発行価格は、公開価格の基礎となる情報であり、理論価格等を基に発行会社と主幹事証券会社が協議した上で設定され、投資判断の目安として情報提供される。なお、想定発行価格に機関投資家等の価格目線を織り込むため、有価証券届出書の提出前に、主幹事証券会社等が必要の見込み調査を行う場合もある。

ロードショーでは、発行会社が、主に機関投資家に対して事業内容等の説明を行い、主幹事証券会社は購入希望価格・株数などの需要の調査を実施する。この調査結果は、ブックビルディングで示す仮条件（通常は一定の範囲）を決定するための材料となる。

次に、主幹事証券会社等は、仮条件を基に、機関投資家を含む投資家全般に対し、購入希望価格・株数の需要状況の調査を行うブックビルディングを実施し、その後、その結果やマーケットの環境等の状況、上場日までの価格変動リスク等を踏まえ、発行会社と主幹事証券会社が協議した上で、公開価格が設定される。ただし、有価証券届出書等への記載が必要となるが、一定の範囲内であれば、ブックビルディングをやり直すことなく、仮条件の範囲外での公開価格の設定や売出株式数の変更を行うことも可能となっている。

一方で、発行会社が、証券取引所の上場承認前に有価証券届出書（一般的に、想定発行価格等の情報は未定、上場日も一定の目途が記載される。）を提出する方式（承認前提出方式）も可能である。基本的なプロセスは、承認時提出方式と同様であるが、本方式では、上場承認前に有価証券届出書を提出し、上場承認前に機関投資家等に必要の見込み調査を実施することで、上場承認日から上場日までの期間を短縮することができるため、一般的に、価格変動リスクを低減させた上で、想定発行価格を決定できるとされている。他方で、発行会社の訂正有価証券届出書の提出回数が承認時提出方式による場合よりも多くなるため、情報開示のための追加的なコストが必要となる。

「承認時提出方式」及び「承認前提出方式」のイメージ



仮条件の範囲外での公開価格の設定、売出株式数の変更の一定の範囲

| 変更等の概要 | 一定の範囲について |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> 仮条件の範囲外での公開価格の設定 売出株式数の変更 | <p>・「一定の範囲」とは、以下の①～③を全て満たす場合をいう</p> <ol style="list-style-type: none"> ① 公開価格が仮条件の下限の80%以上かつ上限の120%以下の範囲内で決定されること ② 「公開価格決定時の売出株式数」が「仮条件決定時の売出株式数」の80%以上かつ120%以下の範囲内であること ③ 「公開価格決定時のオフリングサイズ（株式数（募集株式数と売出株式数の合計）×公開価格）」が、「仮条件下限×仮条件決定時の株式数×80%以上かつ仮条件上限×仮条件決定時の株式数×120%以下」の範囲内であること |

※一定の範囲内においてブックビルディングのやり直すことなく上記の取扱いが可能
 ※有価証券届出書及び目論見書に上記の変更が行われる可能性がある旨等を記載する必要がある

7. 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する公開会社だが、未公開会社の増資が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方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と異なり投資者への詳細な情報開示は求められないため、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人未満または発行額が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。その一方で投資者からすると、未公開株式は開示されている情報も少なく、当該株式への投資はリスクが高い。また、市場取引で適切な株価が形成される公開会社と異なり、未公開株の株価算定には会社の純資産を基に算定する純資産方式や、キャッシュフローを基にする収益方式、将来予測される配当を基にする配当還元方式など様々な方式があり適正な株価の把握が難しい。加えて、投資資金の回収が容易ではない流動性の問題が付随する。このため、投資先企業が公開されるまで資金の回収は難しく、未公開株投資はベンチャーキャピタルなどのハイリスクかつ長期の投資に耐えられる少数の投資者に限られ、起業活動の活性化やベンチャー企業の育成のために未公開段階での資金調達手段の整備が求められていた。日本証券業協会が1997年7月に発足させた気配公表銘柄制度（グリーンシート銘柄制度）は、一定の情報開示などの情報を満たした銘柄（店頭取扱有価証券）について、証券会社が気配の提示を行い、未公開株投資の勧誘を行うことを可能とした。同制度は2015年5月に発足した株主コミュニティ制度に引き継がれている。また2022年7月には、証券会社を通じた非上場株式等の発行・流通を扱う特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）も導入されている。この他、2015年5月に発足した株式投資型クラウドファンディング制度は、2022年の金商法施行令及び金商業等府令の改正により、特定投資家（プロ投資家）の投資上限額（50万円）が撤廃された。さらに、現行の1億円未満となっている発行総額の引き上げも検討されている。

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1, 2) | |
|-----|-----------------------|-------------------------|---------|
| | | 50人未満 | 50人以上 |
| 発行額 | 1億円以上 ^(注3) | 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は、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)。
3. 投資家数50人以上の場合に有価証券届出書が求められる「1億円以上」の基準は、2026年に金融商品取引法を改正し「5億円以上」に引き上げることが検討されている。

未公開企業の株価算定方法の例

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

第4章 株式流通市場

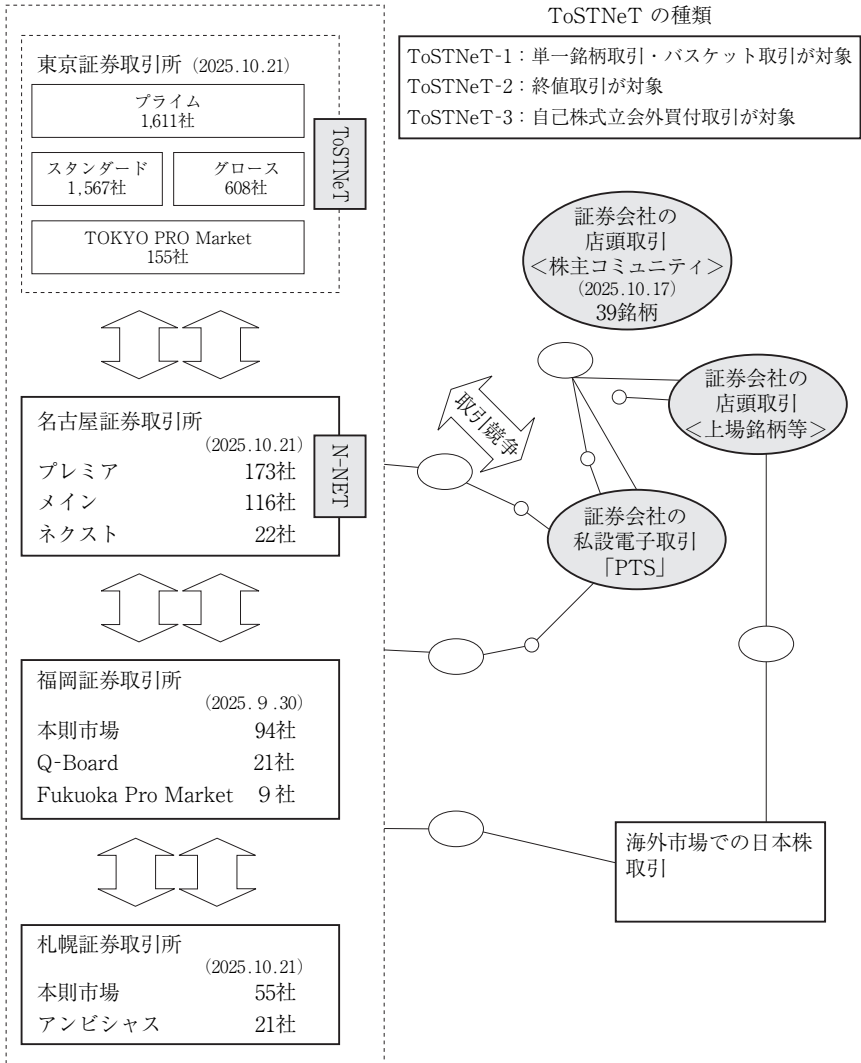
1. 株式流通市場の構造(1)——取引所取引 既に発行された株式が投資家間で売買される市場を株式流通市場という。その中心は、証券取引所が開設する取引所市場であり、東京、名古屋、福岡、札幌に計4つの取引所がある。2000年の証券取引法改正により株式会社組織の取引所が認められ、現在では東京証券取引所を傘下に持つ日本取引所グループと名古屋証券取引所が株式会社組織となっている。

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。このほかに東証では上場銘柄の立会外取引(ToSTNeT)が行われている。

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日々進められている。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、19年11月、24年11月とバージョンアップが行われた。

日本の市場間競争



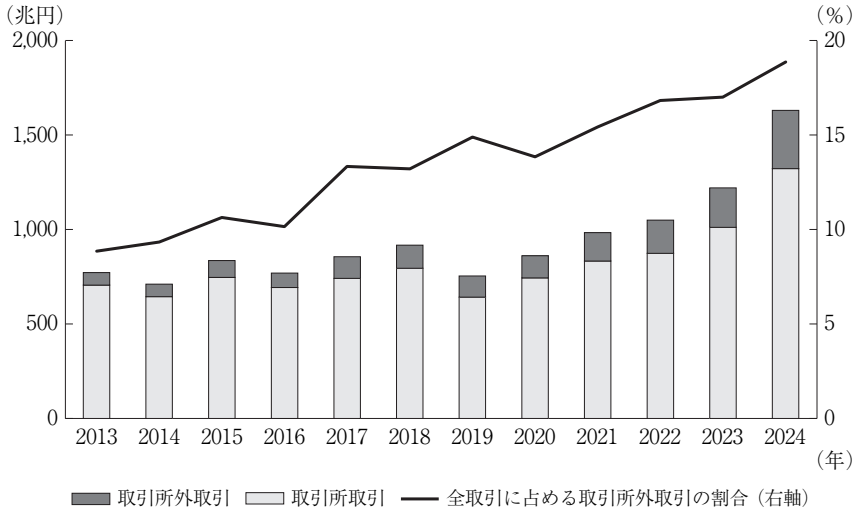
2. 株式流通市場の構造(2) —— 取引所外取引 株式流通市場には、取引所取引のほかに、証券取引所の外で売買を行う取引所外取引がある。場外取引もしくは店頭取引とも呼ばれる。株式市場の基本的な機能は、社会に存在するすべての需給が均衡する価格を見出し、効率的な資金配分を実現することである。情報通信技術が十分に発達していない段階では、こうした目的を達成するためには、取引が1カ所に集中することが必要であった。しかし、情報通信技術の発達によって、情動的な統合、注文回送、執行、受渡し・清算、保管という証券取引を構成する各要素がコンピュータ・ネットワークにより統合され、リアルタイムに処理されていれば、取引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は発見されうる。情報通信技術の発展にともなって、取引所外取引の拡大が促されてきた。

取引所外取引の代表が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私設取引システム(PTS)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り、取引所の時間外などで注文の付合せを行っている。日本ではジャパンネクスト証券とCboeジャパンの2社によってPTSが運営されてきたが(Cboeジャパンは2025年8月にPTS業務を終了)、近年は新規参入がみられる。2022年には大阪デジタルエクステンヂ(ODX)が参入した。2024年にはジャパン・オルタナティブ・マーケット(JAX)がPTS業務を開始した。

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っている。また、大口取引やバスケット取引などの特殊な取引形態も増加してきた。そうした取引ニーズの高まりを受けて、ダークプールが拡大している。ダークプールは、証券会社の社内システムのなかで売り注文と買い注文との付け合わせを行い、その注文を東証の立会外取引(ToSTNeT)に回送して取引を成立させる。

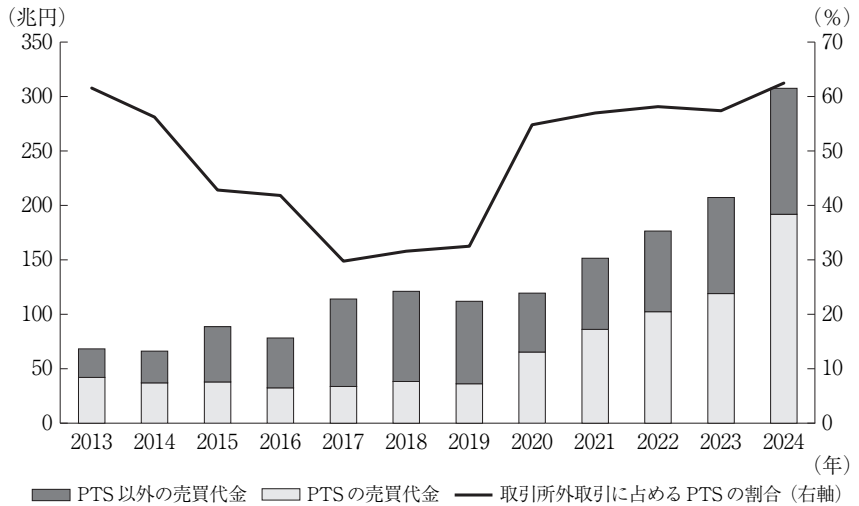
取引所のほかPTSやダークプールなど多様な取引市場が形成されたことで、それらのなかから最も有利な条件で株式を売買できる可能性が高いところに注文を流すスマート・オーダー・ルーティング(SOR)の仕組みが注目されるようになってきている。

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

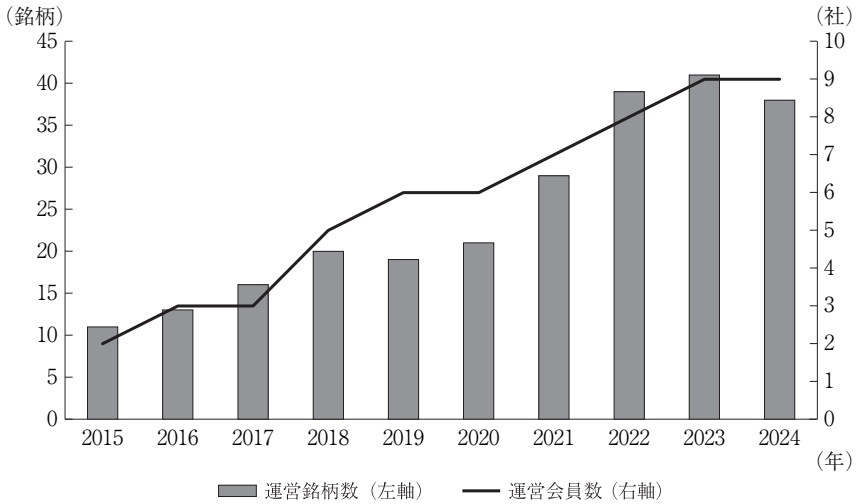
3. 株式流通市場の構造(3) —— 非上場株取引 取引所外取引の類型として、非上場株式の取引があげられる。非上場銘柄の株式は証券取引所の外で取引され、通常は証券会社の店頭において相対で行われる。わが国ではかつて店頭売買承認銘柄制度や店頭登録制度があり、非上場株式の取引には戦後から続く長い歴史がある。1997年にはグリーンシート市場が創設された。一定の情報開示等が行われた銘柄をグリーンシート銘柄に指定し、それらについて投資勧誘が行えるようになった。しかし、適時開示義務を課したことなどから取引が低調となり、2018年3月末で廃止された。

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ものが株主コミュニティ制度である。これは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月に創設された非上場株式の流通取引・資金調達の制度である。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。株主コミュニティの組成・運営を行おうとする証券会社は、日本証券業協会に事前の届出を行い、運営会員としての指定を受ける必要がある。取引の範囲を証券会社が銘柄ごとに組成・管理する株主コミュニティのメンバーに限定し、一定の取引ニーズ・換金ニーズに応えられる程度の流通性に留めることで、インサイダー取引規制の適用対象外とした点が特徴である。発行者をよく知る人々による売買が見込まれる企業、新規・成長企業、地元密着型企業による活用が見込まれている。

制度創設後は、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。

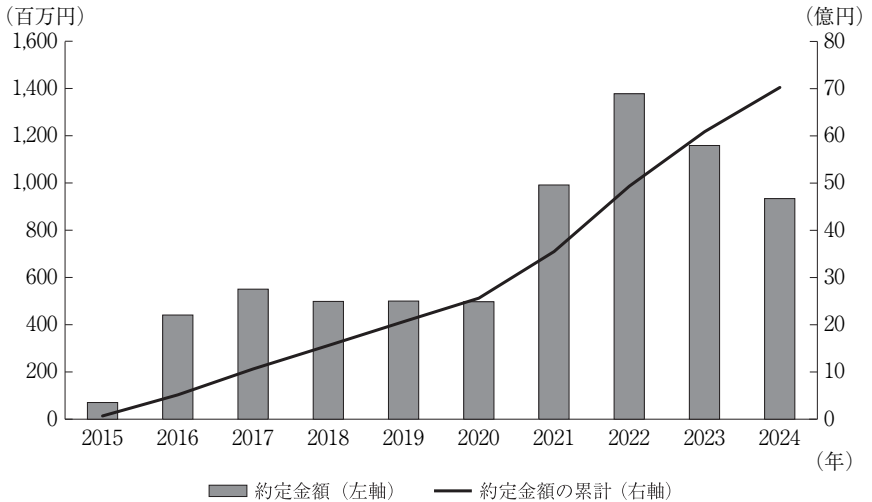
株主コミュニティ制度の取引実績は増加傾向にある。2023年2月には累計の売買代金が50億円を突破し、直近では70億円を超える水準に達した。2025年10月24日時点で運営銘柄数は39、運営会員数は9社となっている。

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

4. 株式流通市場の取引規模 2024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4,070社を数え、上場株式数は5,008億株である。同年の売買高は6,527億株であり、売買代金は1,323兆円に達する。このうち東京証券取引所上場3,969銘柄の上場株式数は4,994億株であり、売買高は6,523億株、売買代金は1,322.8兆円であり、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。

その背景としては、①株式市場が東証プライム市場を頂点としたヒエラルキー構造になっており、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、②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、などが指摘できる。

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、2024年末で上場銘柄が1,639、時価総額が960兆円、売買高が5,133億株、売買代金が1,255兆円であった。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、24年末で上場銘柄が1,590、時価総額が29兆円、売買高が946億株、売買代金が34.7兆円であった。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。24年末で上場銘柄が607、時価総額が8兆円、売買高が444億株、売買代金が33.5兆円であった。

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313社が上場している（2025年10月末時点）。24年は売買高が1.6億株、売買代金が905億円であった。

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」、2024年5月に開設されたプロ投資家向け市場である Fukuoka PRO Market があり、合計で124社が上場している（2025年9月末時点）。24年は売買高が1,593万株、売買代金が170億円であった。

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85社が上場している（2025年10月末時点）。24年は売買高が2.7億株、売買代金が1,025億円であった。

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10月 | 2023年4月 | 2023年10月 | 2024年4月 | 2024年10月 | 2025年4月 |
|-------------|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| (千株) 売買高 | プライム | 24,354,567 | 29,433,788 | 24,266,922 | 37,621,612 | 41,486,632 | 47,002,273 | 51,041,519 |
| | スタンダード | 3,962,616 | 4,753,693 | 4,830,580 | 6,832,733 | 9,449,785 | 6,742,832 | 9,114,357 |
| | グロース | 2,335,720 | 2,179,310 | 2,843,346 | 2,255,591 | 2,500,969 | 4,186,026 | 4,377,927 |

〔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10月 | 2023年4月 | 2023年10月 | 2024年4月 | 2024年10月 | 2025年4月 |
|---------------|--------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| (百万円) 売買代金 | プライム | 57,651,017 | 71,085,575 | 59,496,350 | 88,366,450 | 106,255,003 | 105,971,002 | 111,605,961 |
| | スタンダード | 1,366,865 | 1,703,020 | 2,791,520 | 2,174,659 | 2,768,711 | 2,016,362 | 2,695,032 |
| | グロース | 2,878,334 | 2,632,552 | 3,549,073 | 2,169,019 | 2,618,534 | 2,302,932 | 3,501,404 |

〔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（2024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 | 652,281 | 99.932% | 1,322,793,003 | 99.984% |
| 名古屋 | 159 | 0.024% | 90,474 | 0.007% |
| 福岡 | 16 | 0.002% | 17,002 | 0.001% |
| 札幌 | 270 | 0.041% | 102,453 | 0.008% |
| 合計 | 652,726 | 100% | 1,323,002,932 | 100% |

（注） 構成比について、四捨五入の関係で合計が100%にならないことがある。

〔出所〕 日本取引所グループ

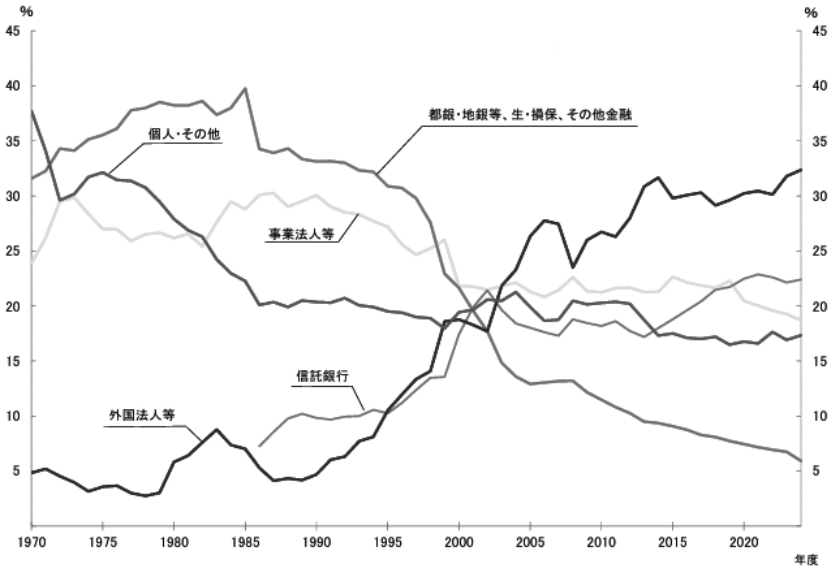
5. 株式の保有構造 戦後、財閥解体により財閥の持株が市中に放出され、個人消化が進められた結果、取引所が再開された1949年（昭和24年）の個人持株比率は69.1%に達した。しかし、いうまでもなく国民は資金に余裕があって株式を購入した訳ではなかったから、直後から売却され、個人持株比率はその後急速に低下した。これらの株式の一部が買い占められたこともあり、旧財閥系の企業集団による結束強化を目的として株式の相互持合いが進んだ。

1960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、75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た。

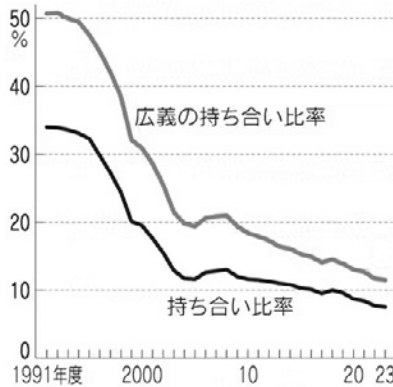
主要投資部門別株式保有比率の推移



- (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』 2024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。広義の持ち合い比率は保険会社を含む。

〔出所〕 『日本経済新聞』 電子版, 2024年7月8日

6. 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。

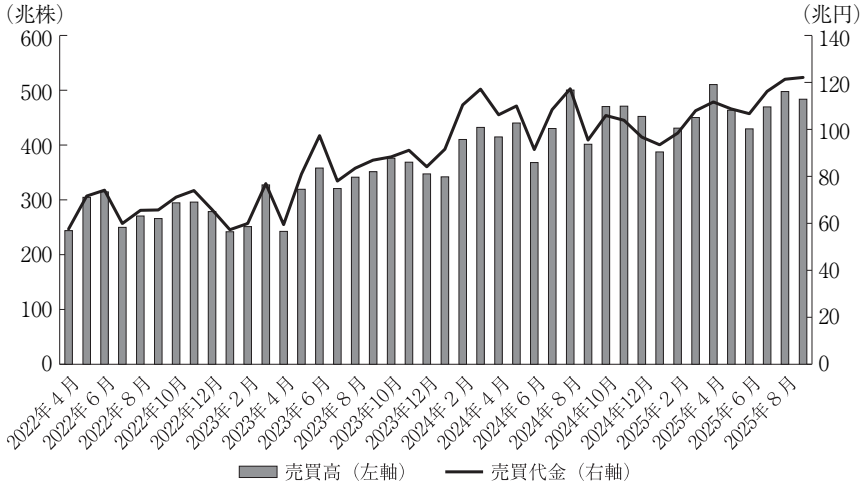
証券取引所において実際に取引されるのは、上場された株式のごく一部に過ぎない。そのため、時価総額は、成立した取引でついた価格をもとに発行済み株式の全体を評価して算出される。例えば、2025年10月31日の東証プライム市場の時価総額は約1,137兆円であるが、売買代金は8.6兆円程度であった。このことは、8.6兆円程の売買金額によって形成された株価によって既発行の全株式が評価されたものが時価総額であることを示している(実際には、各銘柄の時価総額を集計して市場全体の時価総額を算出するが、簡単化のためにこのように説明しておく)。

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(2025年9月30日時点)では29,699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。

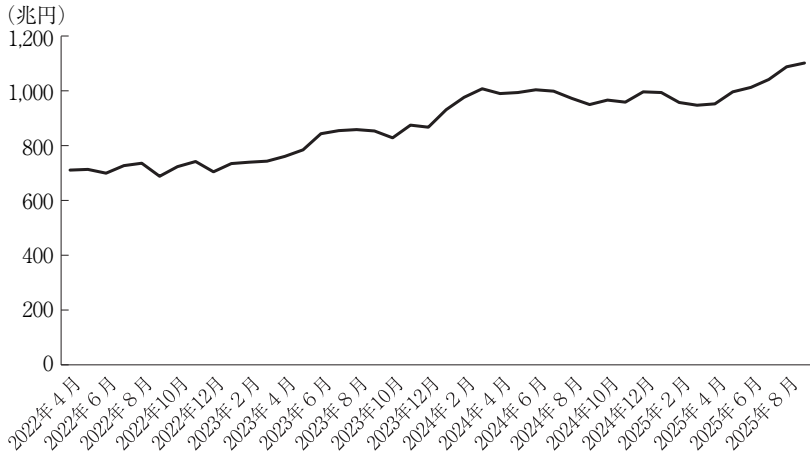
ダウ式修正株価については、単純株価平均の騰落を数倍に増幅して表示したり、非加重平均指数であることから品薄株や値高株の騰落の影響を受けやすいといった欠点の指摘がある。こうした欠点を回避する株価指数としては、時価総額を指数化したものがあげられる。

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，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

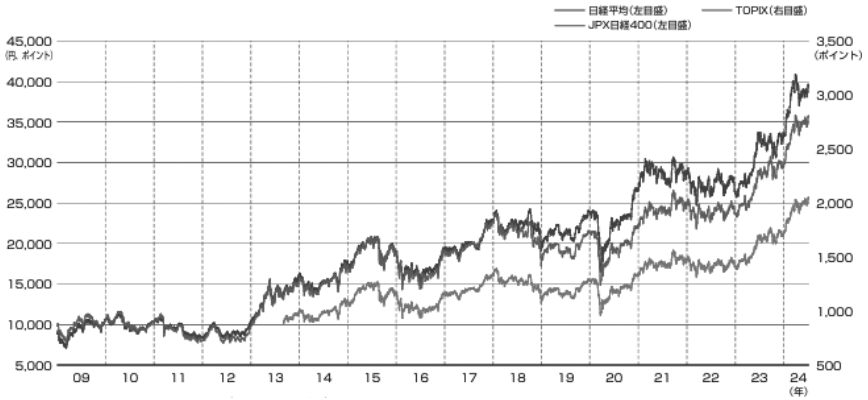
7. 株式価格と投資指標(2) わが国における株価指数としては、TOPIX（東証株価指数）も有名である。これは、基準日（1968年1月4日）の旧市場第一部の時価総額を100として現在の時価総額がいくらになるかを計算したものであり、69年7月1日より東証（現在はJPX 総研）が算出・公表している。TOPIXには、①旧市場第一部の全銘柄を対象にしているため、産業構造や相場動向の変化を反映する指標になっている、また銘柄の入替えによる不連続性の発生を避けることができる、②時価総額でみた市場規模の動向が簡単に分かる、③品薄株や値高株の騰落の影響を必要以上に受けない、といった特徴がある。

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、旧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。そこで、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變更する一方、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變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。

2024年6月～8月の指数コンサルテーションを経て、現在、第二段階の見直しのフェーズに入っている。TOPIXの広範網羅性を維持しつつ、指数としての連続性にも配慮しながら、マーケット・ベンチマークとしての投資機能性のさらなる深化が目的とされている。構成銘柄の対象市場の拡大（プライム市場のほかスタンダード市場やグロス市場も対象へ）や定期的な銘柄入替の導入などが柱となる。定期入替は26年10月～28年7月の段階的な移行措置を経て実施される。この第二段階の見直しによって、対象銘柄は1,200程度になると見込まれている。

株価の推移

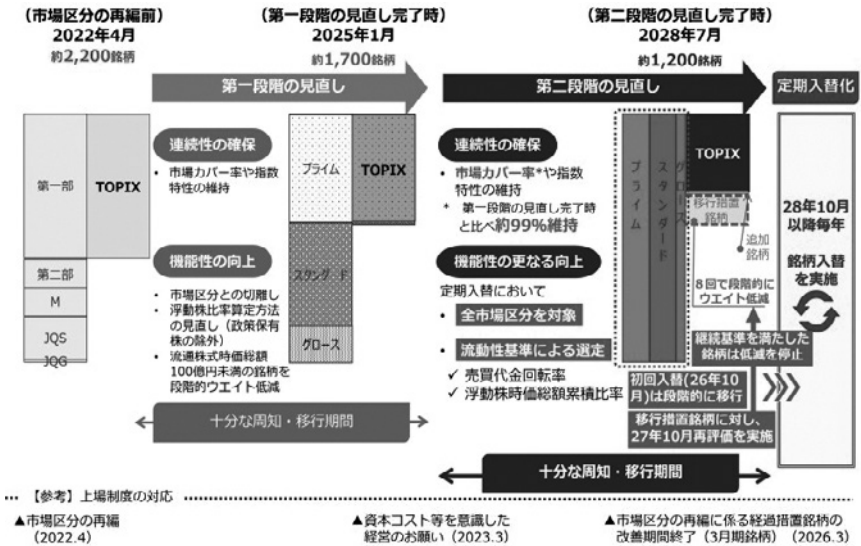


(注) JPX 日経400は、2013年8月30日を起算日としている(基準値:10,000ポイント)。2024年6月末日現在。

[資料] ブルームバーグ

[出所] 日本証券業協会

TOPIX の見直しの流れ



[出所] 日本取引所グループ

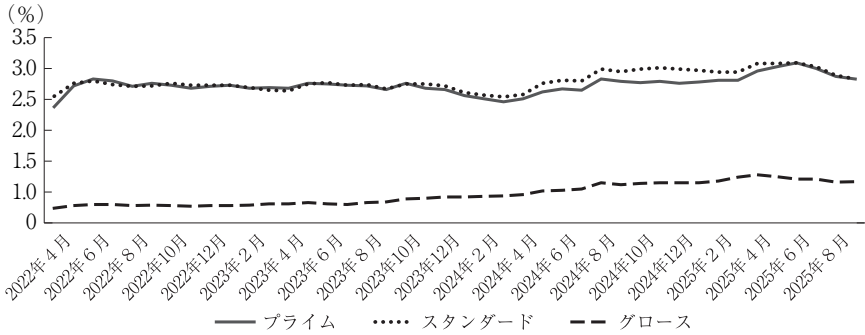
8. 株価価格と投資指標(3) 投資家が売買の意思決定を行うにあたって、各種の投資指標が参考にされる。代表的な指標として配当利回りがある。これは、年間の配当金額を購入時の株価で除した指標である。市場金利という客観的指標と比較され、その高低が判断される。しかし、配当せずに利益を内部留保して再投資するような財務政策を行う企業が多ければ、配当利回りの投資指標としての指標性は小さくなる。このような状況では、株価の水準を何らかの形で収益の成長性に関連させる必要がある。

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は株価を1株当たりの利益で除したもので、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て、割高や割安の判断に使用される。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。

他に良く言及される投資指標としては、株価純資産倍率（PBR）がある。PBRは株価を1株当たり純資産で除したものであり、株価を解散価値と比較した指標である。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。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可能性がある。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。上場企業に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。

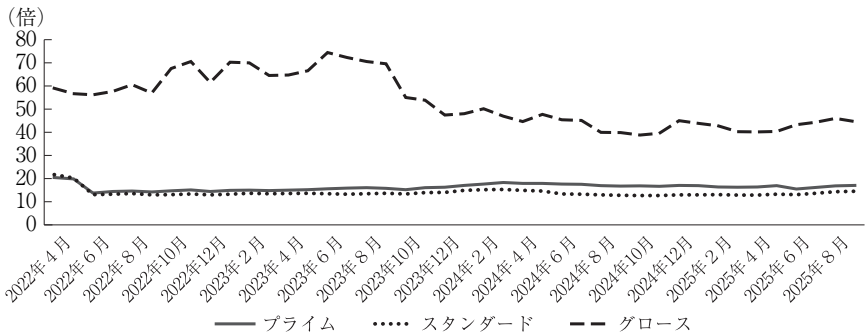
最後に、投下資本利益率（ROIC）があげられる。ROICは営業利益を投下資本（株主資本+有利子負債）で除したもので、企業が事業活動のために使用した資本を使って、どれだけ利益を生み出したかを示す指標である。これが株主や債権者から資金調達した際の資本コスト（WACC：加重平均資本コスト）を上回ると、企業が投資家の期待以上の成果を生み出していると解釈される。

東証上場企業の配当利回り（単純平均）



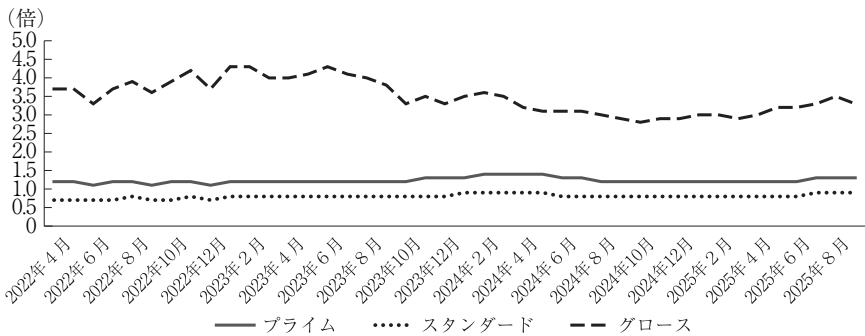
〔出所〕 日本取引所グループ

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

9. 信用取引制度(1)

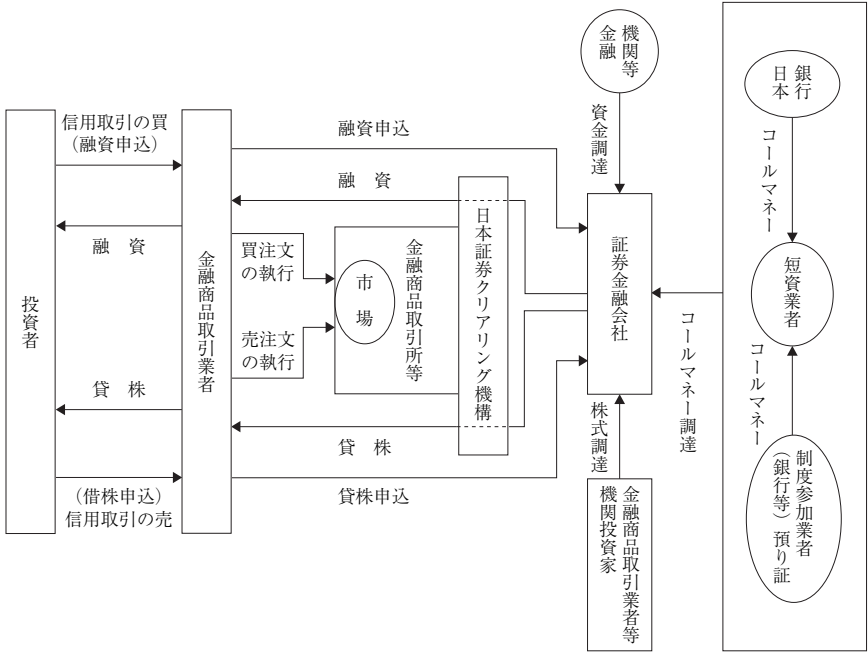
①**信用取引の概要** 信用取引は証券市場に仮需給を導入することを目的として、アメリカのマージン取引(証拠金取引)に範をとり、1951年6月に導入された制度である。信用取引は投資者が金融商品取引業者(証券会社)から信用の供与を受けて行う売買取引である。投資者は買付資金または売付株式を所有せずとも一定の委託保証金を差し入れれば資金または株式を借りて株式の売買を行うことができる。他方、これを受託した金融商品取引業者は決済日に当該資金または株式を立て替えて決済しなくてはならない。

②**貸借取引** 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生まれたのが証券金融会社(以下、証金)の「貸借取引」である。

貸借取引は、証金が金融商品取引所等の取引参加者である金融商品取引業者に対して制度信用取引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等が設定されている。

③**証券金融会社** 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、現在では、日本証券金融株式会社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。

10. 信用取引制度(2)

④**信用取引の種類** 1998年の証券取引法（現金融商品取引法）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ることができる「一般信用取引」も認められた。これを機に、貸借取引を裏付けにしたこれまでの信用取引は、金融商品取引所等が品貸料および弁済期限等を決定することから「制度信用取引」と呼ばれることになった（右表参照）。一般信用取引は、インターネット取引での利用が開始された2003年以降普及が進んでいる。

⑤**残高の推移** 金融商品取引業者の資金・株式の需要について、まず、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ていたが、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、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上昇に転じた。しかし、近年は、金融商品取引業者の資金調達が多様化などを背景に再び低下した。なお、一般信用取引は決済期限を無期限とする取引があることなどを背景に増加傾向にあり、足元では信用取引買い残の4割程度を占めている。

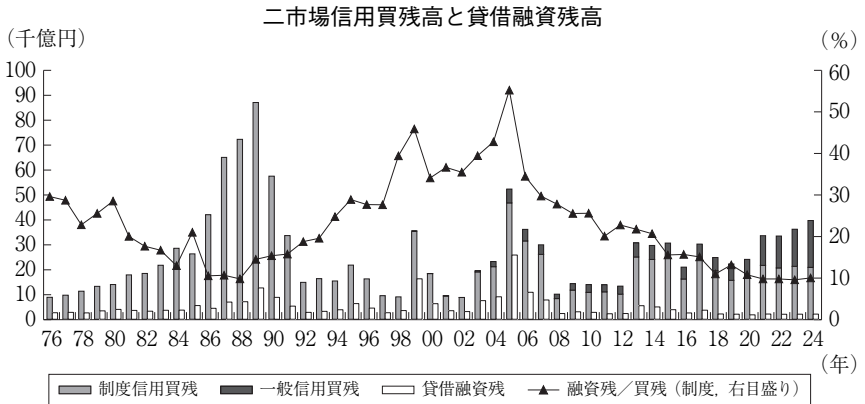
次に、株式の需要にかかる貸借取引貸株残をみると、従来は信用売りそのものが少なかったが、1990年代後半からの株式市場の機関化の進展につれ金融商品取引業者が証金から貸株を受けて買注文に自己勘定で向かうケースがみられることや、ネット証券を経由した個人投資家の活発な信用売りにより、残高は増加している（右頁図）。

⑥**取引市場** 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、証金も、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ている。現在、信用取引および貸借取引は、東京証券取引所、名古屋証券取引所、札幌証券取引所および福岡証券取引所の他、PTS3社（2026年2月28日時点）で実施が可能である。

制度信用取引と一般信用取引との比較

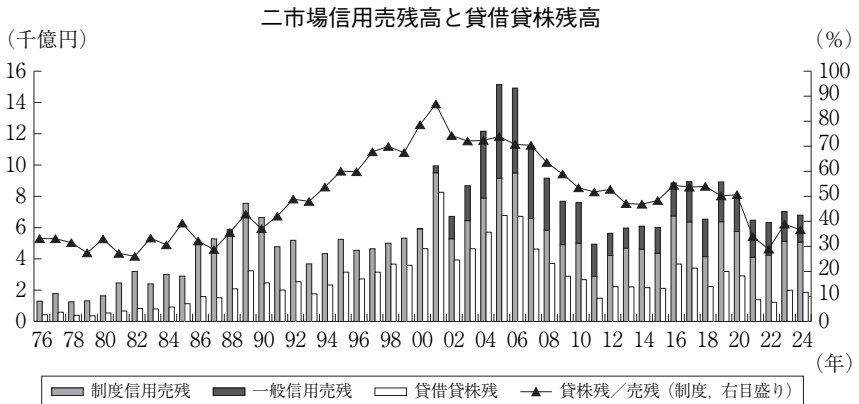
| | 制度信用取引 | 一般信用取引 |
|----------|----------------|-----------------|
| 委託保証金 | 約定価額の30%以上 | 約定価額の30%以上 |
| 品貸料(逆日歩) | 金融商品取引所等が発表する率 | 各金融商品取引業者が決定 |
| 弁済期限 | 最長6ヵ月 | 各金融商品取引業者が決定 |
| 対象銘柄 | 金融商品取引所等が選定 | 各金融商品取引業者が選定 |
| 権利処理 | 金融商品取引所等が定める方法 | 各金融商品取引業者が定める方法 |
| 貸借取引 | 利用できる | 利用できない |

〔出所〕 日本取引所グループホームページ等より作成



(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ホームページ等より作成



(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ホームページ等より作成

第5章 公社債発行市場

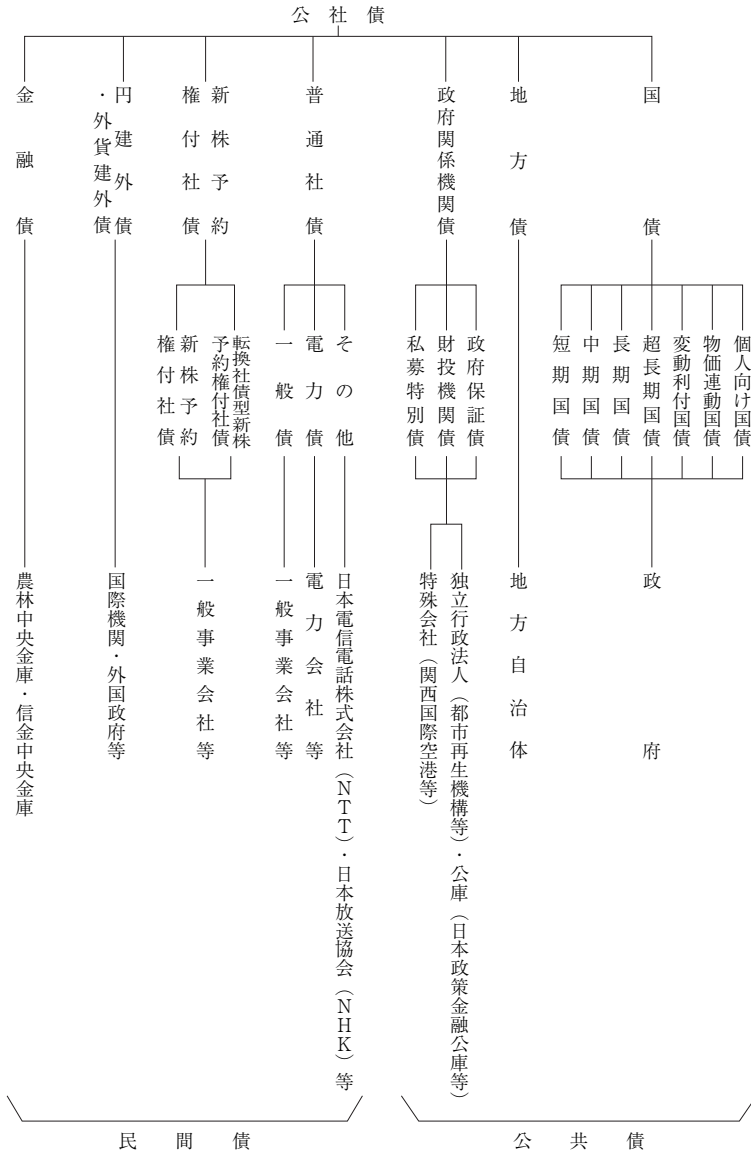
1. 公社債の種類 公社債とは公的機関の発行する債券（公共債）と民間団体の発行する債券の総称である。公社債の発行は直接金融による資金調達となるが、株式とは異なり満期には元本を償還しなければならない。発行体別に、国債、地方債、政府関係機関債、金融債、社債（事業債）、外国債がある。

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

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

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

公社債の種類



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

2. 公社債の発行状況 2024年度の公社債の発行総額は213兆円となり、20年度からの減少傾向は継続している。種類別に発行額の内訳をみると、24年度の国債の発行額は185.3兆円となり公社債全体の87%を占めている。20年度の221.4兆円よりは減少しているものの、コロナ禍以降の経済対策や、22年から始まったロシアによるウクライナ侵攻等により高騰したエネルギー価格の緩和策、物価上昇への対応などで政府支出が持続的に拡大を受け、依然として高い発行水準である。その内訳を新型コロナ以前と比べてみると、特に割引短期国債の発行に依存していることがわかる。

24年度の国債の内訳をみると、超長期利付国債36.9兆円、長期利付国債37.5兆円、中期利付国債62.9兆円、割引短期国債40.8兆円となっている。また、23年5月に成立した「脱炭素成長型経済構造への円滑な移行の推進に関する法律」に基づく新たな国債である「脱炭素成長型経済構造移行債（GX 経済移行債）」は、23年度に15.4兆円、24年度は14兆円が発行された。

地方債の24年度の発行額は5.4兆円であった。地方債は、地方自治体の財政悪化を受けて、01年度から住民参加型市場公募地方債、03年度からは公募地方債の共同発行が導入されている。

普通社債の発行は16年度から増加傾向に転じており、近年では銘柄数と発行額がともに高い水準で推移している。19年の長期金利の低下を受けた大型の社債発行や、20年の新型コロナ禍に対応した更なる金融緩和を受けて社債の発行は活発化したが、24年度も588の銘柄で15.3兆円の社債が発行されている。

金融債はすべて利付金融債で24年度に0.8兆円が発行されているが、95年度の43兆円の発行額をピークに大幅に減少している。この背景には、長期産業資金供給源としての長期信用銀行が事実上消滅したこと、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）の金融債発行終了（02年3月）、みずほコーポレート銀行による財形型以外の金融債発行終了（07年3月）、あおぞら銀行の金融債発行終了（11年9月）などがある。この他、24年度の政府関係機関債は、政府保証債2兆円、財投機関債等2.5兆円となっている。特に財投機関債は、財政投融资制度の改革に伴い2000年度に初めて住宅金融公庫が500億円発行した後、高い水準での発行が継続している。また24年度の円建非居住者債の発行額は1.5兆円であった。

公社債発行額

(単位：10億円)

| 年度 | 公社債合計 | | 国債 | | 内、利付国債 超長期 | | 内、利付国債 10年 | | 内、利付国債 5年 | | 内、利付国債 4年・2年 | | 内、割引短期 国債 | | 内、個人向け 利付き国債 | |
|------|--------|---------|-----|---------|---------------|--------|---------------|--------|--------------|--------|-----------------|--------|--------------|--------|-----------------|-------|
| | 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 | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 |
| 2000 | 5,386 | 148,356 | 78 | 105,392 | 10 | 5,894 | 9 | 18,019 | 9 | 11,755 | 17 | 20,015 | 24 | 42,841 | 0 | 0 |
| 2001 | 4,651 | 181,531 | 68 | 144,493 | 11 | 7,392 | 8 | 20,600 | 7 | 20,425 | 12 | 19,663 | 24 | 39,596 | 0 | 0 |
| 2002 | 9,608 | 181,109 | 73 | 147,298 | 15 | 10,589 | 10 | 21,800 | 7 | 22,979 | 12 | 20,731 | 24 | 43,595 | 1 | 384 |
| 2003 | 13,827 | 196,008 | 79 | 157,797 | 17 | 12,986 | 11 | 23,000 | 10 | 23,189 | 12 | 22,185 | 24 | 47,998 | 4 | 2,967 |
| 2004 | 19,252 | 223,796 | 79 | 185,101 | 18 | 16,753 | 10 | 23,000 | 9 | 25,007 | 12 | 21,742 | 24 | 47,195 | 4 | 6,821 |
| 2005 | 24,485 | 221,001 | 84 | 180,692 | 20 | 19,579 | 9 | 23,100 | 10 | 25,718 | 12 | 22,338 | 24 | 41,907 | 5 | 7,271 |
| 2006 | 19,433 | 204,033 | 79 | 170,432 | 17 | 19,331 | 8 | 23,959 | 9 | 26,038 | 12 | 22,789 | 22 | 36,799 | 8 | 7,138 |
| 2007 | 12,926 | 173,003 | 63 | 136,504 | 13 | 17,343 | 5 | 23,533 | 7 | 25,773 | 12 | 22,041 | 14 | 22,796 | 8 | 4,662 |
| 2008 | 2,140 | 156,867 | 68 | 123,867 | 12 | 16,787 | 9 | 24,354 | 11 | 25,039 | 12 | 23,126 | 14 | 21,000 | 8 | 2,293 |
| 2009 | 1,507 | 188,807 | 63 | 156,023 | 11 | 23,141 | 7 | 28,880 | 7 | 29,621 | 12 | 29,397 | 18 | 32,899 | 8 | 1,360 |
| 2010 | 1,601 | 192,981 | 67 | 160,411 | 12 | 25,926 | 7 | 30,856 | 7 | 30,288 | 12 | 33,001 | 12 | 29,999 | 17 | 1,028 |
| 2011 | 1,500 | 196,954 | 72 | 167,283 | 12 | 26,136 | 8 | 31,360 | 8 | 31,036 | 12 | 34,514 | 12 | 29,999 | 20 | 2,426 |
| 2012 | 1,436 | 204,091 | 73 | 174,957 | 12 | 28,068 | 7 | 31,872 | 6 | 32,421 | 12 | 34,008 | 12 | 29,999 | 24 | 1,875 |
| 2013 | 1,458 | 210,040 | 72 | 180,171 | 10 | 29,349 | 5 | 33,727 | 8 | 35,216 | 12 | 36,176 | 12 | 29,999 | 24 | 3,349 |
| 2014 | 1,397 | 204,622 | 82 | 176,065 | 9 | 31,776 | 5 | 33,607 | 6 | 35,158 | 12 | 33,177 | 12 | 26,700 | 36 | 2,633 |
| 2015 | 1,280 | 199,414 | 78 | 173,670 | 9 | 34,787 | 4 | 35,519 | 4 | 32,128 | 12 | 30,766 | 12 | 25,800 | 36 | 2,137 |
| 2016 | 1,377 | 197,142 | 78 | 168,001 | 9 | 33,040 | 4 | 35,172 | 4 | 30,878 | 12 | 29,654 | 12 | 25,000 | 36 | 4,556 |
| 2017 | 1,409 | 183,344 | 78 | 155,903 | 9 | 33,172 | 4 | 33,029 | 4 | 29,336 | 12 | 28,360 | 12 | 23,800 | 36 | 3,449 |
| 2018 | 1,478 | 177,678 | 74 | 148,696 | 7 | 31,686 | 3 | 33,275 | 3 | 26,115 | 12 | 27,109 | 12 | 21,600 | 36 | 4,693 |
| 2019 | 1,527 | 174,176 | 78 | 142,985 | 9 | 30,956 | 4 | 30,195 | 4 | 25,343 | 12 | 25,775 | 12 | 21,600 | 36 | 5,248 |
| 2020 | 1,544 | 253,242 | 90 | 221,416 | 9 | 34,701 | 4 | 35,347 | 4 | 30,003 | 12 | 34,442 | 24 | 80,899 | 36 | 3,029 |
| 2021 | 1,421 | 244,546 | 88 | 215,409 | 9 | 37,638 | 4 | 36,639 | 4 | 31,307 | 12 | 37,227 | 22 | 66,899 | 36 | 2,973 |
| 2022 | 1,323 | 238,044 | 86 | 213,029 | 9 | 36,779 | 4 | 37,320 | 6 | 32,773 | 12 | 36,491 | 18 | 63,100 | 36 | 3,418 |
| 2023 | 1,354 | 228,177 | 92 | 200,671 | 9 | 37,078 | 5 | 38,436 | 11 | 33,985 | 12 | 36,069 | 18 | 48,700 | 36 | 3,403 |
| 2024 | 1,380 | 212,978 | 90 | 185,340 | 9 | 36,939 | 5 | 37,547 | 12 | 29,886 | 12 | 32,967 | 15 | 40,800 | 36 | 4,494 |

〔出所〕 日本証券業協会

(単位：10億円)

| 年度 | 地方債 | | 政府保証債 | | 財投機関債等 | | 普通社債 | | 資産担保型 社債 | | 転換社債型新株 予約権付社債 | | 金融債 | | 円建 非居住者債 | |
|------|-----|-------|-------|-------|--------|-------|------|--------|-------------|-----|-------------------|-----|-----|--------|-------------|-------|
| | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 | 銘柄数 | 発行額 |
| 2000 | 86 | 2,269 | 67 | 5,141 | 1 | 50 | 367 | 7,637 | 140 | 342 | 18 | 283 | 696 | 21,043 | 89 | 2,618 |
| 2001 | 90 | 2,225 | 55 | 4,415 | 24 | 731 | 333 | 8,172 | 127 | 394 | 17 | 283 | 755 | 16,867 | 41 | 1,308 |
| 2002 | 151 | 2,837 | 55 | 4,446 | 63 | 2,565 | 312 | 7,318 | 85 | 517 | 13 | 205 | 666 | 12,023 | 30 | 671 |
| 2003 | 226 | 4,621 | 95 | 6,898 | 86 | 2,663 | 353 | 6,993 | 82 | 200 | 9 | 77 | 667 | 9,271 | 39 | 943 |
| 2004 | 262 | 5,660 | 94 | 8,752 | 105 | 3,019 | 307 | 5,895 | 46 | 187 | 19 | 191 | 598 | 7,960 | 45 | 1,677 |
| 2005 | 312 | 6,189 | 94 | 7,002 | 115 | 4,722 | 335 | 6,904 | 28 | 354 | 13 | 113 | 563 | 8,756 | 47 | 1,592 |
| 2006 | 334 | 5,860 | 77 | 4,301 | 101 | 4,399 | 335 | 6,830 | 25 | 143 | 10 | 495 | 496 | 6,730 | 25 | 798 |
| 2007 | 365 | 5,721 | 79 | 4,298 | 125 | 4,941 | 425 | 9,401 | 5 | 153 | 3 | 30 | 407 | 6,505 | 78 | 2,647 |
| 2008 | 375 | 6,346 | 69 | 4,752 | 123 | 4,159 | 313 | 9,605 | 8 | 181 | 1 | 150 | 384 | 5,517 | 58 | 2,082 |
| 2009 | 418 | 7,361 | 78 | 4,667 | 164 | 4,735 | 388 | 10,300 | 2 | 100 | 3 | 249 | 347 | 4,180 | 40 | 1,192 |
| 2010 | 412 | 7,482 | 64 | 4,197 | 172 | 5,063 | 459 | 9,933 | 2 | 120 | 3 | 78 | 352 | 3,777 | 70 | 1,919 |
| 2011 | 394 | 6,663 | 61 | 3,331 | 212 | 5,735 | 394 | 8,277 | 5 | 200 | 2 | 33 | 284 | 3,438 | 76 | 1,994 |
| 2012 | 392 | 6,577 | 71 | 4,722 | 206 | 5,312 | 416 | 8,152 | 4 | 200 | 3 | 29 | 220 | 3,000 | 51 | 1,142 |
| 2013 | 421 | 7,069 | 69 | 5,060 | 212 | 4,678 | 462 | 8,142 | 1 | 50 | 10 | 77 | 121 | 2,618 | 90 | 2,174 |
| 2014 | 407 | 6,943 | 68 | 4,220 | 199 | 3,997 | 439 | 8,715 | 1 | 60 | 5 | 37 | 121 | 2,499 | 75 | 2,086 |
| 2015 | 406 | 6,772 | 68 | 3,146 | 212 | 4,489 | 348 | 6,941 | 1 | 50 | 4 | 166 | 91 | 2,365 | 72 | 1,816 |
| 2016 | 360 | 6,249 | 79 | 3,107 | 184 | 4,857 | 546 | 11,413 | 2 | 100 | 5 | 55 | 76 | 1,738 | 47 | 1,622 |
| 2017 | 362 | 6,101 | 82 | 3,956 | 210 | 4,814 | 560 | 10,063 | 2 | 100 | 1 | 10 | 76 | 1,330 | 38 | 1,067 |
| 2018 | 373 | 6,312 | 77 | 3,104 | 231 | 5,020 | 583 | 10,452 | 3 | 270 | 2 | 16 | 76 | 1,446 | 59 | 2,362 |
| 2019 | 371 | 6,450 | 49 | 1,803 | 233 | 4,962 | 704 | 15,759 | 0 | 0 | 12 | 9 | 40 | 1,116 | 40 | 1,092 |
| 2020 | 375 | 6,991 | 36 | 1,419 | 281 | 6,297 | 692 | 15,613 | 0 | 0 | 6 | 23 | 40 | 1,016 | 24 | 467 |
| 2021 | 373 | 7,240 | 30 | 1,129 | 206 | 4,114 | 646 | 14,860 | 0 | 0 | 4 | 13 | 40 | 989 | 34 | 792 |
| 2022 | 339 | 5,527 | 33 | 948 | 201 | 3,529 | 579 | 12,895 | 0 | 0 | 3 | 3 | 40 | 1,003 | 42 | 1,111 |
| 2023 | 355 | 5,518 | 57 | 1,962 | 181 | 2,868 | 560 | 14,779 | 0 | 0 | 5 | 23 | 40 | 857 | 64 | 1,499 |
| 2024 | 356 | 5,370 | 71 | 2,091 | 164 | 2,471 | 588 | 15,333 | 0 | 0 | 4 | 21 | 40 | 810 | 67 | 1,541 |

(注) 2019年4月分より国債以外の一般債の数値は、証券保管振替機構(ほふり)の統計データを用いた作成へと変更されている。

〔出所〕 日本証券業協会

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

国債の市中発行に当たっては、2006年度以降シンジケート団（シ団）引受方式が廃止されたため、価格（または利回り）競争による公募入札が基本とされている。これは、財務省が提示した発行条件に対して入札参加者が落札希望価格と落札希望額を入札し、それに基づいて発行価格と発行額を決定する方式である。その際、国債の種類に応じて、各落札者の入札価格が発行条件となるコンベンショナル方式と、入札価格によらず均一の募入最低価格（募入最高利回り）が発行条件となるダッチ方式を使い分けている。競争入札のほかに、主として中小入札参加者に配慮した非競争入札（2・5・10年固定利付国債）と、国債市場特別参加者（23年12月27日以降19社）向けの第Ⅰ・Ⅱ非価格競争入札がある。民間金融機関が募集を取り扱う個人向け販売方式は、個人向け国債と新型窓口販売（2・5・10年固定利付国債）に適用されている。

地方債の発行は、まず計画予算を策定し、地方公共団体議会の承認を経た上で総務大臣または都道府県知事と協議して決定しなければならない（地方債協議制度）。目的も公営企業財源、出資金・貸付金財源、借換財源などの適債事業に限定されている。公募地方債は総務省から指定を受けた41都道府県と20政令指定都市が発行している（2025年10月現在）。この場合、発行体は募集取扱いを行う引受シ団との交渉で発行条件を決定し、売れ残りが生じた場合はシ団が買い取ることが多い。また、03年度から発行されている共同発行市場公募地方債（地方公共団体の共同発行債）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。23年11月より、共同債形式による脱炭素化推進事業債の発行も始まっている。

政府保証債の発行は政府の財政投融资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

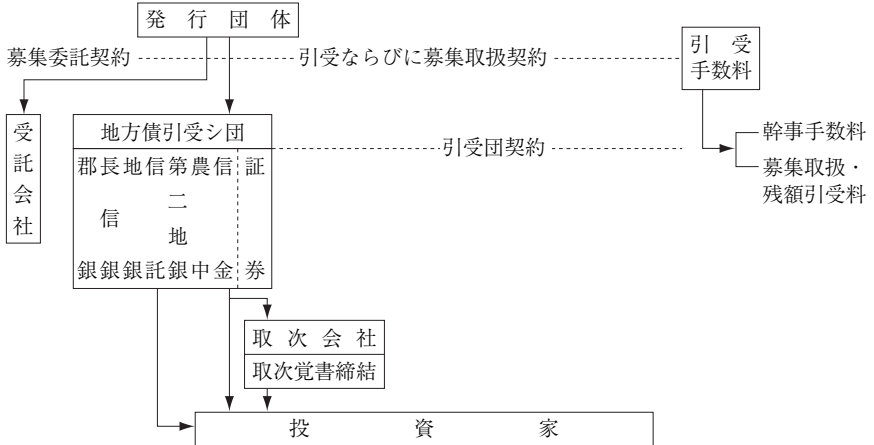
| 償還期間等 | 短期国債 | | 中期国債 | | 長期国債 | |
|--------|-----------------------|----|----------------------------------|--|------|--|
| | 6ヶ月 | 1年 | 2年, 5年 | | 10年 | |
| 発行形態 | 割引国債 | | 利付国債 | | | |
| 最低額面単位 | 5万円 | | 5万円 | | | |
| 発行方式 | 公募入札 | | 公募入札 窓口販売 (募集取扱い) | | | |
| 入札方式 | 価格競争入札・ コンベンショナル方式 | | 価格競争入札・ コンベンショナル方式 | | | |
| 非競争入札等 | 第I非価格競争入札 | | 非競争入札 第I非価格競争入札 第II非価格競争入札 | | | |
| 譲渡制限 | なし | | なし | | | |

| 償還期間等 | 超長期国債 | | | 物価連動国債 | クライメート・ トランジション国債 | 個人向け国債 |
|--------|-------------------------|-------------------|------------------|------------------|----------------------|-----------------------|
| | 20年 | 30年 | 40年 | 10年 | 5年, 10年 | 固定3年, 固定 5年, 変動10年 |
| 発行形態 | 利付国債 | | | | | |
| 最低額面単位 | 5万円 | | | 10万円 | 5万円 | 1万円 |
| 発行方式 | 公募入札 | | | 公募入札 | 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 | 利回り競争入札・ ダッチ方式 | 価格競争入札・ ダッチ方式 | 価格競争入札・ ダッチ方式 | 利回り競争入札・ 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 | - (注1) | - | - | - |
| 譲渡制限 | なし | | | なし | なし | あり (注2) |

(注) 1. 物価連動国債は2020年5月以降、第II非価格競争入札を取り止めている。
 2. 個人向け国債は個人(一定の信託の受託者を含む)のみに譲渡可能。

〔出所〕 財務省理財局『債務管理レポート2025』49頁

公募地方債引受機構の一例



〔出所〕 地方債協会

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

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

発行体の格付けでみた場合、上位の高格付け社債発行が大半を占めており、低格付け社債発行の割合が低いことは日本の特徴である。これは大手機関投資家が主にA格以上の高格付け社債に限定して投資していることが要因である。

国内企業のSDGs債（ESG債）の発行も、ICMA（国際資本市場協会）・金融庁・環境省などが設定する発行指針・基準への準拠や外部機関の評価とともに、高い信用格付けが求められている。その発行額は23年をピークに減少傾向となっている。

社債型種類株とは、議決権や普通株への転換権が無く法的な分類は株式（優先株）であるが、そのスキームは社債に類似している。23年にソフトバンクが個人向けに発行した社債型種類株が、わが国で初めて東証のプライム市場に上場された。その後、24年8月にインフロニア・ホールディングス、同10月にソフトバンク（第2回）、25年10月にゼンショー・ホールディングスの社債型種類株がプライム市場に上場されている。

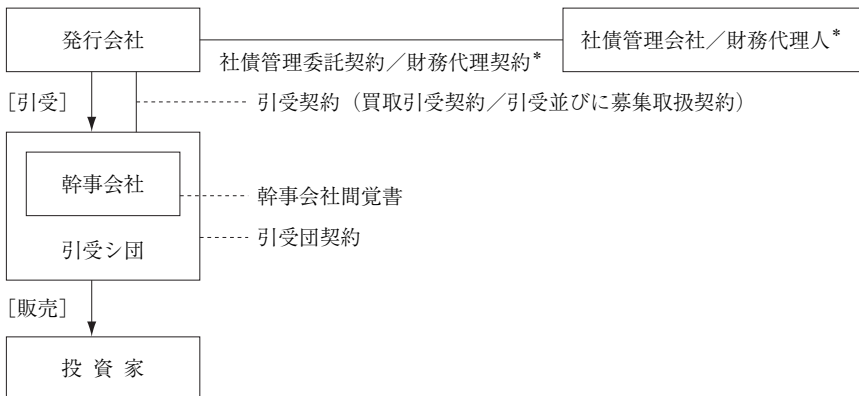
2025年の主な SDGs (ESG) 債の発行例 (2025年10月末時点)

| 条件決定日 | 発行体 | 発行額 | 利率 | 年限 | 信用格付 | ESG 債区分 |
|-------|-------------------|-------|-------|-------|---------------------------------------|----------------------|
| 5月23日 | 三井不動産 | 500億円 | 1.38% | 5年 | AA (JCR) AA- (R&I) | Green |
| 5月23日 | 三井不動産 | 500億円 | 2.11% | 10年 | AA (JCR) AA- (R&I) | Green |
| 5月30日 | 東京建物 | 500億円 | 2.66% | 37年 | BBB+ (JCR) | Sustainability |
| 7月18日 | ニプロ | 500億円 | 3.07% | 35年 | BBB (JCR) BBB- (R&I) | Social |
| 3月7日 | 東急不動産 ホールディングス | 400億円 | 2.21% | 35年 | A- (JCR) | Green |
| 4月24日 | 大日本印刷 | 400億円 | 1.25% | 5年 | AA- (R&I) | SLB |
| 2月28日 | マツダ | 350億円 | 1.86% | 7年 | A- (JCR) | Transition Social |
| 5月23日 | キリン ホールディングス | 300億円 | 1.41% | 5年 | A+ (R&I) | Social |
| 6月11日 | 野村不動産 ホールディングス | 270億円 | 1.43% | 5年 | A (R&I) A+ (JCR) | Green |
| 2月6日 | 阪神高速道路 | 250億円 | 0.94% | 3年 | AA+ (R&I) AAA (JCR) | Sustainability |
| 4月4日 | 関西電力株式会社 | 250億円 | 1.77% | 10.1年 | AA (JCR) AA- (R&I) A3 (Moody's) | Transition |

(注) SLB : Sustainability Link Bond

[出所] ESG 債情報プラットフォーム

公募事業債引受機構



(注) *物上担保附社債の場合、受託会社と信託契約を締結する。

[出所] 大和証券『債券の常識』

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

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

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

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

格付の記号と定義の例

| 格付投資情報センター (R&I) | |
|------------------|---------------------------------------|
| 格付け | 定義 |
| AAA | 信用力は最も高く、多くの優れた要素がある。 |
| AA | 信用力は極めて高く、優れた要素がある。 |
| A | 信用力は高く、部分的に優れた要素がある。 |
| BBB | 信用力は十分であるが、将来環境が大きく変化する場合、注意すべき要素がある。 |
| BB | 信用力は当面問題ないが、将来環境が変化する場合、十分注意すべき要素がある。 |
| B | 信用力に問題があり、絶えず注意すべき要素がある。 |
| CCC | 信用力に重大な問題があり、金融債務が不履行に陥る懸念が強い。 |
| CC | 発行体のすべての金融債務が不履行に陥る懸念が強い。 |
| D | 発行体のすべての金融債務が不履行に陥っているとR&Iが判断する格付。 |

| 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。 |
| LD | 一部の債務について約定どおりの債務履行を行っていないが、その他の債務については約定どおりの債務履行を行っているとしてJCRが判断している。 |
| D | 債務不履行に陥っている。 |

| 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らず、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・エクステンション）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。 |

6. 社債管理 現在の社債管理者制度の基本機能は、社債受託制度を抜本的に改革した1993年6月の商法改正により明確化された。93年改正は、それまでの「社債募集の受託会社」の名称を「社債管理会社」に改めるとともに、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、②社債管理会社の業務を発行後の社債管理に限定、③社債管理会社の権限・義務・責任を明確化、などを行っている。すなわち、従来社債募集の受託会社が行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、ここに従来社債受託制度の個別発行体に対する規制者的な役割は終焉し、次の変化がみられた。①従来、受託銀行が徴収していた手数料は社債管理手数料と改称され、かつ引き下げられた、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。

さらに05年5月施行の会社法は「社債管理会社」の名称を現在の「社債管理者」に改めるとともに、その責任および権限を拡充している。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った。ただし、この義務・責任や資格要件の厳格さは社債管理者の設置コストを高め、不設置債の増加要因となっていた。

21年3月施行の改正会社法では、社債にかかわる事務手続きや債権の保全などの支援を業務とする「社債管理補助者」制度を導入している。この制度は社債管理者不設置債が対象であり、金融機関のほかに破産手続等の実務に詳しい弁護士や弁護士法人なども担うことができる。

会社法における社債管理者の選任・権限・責任

| 項目 | 内容 | 法条 |
|---------------------|---|--|
| 【選任と権限】 | | |
| 選任を要する場合 | 社債を発行する場合に選任を要するが、各社債の金額が1億円以上である場合その他社債権者の保護に欠ける虞がないものとして法務省令で定める場合は必要ない。 | 法702条 |
| 社債管理者となり得る者 | 銀行、信託会社あるいはこれに準じる者。 | 法703条 |
| 委託事項 | 社債権者のために、弁済の受領、債権の保全その他の社債管理を委託する。 | 法702条 |
| 社債管理者の義務 | 社債権者のために公平かつ誠実に社債の管理を行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)。 | 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ならない。 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者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つたこと、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(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なければならない)。 なお、社債発行会社の社債の償還若しくは利息の支払を怠り、若しくは社債発行会社について支払の停止があった後、又はその前3ヵ月以内に社債管理委託契約に定める事由により辞任した社債管理者は710条2項に基づく損害賠償責任を免れない。 | 法711条 法712条 |

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

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

新株予約権付社債とは新株予約権を付した社債であり、実態的には従来の転換社債に相当するものと非分離型の新株引受権付社債に相当するものとに分けられる。転換社債に相当する転換社債型新株予約権付社債とは、①新株予約権を社債と分離して譲渡することができず、②社債の発行価額と新株予約権の行使に際して払い込むべき金額を同額とした上で、③新株予約権を行使すると必ず社債の現物出資により新株予約権が行使されるものをいう。その多くは株式分割などの場合を除いて株式への転換価格が発行時に決定され、固定される。しかし、株価の下落に伴い転換価格が下方修正されるものもあり、中でも転換価格が6カ月に1回を超える頻度で修正される条項付のものは、「転換価格の修正条項付き転換社債型新株予約権付社債（MSCB）」と呼ばれるが、株価下落懸念のため、最近はほとんど発行されていない。一方、従来の新株引受権付社債のうち、分離型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ている。株式の他にも金利や為替、クレジットリスクを組み込んだ仕組み債などがある。このうち株式のリスクを組み込んだ仕組み債として、日経平均オプション取引を組み込んだ日経平均連動社債があり、一般に日経平均株価が上昇すれば高利回りを享受できるが、下落するとオプションが行使され損失が発生する。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。一部の金融機関等による仕組み債の不適切な販売が社会的な問題となったことを受けて、日本証券業協会は投資勧誘や顧客管理に関する新たな自主規制を2023年7月から適用している。

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いため、デュアル・カレンシー債の方が為替変動リスクが大きい。

【オプション付随債】

他社株転換条項付社債

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

その他のオプション付随債

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

【出所】 Hephastos 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

8. 個人向け公社債の発行 第1章でみたように、わが国の家計が保有する総金融資産額は順調に積み上がっているが、国際的に比較してみると、依然として金融資産に占める現金・預金の比率が高く、有価証券の比率は低い。ただしその内訳をみると、2024年1月からの新NISAの恩恵や好調な株式市場を背景に、株式の保有には増加傾向をみてとれる。その一方で、家計の債券の保有は依然として低迷を続けている。この背景には、長らく続いたゼロ金利政策の影響とともに、個人向けに発行される債券型の金融商品が限定的である点も指摘できよう。わが国家計の金融資産の運用にかかる問題として、預貯金保有と株式投資の中間を埋める債券型の金融資産の保有が極端に少ないことを挙げることができる。例えばアメリカではMMFは預金の代替商品として認識されており、25年3月末時点で家計（NPOを含む）が保有する総金融資産の3.6%を占めている。この他、財務省証券は2%、地方債は約1.5%を占めるなど、アメリカ家計の資産運用において債券型の金融商品が果たす役割は大きい。わが国でも24年3月にゼロ金利政策から脱却し、金利がある状態となった。家計の資産運用における債券の役割は今後重要となるであろう。

わが国の家計向けの債券としては個人向けの利付国債が代表的であり、個人の国債保有を促進するために2003年3月に発行された変動10年物が最初となる。以降、06年1月に固定5年物、10年7月に固定3年物が導入された。個人向け利付国債は、①0.05%の下限金利が設定されていること、②購入が1万円単位であること、③発行後1年経過すれば、額面価格の100円で国の買い取りによる途中換金が可能であること（元本割れのリスクがない）の特徴を持つ。その販売は、証券会社や銀行、郵便局などの取扱機関を通じて行われる。05年度に7兆円を超える発行があったが、10年度には1兆円程度まで減少していた。現在では4兆円を超える発行まで回復している。

個人向けに発行される社債は近年増加傾向にある。アイ・エヌ情報センターによると、24年に総額で3兆円近い個人向け社債が発行されている。25年8月にパン・パシフィックIHが発行した1年物の個人向け社債はデジタル社債として注目された。分散型台帳技術を用いたSecuritizeプラットフォーム上で発行されており、利率1%は金銭0.3%での支払いと同社が展開する店舗で使える0.7%分のポイントとして支払われる。

個人向け国債の3つの商品

| | | | |
|---------|--|----------------|---------------|
| | 固定金利型3年満期 | 固定金利型5年満期 | 変動金利型10年満期 |
| 金利タイプ | 固定金利 | 固定金利 | 変動金利 |
| 金利設定方法 | 基準金利-0.03%(注1) | 基準金利-0.05%(注1) | 基準金利×0.66(注2) |
| 金利の下限 | 0.05%(年率) | | |
| 利子の受け取り | 半年毎に年2回 | | |
| 購入単価 | 最低1万円から1万円単位 | | |
| 償還金額 | 額面金額100円につき100円(中途換金時と同じ) | | |
| 中途換金 | 発行後一年経過すれば、いつでも中途換金が可能 (直前2回分の税引き各利子相当額×0.79685が差し引かれる)(注3) | | |
| 発行頻度 | 毎月(年12回) | | |

- (注) 1. 基準金利は、募集期間開始日の2営業日前において、市場実勢利回りを基に計算した期間5年または3年の固定利付国債の想定利回り。
 2. 基準金利は、利子計算期間開始日の前月までの最後に行われた10年固定利付国債の入札(初回利子については募集期間開始日までの最後に行われた入札)における平均落札利回り。
 3. 直前2回分の各利子(税引前)相当額に0.79685を乗じているのは、国債の利子の受取時に20.315%分の税金が差し引かれているため。

[出所] 財務省ホームページ

個人向け利付国債発行額

(10億円)

| 年度 | 2002 | 2004 | 2005 | 2008 | 2010 | 2012 | 2014 | 2016 | 2018 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 固定3年 | - | - | - | - | 462.0 | 361.0 | 385.4 | 533.9 | 461.0 | 692.6 | 523.1 | 451.1 | 238.3 | 569.2 | 537.1 |
| 固定5年 | - | - | 1,128.5 | 2,051.9 | 422.1 | 204.2 | 432.8 | 1,251.0 | 196.0 | 205.7 | 230.2 | 257.5 | 621.9 | 1,302.4 | 1,590.1 |
| 変動10年 | 383.5 | 6,821.0 | 6,142.7 | 241.0 | 143.7 | 1,111.2 | 1,814.4 | 2,770.7 | 4,035.7 | 2,130.7 | 2,219.5 | 2,709.8 | 2,543.2 | 2,622.2 | 1,112.8 |
| 合計 | 383.5 | 6,821.0 | 7,271.2 | 2,292.9 | 1,027.8 | 1,676.4 | 2,632.6 | 4,555.6 | 4,692.7 | 3,029.0 | 2,972.8 | 3,418.4 | 3,403.5 | 4,493.8 | 3,240.0 |

- (注) 1. 2025年度は10月末時点、2025年度は総額で4.6兆円の発行が予定されている。
 2. 2012年1月から2013年6月までは、復興債として発行。
 3. 2012年度の変動10年は個人向け復興応援国債の発行額を含む(翌年度発行を含む)。

[出所] 財務省『債務管理レポート2025』

2025年に発行された主な個人向け社債

| 発行月 | 発行体 | 発行額 | 利率 | 年限 | 格付 |
|-----|---------------|---------|--------|-----|--------------------|
| 3月 | マツダ | 350億円 | 1.86% | 7年 | A-(JCR) |
| 5月 | ソフトバンクグループ | 6,000億円 | 3.34% | 5年 | A(JCR) |
| 6月 | SBIホールディングス | 1,700億円 | 1.885% | 4年 | A-(R&I) |
| 6月 | 楽天カード | 800億円 | 1.68% | 1年 | BBB+(R&I), A-(JCR) |
| 7月 | 三菱UFJフィナンシャルG | 690億円 | 2.389% | 10年 | AA-(R&I), AA-(JCR) |
| 7月 | 近鉄GH | 250億円 | 1.568% | 5年 | BBB+(R&A), A-(JCR) |
| 7月 | 京王電鉄 | 100億円 | 1.38% | 5年 | AA(JCR) |
| 8月 | 楽天グループ | 1,300億円 | 2.336% | 3年 | A-(JCR) |

第6章 公社債流通市場

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

公社債の流通市場の売買高（2018年5月以降の国債バスケット取引を含む。以下1.において同じ。）は1975年度には58兆円に過ぎなかったが、その後拡大を続け2007年度には1京円の大台を突破した。リーマンショックの影響等により、2010年度には7,700兆円台まで減少したものの、最近では現担レポから現先レポへの移行により大幅に増加し、2024年度には6京円弱の水準となっている。

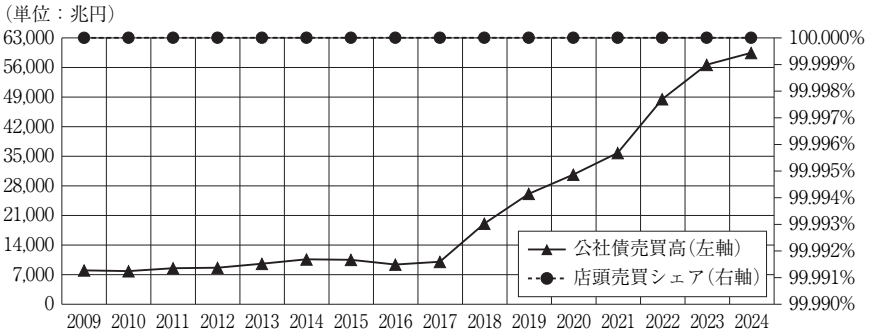
公社債の売買高をその種類別にみると、国債の売買が全体の99%超を占めていることから、わが国においては、国債が大量に発行され、その残高が大きく増加してきたことが公社債流通市場拡大の大きな要因と考えられる。

この傾向は近年においても同様であり、2010年度と2024年度を比較すると、公社債全体の売買高の増加額4京2,124兆円に対して、国債の売買高は4京2,176兆円増加している。このように、国債が他の公社債よりも活発に売買される背景には、発行額・現存額の多さもさることながら、わが国においてはリスクフリーの資産として取り扱われること等から、様々な運用ニーズの資金が集まりやすく、その結果として高い流動性が保たれていると考えられる。

今後のわが国の公社債流通市場の発展のためには、国債以外の公社債も活発に売買されることが重要である。中でも、企業金融の重要な一翼を担っている社債市場の活性化が必要との認識のもと、2010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。

この報告書を受けた日証協の具体的な取組みの一部については、本章後段を参照されたい。

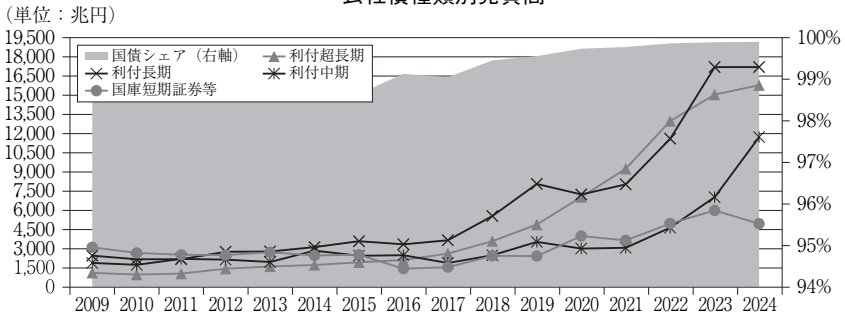
年度別の公社債売買代金（額面ベース）及び店頭売買シェアの推移



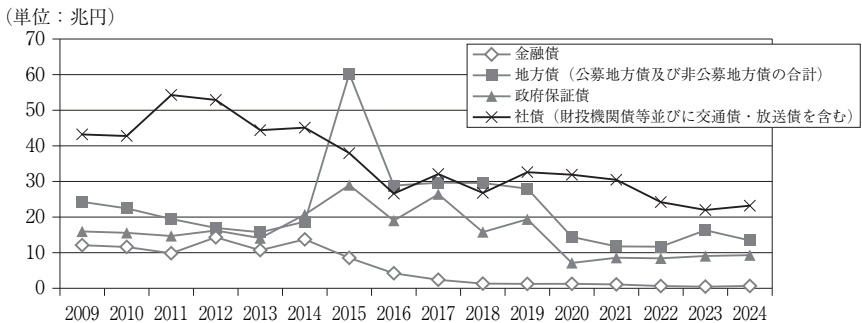
(注) 1. 現先売買高を含み、新株予約権付社債を除く。
 2. 売買代金は原則額面ベースだが、2018年5月以降の国債バスケット取引は約定金額ベース

[出所] 日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債店頭売買高、公社債種類別店頭売買高）及び日本取引所グループホームページ掲載の統計（売買高・売買代金）より作成

公社債種類別売買高



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



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

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

次に、売りと買いとをその差額で見ると、2018年度及び2019年度には、「その他」を除くすべての業態において公社債を買い越す動きが見られた。また、「その他」が恒常的かつ大幅に売越しとなっているのは、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が、2020年度は新型コロナ対策に係る2度の補正予算編成に伴い、国債発行額が大幅に増加したことから、「その他」の売越し額が大幅に増加しただけでなく、「都市銀行」や「非居住者」をはじめとする多くの業態において買越し額が大きく増加する要因となった。国債発行額は2021年度以降も歴史的に高い水準で推移しており、2025年度の国債発行計画においても前年度と比べ減少傾向にはあるものの、依然として極めて高い水準であるため「その他」以外の業態が買越しとなる傾向は継続すると見られる。

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)

| | 2015年度 | 2016年度 | 2017年度 | 2018年度 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年度 | 2023年度 | 2024年度 |
|--------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 都市銀行 | 12,709 <▲973> | 6,085 <1,064> | 10,231 <2,209> | 9,135 <352> | 10,077 <158> | 12,401 <3,259> | 17,232 <2,179> | 16,090 <1,143> | 12,491 <160> | 11,055 <363> |
| 地方銀行 | 3,480 <51> | 2,525 <▲80> | 1,640 <▲60> | 1,560 <16> | 1,476 <304> | 1,604 <517> | 1,809 <278> | 2,073 <▲36> | 1,815 <374> | 2,215 <587> |
| 信託銀行 | 10,861 <561> | 10,000 <299> | 10,074 <516> | 10,581 <422> | 12,231 <881> | 13,788 <1,964> | 15,544 <3,290> | 17,520 <2,142> | 18,172 <3,848> | 16,961 <3,520> |
| 農林系金融機関 | 1,000 <232> | 975 <240> | 980 <325> | 1,026 <230> | 1,040 <288> | 1,245 <408> | 1,346 <178> | 1,596 <121> | 1,160 <191> | 1,318 <▲74> |
| その他金融機関 | 2,128 <806> | 1,631 <578> | 733 <155> | 613 <109> | 545 <140> | 706 <244> | 1,108 <530> | 697 <55> | 698 <137> | 776 <300> |
| 生保・損保 | 1,956 <507> | 1,555 <404> | 1,507 <371> | 1,701 <406> | 1,880 <564> | 2,256 <728> | 2,418 <653> | 2,886 <581> | 2,222 <428> | 3,171 <500> |
| 投資信託 | 3,961 <2,284> | 2,139 <416> | 2,159 <240> | 2,499 <381> | 2,915 <519> | 3,639 <733> | 3,943 <945> | 5,003 <1,000> | 5,071 <690> | 5,706 <1,094> |
| 官庁共済 | 115 <15> | 84 <5> | 86 <7> | 82 <3> | 65 <5> | 109 <▲32> | 73 <11> | 76 <▲5> | 99 <▲2> | 88 <2> |
| 事業法人 | 320 <256> | 81 <40> | 98 <75> | 144 <94> | 180 <109> | 160 <120> | 135 <80> | 145 <115> | 189 <127> | 305 <253> |
| 非居住者 | 37,609 <21,575> | 36,466 <21,814> | 34,992 <21,208> | 40,444 <24,486> | 45,439 <23,939> | 54,653 <27,909> | 56,933 <27,534> | 75,656 <29,633> | 86,575 <29,485> | 84,623 <24,491> |
| その他 | 61,742 <▲24,673> | 56,869 <▲22,866> | 48,849 <▲24,303> | 46,837 <▲26,216> | 44,085 <▲26,874> | 70,883 <▲37,612> | 56,716 <▲36,974> | 59,952 <▲34,956> | 56,050 <▲37,243> | 49,702 <▲33,539> |
| 債券ディーラー | 142,679 <▲446> | 116,243 <▲465> | 117,185 <28> | 111,706 <34> | 111,984 <7> | 101,576 <▲135> | 100,652 <▲274> | 109,423 <▲22> | 105,626 <69> | 125,500 <53> |
| 合計(他の投資家を含む) | 281,281 <557> | 236,550 <1,490> | 230,135 <881> | 228,532 <474> | 233,708 <340> | 265,029 <▲799> | 259,940 <▲520> | 293,128 <305> | 292,223 <▲958> | 303,841 <▲1,292> |

(注) 現先売買を除き, 新株予約権付社債の売買を含まない。

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

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

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

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

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

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

公社債の市場別売買高等

(単位：100億円)

| | | 国債 | 新株予約権付社債 | その他 |
|--------|-----|-----------|----------|--------|
| 2015年度 | 取引所 | 0 | 30 | 0 |
| | 店頭 | 1,025,087 | 20 | 14,432 |
| 2016年度 | 取引所 | 0 | 18 | 0 |
| | 店頭 | 921,027 | 31 | 7,335 |
| 2017年度 | 取引所 | 0 | 6 | 0 |
| | 店頭 | 983,609 | 13 | 8,717 |
| 2018年度 | 取引所 | 0 | 4 | 0 |
| | 店頭 | 1,889,240 | 11 | 8,141 |
| 2019年度 | 取引所 | 0 | 3 | 0 |
| | 店頭 | 2,596,658 | 8 | 7,979 |
| 2020年度 | 取引所 | 0 | 4 | 0 |
| | 店頭 | 3,052,768 | 7 | 5,090 |
| 2021年度 | 取引所 | 0 | 1 | 0 |
| | 店頭 | 3,566,258 | 1 | 5,426 |
| 2022年度 | 取引所 | 0 | 1 | 0 |
| | 店頭 | 4,840,739 | 1 | 4,506 |
| 2023年度 | 取引所 | 0 | 0 | 0 |
| | 店頭 | 5,655,966 | 0 | 5,025 |
| 2024年度 | 取引所 | 0 | 0 | 0 |
| | 店頭 | 5,937,665 | 0 | 5,021 |

(注) 1. 取引所の売買高=取引所出来高×2

2. 店頭売買高には現先売買(2018年5月以降の国債バスケット取引(約定金額ベース)を含む)を含む。

〔出所〕 日本証券業協会ホームページ掲載の統計(公社債店頭売買高、公社債種類別店頭売買高)及び日本取引所グループホームページ掲載の統計(売買高・売買代金)より作成

主要公社債種類別現存額・銘柄数

| | | 国債 | 地方債 (公募) | 政保債・ 財投機関債 | 普通社債 | 新株予約 権付社債 | 金融債(利 付・割引) |
|---------|-----|-------|-------------|---------------|-------|--------------|----------------|
| 2015年度末 | 銘柄数 | 497 | 3,008 | 2,151 | 2,828 | 24 | 526 |
| | 現存額 | 901 | 59 | 69 | 57 | 0 | 11 |
| 2016年度末 | 銘柄数 | 506 | 3,059 | 2,244 | 2,961 | 26 | 428 |
| | 現存額 | 927 | 60 | 68 | 60 | 0 | 10 |
| 2017年度末 | 銘柄数 | 512 | 3,100 | 2,370 | 3,070 | 23 | 366 |
| | 現存額 | 948 | 60 | 68 | 60 | 0 | 9 |
| 2018年度末 | 銘柄数 | 516 | 3,152 | 2,505 | 3,269 | 17 | 364 |
| | 現存額 | 966 | 61 | 68 | 62 | 0 | 8 |
| 2019年度末 | 銘柄数 | 520 | 3,193 | 2,618 | 3,556 | 25 | 235 |
| | 現存額 | 978 | 62 | 68 | 70 | 0 | 7 |
| 2020年度末 | 銘柄数 | 536 | 3,261 | 2,779 | 3,769 | 23 | 223 |
| | 現存額 | 1,065 | 62 | 69 | 76 | 0 | 6 |
| 2021年度末 | 銘柄数 | 538 | 3,375 | 2,820 | 3,993 | 18 | 215 |
| | 現存額 | 1,096 | 64 | 67 | 82 | 0 | 5 |
| 2022年度末 | 銘柄数 | 539 | 3,462 | 2,843 | 4,161 | 16 | 206 |
| | 現存額 | 1,127 | 64 | 63 | 86 | 0 | 5 |
| 2023年度末 | 銘柄数 | 551 | 3,551 | 2,856 | 4,175 | 12 | 197 |
| | 現存額 | 1,147 | 64 | 60 | 91 | 0 | 5 |
| 2024年度末 | 銘柄数 | 556 | 3,644 | 2,898 | 4,291 | 12 | 197 |
| | 現存額 | 1,170 | 63 | 58 | 95 | 0 | 4 |

(注) 現存額の単位は兆円。2019年4月より集計方法が一部変更されている。

〔出所〕 日本証券業協会ホームページ掲載の統計(公社債発行額・償還額)より作成

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

これに関して、日証協では、投資者及び証券会社等が公社債の店頭売買を行う際の参考に資するため、「公社債店頭売買参考統計値発表制度」を創設し、公募公社債のうち一定の要件を満たす銘柄についての気配値（売り気配と買い気配の仲値）を毎営業日公表している。この制度は、1965年8月に当時の公社債引受協会が「事業債店頭気配」の発表を開始し、また、1966年3月には日証協の前身である東京証券業協会が「公社債店頭気配」の発表を開始したことに始まる。当時は戦後の国債の発行が開始された時期であり、公益及び投資者保護に資するため、国債の適正な価格形成と円滑な流通を図るべきという社会的な要請に応える形で本制度が開始されることとなった。その後、公社債市場を取り巻く情勢の変化などに合わせ、逐次の改善・見直しが図られており、公表銘柄数も制度開始当初の約300銘柄から、現在は約12,200銘柄と大幅に増加している。2002年8月には、本制度が公社債の店頭売買の参考に資するためのものであることを明確にするため、その名称を、従前の「公社債店頭基準気配」から「公社債店頭売買参考統計値」に改めるとともに、提供する情報を充実させることとし、平均値のみを発表する方法を改め、平均値、最高値、最低値及び中央値を発表することとした。

本制度は、その公表開始以来約60年を経ているところであるが、本来の目的である公社債の店頭売買の際の参考情報としての役割のほか、近年では、企業会計や税務会計における時価評価、各種取引における担保評価等に幅広く活用されるようになってきている。こうした利用方法の拡大を背景に、本制度については、より一層の信頼性の向上が求められており、2013年には社債に係る公社債店頭売買参考統計値制度を中心に見直しが行われ、2015年11月より見直し後の新制度の運用を開始した。

公社債店頭売買参考統計値発表制度

1. 概要

(1) 目的

日本証券業協会の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・見直しが行われる。

(2) 公社債店頭売買参考統計値の算出

指定報告協会員(2025年12月末現在、証券会社11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年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) |
| 2018年5月 ・国債取引に係る決済期間の短縮(T+1)化に伴う最終発表日の変更 | 同上 | 発表銘柄数…9,345銘柄 (2018年5月1日現在) |
| 2020年7月 ・一般債取引に係る決済期間の短縮(T+2)化に伴う最終発表日の変更 | 同上 | 発表銘柄数…10,423銘柄 (2020年7月13日現在) |

(注) 2002年8月5日報告分から公社債店頭売買参考統計値制度へ移行。

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

新制度における見直し内容のうち、主なものは次のとおりである。

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

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

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

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

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

公社債店頭売買参考統計値の発表までの流れ（イメージ）



指定報告協会の指定について

日本証券業協会は、指定報告協会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。

公社債店頭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 ・公表時間を1時間程度繰り下げ午後6時30分 | 社債、特定社債、円建外債 |
| ⑤売買参考統計値に対する理解の促進 | ・取引価格と乖離が生じるといった売買参考統計値の性質等について日証協 HP 等におけるより分かりやすい説明 | すべての債券 |

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

この制度は、証券会社から日証協に対する取引価格等の報告と、日証協による報告された取引価格等の公表により成り立っている。

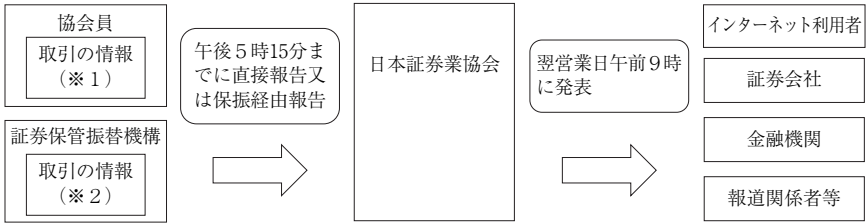
(1) 社債の取引情報の報告制度：日証協の自主規制規則において、証券会社（日証協の会員）に対して、社債の取引を行った場合の日証協への報告を義務付けた。報告対象となる社債は、①国内で募集又は売出しが行われたものであること、②国内発行であること、③払込元本、利金及び償還元本の全てが円貨であること等の全ての要件を満たす社債（ただし、短期社債、新株予約権付社債を除く。）である。また、報告対象となる取引には、①毎営業日報告されるもの（取引数量が額面1億円以上）と、②日証協への届出により月次の報告が可能なもの（取引数量が額面1億円未満。ただし、取引数量が額面1,000万円未満の取引は報告を省略可能。）があ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

(2) 社債の取引情報の発表制度：日証協では、対象となる社債の取引情報を証券会社から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しており、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）、⑧売買の別（証券会社の取引相手方における売りと買いの別）となっている。また、対象となる社債は「銘柄格付がAA格相当以上であるもの」及び「銘柄格付がA格相当で、発行額が300億円以上であるもの（劣後特約付きのもの及び残存年数が20年以上のものを除く。）」となっている。

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

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

社債の取引情報の報告・発表の流れ（イメージ）



(※1) 前営業日午後3時～当日午後3時にシステムにおいて処理（又は承認）されたもの
 (※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

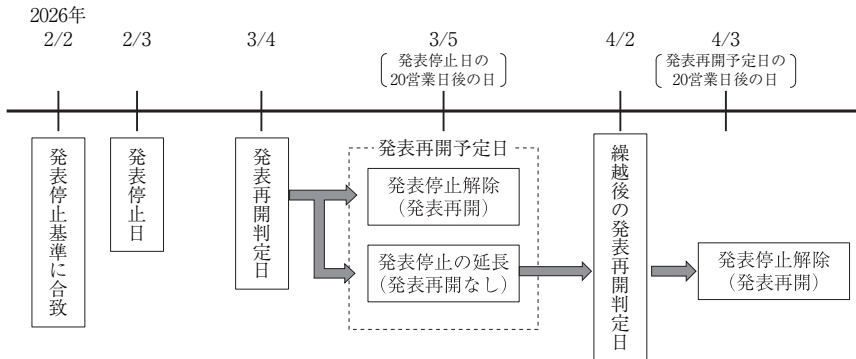
発表される情報

○2021年12月1日発表分

約定年月日：2021年11月30日

| 銘柄コード | 銘柄名 | 償還日 | 利率 | 売買の別 | 取引数量(額面金額ベース)5億円以上 | 取引数量(額面金額ベース)5億円未満 | 約定単価(円) | 【参考】売買参考統計値(平均値) |
|-----------|-------|-----------|-----|------|--------------------|--------------------|---------|------------------|
| 000039023 | 〇〇工業3 | 2027/9/20 | 1.9 | 売り | * | | 102.△△ | 102.09 |
| 000039023 | 〇〇工業3 | 2027/9/20 | 1.9 | 買い | | * | 102.×× | 102.09 |
| 000039023 | 〇〇工業3 | 2027/9/20 | 1.9 | 売り | | * | 102.●● | 102.09 |

発表停止と発表停止解除の例



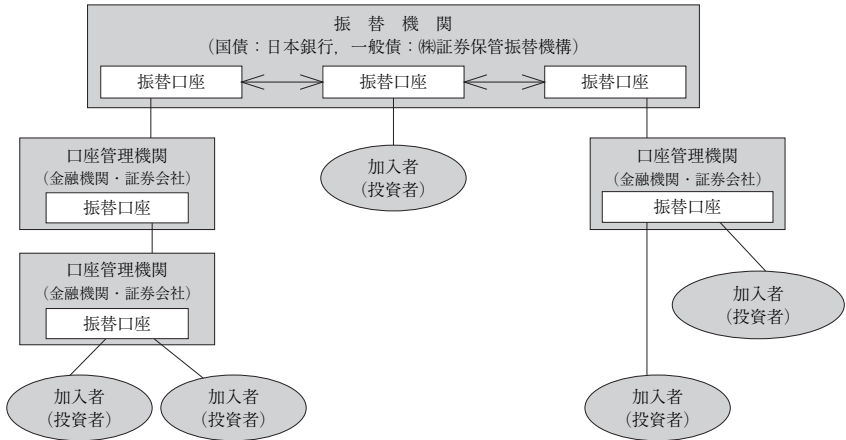
7. 公社債の振替決済制度 投資者が公社債を保有する形態としては、以前は、証券（券面）が発行される「現物債」や、証券は発行されず公社債毎に設けられた登録機関の登録簿に銘柄名や債権者の氏名等が登録される「登録債」のほか、国債に限っては、現物国債を日本銀行に寄託し、その取引に伴う受渡しは各証券会社等（口座管理機関）の帳簿上で管理する「振替国債」（1980年に創設）が存在していた。

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

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

なお、「証券決済システム改革法」の施行による本振替決済制度の創設と併せて、従来の「社債等登録法」は廃止されることとなった。

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)

| 年度 | | 引受 | | 償還・買入消却 | 振替 | (取扱銘柄数) 口座残高 |
|--------|----|------------|----|------------|-------------|-----------------|
| | | 件数 | 金額 | 金額 | 金額 | 金額 |
| 2015年度 | 件数 | 25,722 | | 30,604 | 524,130 | 53,825 |
| | 金額 | 31,146,061 | | 32,462,918 | 204,529,981 | 250,462,702 |
| 2016年度 | 件数 | 27,401 | | 28,040 | 349,226 | 58,288 |
| | 金額 | 41,737,175 | | 35,052,475 | 131,163,539 | 257,147,401 |
| 2017年度 | 件数 | 28,345 | | 27,238 | 287,072 | 63,087 |
| | 金額 | 34,276,788 | | 34,479,534 | 140,831,156 | 256,944,654 |
| 2018年度 | 件数 | 28,885 | | 26,163 | 289,272 | 68,826 |
| | 金額 | 36,439,329 | | 31,520,591 | 145,921,506 | 261,863,392 |
| 2019年度 | 件数 | 26,765 | | 26,564 | 318,896 | 74,569 |
| | 金額 | 37,743,822 | | 31,844,372 | 146,798,435 | 267,762,842 |
| 2020年度 | 件数 | 21,821 | | 25,775 | 300,113 | 77,900 |
| | 金額 | 41,438,860 | | 31,240,061 | 127,984,617 | 277,961,641 |
| 2021年度 | 件数 | 21,625 | | 26,606 | 279,406 | 79,698 |
| | 金額 | 34,443,264 | | 30,376,651 | 135,203,174 | 282,028,255 |
| 2022年度 | 件数 | 19,853 | | 27,238 | 278,021 | 79,759 |
| | 金額 | 29,526,381 | | 30,182,012 | 120,348,438 | 281,372,624 |
| 2023年度 | 件数 | 18,705 | | 29,391 | 258,430 | 76,935 |
| | 金額 | 31,747,907 | | 33,520,994 | 119,361,277 | 279,599,537 |
| 2024年度 | 件数 | 17,068 | | 29,556 | 270,417 | 72,040 |
| | 金額 | 31,341,335 | | 31,952,888 | 125,538,256 | 278,987,983 |

(注) 2006年1月10日より制度を開始。

〔出所〕 (株)証券保管振替機構ホームページ掲載の統計（一般債振替制度）より作成

公社債の決済制度の改革

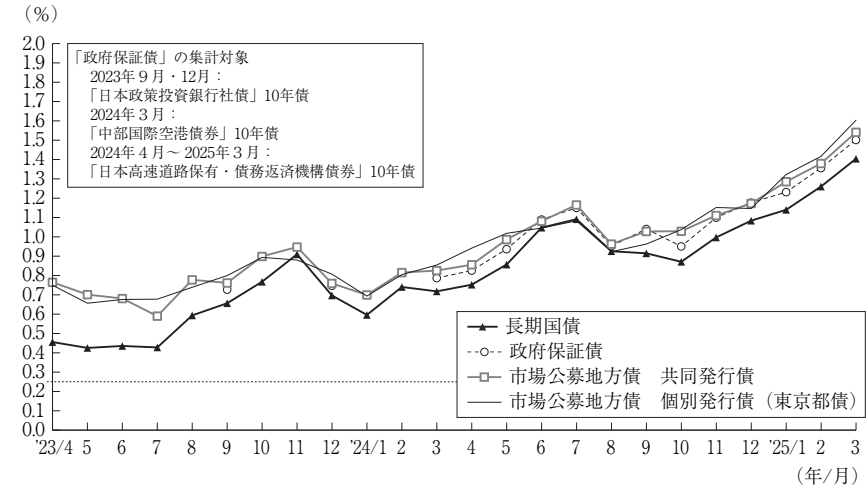
| 年 月 | 事 項 |
|----------|---------------------------------|
| 1994年4月 | 日銀ネットによる国債DVP取引開始 |
| 1997年4月 | T+3の国債ローリング決済開始 |
| 1999年10月 | T+3の一般債ローリング決済開始 |
| 2001年1月 | 国債取引のRTGS（即時決済）開始 |
| 2003年1月 | 社債等の振替に関する法律（公社債のペーパーレス化等を規定）施行 |
| 〃 | 国債のペーパーレス化による発行・取引開始 |
| 2004年5月 | 国債以外の公社債のDVP取引開始 |
| 2005年5月 | 国債について清算機関を通じた取引を開始 |
| 2006年1月 | 国債以外の公社債のペーパーレスによる発行・取引開始 |
| 2012年4月 | 国債取引に係る決済期間の短縮（T+2）化 |
| 2018年5月 | 国債取引に係る決済期間の短縮（T+1）化 |
| 2020年7月 | 国債リテール取引及び一般債取引に係る決済期間の短縮（T+2）化 |

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

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

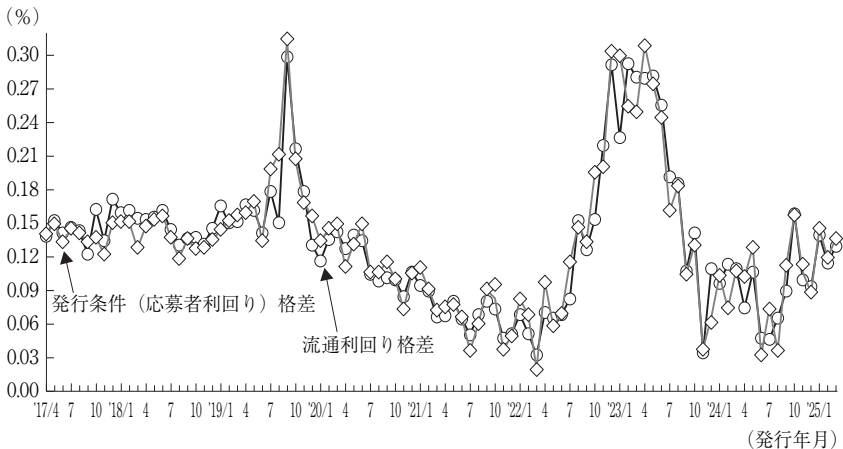
公社債の発行条件の実勢化は、信用度の異なる公社債間の比較においても進展してきた。例えば、政府保証債及び地方債の発行条件は、同月発行される10年長期国債の発行条件を参考にして決定されるが、過去には、これら3つの公社債間での発行条件格差が、そのときの流通実勢格差を反映しない状態があった。しかし、近年は投資者の間で、3つの公社債の信用度の違いを重視する動きが強まってきたこと等から、3つの公社債の発行条件の格差が流通実勢における格差を反映するようになってきたと言える。実勢化の進展は、近年、例えば政府保証債における競争入札（個別発行方式）による発行割合が増加していることからもうかがわれる。また、社債につ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

公社債発行条件（利回り）の推移



〔出所〕 財務省ホームページ掲載の統計（国債の入札結果）及び日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債発行銘柄一覧）より作成

共同発行地方債と国債の発行条件格差・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国債（10年最長期もの）のそれぞれの条件決定日前日の公社債店頭売買参考統計値（平均値：単利）の差
 2. 発行条件（応募者利回り）格差は、共同発行地方債－政府保証債（各10年債）

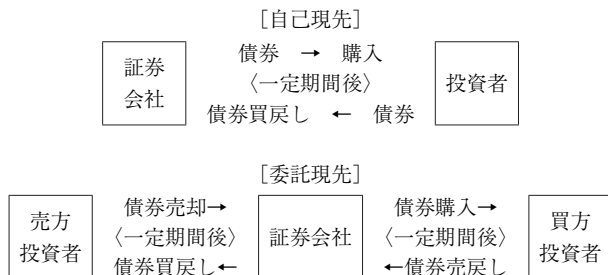
〔出所〕 日本証券業協会ホームページ掲載の統計（公社債発行銘柄一覧）及び公社債店頭売買参考統計値より作成

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

現先取引高は、年度によって増減はあるものの、短期の資金調達・運用手段としてのニーズを中心に、一定規模を維持している。現先取引残高は、1980年代後半には7兆円程度であったが、2007年度末には約50兆円まで増加した。その後、世界的な金融危機の影響等から減少する場面も見られたが、2010年以降は増加傾向にある。なお、2018年5月の国債取引に係る決済期間の短縮（T+1）化以降、現担レポから現先レポへの移行に伴って現先取引高及び現先取引残高は急激に増加しており、2024年度の現先取引高は約5京6,000兆円、2024年度末時点の現先取引残高は約300兆円の規模となっている。

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

債券現先売買の仕組み



公社債現先売買高・残高

(単位：100億円，%)

| 年度 | 公社債売買高 (A) | うち現先売買高 (B) | B/A | 現先残高 |
|------|---------------|----------------|------|--------|
| 2015 | 1,039,539 | 758,277 | 72.9 | 3,053 |
| 2016 | 928,393 | 691,841 | 74.5 | 3,344 |
| 2017 | 992,339 | 762,223 | 76.8 | 4,024 |
| 2018 | 1,897,392 | 1,668,849 | 88.0 | 11,642 |
| 2019 | 2,604,645 | 2,370,929 | 91.0 | 15,635 |
| 2020 | 3,057,865 | 2,792,828 | 91.3 | 14,841 |
| 2021 | 3,571,685 | 3,311,744 | 92.7 | 17,846 |
| 2022 | 4,845,247 | 4,552,117 | 94.0 | 21,462 |
| 2023 | 5,660,991 | 5,368,769 | 94.8 | 26,667 |
| 2024 | 5,942,686 | 5,638,845 | 94.9 | 29,991 |

(注) 1. 2018年5月以降の国債バスケット取引を含む。

2. 残高は年度末(3月末)時点

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

主要投資家別公社債現先売買残高

(単位：100億円)

| | 2015年度末 | | 2016年度末 | | 2017年度末 | | 2018年度末 | | 2019年度末 | | 2020年度末 | | 2021年度末 | | 2022年度末 | | 2023年度末 | | 2024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 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1,715 | 1,396 | 1,895 | 1,537 | 1,638 | 1,386 | 1,943 | 1,658 | 2,263 | 1,785 | 2,728 | 2,114 | 2,818 | 2,101 |
| その他金融機関 | 0 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 | 1,843 | 776 | 2,179 | 1,136 | 2,423 | 1,035 | 3,596 | 851 | 4,688 | 616 | 4,744 | 1,265 | 5,516 | 1,673 |
| 投資信託 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 27 | 0 | 14 | 0 | 26 | 0 | 21 | 0 | 21 | 0 | 128 | 0 | 169 | |
| 事業法人 | 0 | 4 | 0 | 3 | 0 | 3 | 0 | 2 | 0 | 2 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 2 |
| 非居住者 | 754 | 2,228 | 572 | 2,373 | 882 | 2,988 | 1,175 | 2,995 | 1,818 | 4,254 | 1,329 | 3,888 | 1,271 | 4,952 | 1,271 | 5,948 | 2,469 | 6,730 | 2,716 | 7,989 |
| その他 | 66 | 46 | 384 | 55 | 151 | 119 | 820 | 1,392 | 1,731 | 1,844 | 1,731 | 2,256 | 1,952 | 2,336 | 2,515 | 3,225 | 4,087 | 4,209 | 4,551 | 4,342 |
| 債券ディーラー | 2,233 | 774 | 2,383 | 914 | 2,991 | 913 | 6,088 | 5,054 | 8,012 | 6,846 | 7,719 | 6,250 | 9,084 | 8,027 | 10,726 | 9,867 | 12,638 | 12,220 | 14,390 | 13,716 |
| 合計 | 3,053 | 3,053 | 3,344 | 3,344 | 4,024 | 4,024 | 11,642 | 11,642 | 15,635 | 15,635 | 14,841 | 14,841 | 17,846 | 17,846 | 21,462 | 21,462 | 26,667 | 26,667 | 29,991 | 29,991 |

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

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

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

(1) リスク・コントロール条項：取引期間中の債券価格の変動によって担保の過不足が生じないように、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）：取引契約に使用する単価が約定時点の債券の時価を一定率下回る仕組みを採用し、取引期間中に債券の時価が多少下落した場合でも、担保価値が不足することを回避する。

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

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

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

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

新現先取引の仕組み

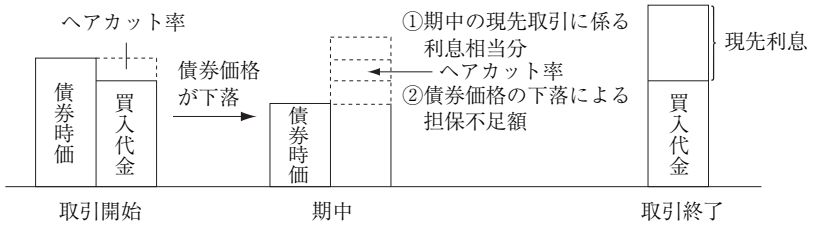
1. 取引開始（スタート時）



- ・債券の買手の買入代金

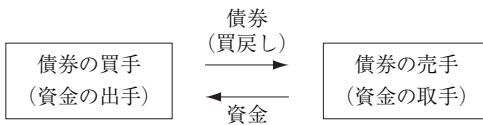
$$[\text{取引時点の債券時価} \div (1 + \text{ヘアカット率})] \times \text{取引数量}$$

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

$$\text{取引開始時点における債券の買手の買入代金} + \text{現先利息}$$

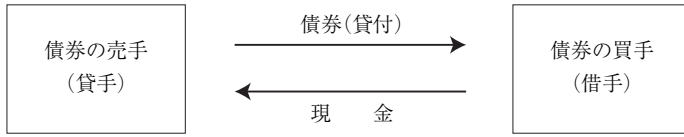
11. 公社債の貸借取引 債券の貸借取引は、債券の空売り（債券を保有せずに売却すること）等を行い、その受渡しまでに当該債券の買戻しを行わない場合に、受け渡すべき債券を手当て（借入れ）するために行われる。また、債券の貸借取引の担保として現金を利用する場合は、現先取引と同様に短期の資金調達・資金運用のために行われるものもある。また、貸借取引を利用することにより、債券を保有していない状態でも売却（空売り）の約定が可能となるため、公社債市場の流動性の向上が見込まれることになる。

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

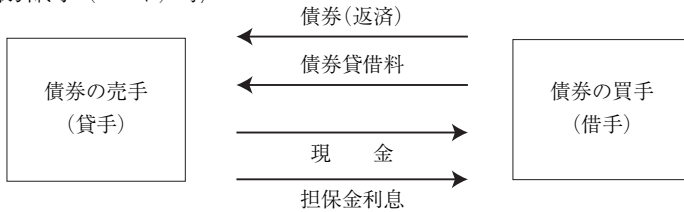
債券の貸借取引の法律上の性格は消費貸借とされているため、対象物の消費を目的として借入れを行い、返済時には借り入れた債券そのものではなく、同種・同量の債券を返済すればよい取引である。債券の貸借取引は、その担保の有無により「有担保取引」と「無担保取引」とに区分でき、更に有担保取引は、担保の種類によって「現金担保付取引」と「代用有価証券担保付取引」とに区分できる。また、現金担保付取引には、債券の貸借に主眼を置き銘柄を特定するSC取引（特定銘柄取引）や、資金調達に主眼を置き銘柄を特定しないGC取引（非特定銘柄取引）等がある。債券の貸借取引の市場規模（借入残高ベース）は、現金担保付取引が実質的に可能となった1996年以降、長く拡大傾向を示してきており、1996年度末の34兆円程度（うち現金担保分約17兆円）から、2017年度末には約139兆円（うち現金担保分約129兆円）まで増加したが、足下では現先取引への移行が進んだため、2024年度末には約90兆円（うち現金担保分約77兆円）に減少している。

債券貸借（現金担保）取引の仕組み

〈取引開始（スタート）時〉



〈取引終了（エンド）時〉



債券貸借取引の担保別取引残高（受渡し・額面ベース）

（単位：100億円）

| | 債券貸付 | | | | 債券借入 | | | |
|---------|--------|----------|-------|--------|--------|----------|-------|--------|
| | 有担保取引 | うち現金担保取引 | 無担保取引 | 計 | 有担保取引 | うち現金担保取引 | 無担保取引 | 計 |
| 2015年度末 | 9,680 | 9,454 | 450 | 10,130 | 9,680 | 9,454 | 450 | 10,130 |
| 2016年度末 | 12,316 | 12,178 | 428 | 12,744 | 12,316 | 12,178 | 428 | 12,744 |
| 2017年度末 | 13,093 | 12,903 | 806 | 13,899 | 13,093 | 12,903 | 806 | 13,899 |
| 2018年度末 | 5,536 | 5,370 | 846 | 6,382 | 5,536 | 5,370 | 846 | 6,382 |
| 2019年度末 | 5,589 | 5,419 | 1,160 | 6,749 | 5,589 | 5,419 | 1,160 | 6,749 |
| 2020年度末 | 5,232 | 5,041 | 1,040 | 6,273 | 5,232 | 5,041 | 1,040 | 6,273 |
| 2021年度末 | 5,645 | 5,413 | 919 | 6,564 | 5,645 | 5,413 | 919 | 6,564 |
| 2022年度末 | 7,347 | 7,101 | 760 | 8,108 | 7,347 | 7,101 | 760 | 8,108 |
| 2023年度末 | 6,926 | 6,702 | 883 | 7,808 | 6,926 | 6,702 | 883 | 7,808 |
| 2024年度末 | 8,013 | 7,733 | 965 | 8,978 | 8,013 | 7,733 | 965 | 8,978 |

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

第7章 投資信託

1. 概説 投資信託は、多くの投資者から資金を集めて大きな基金（ファンド）をつくり、運用の専門家が株式や債券など国内外の多様な資産で運用し、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。

投資者にとっては、自身の投資資金が少額でも、大きな規模で効率的に運用されるため、コスト面での優位性（規模の経済性）が得られる。また、一つの商品で様々な資産に投資されるためリスクの分散が図れるほか、専門家による情報収集や分析といった優位性を享受できる点も大きなメリットである。ただし、収益は運用成績に応じて変動するため元本は保証されていない。市場には、安定性を重視したものから、高いリスクをとって大きな収益を狙うものまで多様な商品がある。

日本の投資信託制度の枠組みは「投資信託及び投資法人に関する法律」で規定されている。また運用会社（投資信託委託会社）の行為規制等には「金融商品取引法（金商法）」において定められ、さらに自主規制機関である投資信託協会（2026年4月に日本投資顧問業協会と合併し、資産運用業協会となる予定）の規則によって投資者保護が図られている。

投資信託は、国民の資産形成手段であると同時に、集めた資金を市場へ供給し、企業の資金調達を支えるという国民経済的な意義も有する。また、機関投資家として市場の合理的な価格形成に寄与する機能も担っている。

わが国の公募証券投資信託の純資産残高は、近年拡大している。世界金融危機後に回復して2015年年央に100兆円に達した後、2022年に一時減少したものの、2023年から再び増加に転じた。特に2024年開始の新しいNISAを契機に「貯蓄から資産形成へ」の流れが本格化し、純資産残高は急拡大、2025年6月末には250兆円を突破した。家計の金融資産に占める投信比率も上昇している。

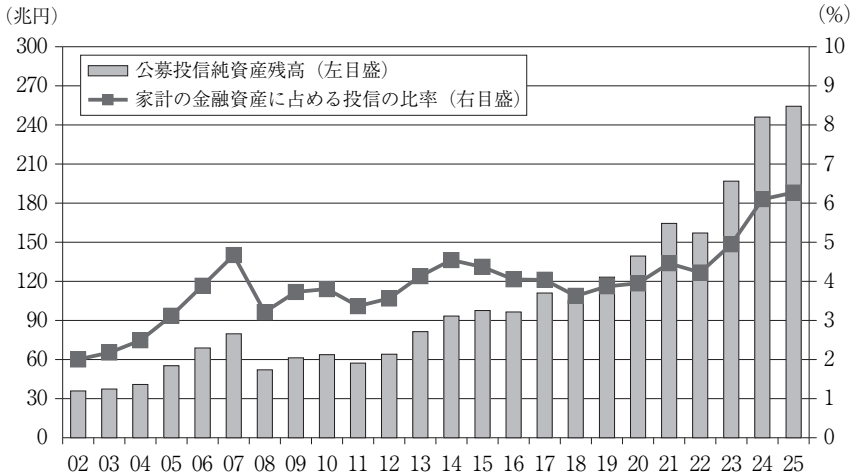
世界の公募投資信託の残高は2024年末時点で68.5兆ドルに達するが、日本のシェアは2.3%にとどまる。国内市場は急成長を遂げているが、国際的に見ればまだ拡大の余地は大きい。新しいNISAの普及等を背景に、投資信託は個人の安定的な資産形成を支える中核的な金融商品として、今後一層その重要性を増していくと期待される。

投資信託の概念



[出所] 「わかりやすい投資信託ガイド」(投資信託協会)

公募投信残高と個人金融資産に占める比率の推移



(注) 25年は6月末現在(家計金融資産に占める比率は6月末速報)

[出所] 投資信託純資産残高は投資信託協会、家計金融資産に占める投信の比率は日本銀行資金循環統計より筆者作成

2. 投資信託の歴史 集団投資スキームとしての投資信託は、19世紀後半に英国で生まれて以来、世界各国で多様な形態で発展してきた。わが国における現在の投資信託制度は、1951年6月の「証券投資信託法」施行に始まる。当時の投資信託は、信託形態をとる契約型の単位型株式投資信託であった。これは、欧米のように投資家の自然なニーズから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や、戦後復興期の産業資金調達といった政策的目的のために導入されたという特徴を持つ。

制度発足後、投資家保護を目的とした法改正が重ねられた。特に、証券恐慌後の1967年には、投資信託委託会社の受益者に対する忠実義務の明確化や禁止行為規定の強化が行われた。1990年代後半の金融ビッグバンは、投資信託のあり方を大きく変える転機となった。1998年の「金融システム改革法」に伴う大改正では、欧米で主流の会社型投資信託が導入されるとともに、ファンドの設立は承認制から届出制に移行され、投資信託委託会社による運用指図を外部に委託することが可能となった。また、銀行等の金融機関による窓口販売が全面解禁され、販売チャンネルが拡大した。これらの改正により、多様な運用戦略を持つ投資信託が次々と設定され、競争が促進されることとなった。

2000年代に入ると、投資対象の多様化が進んだ。2000年の法改正では、投資対象が不動産にも拡大され、「不動産投資信託（J-REIT）」が誕生した。これに伴い、法律名も「投資信託及び投資法人に関する法律」に改められた。2007年には「金融商品取引法」が施行され、投資信託に関する誠実義務や顧客への説明義務といった行為準則が同法に移管されるなど、より包括的で横断的な投資家保護の枠組みが整備された。

近年、個人の資産形成における投資信託の役割は一層重要になっている。NISA（少額投資非課税制度）やiDeCo（個人型確定拠出年金）といった税制優遇制度が拡充され、多くの個人投資家がこれらの制度を通じて投資信託を購入するようになった。こうした状況を受け、販売会社等には、顧客の利益を最優先する「顧客本位の業務運営」が一層強く求められている。金融庁は手数料の分かりやすい開示を促すなど、投資家がより良い商品を選びやすい環境作りも進めている。投資信託が国民の安定的な資産形成に真に貢献するため、制度と運用の両面から健全な市場の発展に向けた環境整備が今後も重要である。

日本の投資信託の歴史（戦後）

| 制 度 | 商 品 | 販 売 | 運 用 |
|--|---|----------------------------|--|
| 証券投資信託法施行 (1951) | 単位型株式投信でスタート (1951) 追加型株式投信発足 (1952) | 証券会社で販売 | 国内株中心 |
| 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) | 中期国債ファンド発足 (1980) | 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) | | | |
| 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(J-REIT)発足 (2001) | | |
| 確定拠出年金制度開始 (2001) | 現物拠出型 ETF 上場 (2001) | 金融商品販売法施行 (2001) | 一部の MMF が元本割れ (2001) |
| 投資顧問業法の改正により証券会社によるファンドラップ等投資一任業務が解禁 (2004) | | 郵便局での投信販売開始 (2005) | |
| 金融商品取引法施行 (2007) | 毎月分配型投信が人気 | | 運用対象資産として商品が加わる (2008) 日銀ETF買い開始(2010) 信用リスク規制の導入 (2014) |
| NISA 開始 (2014) | | | |
| つみたて NISA 開始 (2018) | | 金融庁が顧客本位の業務運営を推進 (2017) | マイナス金利で MMF 残高ゼロに (2017) |
| 2024年以降の NISA の拡充・恒久化・無期限化を決定 (2022) | アクティブ運用型 ETF 上場 (2023) | 重要情報シートの導入 (2021) | |

〔出所〕 杉田浩治氏及び明田雅昭氏作成資料に筆者が加筆

3. 投資信託の形態 投資信託は、その設立形態により「契約型」と「会社型」に大別される。

契約型投資信託は運用会社と信託銀行の信託契約に基づき組成される形態で、日本の投資信託の大半を占める。契約型は「委託者指図型」と「委託者非指図型」に分かれるが、主流は前者である。

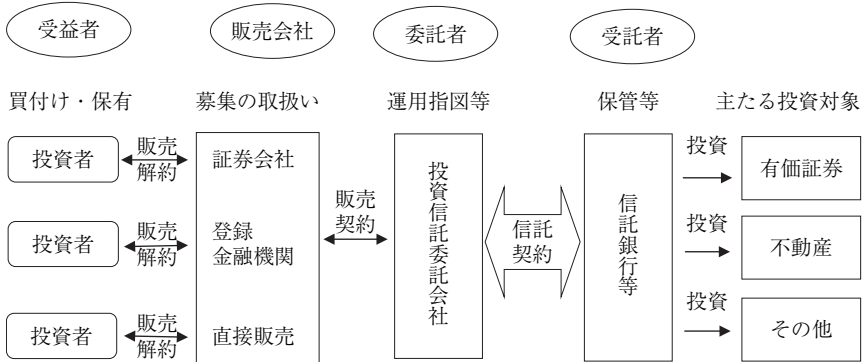
委託者指図型は、以下の三者で構成される（次頁上図参照）。委託者（投資信託委託会社）は、ファンドを企画し、信託約款の作成や当局への届出、受託者への信託財産の運用指図を行い、受益者向けに運用報告書も作成する。受託者（信託銀行など）は委託者の指図に基づき信託財産の売買や保管・管理を行い、信託財産は分別管理される。受益者（投資者）は投信を購入した投資家であり、運用成果を分配金や償還金として受け取る権利を持つ。

一方、委託者非指図型は、受託者が指図を受けずに自己の判断で運用する形態である。

会社型投資信託（投資法人）では、資産運用を目的とする「投資法人」を設立し、株式会社に近い形態で運営される（次頁下図参照）。投資者は投資法人が発行する投資証券を購入して「投資主」となる。投資主は株式会社の株主のように、投資主総会での議決権を持つ。ただし、投資法人自身は資産運用の器であり、実際の運用や資産保管、事務などの行務は、外部の専門機関へ委託することが法律で定められている。代表例として、不動産を対象とするJ-REIT（不動産投資信託）や、インフラ施設を対象とするインフラファンドが挙げられる。

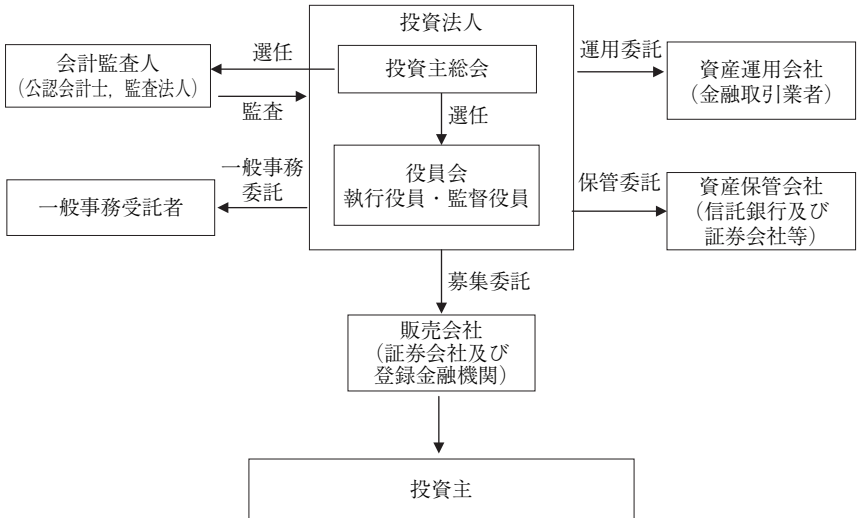
設立形態とは別に、投資家が資金を換金する方法の違いによっても分類される。これは投資信託の流動性に関わる重要な区分である。オープンエンド型は投資者からの買取請求に対して、時価により信託財産を取り崩して応じるタイプであり、クローズドエンド型は買取請求に応じないタイプである。後者の場合、投資家が換金できるよう、多くは証券取引所に上場され、市場価格で売買される。J-REITやETF（上場投資信託）がこれにあたる。一般に、日本の契約型はオープンエンド型、会社型はクローズドエンド型（上場）として運営されている。

委託者指図型投資信託の運営の仕組み



〔出所〕 投資信託協会『日本の投資信託2014』掲載図を一部修正

投資法人の運営の仕組み



〔出所〕 投資信託協会『日本の投資信託2014』

4. 投資信託の商品分類 わが国における広義の投資信託の全体像は次頁の図のように整理され、このうち、運用残高の多い契約型証券投資信託（網掛け部分）については以下のような区分で分類されている。

募集対象による分類：公募投信と私募投信 投資信託は、その募集対象によって「公募投信」と「私募投信」に大別される。不特定多数の投資家を対象とするのが公募投信であり、証券会社などを通じて一般の個人投資家が購入する投資信託がこれに該当する。一方、特定の機関投資家や50名未満の少数の投資家に限定して募集されるのが私募投信である。私募投信は公募投信に比べて運用に関する規制が緩やかで、投資家のニーズに応じた柔軟な商品設計が可能であるという特徴を持つ。

設定・換金方法による分類：追加型と単位型 資金の受け入れ方法によって「追加型（オープン型）」と「単位型（ユニット型）」に分けられる。追加型は、ファンドの設定後も運用期間中であればいつでも時価で購入できるタイプで、現在の主流である。これに対し、単位型は当初の募集期間のみ購入可能で、運用開始後の追加購入はできない。

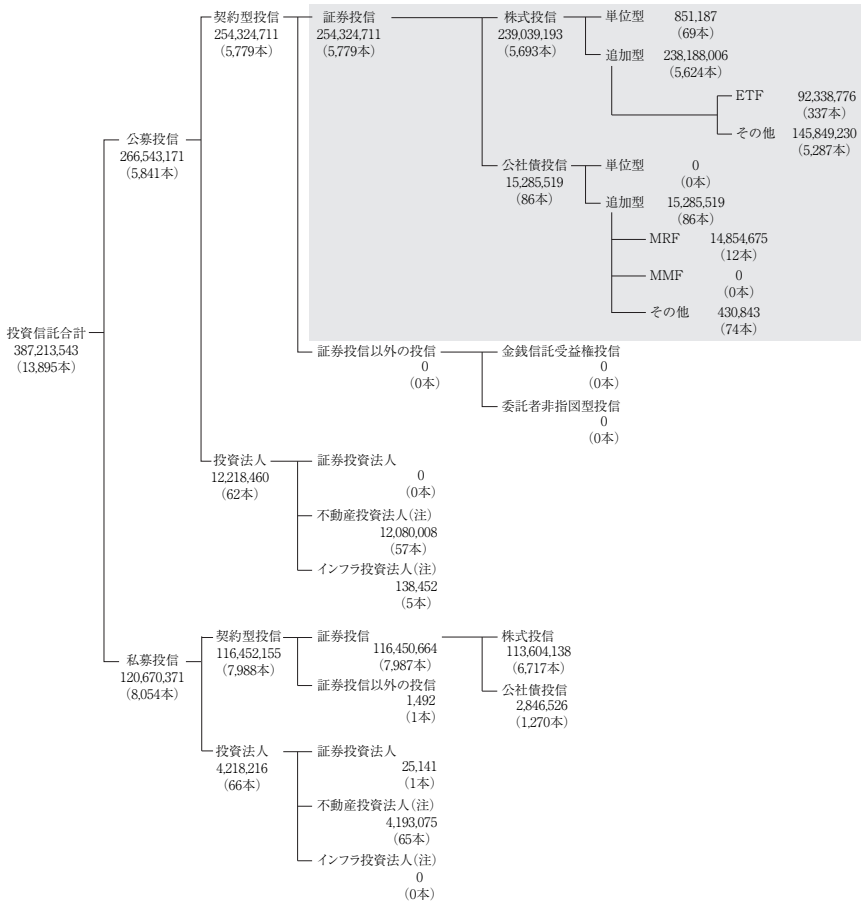
投資対象資産による分類 投資信託がどのような資産に投資するかは、その収益性とリスクを決定づける最も重要な要素である。投資信託協会ではファンドの投資対象に応じて「株式」「債券」「資産複合」などに商品分類を定めており、各ファンドの目論見書にはどの分類に属しているか記載されている。

税法上の区分：株式投資信託と公社債投資信託 日本の税法では、約款上株式を組み入れることが可能か否かによって「株式投資信託」と「公社債投資信託」に区分される。株式を一切組み入れず、公社債や短期金融商品のみで運用されるのが公社債投信である。それ以外は、実際に株式を組み入れているかどうかにかかわらず株式投資信託に分類される。公社債投資信託（日々決算型を除く）では日々の追加設定ができないなどの制約から、投資対象が債券のみのファンドであっても、株式投資信託として設定されることも多い。

取引所に上場されている投資信託：上場投資信託（ETF） 追加型投信のうち、取引所に上場され、株式と同様に取引時間中にリアルタイムで売買できるものをETF（Exchange Traded Fund）と呼ぶ。ETFについては、次節で詳しく説明する。

広義の投資信託の全体像（純資産総額，ファンド本数）
2025年6月末

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



(注) 網掛けは契約型証券投資信託を示す。
不動産投資法人及びインフラ投資法人は前月（ひと月遅れ）のデータ。
【出所】 投資信託協会

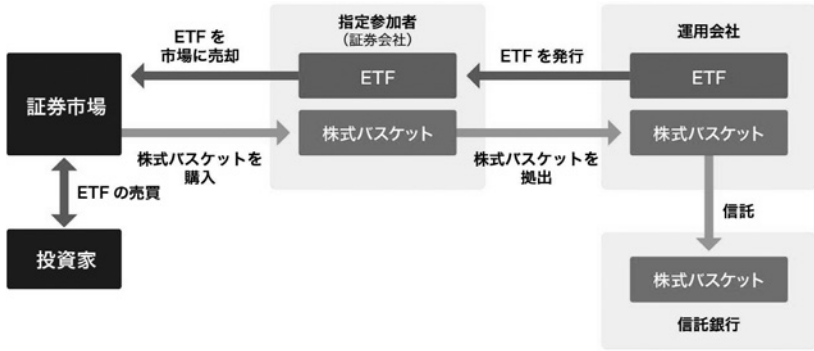
5. ETF（上場投資信託） ETF（Exchange Traded Fund）は、金融商品取引所に上場している投資信託で、上場投資信託とも呼ばれる。一般の投資信託が1日1回算出される基準価額で取引されるのに対し、ETFは株式と同様に取引所の取引時間中需給に応じて変動する市場価格でリアルタイムに売買できる点が大きな特徴である。そのため、投資家は価格を指定した指値注文や信用取引も可能で、機動的な取引ができる。また、一般の投資信託に比べ信託報酬率が低い傾向にあり、構成銘柄が開示され透明性が高いこともメリットといえる。

ETFの組成・交換は、原則として現物の有価証券バスケットとETFの受益証券を交換する「現物設定・現物交換」で行われる。これは指定参加者と呼ばれる証券会社などの機関投資家が、対象指数を構成する銘柄群（現物バスケット）を市場で調達し、それと引き換えに運用会社からETFの受益証券を受け取る仕組みである。この仕組みがあるため、ETFの市場価格と、その価値の裏付けとなる基準価額との間に価格差が生じた際に裁定取引が働き、価格の乖離が小さく保たれる。なお、海外資産などを対象とし現物での交換が困難な一部のETFでは、現金による設定・解約も行われている。

わが国のETF市場は、長らく日経平均株価やTOPIXといった国内の主要株価指数に連動するパッシブ（インデックス）運用型の商品が中心であった。しかし近年では、その投資対象がJ-REIT（不動産投資信託）や外国株式など国内株式以外にも広がり、さらに日々の目標リターンが指数の変動率の数倍や逆になるように設計されたレバレッジ・インバース型などの商品も加わるなど、多様化が進展した。さらに2023年9月には、特定の連動対象指標を持たず、ファンドマネージャーが独自の戦略で銘柄を選定し、市場平均を上回るリターンを目指すアクティブ運用型ETFが日本で初めて上場した。これにより、ETFが持つリアルタイム性といった利点を享受しつつ、専門家によるアクティブな運用戦略への投資も可能となり、投資家の選択肢はさらに広がった。

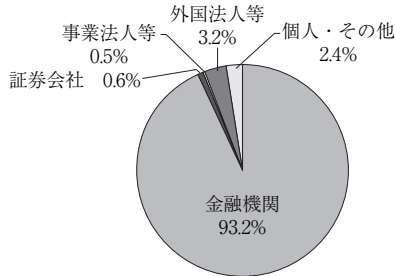
日本のETF市場は、2013年からの日銀によるETF買い入れで急拡大し（保有額は一時市場の8割超）、価格形成への影響も指摘された。その後、日銀は政策を転換し、2024年3月に新規買い入れを終了、2025年9月には保有ETFの長期的な売却方針を発表した。最大の買い手だった日銀の方針転換は、今後の市場の需給に大きく影響するため、その動向が注目される。

現物拋出型ETFの仕組み（株式拋出型ETFの例）



〔出所〕 投資信託協会

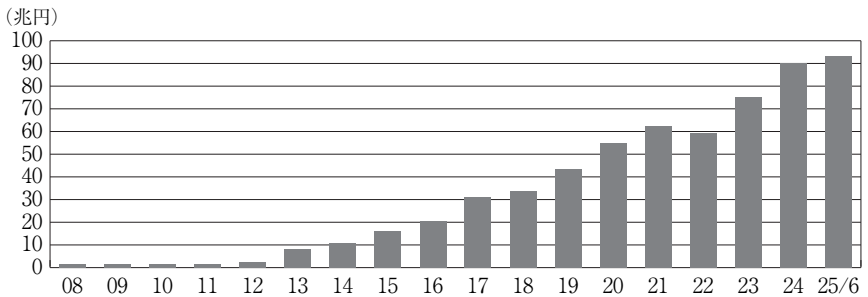
ETFの投資部門別保有割合（2024年7月）



〔注〕 金融機関保有分の中に日本銀行の保有分が含まれている。

〔出所〕 日本取引所グループ「ETF 受益者情報調査」より筆者作成

ETF（内国ETF）の純資産総額



〔出所〕 日本取引所グループ「調査月報」より筆者作成

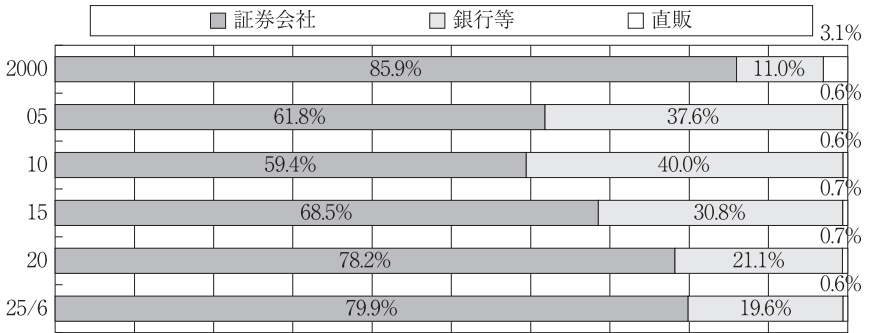
6. 投資信託の販売 日本の投資信託の販売は、1998年に銀行が、2005年10月から郵便局の参入によって、証券会社の独占状況が終わり、販売網が全国に拡大した。金融機関経由の公募投信の残高シェアは2000年代後半に一時40%を超えたが、ネット証券の台頭もあり2025年6月現在で19.6%に低下している。一方、主に機関投資家向けの私募投信は残高シェアが80%を超え、市場で大きな存在感を持つ。なお、投信委託会社による直接販売のシェアは公募投信の場合、過去20年間0.6～0.7%と低水準での推移が続いている。

販売方法も、従来の対面に加えインターネット取引が大きく伸長している。2024年の日本証券業協会の調査によれば、投資信託の購入場所は「金融機関の店頭」(34.9%)が最多であったが、「証券会社のインターネット取引」(31.7%)と「証券会社の店頭」(27.8%)がそれに続いている。依然として対面での販売が一定のシェアを占める一方、ネット取引の利用が拡大していることがわかる。また「金融機関のインターネット取引」も11.2%となっており、オンラインでの購入が一般化している。

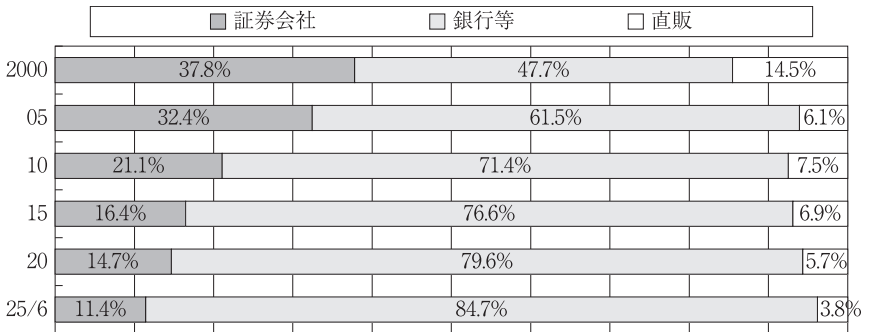
販売会社は「金融商品取引法（金商法）」や日本証券業協会等の諸規則に基づき、厳格な投資家保護ルールを遵守する義務を負う。具体的には、顧客の状況に照らして不適当な勧誘を禁じる「適合性の原則」、リスク等を説明する「説明義務」、断定的判断の提供などの「禁止行為」に関する規定の遵守、「誠実公正義務」などが課されている。銀行等の預金取扱い金融機関が販売する際は、預金との誤認防止措置も必須とされる。近年の動きとして、2021年からは商品比較を容易にする「重要情報シート」の活用が推進されている。さらに2024年には「顧客本位の業務運営に関する原則」にプロダクトガバナンスの項目が追加された。これに基づき販売会社は、運用会社のプロダクトガバナンス向上のための取組みを把握して商品選定に活用し、販売後の顧客情報等を運用会社と共有するなど、製販一体で顧客の最善の利益を図る態勢構築が求められる。

投資信託の販売手数料は、1998年に自由化されるまでファンドごとに一律であった。自由化以降は販売会社間の競争が働き、同一ファンドでも販売会社で手数料が異なるようになった。手数料の引き下げも進んでおり、特にインターネット専門の証券会社では、投資信託の販売手数料を無料としている場合も多く、投資家のコスト意識も変化させた。

公募投信全体の販売チャネル別残高構成の変化

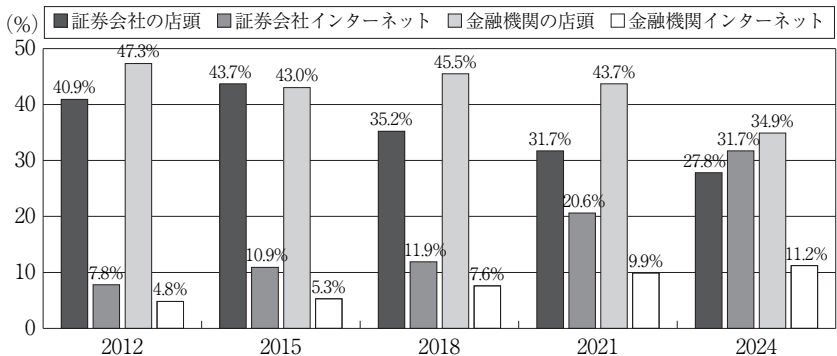


私募投信全体の販売チャネル別残高内訳の変化



〔出所〕 上掲のいずれも投資信託協会データより筆者作成

個人投資家の投資信託の購入場所



〔出所〕 「証券投資の全国調査 (2012～2024年, 3年おき)」 (日本証券業協会) より筆者作成

7. 投資信託の運用 投資信託の運用において、専門家である運用会社は、投資家から集めた資金をひとまとめにし、投資方針に従って株式や債券などに投資することで収益の獲得を目指す。運用スタイルは「パッシブ運用」と「アクティブ運用」に大別され、それぞれが市場で異なる経済的意義を持つ。

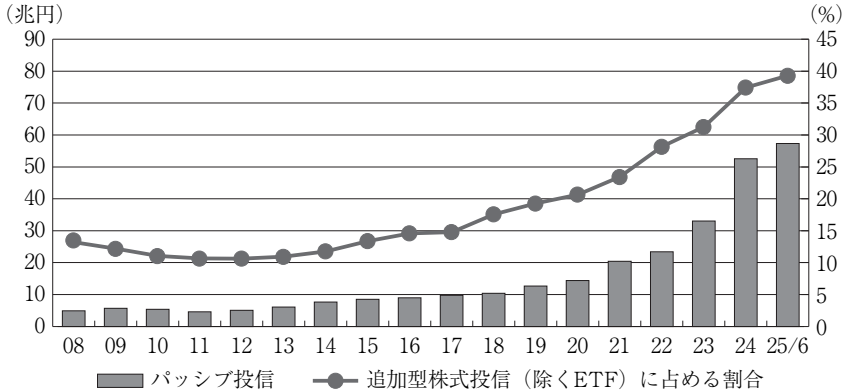
パッシブ運用は、日経平均株価等の市場指数に連動する成果を目指す。市場ではすべての情報が瞬時に価格へ反映されるため、それを上回る成果を安定的に得ることは困難であるとする「効率的市場仮説」を理論的背景とし、個別銘柄調査を省くことで信託報酬を低く抑えられる。投資家は低コストで市場全体の成長を享受でき、長期的な資産形成の選択肢として、次頁の資料が示すようにその残高は近年急拡大し、追加型株式投信の4割を占める。

一方、アクティブ運用は、市場の非効率性を前提に、ベンチマークを上回る超過収益の獲得を目指す。ファンドマネージャー等が独自の調査で割安な銘柄や成長企業を発掘し、投資する。この活動は、イノベーションを担う企業に資金を供給し、市場の「価格発見機能」を高めることで、経済全体の効率的な資源配分を促す役割を担う。

こうした運用を担う運用会社は、受託者として厳格な法的規律に服する。その根幹をなすのが「善管注意義務」と「忠実義務」である。これらを実質的に担保するため、金融商品取引法は、利益相反につながる行為を具体的に禁止している。例えば、運用会社自身の利益を図る自己取引や、運用財産相互間（ファンド間）の取引（一部を除く）、運用会社の親会社やグループ会社の利益を図るための不必要な取引などが禁じられている。さらに投資信託法や投資信託協会の自主規制ルールによっても、個別の投資対象や信用リスク管理に関する多層的な規律が設けられ、投資家保護の徹底が図られている。

そして、この受益者への責任を全うするための積極的な活動として、運用会社は投資先企業の株主としての責務も負う。「責任ある機関投資家の諸原則」に基づき、企業との対話や議決権行使を通じて企業統治の改善を促し、企業価値の向上を図る。次頁の資料が示す通り、特に株主価値を毀損しうる役員退職慰労金や買収防衛策の議案には、運用会社が高い反対比率で臨んでおり、市場において経営を規律する役割を担っている。これは、受託者として最終的に受益者の利益に貢献するための重要な責務である。

公募パッシブ投信の純資産残高



〔出所〕 野村総合研究所

投資信託委託会社の株主総会における国内株式議決権行使状況 (2024年6月迄の1年間)
 一 会社提案の議案に対する行使状況, 国内株式を運用対象としている70社合計一

| 議案名称 | | 賛成 (A) | 反対 (B) | 棄権 (C) | 白紙委任 (D) | 反対棄権計 (E) (B+C) | 議案数合計 (F) (A+E+D) | 反対等行使比率 (E/F) % |
|--------------------------|-------------------------------------|---------|--------|--------|----------|-----------------|-------------------|-----------------|
| 会社機関に関する議案 | 取締役の選解任 | 332,770 | 47,813 | 68 | 11 | 47,881 | 380,662 | 12.6% |
| | 監査役の選解任 | 37,909 | 5,166 | 5 | 0 | 5,171 | 43,080 | 12.0% |
| | 会計監査人の選解任 | 832 | 20 | 0 | 0 | 20 | 852 | 2.3% |
| 役員報酬に関する議案 | 役員報酬(※1) | 16,479 | 1,559 | 0 | 0 | 1,559 | 18,038 | 8.6% |
| | 退任役員の退職慰労金の支給 | 308 | 1,059 | 0 | 0 | 1,059 | 1,367 | 77.5% |
| 資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く) | 剰余金の処分 | 28,998 | 1,273 | 6 | 1 | 1,279 | 30,278 | 4.2% |
| | 組織再編関連(※2) | 494 | 29 | 0 | 0 | 29 | 523 | 5.5% |
| | 買収防衛策の導入・更新・廃止 その他資本政策に関する議案(※3) | 27 | 721 | 1 | 0 | 722 | 749 | 96.4% |
| 定款に関する議案 | | 9,232 | 473 | 0 | 1 | 473 | 9,706 | 4.9% |
| その他の合計 | | 159 | 30 | 0 | 0 | 30 | 189 | 15.9% |
| 合計 | | 428,400 | 58,241 | 80 | 13 | 58,321 | 486,734 | 12.0% |

※1…役員報酬改定, ストックオプションの発行, 業績連動型報酬制度の導入・改訂, 役員賞与等

※2…合併, 営業譲渡・譲受, 株式交換, 株式移転, 会社分割等

※3…自己株式取得, 法定準備金減少, 第三者割当増資, 資本減少, 株式併合, 種類株式の発行等

〔出所〕 「日本版スチュワードシップ・コードに関するアンケート調査の結果について」(令和7年5月, 投資信託協会)

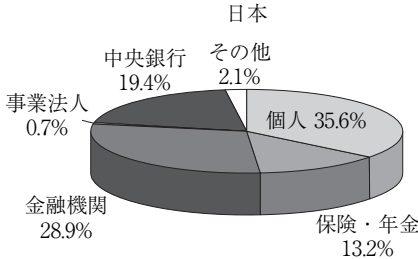
8. 投資信託の顧客層 日本の投資信託の保有者構成（2024年末時点、保有額ベース）は、個人35.6%、金融機関28.9%、中央銀行19.4%、保険・年金13.2%となっている。米国では個人が58.6%、保険・年金が27.3%を占めており、日本は米国に比べて個人の保有割合が著しく低い構造となっている。日本では金融機関が私募投信を中心に多く保有しているほか、日本銀行によるETF（上場投資信託）の買い入れを背景に、中央銀行の比率が高い点も特徴である。

個人への投信普及率は着実に上昇している。日本証券業協会の調査によれば、成人人口のうち投信保有者の比率は2018年調査の8.8%から2024年調査では12.6%まで増加した。この比率はバブル期の1988年に世帯普及率で16%を超えていた状況には及ばないものの、2003年の6.1%を底に回復基調が続き、近年そのペースが加速している。

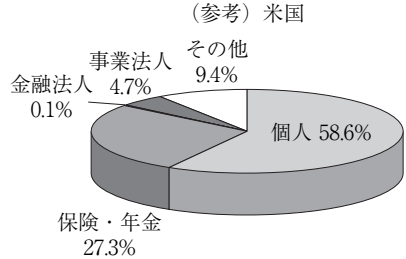
特筆すべきは、保有者の年齢構成の大きな変化である。かつては高齢層の保有率が高かったが、近年は若年・中年層の保有が大きく拡大している。男性の年齢別保有率は、2018年では75～79歳が16.2%で最高だったが、2024年は65～69歳の21.6%が最高、40～44歳の20.1%が次点で、裾野がより若い世代に広がっている。これは2024年から始まった新しいNISA（少額投資非課税制度）などを利用し、若年層を中心に新たに資産形成を始める人が増えているためである。とはいえ、米国では世代別の投信保有率がZ世代（18～27歳）で35%、ベビーブーマー世代（60～78歳）で58%（2024年）と日本よりはるかに高く、なお普及の余地は大きい。

個人投資家の購入目的にも変化が見られる。投資信託協会の2024年アンケート調査によると、「老後の生活資金」を目的とする回答が55.5%と最も多く、この割合は年々上昇傾向にある。次いで「資産のリスク分散」（28.2%）が続くが、近年は「インフレ（物価上昇）に備えるため」という目的も上位に挙がるなど、経済情勢を反映した投資動機がみられる。米国では「退職後の資金」という目的が80%を占めており、401kなど確定拠出年金を通じて継続的に購入する文化が根付いている。日本でも、NISAやiDeCo（個人型確定拠出年金）の普及に伴い、「老後の生活資金」などの長期的な目的のために投資信託を計画的に購入する動きが、今後さらに広がっていくものと考えられる。

投資信託の保有者構成（2024年12月末）



〔出所〕 日本銀行『資金循環統計（確報）』より筆者作成



〔出所〕 FRB, Fund of Funds Accountsより筆者作成

投資信託を保有する個人投資家のプロフィール（2024年）

| | 年齢別投信保有率 | | 年取別投信保有率 | |
|--------|----------|-------|---------------|-------|
| | 男性 | 女性 | | |
| 18～19歳 | 1.2% | 1.3% | 100万円未満 | 7.4% |
| 20～24歳 | 3.9% | 3.3% | 100～200万円未満 | 9.3% |
| 25～29歳 | 8.0% | 10.4% | 200～300万円未満 | 11.6% |
| 30～34歳 | 13.0% | 3.5% | 300～400万円未満 | 15.4% |
| 35～39歳 | 14.4% | 12.6% | 400～500万円未満 | 15.2% |
| 40～44歳 | 20.1% | 9.7% | 500～700万円未満 | 22.8% |
| 45～49歳 | 18.8% | 12.5% | 700～1,000万円未満 | 26.7% |
| 50～54歳 | 15.5% | 15.4% | 1,000万円以上 | 47.8% |
| 55～59歳 | 16.0% | 16.5% | | |
| 60～64歳 | 16.4% | 15.9% | | |
| 65～69歳 | 21.6% | 15.5% | | |
| 70～74歳 | 14.4% | 13.8% | | |
| 75～79歳 | 12.4% | 10.4% | | |
| 80～84歳 | 12.2% | 5.2% | | |
| 85～89歳 | 7.6% | 4.4% | | |
| 90歳以上 | 14.3% | 4.2% | | |
| 全体平均 | | | 12.6% | |

〔注〕 全体の回答者は7,000人。

〔出所〕 日本証券業協会「証券投資に関する全国調査（個人調査）2024年度（令和6年）」より筆者作成

個人投資家の投資信託の購入目的

| 日本 | (参考) 米国 | | |
|----------------------------|---------|-------------|-----|
| 老後の生活資金 | 55.5% | 退職後の資金 | 80% |
| 資産のリスク分散 | 28.2% | 現在の収入の補充 | 6% |
| 金融・経済・投資の勉強のため | 15.5% | 不時に備えて | 5% |
| 不測の事態への備え | 10.7% | 節税 | 3% |
| インフレ（物価上昇）に備えるため | 10.2% | 住宅または高額商品購入 | 3% |
| 結婚・住宅資金等、ライフイベントの支払いに備えるため | 9.6% | 教育資金 | 2% |
| 子供又は孫のための教育などの資金 | 8.3% | その他 | 1% |

〔出所〕 投資信託協会「投資信託に関するアンケート調査」2024年、複数回答、上位項目のみ掲載
米国はICI “Profile of Mutual Fund Shareholders, 2024”, 「主たる目的は何か」への単数回答

9. 投資信託のディスクロージャー 投資信託のディスクロージャー（情報開示）は、投資家保護の観点から金融商品取引法（金商法）と投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）に基づいて行われる。かつては投信法が中心だったが、1998年の金融システム改革でファンド設立が承認制から届出制へ移行したことなどをを受け、株式等と同様に証券取引法（現在の金商法）の規律も適用されるようになった。ディスクロージャーは、購入時の「発行開示」と、保有期間中の「継続開示」に大別される。

発行開示において、金商法は監督当局向けの「有価証券届出書」の提出と、投資家向けの「目論見書」の交付を義務付けている。有価証券届出書は公衆の縦覧に供される一方、目論見書は投資家が購入を検討する上で重要な情報源となる。目論見書は、2004年から投資家の理解しやすさを重視し、2種類に分けられている。一つは、購入する全投資家への事前交付が義務付けられている「交付目論見書」、もう一つは投資家の請求に応じて交付され、より詳細な情報を含む「請求目論見書」である。

一方、投信法に基づく発行開示には監督当局に対する「信託約款の内容の届出」があるが、投資家への交付は目論見書への記載で代替できるとされている。

これら法制度に基づく開示に加え、2021年からは「重要情報シート」の活用が推奨されている。これは、目論見書が法律に基づき網羅的な情報提供を目的とするのに対し、投資家が同種のファンドと比較検討しやすいよう、手数料やリスク等の重要情報をA4用紙1～2枚程度に分かりやすく集約したものである。法的な交付義務はないものの、多くの金融機関で活用が進んでいる。

継続開示については、金商法に基づき、ファンド決算ごとに「有価証券報告書」が提出される（年1回決算の場合は「半期報告書」も必要）。これらは主に公衆縦覧される情報である。個別投資家向けには、投信法に基づき「運用報告書」が交付される。この運用報告書も2014年から、全受益者に交付する「交付運用報告書」と、ウェブサイトで開示される詳細な「運用報告書（全体版）」に二段階化されている。

このほか、投資信託協会の自主規制ルールに基づき、各運用会社はウェブサイト等で月次レポート等を「適時開示」として公表しており、投資家はよりタイムリーな情報も入手可能である。

日本の公募証券投資信託ディスクロージャー制度

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

〔出所〕 杉田浩治氏作成

公募証券投資信託の交付目論見書（説明書）の主要記載事項

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

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

10. 投資信託を活用したサービス・商品など

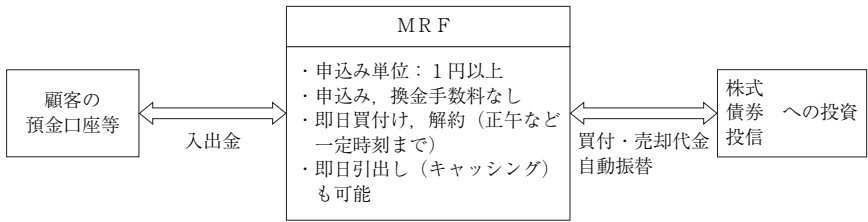
証券総合口座 証券総合口座では、追加型公社債投資信託であるMRF（マネー・リザーブ・ファンド）が活用されている。この口座に入金された株式の配当金や売却代金などは自動的にMRFで運用され、証券を購入する際の代金はMRFを解約することで充当される。MRFは証券取引の決済にも用いられるため、信用度の高い短期の金融商品に投資するなど、安全性と流動性を重視した運用ルールが定められている。2025年6月現在、証券総合口座で運用されているMRFの残高は14.9兆円である（出所：投資信託協会）。

投信ラップ口座 ラップ口座とは、主に個人を対象とした投資一任サービスである。証券会社などが顧客へのヒアリングを通じてリスク許容度を判断し、それに基づいた資産配分や銘柄選択、売買、運用報告までを包括的に提供する。日本では、2004年の投資顧問業法の改正で証券会社による投資一任業務が可能となったことを契機に、ラップ口座の提供が始まった。投信ラップ口座は、投資対象を投資信託に特化したサービスで、2013年頃から急速に残高が拡大している。投資顧問業協会によると、投信ラップ口座の残高は2025年6月現在、22.3兆円に達している。

確定拠出年金制度 確定拠出年金制度は2001年に創設された。これには、勤務先が制度を導入し、主に企業が掛金を拠出する企業型（従業員による掛金の上乗せも可能）と、個人が自ら金融機関を選んで加入し、主に自身が掛金を拠出する個人型（愛称：iDeCo／イデコ）がある。いずれのタイプも、加入者自らが投資信託、預貯金、保険といった運用商品の中から自己責任で運用を行い、その実績によって将来の受給額が変動する仕組みである。2025年3月現在、確定拠出年金を通じて保有される投資信託は22.0兆円で、同年金資産の70.7%を占めている（出所：運営管理機関連絡協議会）。

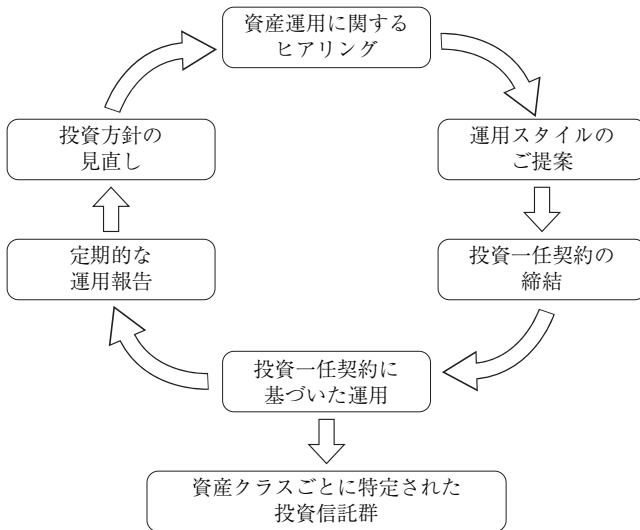
変額保険・変額年金保険 変額保険および変額年金保険は、契約者が払い込んだ保険料を原資として投資信託などで運用し、その運用実績に応じて将来受け取る保険金や年金額が変動する金融商品である。保険会社による直接販売のほか、銀行や証券会社などが代理店として販売している。なお、変額保険・変額年金保険を通じた投資信託への投資額は、2025年3月現在、約8兆円と推計される（保険会社各社のディスクロージャー資料を筆者が集計）。

証券総合口座のイメージ



〔出所〕 証券会社のホームページの商品紹介を参考に作成

投信ラップ口座のサービスの流れ（例）



〔出所〕 大和証券ホームページなどを参考に作成

11. 不動産投資信託 2000年11月の投信法改正を受け、2001年9月に日本初の不動産投資信託（J-REIT）が東京証券取引所に上場した。市場創設後、上場銘柄数は増加し、2019年末に64銘柄でピークに達した。その後は合併等により減少し、2025年6月時点では57銘柄となっている。しかし、市場全体の時価総額は2021年をピークに一時的な増減はあるものの、2025年6月時点で15.3兆円に達しており、今や主要な資産クラスの一つに成長している。

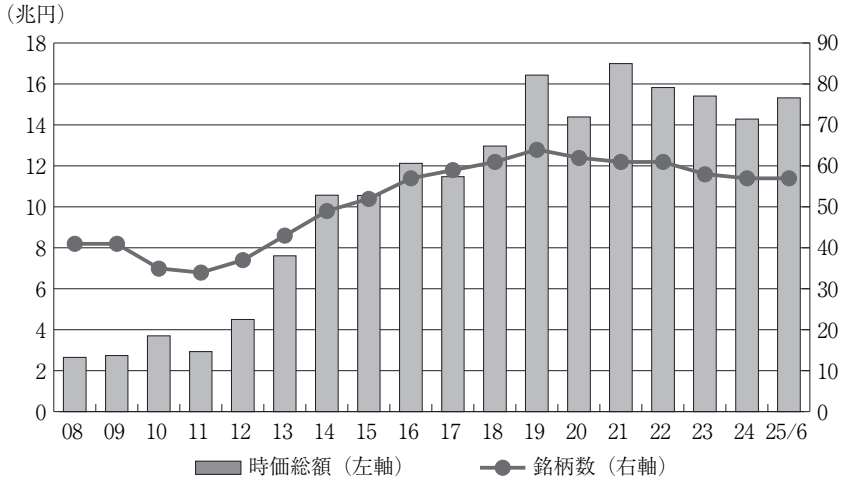
基本的な仕組みは、投資法人が投資家から資金を集め、複数の不動産等に投資・運用し、賃料収入等を原資として投資家に分配する金融商品である。投信法上、信託型の「委託者指図型投資信託」「委託者非指図型投資信託」と、会社型の「投資法人」の3形態がある。委託者指図型は運用会社が信託銀行に運用を指図し、非指図型は信託銀行が自身の判断で運用する。投資法人は、法人が資産を保有し運用を外部委託する形態である。上場J-REITはすべてこの「投資法人」であり、投資家は株式に近い性格の投資証券を購入する。

投資家のメリットは、多額の資金を要する不動産投資を小口で始められる点にある。上場されているため市場で自由に売買でき、流動性が高い。株式や債券と異なる値動きの傾向を持つため、ポートフォリオの分散効果も期待できる。税制面では、収益の90%超を分配する等の要件を満たせば、法人税が実質的に免除される導管性要件が適用され、高い分配金利回りの要因となっている。

J-REITの運用は、投資法人自身が行うのではなく、外部の専門会社に委託されるのが特徴である。その中核を担うのが「資産運用会社」であり、投資戦略の策定、不動産の選定・取得・売却、資金調達といったJ-REITのパフォーマンスを左右する重要な意思決定を行う。また、保有する個別の不動産の日常的な管理運営、例えばテナントの募集や賃料回収、建物の維持管理などは、専門の「不動産管理会社」に委託されることが多い。このように、各分野の専門家が関与することで効率的な不動産運用を実現している。

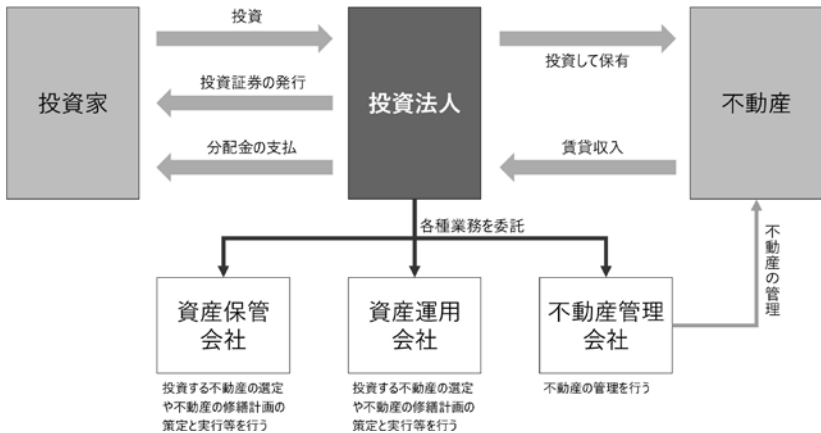
一方、このように資産運用を外部委託する仕組み上、投資法人と運用会社との間で利益相反が生じうる。例えば、運用会社の関係先が保有する不動産をJ-REITが高値で購入する等の懸念である。こうしたリスクに対し、投資家保護の観点から、情報開示の拡充やガバナンス体制の強化が、市場の継続的な課題となっている。

日本の不動産投資信託（J-REIT）の時価総額と上場銘柄数



〔出所〕 不動産証券化協会 Jリート統計情報より筆者作成

不動産投資信託の仕組み



〔出所〕 筆者作成

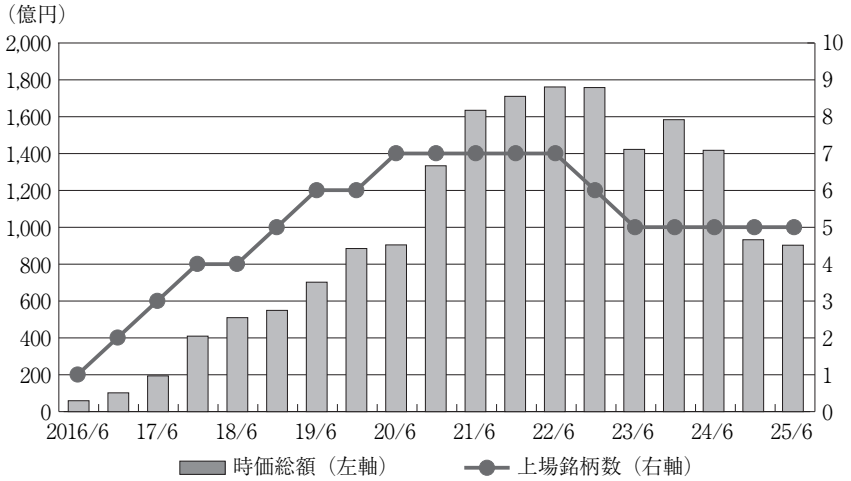
12. 上場インフラファンド 東京証券取引所は、再生可能エネルギー発電設備や公共施設運営権（コンセッション）といったインフラ施設を投資対象とする金融商品の市場として、2015年4月にインフラファンド市場を創設した。創設後、2022年6月に時価総額がピークを迎えるまで市場は順調に拡大した。しかしその後は、合併による銘柄数の減少に加え、インフレ・金利上昇を背景とした運営・調達コストの増加懸念などから、市場規模は減少傾向にある。2025年6月末時点で5銘柄が上場し、時価総額は903億円となっている。

基本的な仕組みは不動産投資信託（J-REIT）と類似しており、投資家から集めた資金でインフラ資産を取得し、そこから得られる収益を投資家に分配する。上場されている商品はすべてJ-REIT同様の投資法人形態をとり、投資家は株式に近い性格を持つ投資証券を取引する。税制面においても、収益の90%超を分配するなどの要件を満たせば法人税が実質的に免除される「導管性要件」が適用され（ただし、インフラファンドの場合、再エネ設備を最初に賃貸した日から20年以内に限る）、これが高い分配金利回りを実現する要因となっている。

J-REITとの大きな違いは、投資法人がインフラ資産を自ら運営するのではなく、専門の事業者（オペレーター）に賃貸し、その賃料を収益の源泉とする点にある。現在上場しているファンドの投資対象は、そのすべてが太陽光発電設備である。これは、再生可能エネルギーの固定価格買取制度（FIT制度）により、一定期間、国が定めた価格で電力を買い取ることが保証されており、安定した収益が見込めるためである。こうした背景から、インフラファンドは景気変動の影響を受けにくく、安定的な分配金が期待できる「ミドルリスク・ミドルリターン」のインカム商品と位置づけられる。また、株式など伝統的資産との相関が低い傾向があるため、ポートフォリオの分散効果も期待できる。

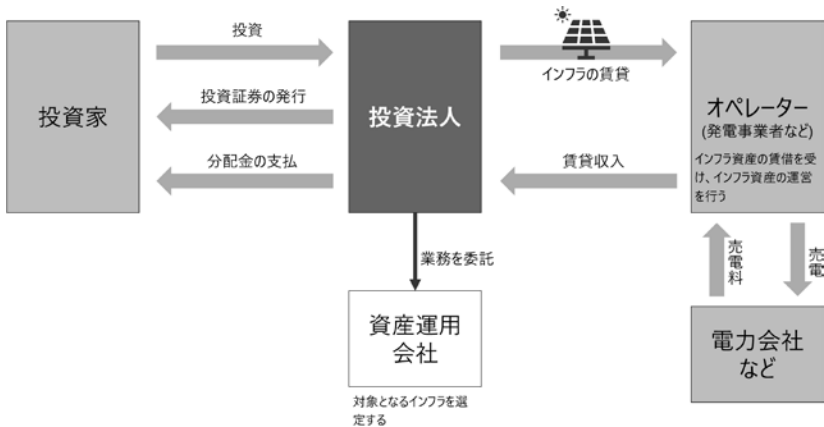
現在のインフラファンド市場は、投資対象がFIT制度に依存した太陽光発電設備に偏っているという課題を抱えている。FIT制度の期間満了後の収益性や制度変更の影響に加え、税制優遇措置の20年間の期限も長期投資における不透明要因となっている。このような課題に対し、市場の活性化に向けて投資対象の多様化が急務とされている。今後は、風力発電や空港・道路といった公共施設、データセンターや通信インフラなど、太陽光発電以外の多様なインフラ資産を組み入れたファンドの登場が期待される。

日本の上場インフラファンドの時価総額と銘柄数



〔出所〕 筆者作成

インフラファンドの仕組み
(太陽光発電設備を対象とするインフラファンドの場合)



〔出所〕 筆者作成

13. 外国投信／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、外貨建て運用されるなどの規制があった。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年の投信法改正で、外国投信も投信法の対象となり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、国内で販売する場合にはあらかじめ監督当局へ届け出ることや、運用が著しく不適正で投資家保護に緊急の必要がある場合、裁判所が募集の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持ち込みも可能となり、税制も現在は国内投信と同一になっている。目論見書等のディスクロージャー制度も基本的には国内投信と同様になっている。なお、日本証券業協会は「外国投信選別基準」を設け、国内で販売できるファンドの要件を定めている。

外国投信販売残高は為替動向等の影響を受けて変動してきた。2000年代前半には、超低金利下で高利回り外債への投資ニーズが高まり販売は急増し、2004年には日本の投信市場全体の13%を超えた。その後、国内籍投信の残高が拡大する一方、外国籍投信は横ばいが続いた。しかし、近年は世界的な株高や円安、投資対象の多様化ニーズを背景に海外資産への投資意欲が高まり、販売残高も再び増加基調を強め、2025年6月末には約9.5兆円と過去最高水準に達している。もっとも、この間、国内投信全体の拡大がこれを上回ったため、全体に占める比率は緩やかな低下傾向が続き、同時点では3.6%となっている。

商品別の残高内訳は、MMFや債券型が依然大きな割合を占めるが、近年の世界的な株価上昇で株式型も増加している。加えて、プライベートアセット（未公開株や不動産）等に投資するオルタナティブ投資への関心の高まりから、「その他」に分類されるファンドの残高も増加傾向にある。表示通貨別では米ドル建てが過半を占め、比率は上昇傾向にある。設定国別の内訳では従来ルクセンブルグ籍が多かったが2005年頃からケイマン諸島籍が増加した。2025年3月末の純資産総額では、ケイマン諸島籍が51.3%、ルクセンブルグ籍が34.9%となっており、この2カ国で全体の85%以上を占める構図が続いている。

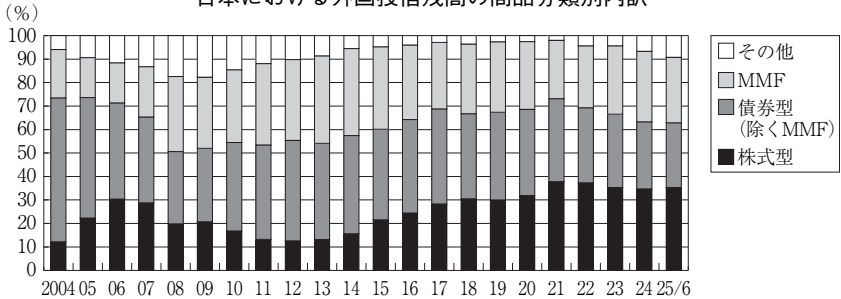
日本における外国投信販売残高（単位：億円）と投信全体に占める比率（公募分）

| 年末 | 外国投信残高(A) | 国内投信残高(B) | 合計(C) | (A)/(C) |
|------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 2004 | 62,409 | 409,967 | 472,376 | 13.2% |
| 05 | 79,669 | 553,477 | 633,146 | 12.6% |
| 06 | 87,102 | 689,276 | 776,378 | 11.2% |
| 07 | 79,507 | 797,606 | 877,113 | 9.1% |
| 08 | 51,473 | 521,465 | 572,938 | 9.0% |
| 09 | 59,306 | 614,552 | 673,858 | 8.8% |
| 10 | 58,800 | 637,201 | 696,001 | 8.4% |
| 11 | 52,358 | 573,274 | 625,632 | 8.4% |
| 12 | 57,839 | 640,638 | 698,477 | 8.3% |
| 13 | 59,625 | 815,232 | 874,857 | 6.8% |
| 14 | 62,893 | 935,045 | 997,938 | 6.3% |
| 15 | 54,248 | 977,562 | 1,031,810 | 5.3% |
| 16 | 53,540 | 966,415 | 1,019,955 | 5.2% |
| 17 | 60,913 | 1,111,920 | 1,172,832 | 5.2% |
| 18 | 54,143 | 1,051,592 | 1,105,735 | 4.9% |
| 19 | 62,094 | 1,231,723 | 1,293,817 | 4.8% |
| 20 | 65,735 | 1,394,311 | 1,460,046 | 4.5% |
| 21 | 68,886 | 1,645,000 | 1,713,885 | 4.0% |
| 22 | 63,347 | 1,571,992 | 1,635,339 | 3.9% |
| 23 | 76,095 | 1,969,070 | 2,045,164 | 3.7% |
| 24 | 94,879 | 2,460,115 | 2,554,994 | 3.7% |
| 25/6 | 95,362 | 2,543,247 | 2,638,609 | 3.6% |

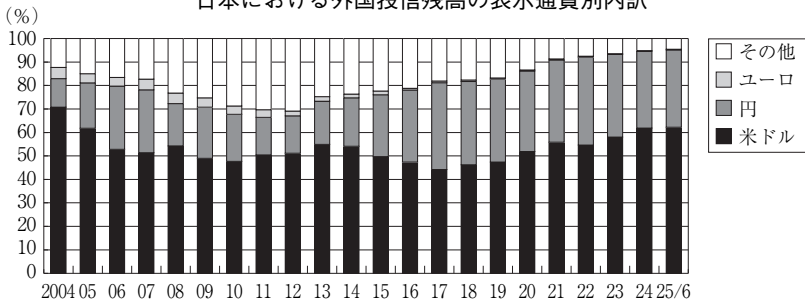
(注) 国内投信残高は証券投資信託の残高である。

[出所] 外国投信残高は日本証券業協会、国内投信残高は投資信託協会より筆者作成

日本における外国投信残高の商品分類別内訳



日本における外国投信残高の表示通貨別内訳



[出所] 上記2図は日本証券業協会資料より筆者作成

第8章 デリバティブ市場

1. 先物取引 先物取引とは将来の時点での取引価格を現時点で決めて取引する契約を指す。先物取引の歴史は商品取引の歴史と同じくらい古いと言われているが、現在の整備された先物市場の原型としては、江戸時代に大阪で行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先物取引に類似した取引が証券取引所で行われていた。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、個人投資家を対象とした信用取引という形で、部分的ではあるが株式市場において復活した。1972年にシカゴ・マーカントイル取引所（CME）で通貨を対象とする先物取引が始まり、1975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（上場承認は1974年）、1982年にはカンザスシティ商品取引所およびCMEで株価指数を対象とした先物取引が開始された。このような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。

英語では先物契約（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通常は証拠金を必要としない取引を指す。通貨（FXA）や短期金利（FRA）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行われる先渡契約である。1980年代後半から通貨や金利のスワップ取引が普及したことにともない、FXAやFRAなどの市場規模が1990年代に飛躍的に拡大した。

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), FTSE China A50 (SGX) | |
| 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) | |
| 2019年 | マイクロ E ミニ S&P500先物 (CME), マイクロ E ミニ Nasdaq100先物 (CME) | |
| 2024年 | | JPX プライム150指数先物 (大阪取引所) |

(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1975年にGNMA債を対象としてシカゴ商品取引所で始まった。わが国でも国債の大量発行を受けて、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となった。ちなみに、シカゴ商品取引所で世界最大の取引高を誇ったTボンド（米国長期国債）先物は1989年に東証にも導入されている。

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

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

わが国の債券先物市場の特徴は長期国債先物に取引が集中していることにあるが、これも現物国債の発行や流通がかつて10年物長期国債中心となっていたことと関係しているのであろうとはいえ、アメリカやドイツでは中期国債の先物も流動性を持っているのとは対照的となっている。1990年代半ばからはわが国固有の現象とされてきた現物国債市場の指標銘柄への取引集中は緩和され、1999年3月末からは指標銘柄という指定もなくなり、10年物長期国債先物は指標銘柄が果たしてきた役割を引き受ける形となった。なお、2009年に東京証券取引所に導入されたミニ長期国債先物は2021年9月限を最後に上場廃止となった。

債券先物の取引要綱

| | 中期国債先物 | 長期国債先物 | ミニ超長期国債先物 |
|--------|--|---|---|
| 取引対象 | 中期国債標準物 (クーポン3%, 残存5年) | 長期国債標準物 (クーポン6%, 残存10年) | 超長期国債標準物 (クーポン3%, 残存20年) |
| 受渡対象 | 残存期間4年以上5年3カ月未満の5年利付国債 | 残存期間7年以上11年未満の10年利付国債 | 残存期間19年3カ月以上20年未満の20年利付国債 |
| 取引限月 | 3・6・9・12月から3限月 | 3・6・9・12月から3限月 | 3・6・9・12月から3限月 |
| 受渡期日 | 3・6・9・12月の20日 | 3・6・9・12月の20日 | 3・6・9・12月の20日 |
| 取引最終日 | 受渡期日の5営業日前 | 受渡期日の5営業日前 | 受渡期日の5営業日前 |
| 取引時間 | 8:45-11:02 12:30-15:02 15:30-翌日6:00 | 8:45-11:02 12:30-15:02 15:30-翌日6:00 | 8:45-11:02 12:30-15:02 15:30-翌日6:00 |
| 取引単位 | 額面1億円 | 額面1億円 | 額面1千万円 |
| 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 | 中心限月取引において制限値幅上限(下限)の値段で約定又は買(売)気配提示された場合、全限月取引の取引を10分間以上中断する。 | | |

〔出所〕 日本取引所グループ(JPX)ホームページ

債券先物の取引状況

| | 長期国債先物 | | ミニ長期国債先物 | |
|-------|------------|---------|----------|-----|
| | 取引数 | 建玉数 | 取引数 | 建玉数 |
| 2020年 | 7,148,071 | 68,770 | 1,648 | 28 |
| 2021年 | 8,187,993 | 102,754 | 1,055 | 40 |
| 2022年 | 8,084,592 | 129,574 | 3,327 | 136 |
| 2023年 | 9,562,331 | 191,850 | 3,848 | 81 |
| 2024年 | 11,528,252 | 159,895 | 3,839 | 52 |
| 2025年 | 8,020,518 | 161,614 | 6,372 | 107 |

(注) 2025年は9月末時点。

〔出所〕 日本取引所グループ(JPX)ホームページ

3. 株価指数先物取引 わが国の株価指数を対象とした先物取引は、1987年に大阪証券取引所（大証、現大阪取引所）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（大証）と TOPIX 先物（東京証券取引所、東証）が上場されている。そして、1994年に日経300先物（大証）、1998年にハイテク40・フィナンシャル25・コンシューマー40の業種別株価指数先物（大証、廃止）、電気機器・輸送用機器・銀行業の業種別株価指数先物（東証）、2001年にS&P/TOPIX150株価指数先物（東証）、2002年にMSCI JAPAN 指数・FTSE 日本指数・ダウ工業株指数（大証）、2005年にRN プライム指数先物（大証、取引休止）、2006年に日経225mini 先物（大証）、2008年にミニ TOPIX 先物・TOPIX Core30先物・東証 REIT 指数先物（東証）、2010年に日経平均配当指数先物（大証）・TOPIX 配当指数先物・TOPIX Core30配当指数先物（東証）、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（大証）、2014年にCNX Nifty 先物（Nifty 50指数先物、廃止）・JPX 日経インデックス400先物（大阪取引所）、2016年に東証マザーズ指数先物（廃止）・台湾加権指数先物（大阪取引所）、2017年にFTSE 中国50インデックス（大阪取引所）が上場された。直近では、2024年3月にJPX プライム150指数先物が大阪取引所に上場している。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開始され、1992年からシカゴ・マーカントイル取引所（CME）でもドル建て・円建てで取引が行われている。

わが国の株価指数先物市場では日経225先物が最も活発に取引されてきたが、TOPIX 先物や日経225mini 先物、日経平均先物もかなりの流動性を持ち、複数の株価指数先物が流動性を持つという特徴を有している。1989年6月からはアメリカにならって満期日の1営業日前を取引最終日とし、SQと呼ばれる満期日の寄付きの各構成銘柄価格から計算される値によって最終清算価格が決められている。また、国内の株価指数先物取引には3段階の値幅制限のほか、現物市場には存在しない値幅制限とは異なるサーキット・ブレーカーと呼ばれる取引一時中断措置があり、価格変動の抑制がはかられている。

株価指数先物の取引要綱

| | 日経225mini 先物 | 日経225先物 | TOPIX 先物 |
|--------|--|--|--|
| 取引対象 | 日経平均株価 | 日経平均株価 | 東証株価指数 (TOPIX) |
| 取引限月 | 6・12月限：直近の10限月 3・9月限：直近の3限月 他の限月：直近の3限月 | 6・12月限：直近の16限月 3・9月限：直近の3限月 | 6・12月限：直近10限月 3・12月限：直近3限月 |
| 取引単位 | 日経平均株価×100 | 日経平均株価×1,000 | TOPIX×10,000円 |
| 呼び値 | 日経平均株価で5円 | 日経平均株価で10円 | TOPIX で0.5ポイント |
| 満期日 | 3・6・9・12月の 第2金曜日 | 3・6・9・12月の 第2金曜日 | 3・6・9・12月の 第2金曜日 |
| 取引最終日 | 満期日の1営業日前 | 満期日の1営業日前 | 満期日の1営業日前 |
| 取引時間 | 8：45-15：15 17：00-翌日6：00 | 8：45-15：15 17：00-翌日6：00 | 8：45-15：45 17：00-翌日6：00 |
| 値幅制限 | 通常制限値幅： 基準値段±8% 第一次拡大制限値幅： 基準値段±12% 第二次拡大制限値幅： 基準値段±16% | 通常制限値幅： 基準値段±8% 第一次拡大制限値幅： 基準値段±12% 第二次拡大制限値幅： 基準値段±16% | 通常制限値幅： 基準値段±8% 第一次拡大制限値幅： 基準値段±12% 第二次拡大制限値幅： 基準値段±16% |
| 一時中断措置 | 中心限月取引において、制限値幅上限（下限）の値段で約定又は買（売）気配提示された場合、全限月取引の取引を10分以上中断する。 | | |

〔出所〕 日本取引所グループ (JPX) ホームページ

株価指数先物の取引状況

| | 日経225先物 | | 日経225mini 先物 | | TOPIX 先物 | |
|-------|------------|---------|--------------|---------|------------|---------|
| | 取引数 | 建玉数 | 取引数 | 建玉数 | 取引数 | 建玉数 |
| 2020年 | 27,171,013 | 304,922 | 321,718,519 | 365,751 | 27,702,276 | 514,650 |
| 2021年 | 18,073,552 | 247,648 | 224,009,276 | 331,413 | 23,309,732 | 423,004 |
| 2022年 | 22,043,528 | 267,254 | 275,463,005 | 423,184 | 25,785,856 | 425,037 |
| 2023年 | 21,096,055 | 249,190 | 250,485,863 | 389,315 | 26,627,156 | 518,358 |
| 2024年 | 18,825,258 | 189,933 | 230,289,254 | 295,807 | 23,486,839 | 452,252 |
| 2025年 | 11,278,399 | 193,426 | 136,055,171 | 289,547 | 15,502,230 | 485,659 |

(注) 2025年は9月末時点。

〔出所〕 日本取引所グループ (JPX) ホームページ

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

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行われなかった。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。2022年に日銀の金融政策でイールドカーブ・コントロールの柔軟化などを打ち出した結果、短期金利先物への注目が高まった。また、LIBORの廃止にともないユーロ円3ヵ月金利先物が2023年6月に廃止された。その代替としてTONA（無担保コール翌日物レート）を参照するTONA3ヵ月金利先物を2023年5月に上場した。2005年の「くりっく365」（外国為替証拠金取引）と並んで2010年に上場した「くりっく株365」（株価指数証拠金取引）は、段階的に対象となる指数を拡大し、NYダウやFTSE100、DAXなどの先進国の株価指数の他にも、金や原油などのコモディティETFも対象に加えている。

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(%、Act/360)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) | 0.005 (50円) | 1円 (100円) |
| 取引限月 | 3・6・9・12月から20限月、その他の限月は直近2限月 | なし | なし |
| 取引最終日 | 限月第3水曜日の2営業日前 | なし | なし |
| 最終決済日 | 取引最終日の翌営業日 | なし | なし |
| 決済方法 | 差金決済(最終決済価格はTIBORの小数点第4位を四捨五入し、100から引いた値) | 差金決済 | 差金決済 |
| 値幅制限 | なし | なし | なし |
| 取引時間 | 8:45-11:30 12:30-15:30 15:30-20:00 | 月曜7:10-翌日6:55 火曜~木曜7:55- 翌日6:55 金曜7:55-翌日6:00 (米国サマータイム適用時はそれぞれ1時間繰り上げ) | 8:30-翌日6:00 (米国サマータイム適用時は5:00) |

〔出所〕 東京金融取引所ホームページ

TONA先物・オプション

| | TONA3ヵ月金利先物 | TONA3ヵ月金利先物オプション |
|-------|--|--|
| 取引単位 | 1ペーシスの値=2,500円 | TONA3ヵ月金利先物1単位 |
| 表示方法 | 100から年利率を差し引いた数値 | TONA3ヵ月金利先物の最小変動幅(0.001)刻みの数値 |
| 呼び値 | 0.001 (250円) | 0.001 (250円) |
| 取引限月 | 3・6・9・12月から20限月 | 3・6・9・12月から5限月 |
| 取引最終日 | 限月の3ヵ月後の第3水曜日 | 限月の3ヵ月後の第3水曜日 |
| 最終決済日 | 取引最終日の翌営業日 | 取引最終日の翌営業日 |
| 決済方法 | 差金決済(小数点以下第3位まで計算) | - |
| 取引時間 | 8:45-11:30 12:30-15:30 15:30-20:00 | 8:45-11:30 12:30-15:30 15:30-20:00 |

〔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。

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（現大阪取引所、大証）で日経225オプション、10月には東京証券取引所（東証）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年には東証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年には大証で日経300オプション、1997年には個別株オプションが東証と大証で同時に開始され、1998年には大証でハイテク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、さらには2015年の日経225Weeklyオプションや2023年の日経225ミニオプションと拡充が進められている。

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るが、店頭オプション取引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く、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行われている。ただし、大規模金融機関同士の相対取引で清算されない店頭オプション取引は証拠金規制の対象となる。

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 | 債券金利先物オプション (LIFFE), 仏個別株オプション (MONEP) | |
| 1988年 | 仏国債先物オプション (MATIF), CAC40オプション (MONEP), Bund先物オプション (LIFFE) | |
| 1989年 | | (債券店頭オプション), 日経225オプション (大証), TOPIX オプション (東証) |
| 1990年 | 独個別株オプション (DTB), ユーロ円金利先物オプション (SIMEX), ユーロマルク金利先物オプション (LIFFE), DAXオプション・Bund先物オプション (DTB) | 長期国債先物オプション (東証) |
| 1991年 | | ユーロ円短期金利先物オプション (金融取) |
| 1992年 | 日経平均先物オプション (SIMEX) | |
| 1994年 | 日本国債先物オプション (SIMEX) | |
| 1997年 | KOSPI200オプション (KSE) | 証券オプション (東証, 大証) |
| 1998年 | EURIBOR 先物オプション (LIFFE), ユーロSTOXX 50オプション (EUREX) | |
| 2000年 | 米個別株オプション (ISE) | |
| 2001年 | Nifty オプション (NSE), 台湾加権指数オプション (TAIFEX) | |
| 2006年 | VIX 指数オプション (CBOE) | |
| 2013年 | Nifty Bank オプション (NSE) | |
| 2023年 | | 日経225ミニオプション (大阪取引所) |

(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（現在は大阪取引所で上場）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行われてきた欧米諸国ではオプション取引は活発であるが、わが国では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非常に限定的である。オプション取引だけをおこなうアウトライ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行われていないことも一因であろう。現代の金利リスク管理はスワプションや店頭デリバティブが中心となっている。

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 (2002年に取引休止) |
| 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ヵ月以内 | 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 | 1契約当たり長期国債先物取引の額面1億円分 | 中期国債先物1契約 |
| 呼び値 | - | 額面100円当り1銭 | 額面100円当り1銭 |
| 権利行使価格 | 自由 | 25銭刻みで上下20本、先物価格の変動に応じて追加設定 | 50銭刻みで上下10本、先物価格の変動に応じて追加設定 |
| 値幅制限 | - | 通常値幅： 基準値段±2.10円 最大値幅： 基準値段±3.00円 | 通常値幅： 基準値段±2.10円 最大値幅： 基準値段±3.00円 |
| 一時中断措置 | - | 先物限月取引において一時中断措置が行われる場合 | 先物限月取引において一時中断措置が行われる場合 |
| 権利行使方法 | 自由 | アメリカン・オプション | アメリカン・オプション |

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

債券オプションの取引状況

| | 選択権付債券（債券オプション） 取引高（新規、単位億円） | 長期国債先物オプション | |
|-------|---------------------------------|-------------|-------|
| | | 取引数 | 建玉数 |
| 2020年 | 961,554 | 323,210 | 3,710 |
| 2021年 | 780,384 | 193,708 | 1,159 |
| 2022年 | 953,370 | 85,960 | 300 |
| 2023年 | 3,682,113 | 81,350 | 1,624 |
| 2024年 | 3,333,280 | 61,871 | 288 |
| 2025年 | 2,185,012 | 32,273 | 916 |

(注) 2025年は選択権付債券は8月末時点、長期国債先物オプションは9月末時点。

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

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

わが国の上場オプション市場では大阪取引所の日経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それほど取引されていないという点は株価指数先物取引の場合と大きく異なる。

日経225オプション・TOPIXオプション・SGX日経平均先物オプションの取引要綱を比べると、取引対象は国内の株価指数オプションが現物オプションであるのに対して、SGX日経平均先物オプションはSGX日経平均先物を対象とした先物オプションであり、また日経225オプションとSGX日経平均先物オプションには長期オプションが存在するところが異なっている。他方、証拠金ではシカゴ・マーカンタイル取引所が開発した、リスクに応じて証拠金をネットイングする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、株価指数オプションも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16限月、3・9月は3限月（四半期限月は最長8年）、他の月は8限月（最長12ヵ月） | 6・12月は直近の10限月、3・9月は直近の3限月（四半期限月は最長5年）、その他の月は直近の6限月（最長9ヵ月） |
| 取引単位 | 日経平均株価×1,000 | TOPIX×10,000円 |
| 呼び値 | 100円以下1円 100円超5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 | 8:45-15:45 17:00-翌日6:00 | 8:45-15:45 17:00-翌日6:00 |
| 権利行使価格 | 当初は250円刻みで上下16本、残存期間が3ヵ月となる月のSQ日の前営業日から直近の3限月は125円刻みで上下16本 | 当初は50ポイント刻みで上下6本、残存期間が3ヵ月となる月のSQ日の前営業日から直近の3限月は25ポイント刻みで上下9本 |
| 権利行使方法 | ヨーロッパ・オプション | ヨーロッパ・オプション |
| 値幅制限 | 通常時：基準値段に応じて4・6・8・11% 第一次拡大値幅制限：通常時+3% 第二次拡大値幅制限： 第一次拡大値幅制限+3% | 通常時：基準値段に応じて4・6・8・11% 第一次拡大制限値幅：通常時+3% 第二次拡大制限値幅： 第一次拡大値幅制限+3% |
| 一時中断措置 | 日経225先物取引のサーキット・ブレーカー発動に伴う運動中断あり | TOPIX 先物取引のサーキット・ブレーカー発動に伴う運動中断あり |

〔出所〕 日本取引所グループ (JPX) ホームページ

株価指数オプションの取引状況

| | 日経225オプション | | 日経225mini オプション | | TOPIX オプション | |
|-------|------------|-----------|-----------------|--------|-------------|---------|
| | 取引数 | 建玉数 | 取引数 | 建玉数 | 取引数 | 建玉数 |
| 2020年 | 28,666,550 | 1,253,114 | - | - | 306,978 | 78,589 |
| 2021年 | 24,187,070 | 1,107,069 | - | - | 431,916 | 83,711 |
| 2022年 | 24,034,266 | 1,407,507 | - | - | 572,592 | 98,128 |
| 2023年 | 22,294,102 | 1,117,401 | 6,614,162 | 37,889 | 635,019 | 130,646 |
| 2024年 | 16,493,631 | 647,959 | 11,600,044 | 28,838 | 751,136 | 140,020 |
| 2025年 | 10,705,095 | 780,763 | 9,527,317 | 66,236 | 344,878 | 167,932 |

(注) 2025年は9月末時点。

〔出所〕 日本取引所グループ (JPX) ホームページ

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

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

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

信用取引との競合が心配された証券オプションであるが、実際には取引はさほど活発ではない。この原因としては、わが国ではオプション取引の伝統がなく、投資家の馴染みが薄いこと、とりわけ諸外国では活発に取引をしている個人投資家による証券オプションの取引が少ないことが上げられよう。オプション取引は原資産の取引と合わせて複合的に行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する。ただし、わが国でも大阪取引がマーケットメーカー制度を導入しているが、取引の大幅な増加に結びついてはいない。

証券オプションの取引要綱

| 有価証券オプション（大阪取引所） | |
|------------------|---|
| 取引対象 | 国内上場有価証券を対象としたコール・オプションとプット・オプション |
| 取引限月 | 直近の2限月と3・6・9・12月から2限月 |
| 受渡期日 | 権利行使日から5日目 |
| 満期日 | 限月の第2金曜日 |
| 取引最終日 | 満期日の1営業日前 |
| 取引単位 | 原資産株式の売買単位 |
| 呼び値 | 原資産の売買単位及びオプション価格に応じて10銭～5千円の範囲で変動 |
| 権利行使価格 | 原資産価格に応じて25円から500万円まで16段階で上下2本、その後追加設定 |
| 制限値幅 | 当日の指定市場におけるオプション対象証券の基準値段に100分の25を乗じて得た数値 |
| 建玉制限 | 対象有価証券ごとに設定 |
| 取引時間 | 9：00～11：35、12：30～15：45 |
| 権利行使方法 | ヨーロピアン・オプション |

〔出所〕 日本取引所グループ（JPX）ホームページ

証券オプションの取引状況

| | 有価証券オプション | |
|-------|-----------|---------|
| | 取引数 | 建玉数 |
| 2020年 | 1,347,612 | 59,023 |
| 2021年 | 2,032,945 | 28,011 |
| 2022年 | 2,059,828 | 46,022 |
| 2023年 | 2,700,442 | 138,908 |
| 2024年 | 1,493,033 | 61,015 |
| 2025年 | 2,142,690 | 224,531 |

（注） 2025年は9月末時点。

〔出所〕 日本取引所グループ（JPX）ホームページ

9. 店頭デリバティブ取引 1990年代の世界的なデリバティブ市場の拡大は取引所市場よりも店頭市場でめざましかった。とりわけ1982年に始まったとされる金利スワップ取引は金融自由化の流れの中で金融機関のみならず、事業法人の間にも広がり、デリバティブ市場の主役となった。取引所市場でのデリバティブ取引は統計が整備されており、状況を把握するのが容易であるが、店頭市場でのデリバティブ取引は統計を作成する機関がなく、状況を把握するのが極めて困難であった。そこで、国際決済銀行（BIS）は店頭デリバティブ市場の状況を把握するために、1986年から3年ごとに実施してきた外国為替市場の調査の際に店頭デリバティブ市場の調査も1995年から合わせて公表している。わが国に関しては日本銀行が1998年より3年毎に「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ」を実施し、その結果を公表している。

2025年4月におけるわが国店頭金利デリバティブ市場（通貨スワップを含まず）での取引は想定元本ベースで1営業日平均1,698億ドル（世界全体で7.9兆ドル）であり、2022年4月の前回調査よりも234.7%増加（世界全体で59%増）しており、商品別内訳をみると、金利スワップは1,618億ドル（翌日物金利スワップ1,474億ドル、その他スワップ144億ドル）で233.6%増（翌日物金利スワップ448%増、その他スワップ33.5%減）、金利オプションは26億ドルで26.8%増、金利フォワード54億ドルで2,834.3%増であった。また、わが国金融機関の店頭金利デリバティブ取引の残高は、2025年6月末時点での想定元本ベースで73.8兆ドルであり、2024年6月末時点と比較して8%増加している。ちなみに、取引所取引における金利デリバティブの残高は2025年6月末で3.4兆ドルとなっている。

2009年のG20ピッツバーグ・サミットにおいて、2012年末までに標準化された全ての店頭デリバティブ契約は中央清算機関（セントラル・カウンターパーティ）を通じた決済で行うことが合意され、わが国では日本取引所グループ（JPX）傘下の日本証券クリアリング機構（JSCC）が2011年7月からCDS、2012年10月からは金利スワップの清算業務をおこなっている。JSCCの公表によれば、日本銀行の金融政策の見直しを受けて、2024年12月の金融スワップ取引の月間清算金額は1,060兆円（往復）を記録し、2024年の年間清算金額も前年の4,025兆円の2倍以上となる8,272兆円となった。

店頭 CFD 取引残高

| | 口座数 | 証拠金等 残高 | 建玉残高（原資産別） | | | |
|----------|---------|------------|------------|--------|------|---------------|
| | | | 個別株関連 | 株価指数関連 | 債券関連 | その他 有価証券関連 |
| 2018年3月末 | 185,131 | 243 | 40 | 285 | 24 | 17 |
| 2018年9月末 | 214,272 | 277 | 59 | 366 | 14 | 22 |
| 2019年3月末 | 248,497 | 309 | 31 | 390 | 14 | 22 |
| 2019年9月末 | 277,426 | 381 | 29 | 487 | 26 | 28 |
| 2020年3月末 | 314,097 | 545 | 18 | 440 | 7 | 30 |
| 2020年9月末 | 361,471 | 605 | 78 | 690 | 20 | 28 |
| 2021年3月末 | 409,729 | 678 | 140 | 805 | 26 | 28 |
| 2021年9月末 | 456,123 | 891 | 183 | 1,370 | 65 | 29 |
| 2022年3月末 | 551,825 | 1,067 | 161 | 1,341 | 130 | 34 |
| 2022年9月末 | 671,089 | 1,179 | 113 | 1,668 | 119 | 37 |
| 2023年3月末 | 836,038 | 1,305 | 119 | 1,671 | 220 | 33 |
| 2023年9月末 | 815,553 | 1,091 | 135 | 1,636 | 225 | 38 |
| 2024年3月末 | 649,381 | 1,041 | 203 | 1,670 | 234 | 49 |
| 2024年9月末 | 699,880 | 1,050 | 153 | 1,290 | 642 | 38 |
| 2025年3月末 | 739,505 | 1,098 | 151 | 1,638 | 88 | 38 |

(注) 取引金額は想定元本ベース（約定価格×取引単位×数量）、取引残高は買建玉及び売建玉のグロスの残高としている。金額の単位は億円。

〔出所〕 日本証券業協会ホームページ

店頭 CFD 取引の状況

| | 個別株関連 | | 株価指数関連 | | 債券関連 | | その他有価証券関連 | |
|-------|-----------|--------|------------|-----------|---------|--------|-----------|-------|
| | 取引件数 | 取引金額 | 取引件数 | 取引金額 | 取引件数 | 取引金額 | 取引件数 | 取引金額 |
| 2018年 | 249,173 | 1,826 | 9,165,358 | 217,005 | 8,217 | 981 | 798,917 | 1,913 |
| 2019年 | 237,945 | 1,122 | 10,550,957 | 190,759 | 11,086 | 1,339 | 1,401,035 | 2,160 |
| 2020年 | 884,925 | 4,581 | 30,194,537 | 507,076 | 14,796 | 1,572 | 2,612,288 | 2,646 |
| 2021年 | 1,221,006 | 8,374 | 28,449,829 | 597,074 | 42,979 | 3,563 | 1,580,413 | 1,363 |
| 2022年 | 2,882,767 | 9,954 | 44,499,641 | 1,137,510 | 198,652 | 17,578 | 1,236,829 | 1,723 |
| 2023年 | 1,326,325 | 6,634 | 38,085,352 | 1,037,170 | 239,011 | 27,182 | 915,422 | 1,998 |
| 2024年 | 1,233,605 | 12,258 | 47,806,109 | 1,090,092 | 163,946 | 20,148 | 764,666 | 2,621 |
| 2025年 | 361,027 | 972 | 5,140,176 | 116,515 | 5,668 | 438 | 88,132 | 224 |

(注) 2025年は3月まで。金額の単位は億円。

〔出所〕 日本証券業協会ホームページ

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年以降に拡大のペースを速め、2010年6月末時点で約1兆1,000億ドルに達した。しかしながら、それ以後は縮小に転じており、2018年12月末時点では4,000億ドルを下回りピーク時の半分以下にまで縮小している。その後は徐々に増加の傾向にあり、2025年6月末時点での想定元本ベースでの残高は約8,800億ドルとなっている。このようなやや極端な動向は、アメリカをトレースしているようにもみえる。アメリカでもクレジット・デリバティブ取引の残高は2008年にピークを迎えた後、世界金融危機の発生を受けて2020年には三分の一程度まで落ち込んだ。

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：100万ドル)

| | OTC 取引 合計 | クレジット・スワップ | | | トータル・ リターン・スワップ | | | クレジット・リンク債 | | | その他商品 | | |
|-----------|-----------------|------------|---------|---------|--------------------|-------|-------|------------|--------|--------|-------|------|-----|
| | | 合計 | 買い | 売り | 合計 | 買い | 売り | 合計 | 購入 | 発行 | 合計 | 買い | 売り |
| 2016年6月末 | 510,693 | 505,278 | 255,136 | 250,141 | 5,414 | 2,054 | 3,360 | -9,209 | -4,784 | -4,425 | -384 | -384 | -59 |
| 2016年12月末 | 441,444 | 437,525 | 219,801 | 217,721 | 3,918 | 1,522 | 2,396 | -9,071 | -5,340 | -3,731 | -353 | -353 | -50 |
| 2017年6月末 | 411,471 | 406,931 | 203,595 | 203,335 | 4,537 | 1,804 | 2,733 | -8,862 | -6,291 | -2,571 | -138 | -138 | -49 |
| 2017年12月末 | 381,682 | 375,022 | 187,255 | 187,769 | 6,656 | 2,802 | 3,854 | -9,410 | -6,548 | -2,862 | -159 | -159 | -50 |
| 2018年6月末 | 382,030 | 377,141 | 189,032 | 188,108 | 4,812 | 2,091 | 2,721 | -10,438 | -7,465 | -2,973 | -262 | -262 | 0 |
| 2018年12月末 | 384,498 | 380,788 | 189,823 | 190,965 | 3,707 | 1,647 | 2,060 | -10,156 | -7,265 | -2,891 | -342 | -342 | 0 |
| 2019年6月末 | 391,418 | 387,741 | 194,000 | 193,741 | 3,683 | 2,174 | 1,509 | -10,133 | -7,098 | -3,035 | -445 | -445 | 0 |
| 2019年12月末 | 416,496 | 411,549 | 207,163 | 204,390 | 4,947 | 2,390 | 2,557 | -9,785 | -6,691 | -3,094 | -562 | -562 | 0 |
| 2020年6月末 | 481,306 | 473,848 | 241,711 | 232,137 | 7,459 | 2,547 | 4,912 | -9,062 | -5,986 | -3,076 | -620 | -620 | 0 |
| 2020年12月末 | 510,502 | 506,011 | 259,276 | 246,734 | 4,495 | 1,950 | 2,545 | -8,469 | -5,134 | -3,335 | -925 | -925 | 0 |
| 2021年6月末 | 534,398 | 525,860 | 270,351 | 255,509 | 8,546 | 4,627 | 3,919 | -7,824 | -4,710 | -3,114 | -645 | -645 | 0 |
| 2021年12月末 | 483,199 | 475,828 | 239,865 | 235,962 | 7,376 | 5,212 | 2,164 | 7,450 | 4,281 | 3,169 | 344 | 344 | 0 |
| 2022年6月末 | 512,324 | 504,532 | 255,902 | 248,631 | 7,794 | 3,366 | 4,428 | 6,585 | 453 | 6,132 | 307 | 307 | 0 |
| 2022年12月末 | 575,677 | 569,641 | 286,388 | 283,254 | 6,037 | 2,842 | 3,195 | 5,928 | 2,599 | 3,329 | 1,104 | 828 | 276 |
| 2023年6月末 | 426,437 | 419,061 | 208,655 | 210,408 | 7,371 | 4,520 | 2,851 | 4,836 | 1,946 | 2,890 | 649 | 400 | 249 |
| 2023年12月末 | 457,014 | 452,761 | 225,852 | 226,910 | 4,249 | 1,685 | 2,564 | 4,720 | 2,003 | 2,717 | 549 | 300 | 249 |
| 2024年6月末 | 487,249 | 482,128 | 240,638 | 241,492 | 5,121 | 2,154 | 2,967 | 3,867 | 1,718 | 2,149 | 488 | 264 | 224 |
| 2024年12月末 | 515,350 | 511,336 | 252,158 | 259,178 | 4,012 | 2,389 | 1,623 | 3,699 | 1,687 | 2,012 | 527 | 269 | 258 |
| 2025年6月末 | 876,730 | 870,174 | 432,767 | 437,406 | 6,563 | 2,653 | 3,910 | 3,976 | 1,838 | 2,138 | 579 | 290 | 289 |

(注) クレジット・デリバティブに含まれていた「クレジット・リンク債」は2016年から参考扱いとなっている。
 (出所) 日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告」(<http://www.boj.or.jp/statistics/bis/yoshi/index.htm/>)の時系列係数より作成

11. 中央清算機関（セントラル・カウンターパーティ） 債権・債務を相殺して決済効率を高める方法がネットティングである。2当事者間の相殺をバイラテラル・ネットティング、複数当事者の債権債務を集中的に相殺する仕組みをマルチラテラル・ネットティングと呼ぶ。中央清算機関（CCP）とは、取引当事者間（A-B, B-C, C-A）のすべての取引に割って入り、各取引の一方の当事者となる機関（X）のことで、A-X, X-B, B-X, X-C, C-X, X-Aのように、すべての清算を自己のもとに集中させる。その結果、各参加者は個々の信用リスクを管理する必要がなくなり、取引相手リスクがCCPに集中・標準化される。各種証拠金（初期、変動、追加）や清算基金などのリスク管理制度が整備されている。世界金融危機を経て、店頭デリバティブ取引のCCP利用の義務化が進み、2009年のG20ピッツバーグ・サミットで標準化が可能な金利スワップやCDS等について各国での清算義務化が導入されたことを受けて、わが国でも金融商品取引法が改正され、一定の店頭デリバティブ取引のCCP清算が義務化されている。

わが国のデリバティブ取引におけるCCPとしては日本取引所グループ傘下の日本証券クリアリング機構（JSCC）があり、取引所取引、店頭デリバティブ取引（CDS取引、金利スワップ取引）、国債店頭取引の清算業務を広くおこなっている。また、2020年に日本商品清算機構（JCCH）を吸収合併し、貴金属・ゴム・農産物・エネルギーなどの商品デリバティブも清算対象に加えられたことで、金融・商品両分野をカバーする総合清算機関として機能している。

JSCCは2014年に、清算残高の効率化のため、同一参加者が保有する売買両建て取引を同時に解約し、経済的リスクを変えずにグロス残高（想定元本・件数）を圧縮するコンプレッション制度を導入した。2018年以降は、日次レベルでのアドホック圧縮も可能となっている。これにより、清算参加者は取引残高の管理負担軽減やレバレッジ比率の低下を図ることができる。

近年では、複数のCCP間でのクロスボーダー圧縮（cross-CCP compression）や、清算済・非清算取引を統合したポートフォリオ圧縮の試み、さらにはBaton Systemsとの連携による担保管理の自動化・即時化（settlement optimization）など、ポストトレード業務におけるデジタル化と効率化が進展している。

金利スワップの債務負担件数と債務負担金額

(単位：百万円)

| | | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
|----------|--------|---------------|---------------|---------------|
| 合計 | 債務負担件数 | 317,304 | 375,586 | 384,472 |
| | 債務負担金額 | 4,025,902,703 | 8,272,125,131 | 7,977,382,065 |
| 0 - 2年 | 債務負担件数 | 21,302 | 60,994 | 60,088 |
| | 債務負担金額 | 1,075,112,122 | 5,167,476,939 | 4,894,338,108 |
| 2 - 5年 | 債務負担件数 | 46,446 | 69,944 | 67,102 |
| | 債務負担金額 | 881,099,923 | 1,357,019,160 | 1,197,477,606 |
| 5 - 10年 | 債務負担件数 | 97,314 | 102,756 | 101,570 |
| | 債務負担金額 | 1,177,949,421 | 1,077,349,304 | 1,138,876,708 |
| 10 - 30年 | 債務負担件数 | 144,104 | 132,074 | 141,838 |
| | 債務負担金額 | 874,125,094 | 649,052,436 | 715,613,023 |
| 30年超 | 債務負担件数 | 8,138 | 9,818 | 13,874 |
| | 債務負担金額 | 17,616,143 | 21,227,291 | 31,076,620 |

(注) 2025年は9月末時点。金額の単位は百万円。

[出所] JSCC ホームページ

CDS の債務負担件数と債務負担金額

(単位：百万円)

| | | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
|---------------|--------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 合計 | 債務負担件数 | 1,950 | 2,852 | 2,752 | 2,496 | 2,116 |
| | 債務負担金額 | 4,199,972 | 4,547,545 | 4,099,890 | 3,588,213 | 2,886,412 |
| | 債務負担残高 | 1,022,161 | 12,029,598 | 13,686,154 | 12,847,648 | 13,540,672 |
| インデックス 合計 | 債務負担件数 | 658 | 1,246 | 1,220 | 828 | 678 |
| | 債務負担金額 | 3,412,000 | 2,689,650 | 3,197,340 | 2,770,360 | 1,987,720 |
| | 債務負担残高 | 7,411,980 | 9,149,680 | 10,759,860 | 10,014,040 | 10,147,360 |
| シングルネーム 合計 | 債務負担件数 | 1,292 | 1,606 | 1,532 | 1,668 | 1,438 |
| | 債務負担金額 | 787,972 | 857,895 | 902,550 | 817,853 | 898,692 |
| | 債務負担残高 | 2,810,181 | 2,879,918 | 2,926,294 | 2,833,608 | 3,393,312 |

(注) 2025年は9月末時点。金額の単位は百万円。

[出所] JSCC ホームページ

第9章 証券化商品市場

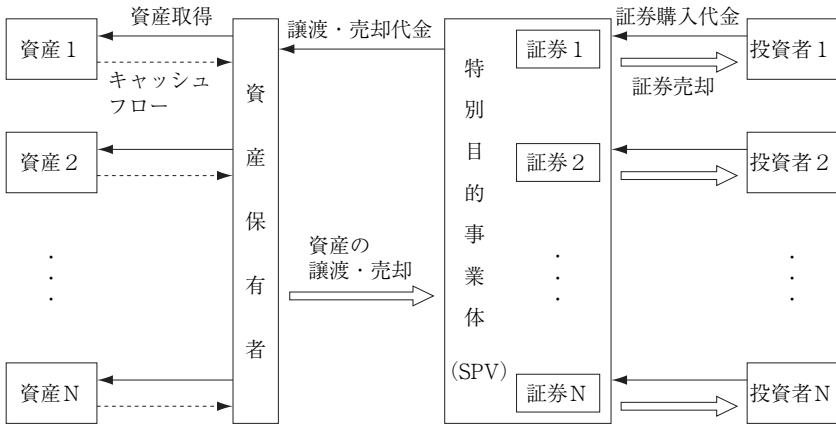
1. 証券化商品とは 企業等が保有する収益を生み出す資産をプール（集合）し、その資産を所有する企業等のバランスシートから特別目的事業体（SPV）へ譲渡する。そして、SPVが、その資産から生み出されるキャッシュフローを裏付けとする証券を発行し、投資者に対して売却する。このようなプロセスを経て発行された証券を、一般的に証券化商品と呼ぶ。なお、証券化商品の裏付けとなる企業等が保有する資産としては、一般的に自動車ローン、住宅ローン、リース料、企業向け貸付けなどの債権、および商業用不動産等が利用されている。また、法（資産流動化法）解釈上、著作権、特許権などの知的財産権なども、証券化の対象になると想定され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

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

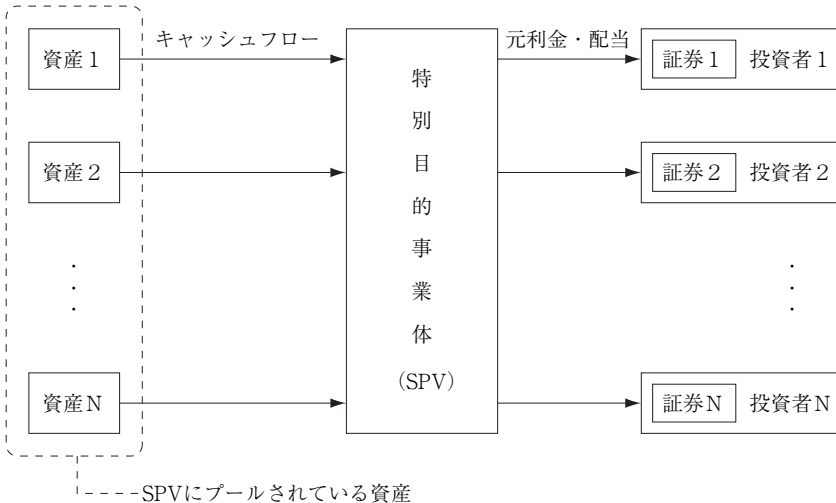
一方、投資者にとっての証券化商品は、新たな性格を持つ投資対象として価値を持つ。最初のポイントとして挙げられるのは、不動産の様な少額で購入することが難しかった資産に対し、投資することが可能となったことである。次に、資産を証券化する際、信用リスク等をコントロールすることにより、いくつか差別化した（例えば、優先劣後構造をもつ）証券が同時に発行出来るため、投資者が自分自身のニーズに合致した証券を購入しやすくなった点が挙げられる。右頁図で言えば、証券1から証券Nの発行条件を同一にせず、投資者1から投資者Nの選好に最も合致したものにすれば良いのである。例えば、利子、および償還金の支払いの優先順位について差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



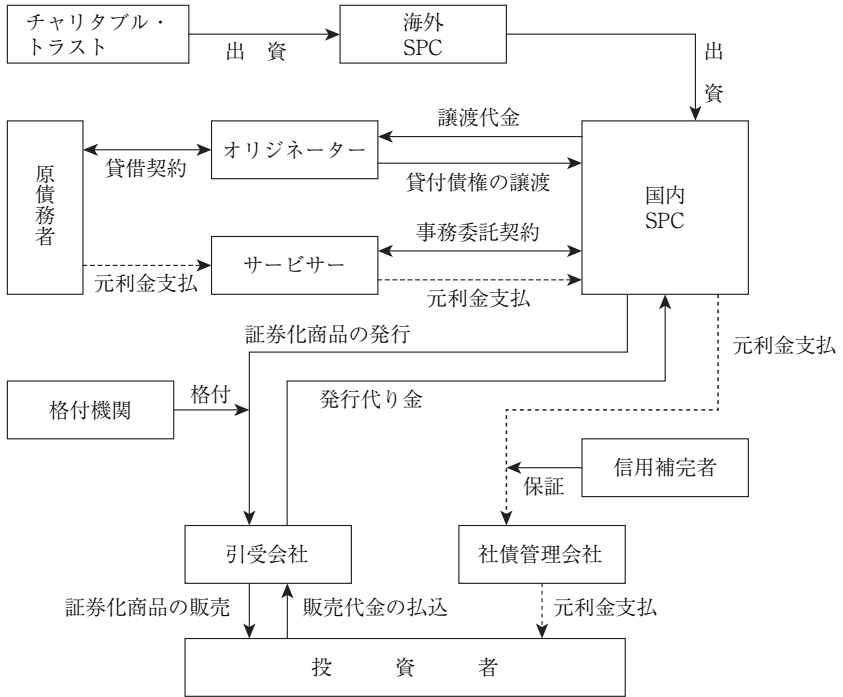
2. 証券化商品の基本的な仕組み 一般的に、多くの証券化商品は以下の仕組みを用いて発行される。まず、証券化の対象になる住宅ローン、売掛債権などの資産の保有者（オリジネーター）が、その資産をSPVへ譲渡する。これにより、オリジネーターの貸借対照表から、当該資産が切り離され、SPVがそれを保有することになる。SPVの形態としては、「組合方式」、「信託方式」、「特別目的会社（SPC）方式」などがある。なお、資産流動化法に基づいて設立されるSPCは、特定目的会社（TMK）と呼ばれる。「SPC方式」を利用する場合、倒産隔離性（SPCを所有する企業等が倒産しても、影響を及ぼさないようにする）を確保するために、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。しかし、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、かつ簡潔なり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、証券会社や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」の施行後の、90年代後半から拡大し始めた商品である。これらの担保資産は、比較的小口のものの集まりであり、十分に分散しやすいため、証券化に適した性格を持つ。加えて法制面での整備も進んだため、前者と比較して証券化の進んでいるグループである。

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

主な証券化商品の内容

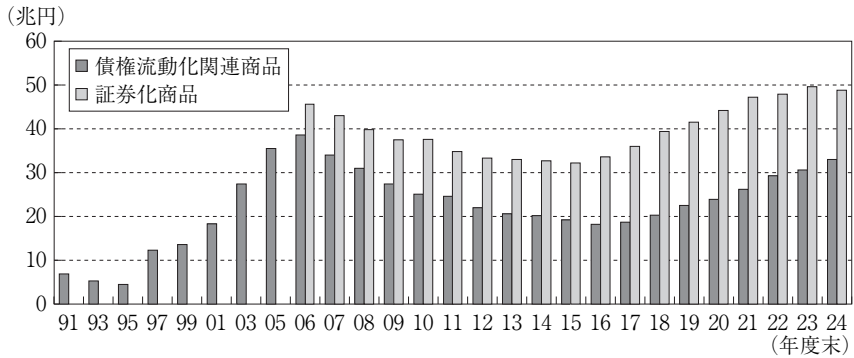
| 対象債権 | 発行される証券 | オリジネーター | 根拠法令等 | 基本的な仕組み |
|----------------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------------|---|
| 住宅ローン | 住宅ローン担保証券 (RMBS) | 銀行 その他金融機関 | 資産流動化法 信託法、信託業法 金融商品取引法 | 金融機関が保有する住宅ローン債権をSPCに譲渡し、SPCが債券を発行、あるいは信託銀行に信託し、信託銀行が信託受益権を発行する。 |
| 商業用不動産担保債権、賃貸収入 | 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 | 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して、共同投資し、運用収益を分配する。 |
| 土地・建物または地上権を目的とする抵当権付貸付債権 | 不動産投資信託 (REIT) | 投資が購入した物件の所有者 | 投資・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。 |
| 財政融資資金貸付金債権 | 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2006年度末まで遡及して公表するようになった。それ以前は、「債権流動化関連商品」として、証券化商品内の一部の残高が公表されていた。この統計によると、2024年度末における「証券化商品」の残高は、約49兆円になっている。株式等・投資信託受益証券、民間金融機関の企業・政府向け貸出、事業債の残高がそれぞれ2,027兆円、1,108兆円、100兆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、2024年末において発行額が約280兆円（資産担保証券とモーゲージ関連市場の合計値）となっており日本とは桁違いの規模となっている。

1989年度末において4,000億円に過ぎなかった市場が、その後の特定債権法（93年施行、04年廃止）、SPC法（98年）、SPC法を改正した資産流動化法（2000年）などの法制度の整備を背景として、急成長を遂げた。また、裏付となる担保資産についても多様化が進み、証券化が多くの分野に浸透し始めたことが窺われる。歴史的に見れば、特定債権法の施行により可能となった割賦債権等を裏付とした証券が、当初の増加の原動力であった。加えて、これらの資産は、返済期間が短くかつ分散化しやすいため、比較的风险が低く、証券化しやすいことも増加を後押しした一因として挙げられる。資産流動化法施行後となる2000年に入ると、住宅貸付、企業・政府向け貸出の証券化が急拡大している。この理由は、バーゼル合意により自己資本比率を高める必要性に迫られた銀行が、貸付資産のオフ・バランス化を推進したことに求められよう。そして、2006年度にピークに達した後は、世界金融危機に端を発した景気低迷の影響等から減少に転じた後、回復傾向にあり、証券化商品については、2021年度に世界金融危機前の水準を超えたが、その後は横ばいとなっている。

なお、「証券化商品」の定義であるが、「資産担保型債券」と「資産担保コマーシャル・ペーパー（ABCP）」および「信託受益権」の合計値である。資産担保型債券は「住宅金融支援機構（旧住宅金融公庫）が発行する貸付債権担保債券（機構MBS）」が75%を占めている。残高全体の6割弱を占める信託受益権の50%弱を「住宅貸付債権」が、約27%を「リース・クレジット債権」が裏付け資産として用いられている。

証券化商品および債権流動化関連商品残高



〔出所〕 日本銀行「資金循環統計」より作成

| | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 年度 | 91 | 92 | 93 | 94 | 95 | 96 | 97 | 98 | 99 | 00 | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 |
| 資産流動化商品 | 6.9 | 5.9 | 5.3 | 5 | 4.5 | 5.3 | 12.3 | 14.2 | 13.6 | 14.8 | 18.3 | 24.2 | 27.4 | 30.1 | 35.5 | 38.6 | 34 |
| 証券化商品 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 45.6 | 43 |
| 年度 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 |
| 資産流動化商品 | 31 | 27.4 | 25.1 | 24.6 | 22 | 20.6 | 20.2 | 19.2 | 18.2 | 18.7 | 20.3 | 22.5 | 23.9 | 26.2 | 29.3 | 30.6 | 33 |
| 証券化商品 | 39.8 | 37.5 | 37.6 | 34.8 | 33.3 | 33 | 32.7 | 32.2 | 33.6 | 36 | 39.4 | 41.5 | 44.2 | 47.2 | 47.9 | 49.6 | 48.8 |

〔出所〕 日本銀行「資金循環統計」より作成

担保資産等による内訳の推移

(単位：兆円)

| | 2008 | 2010 | 2012 | 2014 | 2016 | 2018 | 2020 | 2022 | 2024 | 構成比 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 資産担保型債券 | 13.8 | 13.9 | 14.1 | 14.1 | 14.9 | 16.5 | 18.8 | 19.2 | 18.3 | 37.5 |
| 機構 MBS | 7.6 | 9 | 10.6 | 11 | 12.1 | 13.6 | 15.1 | 14.5 | 13.6 | 27.9 |
| 不動産関連債券 | 4.4 | 3.4 | 2.2 | 1.7 | 1.8 | 2.2 | 2.5 | 2.9 | 2.7 | 5.5 |
| その他の資産担保型債券 | 1.8 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1 | 0.8 | 1.2 | 1.9 | 1.9 | 3.9 |
| ABCP | 3.9 | 2.4 | 2.3 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.8 | 2.3 | 2.4 | 4.9 |
| 信託受益権 | 25.4 | 21.2 | 18.4 | 16.9 | 15.4 | 17.9 | 20.8 | 26.4 | 28.2 | 57.8 |
| 住宅貸付債権担保分 | 9.7 | 8.6 | 7.7 | 7.7 | 7.6 | 9.5 | 11.3 | 13.7 | 13.8 | 28.3 |
| 一般貸付債権担保分 | 3.7 | 2.7 | 1.9 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 2.2 | 4 | 4.3 | 8.8 |
| 売掛債権担保分 | 5.2 | 5.4 | 5.1 | 3.6 | 1.7 | 1.2 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 1.4 |
| リース・クレジット債権担保分 | 5.6 | 3.8 | 2.8 | 2.9 | 3.6 | 4.5 | 5.1 | 6.3 | 7.5 | 15.4 |
| 合計 | 43 | 37.5 | 34.8 | 32.8 | 32 | 35.9 | 41.4 | 47.9 | 48.8 | 100 |

〔出所〕 日本銀行「資金循環統計」より作成

5. 証券化商品の発行市場 証券化商品の発行市場の規模については、当事者間で取引の完結する私募形式で行われるものが多く、全貌を正確に把握することが難しい。しかし、日本証券業協会では全国銀行協会と共同で、証券化商品のアレンジャー等から任意に発行に関する情報を受け付け、それらを取りまとめた上で、「証券化市場の動向調査」として公表している。それによると、わが国における証券化商品の発行額は2024年度には約4.4兆円の規模となっている。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、世界金融危機に端を発した景気悪化の影響による低迷期を経て、回復傾向にあったが、2022年度以降やや縮小している。

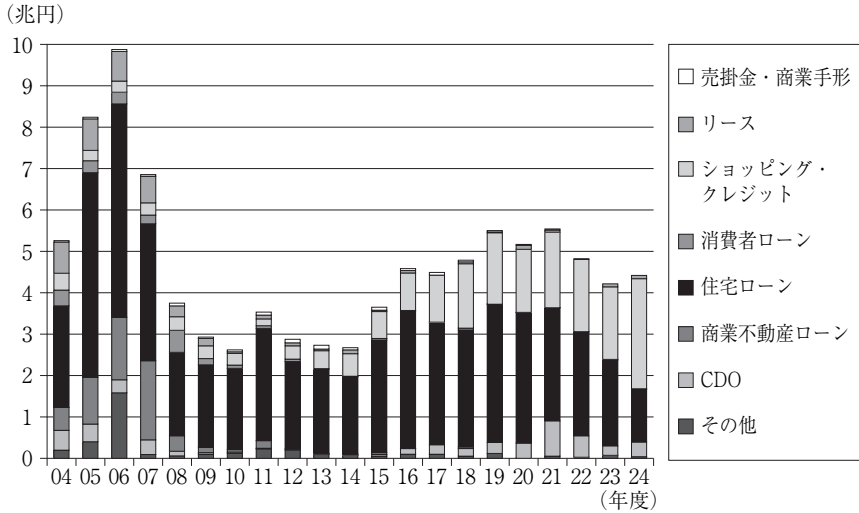
担保に供される資産毎に見ると、住宅ローン、ショッピング・クレジット以外の資産は低迷しており、裏付けとなる債権の違いによって異なる結果となっている。なお、担保に供される資産の全体に占める割合を見ると、住宅ローンは、2019年以降急激に発行額を減らしており、2019年の40%弱の水準まで落ち込んでいる。その結果、現在では、急激に存在感を増してきたショッピング・クレジットが主たる担保資産となっている。ショッピング・クレジットは、2012年度から2024年度にかけて、約12倍に急拡大しており、発行額の約6割を占めている。

公募された資産担保型社債の発行についても、日本証券業協会が取りまとめを行っている。これによると、統計が開始された1997年以降、発行額は順調に増加したものの、2002年度にピークである0.52兆円を記録した後に減少へと転じており、2019年度以降は発行がない。私募形式による発行が主流となっている理由としては、投資者保護の枠組み、税金、情報開示のコストなどが考慮されているためであると推察される。

発行された証券化商品の他の特性を見ていく。償還方法については、約8割5分がパススルー償還となっており、残りを分割償還、満期一括償還という順に占めている。

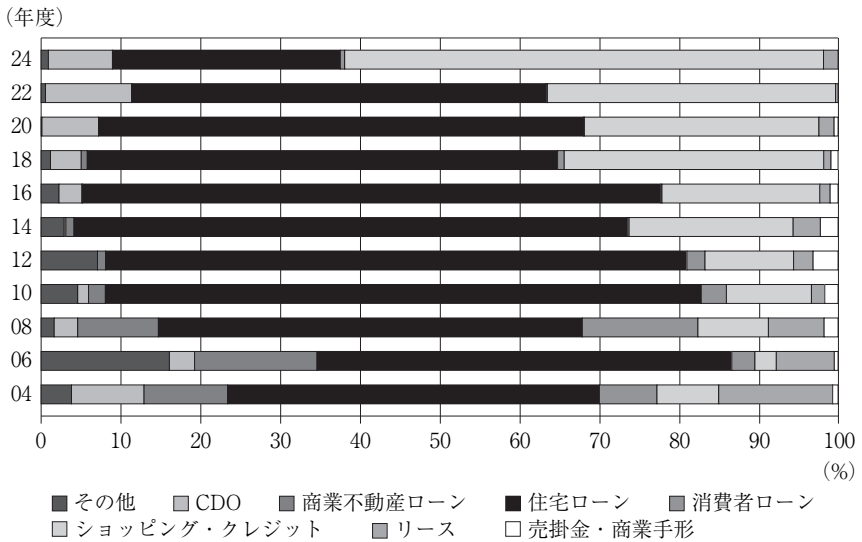
また、格付けについては9割弱がAAAとなっており、AAやAといった格付や短期格付によっても発行されBBB格付での発行も確認されるが、BB以下の発行は2017年以降確認できない。

証券化商品発行額



〔出所〕 日本証券業協会「証券化市場の動向調査」より作成

担保資産内訳



〔出所〕 日本証券業協会「証券化市場の動向調査」より作成

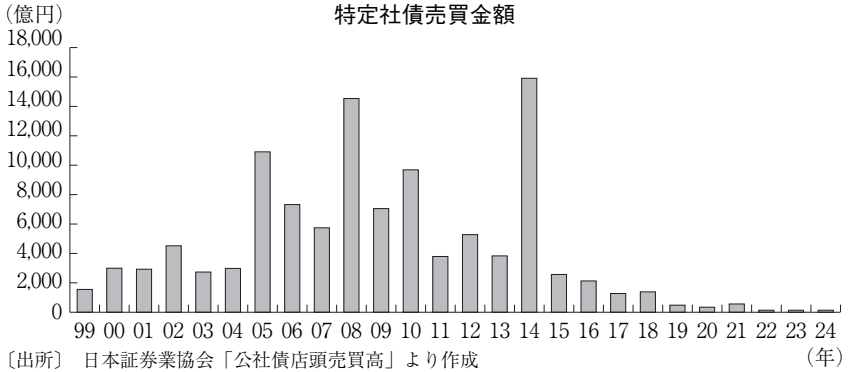
6. 証券化商品の流通市場 証券化商品に関しては、後述する不動産投資信託とインフラファンドを除き、取引所での集中売買が行われていない。公社債流通市場の場合と同様に、商品および取引内容が複雑多岐にわたるため、取引所取引になじまない性格を持っている。その為、店頭における業者間の相対取引のみが流通市場を形成している。ここでは、業者間取引の売買金額が入手可能となっている日本証券業協会が発表する特定社債（資産流動化法に基づき設立された会社が発行する公募社債、なお発行市場の統計の項目である資産担保社債は、資金調達のために会社法により設立された発行体分も加えられている）のデータなどを利用して、証券化商品の流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

日本証券業協会が会員証券会社の報告に基づき集計した特定社債の売買金額は、1998年以降のデータしか存在しない。これによると、増減を繰り返しながら2014年にピークを記録しているものの、減少傾向となっている。

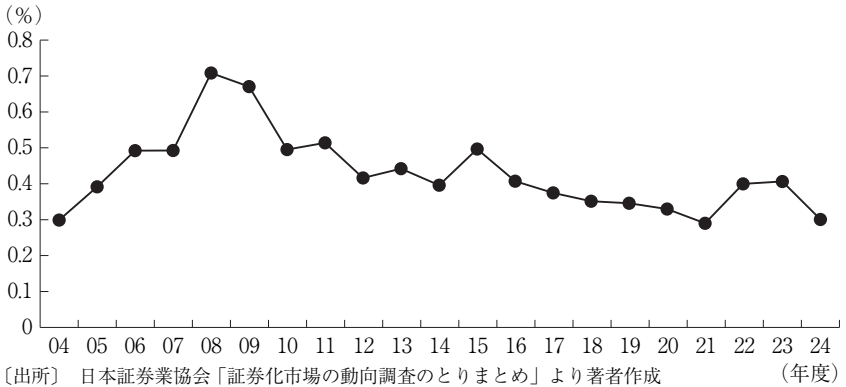
売買金額を他の債券と比較すると、2024年全体で、特定社債が140億円弱であるのに対して、一般社債、電力債がそれぞれ15兆円、2兆円となっている。統計がカバーする範囲が一部であるとはいえ、流通額は非常に限られている。なお、値付けを行っている証券会社は限定的であり、流動性がかなり低いものと推察される。一方、貸付債権担保住宅金融支援機構債券（機構 MBS、統計上は財投機関債に分類）は、多数の証券会社が値付け業務に従事しており、ある程度の流動性が確保されていると見られる。

次に流通利回りであるが、流通市場が未成熟であるため入手することが難しく、発行利回りで代替する。これによると、最も流動性がある貸付債券担保住宅金融公庫債は、政府保証債と比較して、高利回りで取引されているが、これは想定される償還期間、政府保証の有無に加え繰上償還による再投資リスクを考慮しているためだと見られる。両者のスプレッドは多少の大きくなる時期はあるものの、近年は0.3%から0.4%程度で安定している。

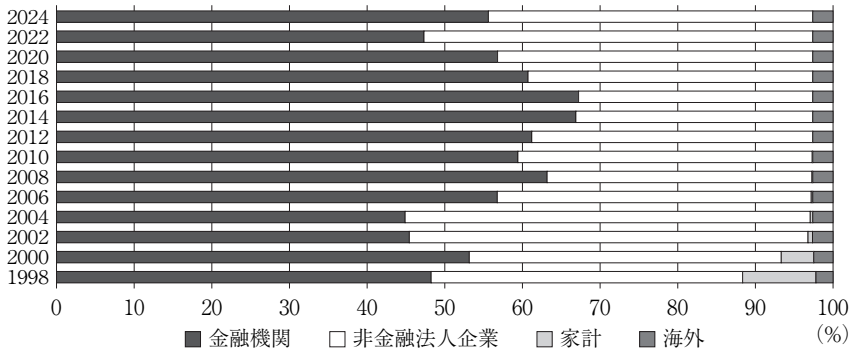
最後に購入主体であるが、日銀の資金循環統計の金融資産負債残高表によると、証券化商品とみなされる債権流動化関連商品の現在の保有者は、非金融法人と金融機関がほぼ同じ割合で、この両者でほぼ100%となっている。1990年においては家計が主たる保有者であったが、その後一貫して減少しており、現在は0となり、主たる保有者が移り変わったことがわかる。



住宅金融支援機構 MBS（月次債）のローンスプレッド（平均値）推移



債権流動化商品保有割合



〔出所〕 日本銀行「資金循環統計」より作成

7. 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、様々なリスクをコントロールする必要がある。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。証券化商品の場合、デフォルト・リスクは、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ケースが多い。この背景としては、劣後部分を好んで購入する投資者の不在等、いくつかの理由が挙げられている。

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

主な信用補完措置

| | | |
|--------------|---|--|
| 信用補完 (外部) | 原債権者のリコース Recourse | 原債権者がSPCに対して売却した資産の一定範囲の償還義務(リコース)を負う。リコースの程度によってはオフバランスが認められないケースがある。 |
| | クレジット・デフォルト・スワップ Credit Default Swap | スワップ購入者が一定のプレミアムを支払う代わりに、売却者が特定の債権の信用リスクを負担する。 |
| 信用補完 (内部) | 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。 |
| | 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 | オリジネーターから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。 債権譲渡の對抗要件の具備。 |
| 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、を満たすバンクラブシーリモート(Bankruptcy 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のない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。 |

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

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

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

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

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

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

証券化関連法制度年表

| 年 | 月 | 事 項 |
|-------|-----|---|
| 1931年 | 8月 | 抵当証券法制定 |
| 1973年 | 6月 | 住宅金融専門会社等の住宅ローン債権信託による資金調達 |
| 1974年 | 9月 | 住宅金融専門会社等の住宅抵当証券による資金調達 |
| 1988年 | 1月 | 抵当証券業の規制等に関する法律施行 |
| 1992年 | 4月 | 商品投資に係る事業の規制に関する法律（商品ファンド法）施行 |
| 1993年 | 4月 | 住宅ローン信託受益権を証券取引法上の有価証券に指定 |
| | 6月 | 特定債権等に係る事業の規制に関する法律（特定債権法）施行 |
| | 7月 | ノンバンクによる CP 発行解禁 |
| 1995年 | 4月 | 不動産特定共同事業法（FTK 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 | 5月 | SPC 法を資産の流動化に関する法律（改正 SPC 法）へ改正、流動化対象資産が拡大 |
| | 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 |
| 2018年 | 4月 | 改正金融商品取引法施行 |
| 2020年 | 5月 | 改正金融商品取引法施行（電子記録移転有価証券表示権利等（セキュリティトークン・デジタル証券）が規定 |
| 2023年 | 11月 | 改正金融商品取引法改正（仕組み債の不適切な販売に対応した説明義務の強化や不特法 ST 等） |

9. セキュリティ・トークンと証券化 IT技術の進展に伴い様々な技術が金融に取り入れられてきた。金融DXの旗が掲げられて以来、とりわけブロックチェーンに代表される分散型台帳技術（Distributed Ledger Technology, DLT）は、暗号資産（仮想通貨）を用いた取引の他、証券や商品などの取引にも活用され始めており、その活用範囲は広がっている。

DLTとは、取引参加者がインターネット上で帳簿を共有することにより資産や権利の移転・所有に関する記録を分散的に管理する仕組みである。証券市場においても、証券の発行・流通・決済等の様々な分野にわたり分散型インフラとして応用が期待されている。その代表例の1つがデジタル・トークンの発行による調達行為であり、例えば米国では2017年から18年にかけてイニシャル・コイン・オファリング（ICO）により多額の資金が調達された。

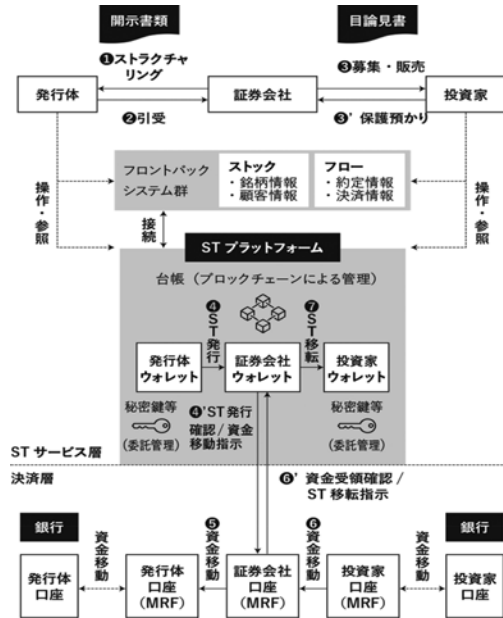
このような証券の性格を持ったデジタル・トークンに関して、わが国では改正金融商品取引法が2020年5月に施行され、金融庁は、電子記録移転権利および第一項有価証券の券面が発行されていないものを内閣府令で「電子記録移転有価証券表示権利等」と定め、より幅広い対象をセキュリティ・トークン（ST、有価証券としてのデジタル・トークン）として扱うことを可能とした。

DLTを用いたSTによる証券化は、小口化コストの低減や、利払いや償還等の自動化など、証券化コストを引下げる性質がある。現実には、2020年7月にケネディクスが日本初の不動産証券化STを発行した。以降、不動産を中心にSTが発行されている。それまで個人投資家の不動産証券化商品はJ-REITに限られていたが、不動産証券化STOによって、単一不動産を裏付けとする証券化商品にアクセスできるようになり、個人投資家は、よりニーズに合った商品と出会う可能性がある。STO協会によると、トークン化有価証券のうち、受益証券発行信託の発行額は、2024年度が11銘柄で約440億円、2025年度は10月末までに8銘柄で約940億円である。

また、2023年12月からSTの流通市場「START」が大阪デジタルエクステンジ（ODX）によって開設された。しかし、2025年10月までで、月間取引額が1億円以下にとどまり、実験的な性質が感じられ、今後の進展が期待される。

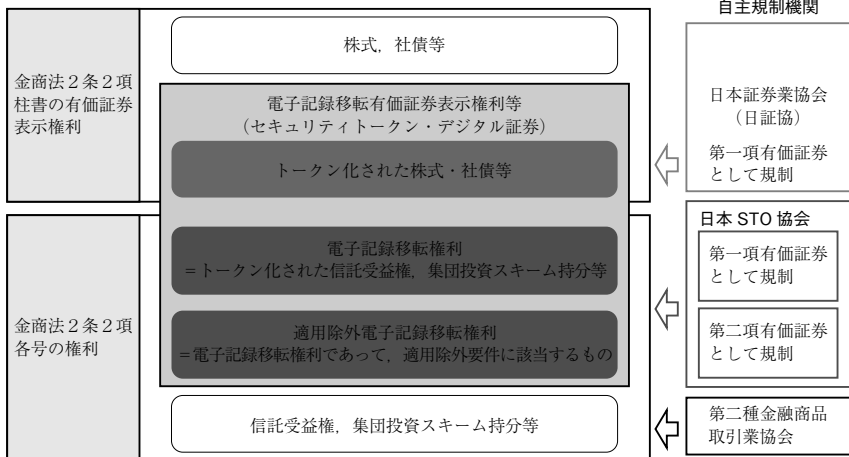
欧米において、すでに未公開株を原資産にしたトークン（ミラートークン）が発行されている。これについても今後の動向に注視が必要である。

セキュリティトークン発行の流れ



〔出所〕 一般社団法人日本STO協会「STOの紹介」より

デジタル証券の分類と自主規制機関



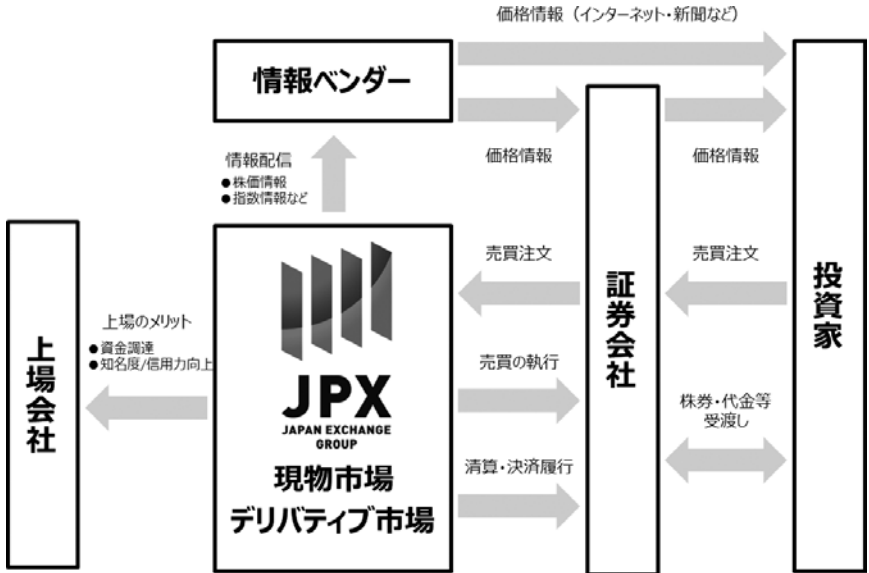
〔出所〕 一般社団法人日本STO協会「デジタル証券における流通市場の活性化への提言」

第10章 金融商品取引所

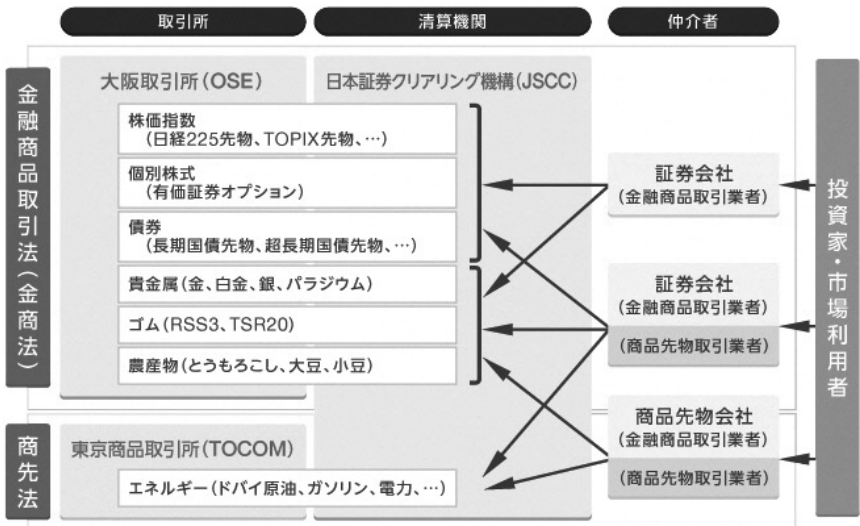
1. 金融商品取引所の機能 金融商品取引所の基本的機能は、市場を開設し有価証券等の需給を集中させることによって、その流動性を高め、需給を反映した公正な価格を形成・公示することにある。その目的は、有価証券の売買や市場デリバティブ取引を行うために必要な市場を開設し、公益および投資者の保護に資するための売買等が公正、円滑に行われることを旨として運営することであり、公正かつ透明で効率的な市場の提供がその基本的な使命である。開設する市場は、金融商品への流動性の付与と公正な価格形成の場の提供という機能を有し、投資者が安心して投資できる環境を提供するとともに、有価証券の発行による円滑な資金調達や市場デリバテ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

従前、証券取引法上、取引所は会員制の組織であったが、2000年の法改正により、株式会社形態も可能となり、2001年の大阪を皮切りに、東京、名古屋、ジャスダックの各取引所が株式会社化した。2007年に施行された金融商品取引法により、取引所持株会社や自主規制法人等の設立が可能となり、同年、取引所と自主規制法人を傘下に置く持株会社である東京証券取引所グループが設立された。持株会社の設立は、自主規制業務の担い手である取引所の公共性と、株式会社としての役割との間に利益相反のおそれがあることを背景に、自主規制業務の独立性を強化する方策として行われた。さらに2013年、国境を越えた市場間競争の激化を背景に、日本市場の魅力と利便性の向上および国際的な競争力強化を目的として、東京証券取引所グループと大阪証券取引所が経営統合し、日本取引所グループ（JPX）が設立された。JPXは、2019年に東京商品取引所等を子会社とし、翌年には、同取引所に上場する貴金属先物取引等を、デリバティブ市場を運営する大阪取引所に移管し傘下の清算機関を統合することで、金融からコモディティまで幅広い商品が取引可能な、総合取引所を実現した。

JPX が運営する金融商品取引所の機能（概要）



総合取引所の概要



2. 市場の歩み 戦後、証券取引所が再開した際、取引所市場は単一の市場であった。その後、日本経済が高度成長期を迎え、中小企業の資本調達需要が高まると、取引所外の店頭取引が組織化された集団取引が急速に拡大し、中小企業育成と投資家保護の観点から、集団的店頭取引の組織化の必要性が生じた。これを受けて、1961年に東京、大阪、名古屋の取引所が、従来よりも上場基準を緩和した第二部市場を創設し、店頭売買銘柄の多くが吸収された。これが東証本則市場の「市場第一部」及び「市場第二部」の創始である。

市場第二部開設後、高度成長を背景に、取引所市場への上場が難しい企業の資本調達場が再び必要となり、1963年に日本証券業協会が店頭登録制度（株式店頭市場）を創設した。店頭登録制度は、1983年に新店頭市場となり、証券取引所の補完市場（1998年の証券取引法改正後は店頭売買有価証券市場となり取引所と並列する市場）として、ベンチャー企業の資金調達に寄与した。2004年には取引所化され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、新JASDAQ市場として運営されることとなった。

また、東証では1999年、成長段階の新興企業へ上場機会を提供することを目的に、「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、高い成長可能性を有する企業であれば、債務超過や赤字の場合も上場が可能とされた。その後、一部の企業による不祥事などを契機に、上場審査基準が厳格化され、投資者保護が強化されている。

その後、2013年には、東証と大証の経営統合に伴い、株式市場についても両取引所の市場が統合されることとなった。統合に際しては、上場会社の負担や投資者の混乱が生じることを避けるため、それまでの市場構造が基本的に維持された結果、一般投資者向けに市場第一部・市場第二部・マザーズ・JASDAQ（スタンダード・グロース）という4つの市場が併存することとなった。

また、2022年4月には、統合後において、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の点で期待される役割を十分に果たせていない、③投資対象としての機能性と市場代表性を兼ね備えた指数が存在しない等の課題が生じていたことも踏まえ、第二部市場の創設以来、約60年ぶりの大規模な改革として、市場区分の見直しが行われた（詳細は次節参照）。

本則市場（市場第一部・市場第二部）の沿革

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

JASDAQの沿革

| | | |
|--------------|-----|--|
| 1983年（昭和58年） | 11月 | 新店頭市場発足 |
| 1998年（平成10年） | 12月 | 証券取引法上において「店頭売買有価証券市場」と定義し，取引所と並列する市場となる |
| 2002年（平成14年） | 12月 | 証券取引所免許を取得し，(株)ジャスダック証券取引所へ商号変更 |
| 2007年（平成19年） | 8月 | NEOを創設 |
| | 10月 | JASDAQ・NEO・ヘラクレスを統合し「新JASDAQ」を開設 |
| 2013年（平成25年） | 7月 | 東証と大証の経営統合に伴い，東証が運営を引継ぎ |

マザーズの沿革

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

※東証市場区分の見直し（2022年4月）以前の沿革を記載

3. 東証市場区分の見直しとその後の取組み 東証は、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者から高い支持を得られる魅力的な市場を提供するため、2022年4月4日に、株式市場をプライム市場・スタンダード市場・グロース市場という3つの新しい市場区分に再編した。新市場区分にはそれぞれ明確なコンセプトが設けられ、そのコンセプトに応じて、流動性やコーポレート・ガバナンスなどに係る定量的・定性的な上場基準が設定された。

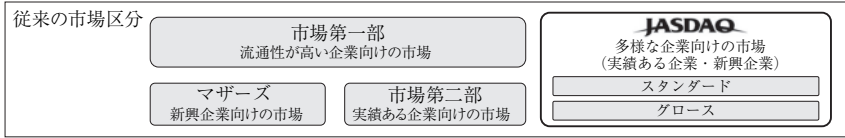
また、市場区分見直しの実効性向上に向けて、2022年7月には、有識者で構成される「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置し、上場会社の企業価値向上に向けた追加的な対応について継続的に議論を行っている。

2023年3月には、プライム市場の約半数・スタンダード市場の約6割の上場会社がROE 8%未満・PBR 1倍割れと、欧米と比較して資本収益性や成長性に課題が見受けられたことを踏まえ、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行った。2025年12月時点では、プライム市場の9割、スタンダード市場の5割が当該要請を踏まえた対応について開示しており、今後は取組みの実行や、実際の資本収益性等の改善が問われる局面に入りつつある。

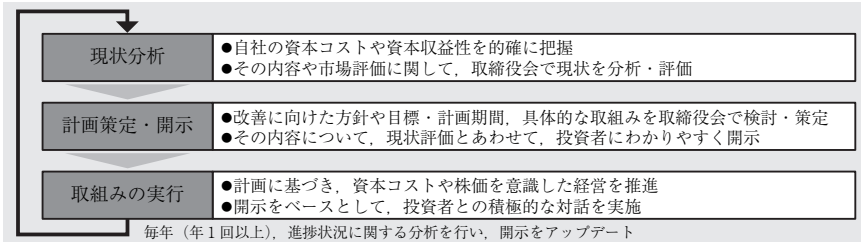
グロース市場に関しても、東証グロース市場指数の低迷や、上場後に高い成長を実現する企業が少数に留まるなどの実態を踏まえ、「高い成長を目指す企業が集う市場」というグロース市場のコンセプトをより追求していく観点から、時価総額に関する上場維持基準の見直し（上場後10年経過後40億円以上→上場5年経過後100億円以上）や、「高い成長を目指した経営」の働きかけ、上場会社向けのサポートなどの取組みを推進している。

また、上記の取組みと併せて、市場代表性や投資対象としての機能性の更なる向上を目指し、TOPIXの見直しも行っている。従来 TOPIX の対象市場はプライム市場のみであったが、2026年10月以降は全市場区分に変更され、一定の選定基準を満たしたスタンダード市場・グロース市場の銘柄も TOPIX に組み入れられることとなる。

市場区分の見直しと新たな市場区分のコンセプト



資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請内容



次期 TOPIX ルール

| | 現行TOPIX | 次期TOPIX | | | | | | | | | |
|--------------|--|--|----|------|-------|-----------|-------|--------|--------------|---------|---------|
| 対象市場 | プライム市場 *新市場区分再編時の構成銘柄で、スタンダード市場やグロース市場を選択した銘柄は現行TOPIXに含まれる。 | プライム市場・スタンダード市場・グロース市場 | | | | | | | | | |
| 定期入替 | なし | 年1回、10月最終営業日（基準日：8月最終営業日） | | | | | | | | | |
| 選定基準 | なし *市場区分再編時などにおいて流通株式時価総額が100億円未満の銘柄の段階的ウエイト低減を実施中 | <ul style="list-style-type: none"> 下記の流動性基準により銘柄を定期入替 <table border="1" style="margin-left: 20px;"> <thead> <tr> <th>指標</th> <th>追加基準</th> <th>継続基準*</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>年間売買代金回転率</td> <td>0.2以上</td> <td>0.14以上</td> </tr> <tr> <td>浮動株時価総額の累積比率</td> <td>上位96%以内</td> <td>上位97%以内</td> </tr> </tbody> </table> 追加基準はTOPIXの構成銘柄でない銘柄に適用し、継続基準は既にTOPIXの構成銘柄である銘柄に適用 <p>*指数の安定性や投資効率の観点から継続基準（バッファ・ルール）を導入</p> | 指標 | 追加基準 | 継続基準* | 年間売買代金回転率 | 0.2以上 | 0.14以上 | 浮動株時価総額の累積比率 | 上位96%以内 | 上位97%以内 |
| 指標 | 追加基準 | 継続基準* | | | | | | | | | |
| 年間売買代金回転率 | 0.2以上 | 0.14以上 | | | | | | | | | |
| 浮動株時価総額の累積比率 | 上位96%以内 | 上位97%以内 | | | | | | | | | |
| 非定期の追加 | プライム市場への新規上場・市場区分の変更銘柄 | プライム市場・スタンダード市場・グロース市場への新規上場銘柄で、浮動株時価総額が、同累積比率上位95%に含まれる銘柄の最低浮動株時価総額を上回る銘柄 | | | | | | | | | |

4. 新規上場制度 証券取引所は、投資者保護の観点から市場区分ごとに新規上場基準を設け、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。東証の各市場区分の新規上場基準は、形式要件と実質要件から構成されており、新規上場を希望する会社からの申請を受けて、提出された書類やヒアリング等をもとに審査を行っている。

プライム市場 形式要件においては、多様な機関投資家が安心して投資対象とすることができる潤沢な流動性の基礎として「流通株式時価総額100億円以上」、機関投資家との間の建設的な対話の実効性を担保する基盤として「流通株式比率35%以上」、安定的かつ優れた収益基盤の前提として「最近2年間の利益合計が25億円以上」又は「売上高100億円以上かつ想定時価総額1,000億円以上」等の基準が設けられている。他方、実質要件においては、企業の継続性及び収益性、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などの観点から基準が定められている。

スタンダード市場 形式要件においては、一般投資者が円滑に売買を行うことができる適切な流動性の基礎として「流通株式時価総額10億円以上」、上場会社としての最低限の公開性を求める観点から「流通株式比率25%以上」、安定的な収益基盤の前提として「最近1年間の利益が1億円以上」等の基準が設けられている。他方、実質要件においては、プライム市場と同様に企業の継続性及び収益性などの観点から基準が定められているが、プライム市場では安定的かつ優れた収益基盤を求めるのに対し、スタンダード市場では安定的な収益基盤を求めるといった差異が存在する。

グロース市場 形式要件においては、一般投資者の投資対象になりうる最低限の流動性の基礎として「流通株式時価総額5億円以上」、上場会社としての最低限の公開性を求めるため「流通株式比率25%以上」、成長を実現するための資金調達の実施という観点から「新規上場時における500単位以上の公募」等の基準が設けられている。なお、上場の間口を広くすることで新興企業が資本市場にアクセスしやすくするために、過去実績を示す経営成績・財政状態（利益・純資産）に係る基準は設けていない。また、実質要件においては、高い成長可能性を実現していくための事業計画の合理性や、その開示の適切性の観点から基準が定められていることが特徴的である。

新規上場基準（形式要件）

| 項目 | | プライム市場 | スタンダード市場 | グロース市場 |
|-------|---------------------|--|-------------------|-----------------------|
| 流動性 | 株主数 ¹⁾ | 800人以上 | 400人以上 | 150人以上 |
| | 流通株式数 ²⁾ | 2万単位以上 | 2,000単位以上 | 1,000単位以上 |
| | 流通株式時価総額 | 100億円以上 | 10億円以上 | 5億円以上 |
| | 時価総額 | 250億円以上 | － | － |
| ガバナンス | 流通株式比率 | 35%以上 | 25%以上 | 25%以上 |
| 経営成績 | 収益基盤 | 以下 A 又は B を満たすこと A. 最近2年間の利益 ³⁾ 合計25億円以上 B. 売上高100億円かつ 時価総額1,000億円以上 | 最近1年間の利益 1億円以上 | － |
| 財政状態 | | 純資産：50億円以上 | 純資産：正 | － |
| 公募 | | － | － | 500単位以上 ⁴⁾ |
| その他 | | 事業継続年数、虚偽記載又は不適正意見等、登録上場会社等監査人 ⁵⁾ 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など | | |

- (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. 流通株式数とは、上場株式数から、その10%以上を保有する株主、役員等、自己（自己株式を所有している場合）、国内の普通銀行・保険会社・事業法人以外が所有する株式及びその他当取引所が固定的と認める株式を控除した株式の数をいう。
3. 利益とは、「経常利益（損失）金額」に、「非支配株主に帰属する当期純利益（損失）」を加減した金額をいう。
4. 上場日における時価総額が250億円以上となる見込みのある場合等においては不要。
5. 公認会計士法第34条の38の第1項に規定する登録上場会社等監査人（日本公認会計士協会の品質管理レビューを受けた者に限る。）をいう。

新規上場基準（実質要件）

| プライム市場 | スタンダード市場 | グロース市場 |
|---|---|--|
| 【企業の継続性及び収益性】 継続的に事業を営み、安定的かつ優れた収益基盤を有していること | 【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 |
| 【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 | 【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 | 【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 |
| その他公益又は投資者保護の観点から当取引所が必要と認める事項 | | |

5. 上場管理制度 証券取引所は、上場有価証券の適切な管理を行い、投資者の保護を図る観点から、上場管理に係る規則を定めるとともに、上場会社との間で締結する上場契約において、証券取引所の規則を遵守する旨の記載を求め、規則の実効性の担保としている。東証では、「有価証券上場規程」において、重要な会社情報の適時開示、企業行動に適切な対応を求める企業行動規範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。東証は、決定事実、発生事実、決算情報など、重要な会社情報の適時開示を上場会社に義務づけている。なお、適時開示義務は、基本的には市場区分にかかわらず同一であるが、グロース市場においては「事業計画及び成長可能性に関する事項」を継続的に開示することが義務付けられている。また、プライム市場については、2025年4月より英文の同時開示が義務化された。

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自覚を持ち、会社情報の開示の充実により透明性を確保することや、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が求められる。東証はこれを企業行動規範として定め、規則上の義務である「遵守すべき事項」と、努力義務である「望まれる事項」で構成している。

上場維持基準・上場廃止基準 新市場区分においては、市場区分ごとにコンセプトを踏まえた上場維持基準が設けられており、上場会社はその基準に適合した状態を継続的に維持することが求められる。当該基準に抵触し、改善期間内に改善が行われなかった場合には、上場が廃止される。上場廃止基準としては、そのほかにも各市場区分共通の基準が定められている。

なお、上場維持基準について、市場区分の見直し以前から上場していた会社には、経過措置として緩和された基準が適用されていたが、2025年3月以降からは本来の上場維持基準が適用されている。東証は、上場廃止基準に「該当するおそれがある」場合には、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が周知され、一定期間売買が継続されたのちに、上場が廃止されることとなる。

企業行動規範の項目概要

| 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） |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 ・ 社外取締役の確保義務 ・ 会計監査人の監査証明等を行う公認会計士等への選任義務 ・ 業務の適正を確保するために必要な体制整備 ・ 買取への対応方針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 ・ 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 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 望ましい投資単位の水準への移行及び維持 ・ コーポレートガバナンス・コードの尊重 ・ 取締役である独立役員の確保 ・ 独立役員が機能するための環境整備 ・ 独立役員等に関する情報の提供 ・ 女性役員の選任 ・ 英文開示の拡充 ・ 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 |

上場維持基準

| 項目 | プライム市場 | スタンダード市場 | グロース市場 | |
|-------|----------|---------------------|-------------------------|------------------|
| 流動性 | 株主数 | 800人以上 | 400人以上 | 150人以上 |
| | 流通株式数 | 2万単位以上 | 2,000単位以上 | 1,000単位以上 |
| | 流通株式時価総額 | 100億円以上 | 10億円以上 | 5億円以上 |
| | 売買 | 1日平均売買代金 0.2億円以上 | 月平均売買高 10単位以上 | 月平均売買高 10単位以上 |
| ガバナンス | 流通株式比率 | 35%以上 | 25%以上 | 25%以上 |
| 財政状態 | 純資産 | 正であること | 正であること | 正であること |
| 時価総額 | - | - | 40億円以上 ※上場10年経過後から適用 | |

※改善期間は、原則として1年間（スタンダード市場・グロース市場の売買基準は6ヵ月）

※グロース市場上場会社には、機関投資家の投資対象となり得る規模への早期の成長を促すとともに、企業間のM&Aや起業家の次なる創業などを促進する観点から、グロース市場の上場維持基準のうち時価総額基準について、2030年より「100億円以上※上場5年経過後から適用」に見直す予定

上場廃止基準

| 項目 | |
|----------------------|----------------|
| 上場維持基準への不適合 | 株式事務代行機関への委託 |
| 銀行取引の停止 | 株式の譲渡制限 |
| 破産手続、再生手続又は更生手続 | 完全子会社化 |
| 事業活動の停止 | 指定振替機関における取扱い |
| 不適当な合併等 | 株主の権利の不当な制限 |
| 支配株主との取引の健全性の毀損 | 全部取得 |
| 有価証券報告書又は四半期報告書の提出遅延 | 株式等売渡請求による取得 |
| 虚偽記載又は不適正意見等 | 株式併合 |
| 特別注意銘柄等 | 反社会的勢力の関与 |
| 上場契約違反等 | その他（公益又は投資者保護） |

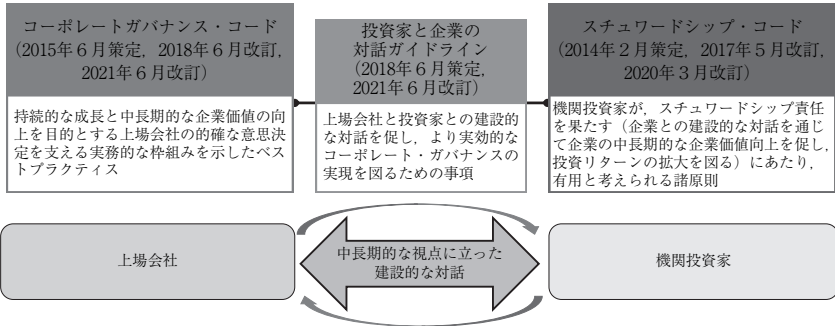
6. コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードの概要 東証では上場会社の実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめた「コーポレートガバナンス・コード」（以下、コード）を策定し、2015年6月から上場会社に適用している。コードは、コンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用しており、各原則の実施は一律には求められていないが、各社の個別事情に照らして実施しない原則があれば、その理由や代替策の実施状況などを適切に説明することが求められる。また、コードはプリンシプル・ベース（原則主義）に基づき策定されており、用語に明確な定義はおかれていないものの、関係者はコードの趣旨・精神に則って適切に解釈・対応することが期待されている。上場会社はコードの対応状況を「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」に記載することとされており、当該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、上場会社向けの行動原則であるコーポレートガバナンス・コードとは別に、機関投資家向けには「スチュワードシップ・コード」が策定されており、両者が車の両輪となることで、機関投資家との建設的な対話に基づき上場会社の持続的な成長が促されることが期待されている。また、2018年には、両コードの附属文書として、企業と投資家との対話において重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」が策定された。

コーポレートガバナンス・コードの改訂 コーポレートガバナンス・コードは、2018年、2021年に改訂が行われている。2021年の改訂における主要なポイントは、取締役会の機能発揮、企業の中核人材における多様性（ダイバーシティ）の確保、サステナビリティを巡る課題への取組みの3点である。また、プライム市場について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区分であることを踏まえ、一段高いガバナンス水準を求める原則も設けられた。現在、企業と投資家の自律的な意識改革に基づくコーポレートガバナンス改革の実質化に向け、第三次改訂の検討が進んでいる。経営資源の成長投資への振り向けや有価証券報告書の総会前開示などが改訂の論点となっているほか、コード全体のスリム化・プリンシプル化も図られる予定である。

2つのコードと対話ガイドライン



コーポレートガバナンス・コードの概要

1. 株主の権利・平等性の確保 上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき

▶株主の権利・平等性の実質的な確保

⇒株主が総会議案の十分な検討時間を確保するための対応(招集通知の早期発送、議決権の電子行使、招集通知の英訳等)

▶資本政策についての説明

⇒基本的な方針、買取防衛策・支配権の変動や大規模な希薄化の必要性・合理性、政策保有株式*等

*政策保有株式:保有方針の開示、経済合理性の検証に基づく保有のねらい・合理性の説明、議決権行使の基準の策定・開示

2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働 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を巡る課題への適切な対応

▶企業の中核人材における多様性の確保(女性・外国人・中途採用者)

3. 適切な情報開示と透明性の確保 上場会社は、財務情報や非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、それ以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであり、利用者にとって分かりやすく有用性の高い情報を提供すべき

▶情報開示の拡充

⇒経営戦略・計画、コーポレートガバナンスに関する基本方針、取締役等の指名・報酬に係る方針・手続、英文開示、サステナビリティについての取組み

4. 取締役会等の責務 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

▶独立社外取締役の活用

⇒持続的な成長に寄与できる資質を備えた人物をプライム市場は3分の1以上(その他の市場は2名以上)選任、独立社外者のみの会合、筆頭独立社外取締役、指名・報酬などへの適切な関与

▶取締役会・監査役会の実効性確保

⇒取締役会の実効性評価、会議運営(資料配布、審議事項など)、情報入手(会社の支援体制の整備、研修機会の提供など)

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

7. 株式売買制度(1) 証券取引所における中心的な株式売買制度は、個別競争売買方式により行われる売買立会による売買（立会取引）である。取引時間は、東京証券取引所を例にとると、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30分まで（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、値段を指定する指値注文と市場価格で成立する成行注文の主に2種類があり、指値注文の値段は、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いる。また、指値注文で指定できる値段には、前日の終値等を基準とする制限値幅が設けられており、この値幅が各銘柄が一日に変動できる値幅となる。また、一日の中でも短時間での株価の急変動を防ぐため特別気配、連続約定気配という制度を備えており、制限値幅と併せて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（安い）買（売）注文が他の注文より優先される）と時間優先の原則（同じ値段であれば、先に発注された注文が優先される）に基づき、板寄せ方式及びザラバ方式の二つの方法で成立する。

板寄せ方式 板寄せ方式とは、立会開始後最初の約定値段を決定する時等に行われる方式であり、成行注文の全量執行など、一定の合致要件を満たす単一の価格を約定値段として、売買成立前に発注された注文を、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、板寄せ方式により最初の約定値段が決定した後、前場は午前11時30分まで、後場は午後3時25分まで継続して行われる方式であり、新たに発注された注文を、価格優先及び時間優先の原則に従い対当させるものである。

なお、東証では2024年11月に取引終了時間を午後3時00分から30分延伸し、終値形成の透明性向上を目的としてクロージング・オークションを導入し、ザラバの終了後に5分間の注文受付時間（プレ・クロージング）を経て大引けの板寄せを行っている。

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

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

[板寄せ方式]

- a まず、成行の売呼値600株(H証券200株、I証券400株)と、成行の買呼値400株(K証券100株、M証券300株)を対当させる。この時点では、成行の売呼値が200株残る。
 b 次に、始値を500円と仮定して、成行の売呼値の残りの200株および499円以下の売呼値600株(S証券200株、R証券400株)と、501円以上の買呼値800株(P証券500株、N証券200株、T証券100株)を対当させる。その結果、売呼値が1,200株、買呼値が1,200株で、株数が合致する。
 c 最後に、500円の売呼値300株(E証券100株、F証券100株、G証券100株)と、500円の買呼値1,000株(A証券400株、B証券300株、C証券200株、D証券100株)を対当させる。しかし、売呼値が300株、買呼値が1,000株なので、株数が合致しない。この場合、500円の売呼値の全部300株と、500円の買呼値を行っているA証券、B証券、C証券の呼値について各100株、合計300株とを対当させる。この結果、始値が500円に決定され、その値段で合計1,500株の売買契約が締結されることになる。

[ザラバ方式]

- a 例えば、「板」の状態が図のような場合に、M証券が500円で200株買いたいという呼値をすると、A証券の500円の売呼値300株のうち200株と対当させて売買契約が締結される。
 b 次に、N証券が1,000株の成行の買呼値をすると、まず、A証券の500円の売呼値の残り100株およびB証券の500円の売呼値300株と対当させて売買契約が締結され、次に、C証券の501円の売呼値400株およびD証券の501円の売呼値200株を対当させて売買契約が締結される。
 c その後、K証券が499円で500株の売呼値をすると、499円の買呼値をしているF証券の300株およびG証券の200株を対当させて売買契約が締結される。
 d この結果、次のような売買契約が締結されたことになる。
- | 売方証券 | 買方証券 | 約定値段(円) | 株数(株) | 売方証券 | 約定値段(円) | 株数(株) | |
|------|------|---------|-------|------|---------|-------|-----|
| A証券 | M証券 | 500 | 200 | D証券 | N証券 | 501 | 200 |
| A証券 | N証券 | 500 | 100 | K証券 | F証券 | 499 | 300 |
| B証券 | N証券 | 500 | 300 | K証券 | G証券 | 499 | 200 |
| C証券 | N証券 | 501 | 400 | | | | |
- e このように、売買立会時間中、間断なく呼値が行われ、値段が合致すると、つぎつぎに売買契約が締結されてゆく。

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

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

その後も、2008年1月には、さらなる取引の種類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とともに、2020年8月と2021年5月には、単一銘柄取引及びバスケット取引について、指定可能な決済日の範囲を拡大するなど、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、終値取引及び自己株式立会外買付取引の4種類に分けられる。

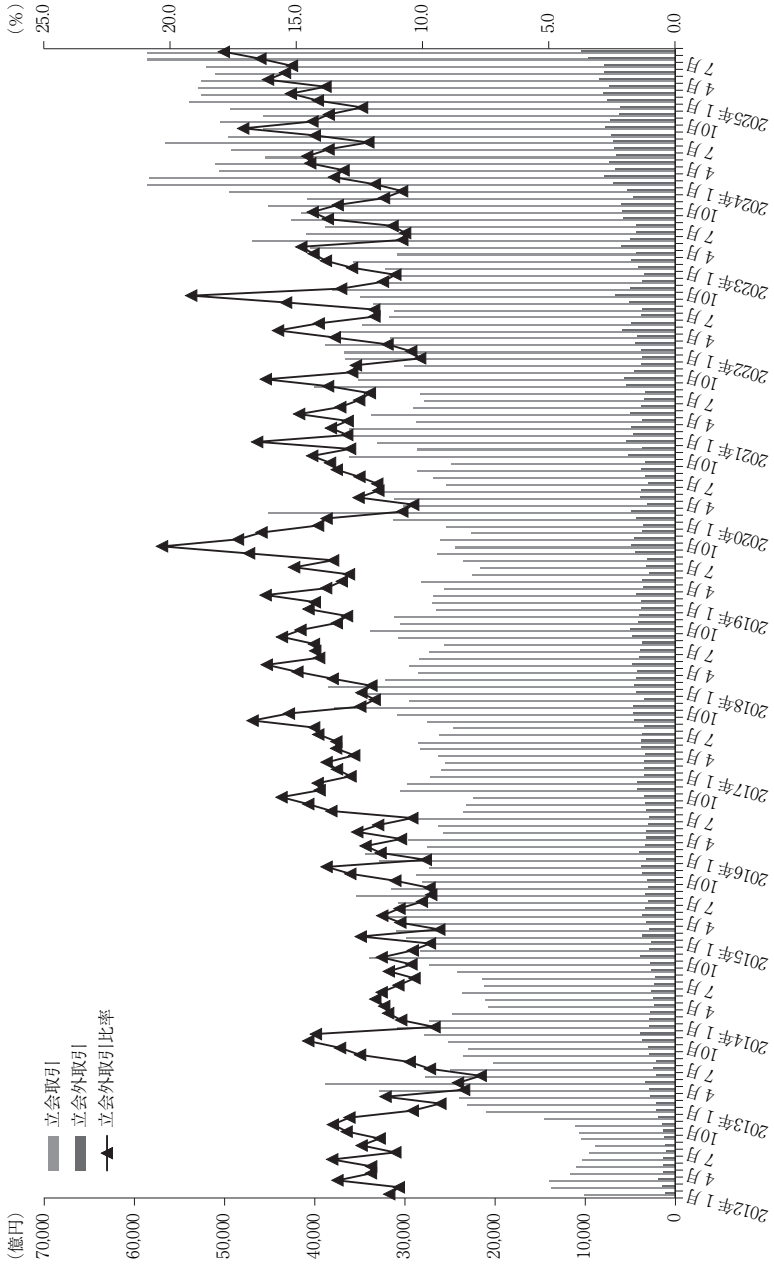
単一銘柄取引 個別銘柄を対象とし、原則、立会取引における直前の約定値段等の上下7%（7%を乗じた値が5円未満の場合には一律5円）における価格での執行を行う取引制度である。

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、午後立会の開始前及び午後立会の終了後の時間帯において、各立会区分の最終値段等により、原則、時間優先の原則に基づき売買を成立させる取引制度である。

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

東京証券取引所の売買立会取引と立会外取引の1日平均売買代金の推移



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

株式売買システムは、東京証券取引所の現物市場で、注文の付け合せ・約定通知作成・板の間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、「arrowhead」および「ToSTNeT」である。「arrowhead」は、電子取引の更なる進展や注文件数の継続的な増加等、市場環境の変化やそれに伴うリスク等に対応するため、高速性・信頼性を高水準で両立することを目指して設計され、2010年より稼働している。

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に係る売買も「arrowhead」および「ToSTNeT」に一本化された。その後、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、これまで3度のリニューアルが実施されている。直近のシステムリニューアル（2024年11月に実施）では取引時間の延伸やクロージングオークションの導入、レジリエンス（障害回復力）の更なる強化施策が実施された。

株式・CBの清算システムは、東京証券取引所および他市場での有価証券売買に関する受渡し等の清算業務を支援するシステムとして、2003年1月より、統一清算機関であるJSCC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。

日本取引所グループのシステムスケジュール

| | 2023年度 | 2024年度 | 2025年度 | 2026年度 | 2027年度～ |
|-------------|-------------------------|---------------------|-------------------|--------|-------------|
| 売 買 系 | arrowhead (現物) | ● 2019.11 RP | ● 2024.11 RP | | |
| | J-GATE (先物／オプション) | ● 2021.9 RP | | | |
| | ToSTNeT システム (現物立会外) | ● 2019.11 ハードウェア7RP | ● 2024.11 RP | | |
| | ISC システム (指数算出) | ● 2019.11 RP | ● 2024.11 RP | | |
| | 現物清算システム | ● 2019.7 RP | ● 2024.8 ハードウェアRP | | |
| 清 算 系 | 派生清算システム | ● 2022.7 RP | | | |
| | 国債清算システム | ● 2022.1 RP | | | ● 2027年度 RP |
| | OTC 清算システム | ● 2018.2 RP | ● 2024.8 ハードウェアRP | | |
| | | | | | |

(出所) 日本取引所グループ「IT マスタープラン」2025年3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、注文の付け合せ・約定通知の作成・板の間合わせ等を行うためのシステムで、先物・オプション等に係る立会内および立会外取引を処理している。取引参加者からの注文入力等は、主に取引参加者の社内システムと取引所の売買システムを直接接続して行われている。

大阪取引所のデリバティブ市場を担う売買システム「J-GATE」は、アルゴリズム取引をはじめとした投資家の取引手法の高度化・多様化を踏まえ、従来の日本特有の複雑な取引制度を見直し、海外主要市場で採用されている制度、機能、取引形態を備えたシステムとして2011年2月に稼働した。

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、東京証券取引所に上場していたデリバティブ商品も「J-GATE」での処理に一本化された。また、「J-GATE」へのネットワークも、2014年9月に「arrownet」へ一本化されている。

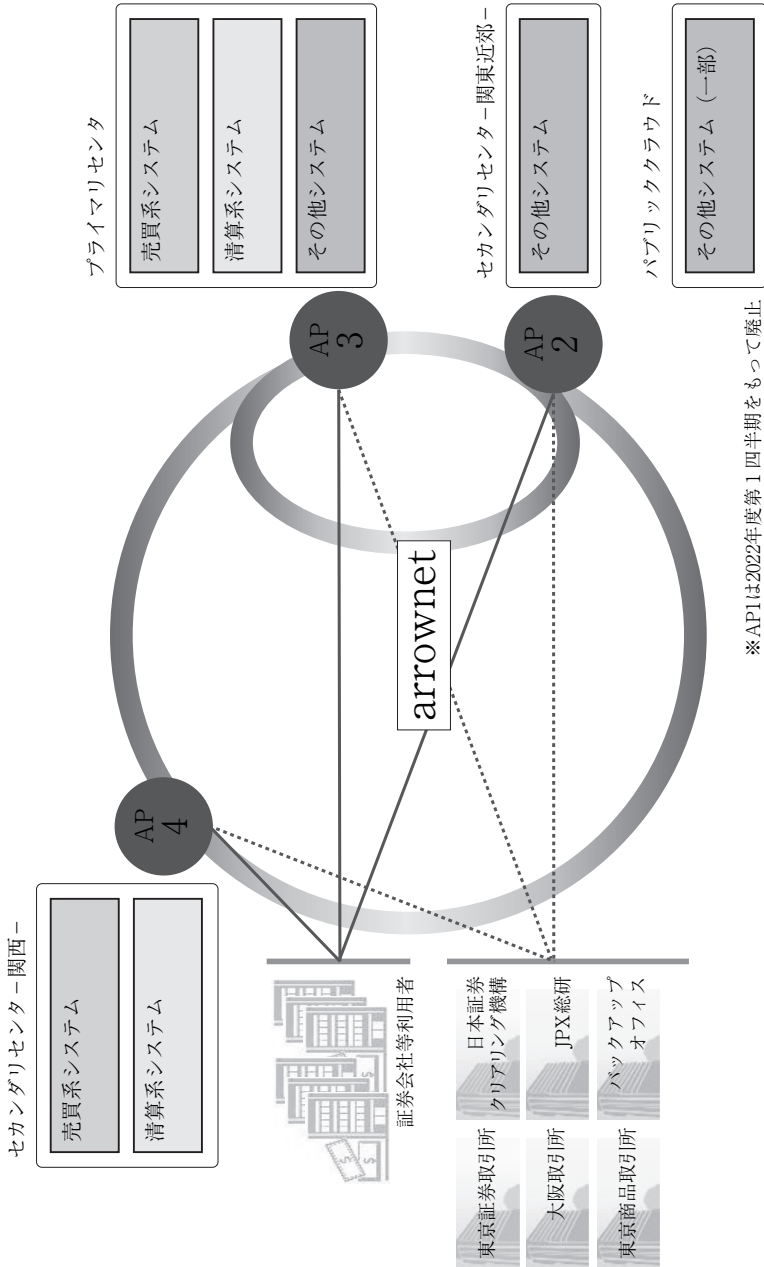
2016年7月には、安定性および信頼性をより向上させ、流動性の向上を図るという観点から、NASDAQ社のGenium INET Tradingをベースとしたシステムにリニューアルを行った。

さらに、機動的な商品・機能追加を可能とし、かつシステムの信頼性・利便性の更なる向上を実現すべく、2021年9月にリニューアルを行っている。

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

2020年7月には、東京商品取引所及び同清算機関である日本商品清算機構(JCCH)との統合に伴い、JSCCの清算システムにおいて商品デリバティブの清算・決済業務も一本化された。

日本取引所グループのシステムイメージ（2026年4月時点）



〔出所〕 日本取引所グループ「ITマスタープラン」2025年3月版

11. プロ投資家向け市場「TOKYO PRO Market」 「TOKYO PRO Market」

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

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

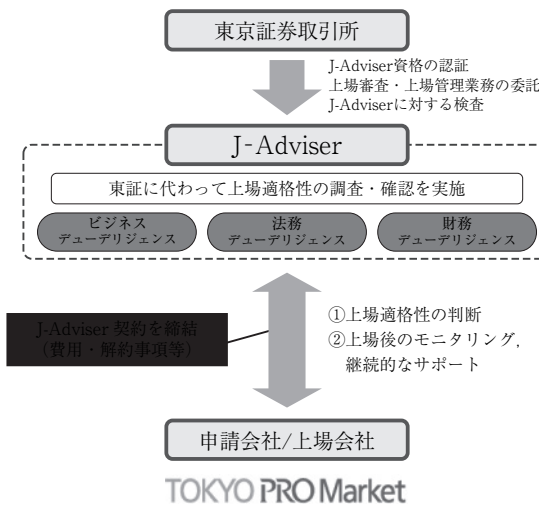
他方、プロ向け市場制度でも、財務情報等の虚偽記載やインサイダー取引に対して、法律上の罰則が適用され、大量保有報告制度、TOB 制度等は他の市場と同様に適用される。制度の詳細は右頁を参照されたいが、TOKYO PRO Market ではこのような法的枠組みを利用して、J-Adviser 制度（認証アドバイザー制度）を採用し、柔軟かつ規律ある市場制度を発行体ならびに投資家に提供することを目指している。J-Adviser を中心とする市場運営は、ロンドン証取の運営する AIM (Alternative Investment Market) の Nomad (Nominated Adviser) 制度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

なお、TOKYO PRO Market では2025年12月末現在、J-Adviser が21社、上場会社が163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 | |
| 上場基準 | ●数値基準はなし | |
| 審査主体 | ●J-Adviser（取引所に代わって上場適格性の調査・確認を実施） | |
| 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30営業日前に、取引所からJ-Adviser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 | ●特定投資家（注）及び非居住者 （注）特定投資家とは | |
| | 特定投資家 | 適格機関投資家（金融機関など）、国、日本銀行 |
| | 特定投資家（一般投資家へ移行可能） | 上場会社、資本金5億円以上の株式会社 |
| | 「みなし」特定投資家 | 上記の特定投資家以外の株式会社 一定の要件に該当する個人 |

J-Adviser の役割



J-Adviser制度

■役割

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

■J-Adviser資格の要件

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

J-Adviserは現在21社

- ・株式会社 アイ・アールジャパン
- ・アイザワ証券㈱
- ・SMBC日興証券㈱
- ・株式会社 朝日証券
- ・九州FC証券㈱
- ・株式会社 佐賀銀行
- ・G-FAS㈱
- ・Jトラストグローバル証券㈱
- ・株式会社 ジャパンインベストメントアドバイザー
- ・大和証券㈱
- ・至印研㈱
- ・株式会社 ナベコンサルティング
- ・株式会社 日本M&Aセンター
- ・野村證券㈱
- ・フィリップ証券㈱
- ・株式会社 井総合研究所
- ・株式会社 フリッジコンサルティンググループ㈱
- ・みずほ証券㈱
- ・三田証券㈱
- ・三菱UFJモルガン・スタンレー証券㈱
- ・名南M&A㈱

(50音順) ※2025年12月末時点

12. ETF 市場におけるマーケットメイク制度 ETF（上場投資信託）の流動性の向上を目指して、東京証券取引所では、2018年7月2日より、ETF市場にマーケットメイク制度（以下「本制度」という。）を導入している。本制度は、取引所から指定を受けたマーケットメイカーが、所定の気配提示義務に基づいて継続的に注文を出すことで、投資家がより適切な価格で即時に売買ができるようになる制度である。本制度は全てのETFを対象としており、マーケットメイカーは、レバレッジ・インバース型商品を除く銘柄の中から5銘柄以上を自ら選択し気配提示を行う。

気配提示義務とインセンティブ

マーケットメイカーは、所定の気配提示義務に基づいて継続的に注文を出すことで、その対価としてインセンティブを得ることができる。気配提示義務には、(1)気配提示銘柄数、(2)気配提示時間及び(3)気配提示数量・スプレッドの3種類があり、マーケットメイカーはすべての義務を履行することで、売買代金比例のインセンティブ及び取引費用の一部免除等のインセンティブを得ることができる。なお、売買代金比例のインセンティブは、過去の日次売買代金が少ないほど高く設定されている一方、レバレッジ・インバース型商品と日次売買代金が50億円超の銘柄では支払わないことで、流動性が低い銘柄に対してマーケットメイカーの参加を促す仕組みにしている。

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

スポンサードETFマーケットメイク制度

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

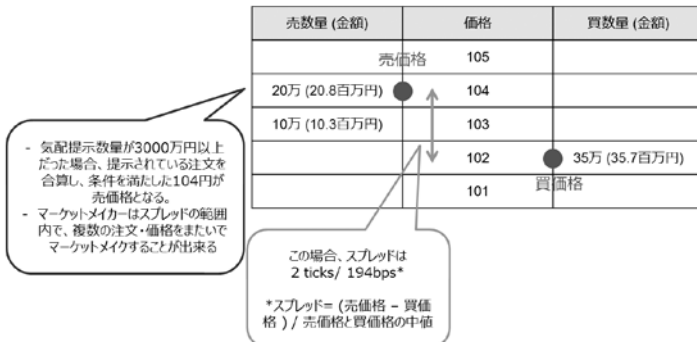
ETF マーケットメイク制度の概要

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

スプレッド・気配提示数量に係る気配提示義務（2025年7月1日時点）

| タイプ | 銘柄群 | スプレッド (売り買い注文の間隔: いずれか広い方) | 気配提示数量 |
|-----|--|----------------------------------|--------------|
| A | 日経225・TOPIX・JPX日経400・JPXプライム150を対象指数とするETF (レバレッジ・インバース型を除く) | 20 bps もしくは 2 ticks 以内 | 片側 3,000万円以上 |
| B | その他国内株、国内のREIT・債券を運動対象とするETF、 国内株・REIT・債券を運動対象とするレバレッジ・インバース型ETF 及び 国内の株・REIT・債券を中心に構成されるアクティブ運用型ETF | 50 bps もしくは 3 ticks 以内 | 片側 1,000万円以上 |
| C | 海外指数・コモディティETF、 タイプBに該当しないレバレッジ・インバース型ETF 及び 海外資産・コモディティを中心に構成されるアクティブ運用型ETF | 50 bps もしくは 3 ticks 以内 | 片側 500万円以上 |
| D | 個別に指定したETF | 80 bps もしくは 4 ticks 以内 | 片側 500万円以上 |

スプレッド・気配提示数量の考え方



第11章 清算・決済制度

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

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

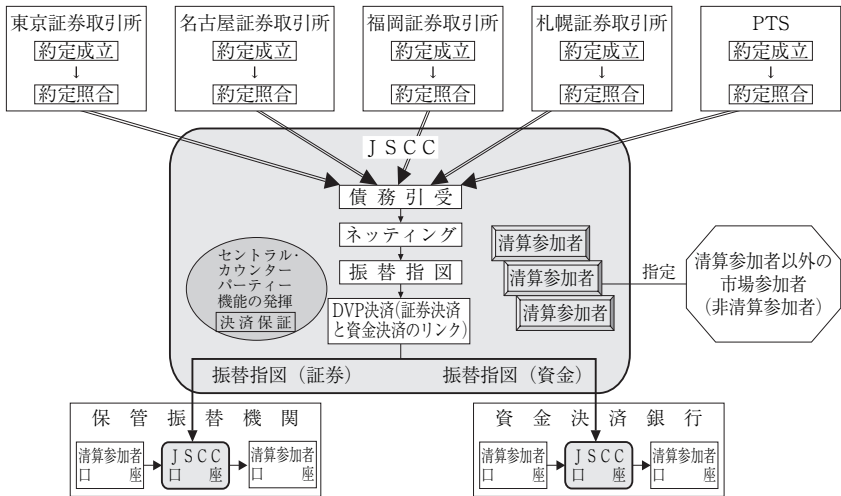
①**債務引受け** JSCCは、証券取引所での売買が成立すると同時に、売方・買方の双方から相手方との間に発生した債務（証券の引渡しまたは買戻金の支払い）を引き受けるとともに、それに対応する債権を取得し、債権・債務の当事者となる。清算参加者（JSCCの清算資格を有する市場参加者）にとっては決済の相手方がJSCCに一元化されるため、決済事務の効率化が図られる。

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

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

④**決済保証** JSCCは、ある清算参加者に決済不履行が生じた場合でも、決済当事者として他の清算参加者との決済を履行する。この決済保証により、取引当事者は原始取引相手方の決済不履行リスクを意識することなく、売買を行うことが可能となる。JSCCは、業務開始以降、清算機能の提供範囲を拡大しており、2010年7月にはPTSでの有価証券の売買を清算対象に加えた。また、金融危機を契機に、標準化された店頭デリバティブ取引について清算機関を通じた決済が義務付けられる（清算集中）など、各国で規制改革が進む中、2011年7月にはCDS取引、2012年10月には金利スワップ取引の清算を開始した。さらに、2013年10月に日本国債清算機関と統合し、国債店頭取引の清算を開始したほか、日本取引所グループの総合取引所化に合わせて2020年7月に日本商品清算機構と統合し、貴金属等の商品デリバティブ取引についても清算を開始した。

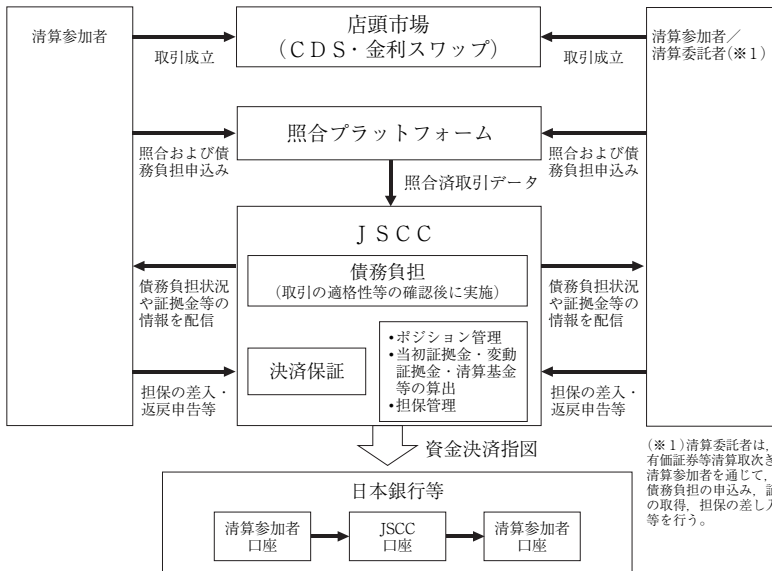
JSSC を利用した清算・決済のイメージ (取引所取引)



※清算機関は、売方と買方の間に入って双方の決済の相手方となることから、セントラル・カウンターパーティー (Central Counter Party: CCP) と称される。

※非清算参加者 (清算資格をもたない市場参加者) が行った売買は、当該非清算参加者があらかじめ指定した清算参加者を通じて決済が行われる。

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

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

JSCC による DVP 決済は、債務引受けを行った各証券取引所および PTS における株式等の取引のうち、証券保管振替機構の取扱銘柄である株式、転換社債型新株予約権付社債（CB）等を対象として、取引日から起算して3営業日目（T+2）に行われる。

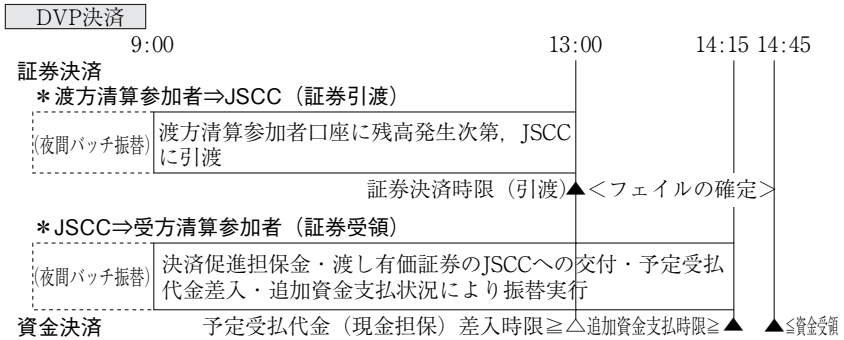
DVP 決済においては、原則として資金決済（支払い）の終了が確認できるまで有価証券を受領することはできないが、それだけでは、清算参加者と顧客との間の受渡しを含む証券決済全体でみた場合、決済の円滑性が損なわれるおそれがある。

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

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

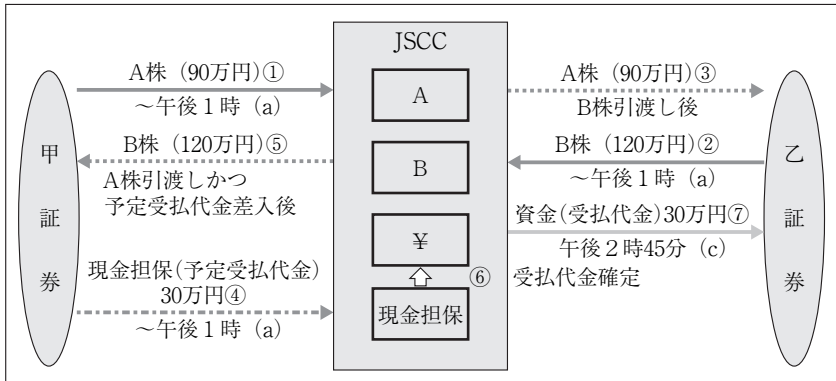
ただし、決済は、予定された決済日を遵守することが基本であることから、無制限にフェイルが継続されることのないよう、フェイルを起こした清算参加者に対する遅延損害金等のペナルティーや、バイイン（被フェイル参加者からの請求により、フェイルに係る有価証券の強制買付および引渡しを行う制度）といった仕組みを設けている。

DVP 決済 (タイムテーブル)



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

DVP スキームイメージ (通常の決済)



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

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

3. リスク管理制度 JSCC が採用しているリスク管理制度の中から、代表的な制度を紹介する。

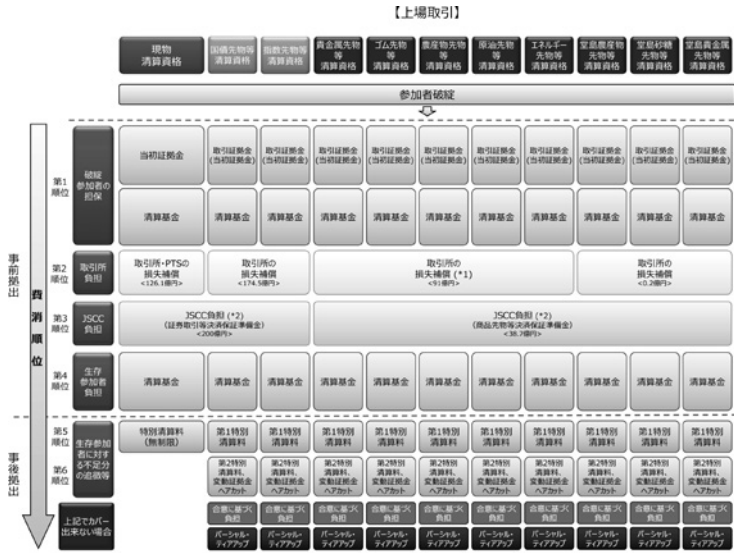
①**清算参加者管理** JSCC は、清算機関として債務引受・債務負担を行い、個々の取引相手の信用リスクを負うことになる以上、清算参加者には高い信用力を求めることとしている。そこで、JSCC は、清算参加者となるための資格要件（取得基準・維持基準）を定めており、清算参加者になろうとする者は、JSCC に対し清算資格の取得申請を行い、承認を得る必要がある。また、JSCC は、清算参加者の財務状況、経営体制及び業務執行体制が健全であり、各清算業務の清算資格の維持要件を遵守していることについて、継続的にモニタリングを行っている。

②**証拠金** JSCC は、清算参加者に対して各清算業務の特性に応じた証拠金の預託を求めている。証拠金の種類には変動証拠金と当初証拠金があるが、これらはカレント・エクスポージャー（対象取引を時価に引き直した市場価値）及び通常の市場環境におけるポテンシャル・フューチャー・エクスポージャー（将来発生する対象取引の価格変動から生じうる推計損失）をカバーする自己責任担保であり、各清算対象取引のポジションと市場変動を所要額の主な決定要素としている。なお、変動証拠金については値洗差金の資金決済の形態で参加者・投資者との間で授受を行っている商品もある。

③**清算基金** JSCC は、追加的な財務資源として、清算業務ごとに、極端であるが現実に起こり得る市場環境において複数の清算参加者が破綻した場合を想定したポテンシャル・フューチャー・エクスポージャーをカバーする清算基金を預託することを各清算参加者に求めている。

④**損失補償制度** JSCC は、清算参加者が破綻しないように清算参加者の信用リスク管理を行っているが、万が一清算参加者が破綻した場合に発生し得る損失に備え、損失を補償するための制度を清算業務毎に構築している。損失補償制度を設計する際の考え方として、まずデフォルターズペイとして破綻清算参加者の負担（証拠金等）により補償することとしており、その後にはサバイバーズペイとして破綻清算参加者以外の清算参加者の負担（清算基金等）により補償することを基本としている。

各清算業務における損失補償財源の構成及び使用順序



(*) 91億円のうち70億円はエネルギー先物等清算資格以外を対象としてOSEが損失を補償するものです(2023年6月より一定の間)。
 (**) JSCCが負担する決済保証準備金の額及び費消時の回復方法は各清算業務の規則にて定められています。
 (***) 店頭取引清算における非破綻清算参加者の清算基金及び特別清算料による損失は、信託銀行である清算参加者が信託に係る取引に基づいて損失負担する部分と、それ以外の部分に区分して、割り当てられます。信託負担への損失の割合は、破綻清算参加者のポジション全体に占める信託取引の原取引ベースでの割合に基づいて行われます。

4. 株式等振替制度(1) 上場会社の株式等に係る権利は、振替機関である株式会社証券保管振替機構(保振)が運営する「株式等振替制度」により、保振及び口座管理機関(証券会社、銀行等)が備える振替口座簿(電子帳簿)において管理されている。

株式等振替制度とは、「社債、株式等の振替に関する法律」(振替法)に基づき、振替機関である保振及び口座管理機関が備える振替口座簿上に開設される投資者の口座における電子的な記録により、権利の帰属、移転、行使等を行う制度である。

1991年10月に株券等の保管及び振替に関する法律に基づき、当時財団法人であった保振が「株券等保管振替制度」を開始した。同制度は株券の存在を前提とし、保振への券面の預託に基づいて行われていたが、制度外で保有される株券も相応に存在し、券面の発行・管理において課題があった。その後、券面の発行を前提としない「株式等振替制度」が2009年1月に開始され、物理的な管理から電子的な管理へと移行(以下「株券電子化」という。)した。

株式等振替制度の対象有価証券は、株式、新株予約権、新株予約権付社債(CB)、投資口(REIT等)、優先出資、投資信託受益権(ETF)、受益証券発行信託の受益権(JDR)等である。

株式等振替制度の主なメリットとしては、以下の点が挙げられる。

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

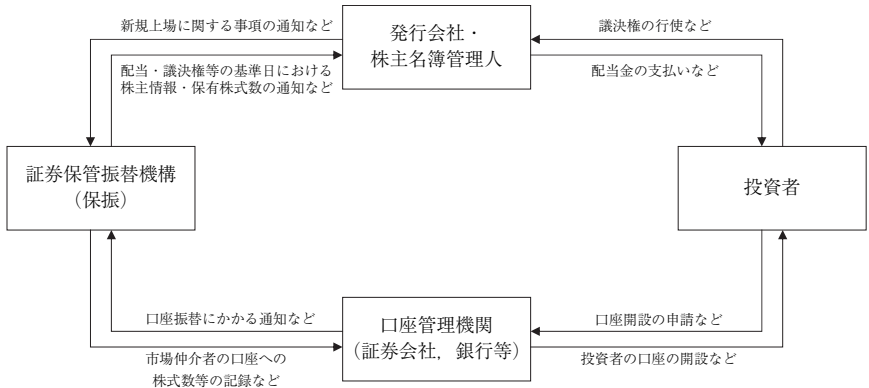
②発行会社にとっては、株券の発行に伴う印刷代や印紙税、企業再編(企業間の合併や株式交換、株式移転など)に伴う株券の回収・交付コストを削減できる。

③証券会社にとっては、株券の保管や運搬に係るリスク、コスト等を削減できる。

株券電子化前後の主な制度変更

| | 株券等保管振替制度（電子化前） | 株式等振替制度（現行） |
|---------|--|---|
| 券面 | <ul style="list-style-type: none"> 紙の株券（券面）が存在する 保振に預託された株券は保振で集中保管し、株主から請求があれば交付 保振制度を利用しない場合、株主自身で株券を保管 | <ul style="list-style-type: none"> 完全に電子化され、券面は存在しない 上場株式は全て株式等振替制度で取扱われている |
| 権利の帰属 | <ul style="list-style-type: none"> 保振制度内では保振の口座簿に記録された者を株券の占有者とみなす 保振制度外では株券を実際に持っている人（占有者）が株主であると推定 | <ul style="list-style-type: none"> 振替口座簿に記録された者が株主であると推定 |
| 株主管理の形態 | <ul style="list-style-type: none"> 株主名簿に加え、保振制度内の株主権を持つ者を把握するための実質株主名簿による二重の管理 株主名簿管理人が同一株主の整理（名寄せ）を行う | <ul style="list-style-type: none"> 株主名簿による一元的な管理 保振が名寄せを行い、株主名簿管理人に通知 |
| 権利の譲渡 | <ul style="list-style-type: none"> 保振制度内では口座振替により譲渡 保振制度外では券面の交付により譲渡 | <ul style="list-style-type: none"> すべて口座振替により譲渡 |

株式等振替制度における利用者との関係



5. 株式等振替制度(2) 振替株式は、振替機関と口座管理機関（証券会社、銀行等）で構成される階層構造の中で管理されている。振替機関である保振は、口座管理機関のために口座（口座管理機関名義の口座）を開設している（右図参照）。口座管理機関は、投資者のための口座（一般の顧客（投資者）名義の口座）や、別の口座管理機関のための口座（口座管理機関名義の口座）を開設している。株式等振替制度において、振替機関の直下に位置する口座管理機関のことを「直接口座管理機関」、直接口座管理機関より下の階層に位置する口座管理機関のことを「間接口座管理機関」と呼ぶ。

口座管理機関名義の口座は「自己口」と「顧客口」に区分される。口座管理機関名義の自己口は、当該口座管理機関自身がその株式について権利を有するものを記録する口座である。また、顧客口は、当該口座管理機関の顧客（投資者）、その下位機関及び下位機関の顧客が権利を有するものを記録する口座である。

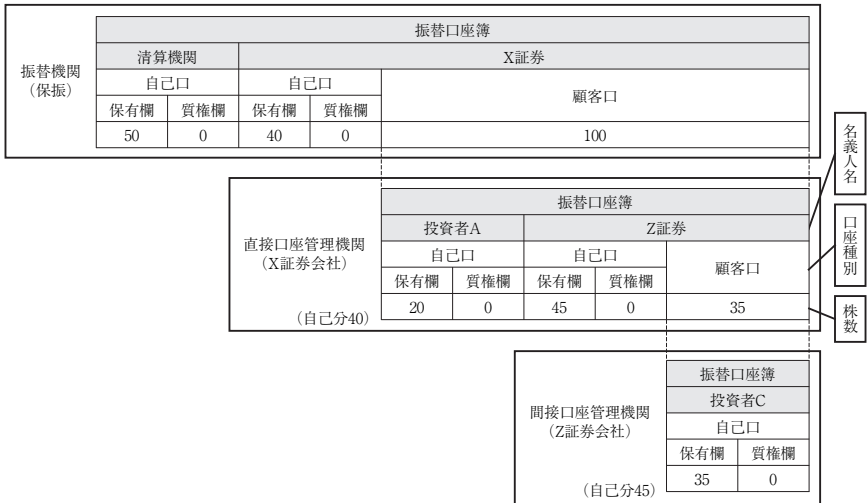
口座管理機関名義の顧客口に記録された株式の数と、当該口座管理機関の振替口座簿上の顧客名義（下位の口座管理機関名義を含む）の口座に記録された株式の合計数は一致する。

口座への記録に関する主な手続として、①新規記録手続、②振替手続が挙げられる。

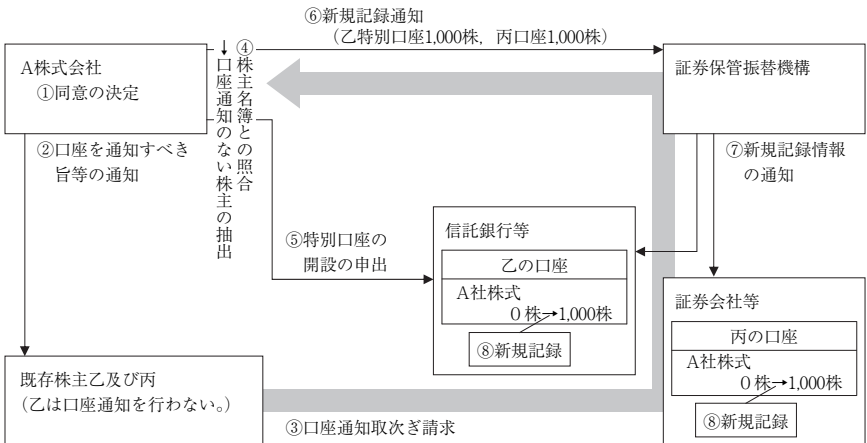
①**新規記録手続** 発行会社が取引所に株式を新規上場する場合などに行われる。右図に示すとおり、新規上場する株式の既存株主は、証券会社等にあらかじめ開設した株式の記録を受けるための口座を発行会社に通知するため、口座通知取次ぎ請求を行う。発行会社は、この通知に基づき、新規記録通知を行う。口座通知取次ぎ請求を行わなかった株主については、発行会社の指定する信託銀行等（株主名簿管理人）が開設する特別口座に株式が記録される。

②**振替手続** 振替株式の譲渡は、振替の申請により、譲受人がその口座における保有欄に当該譲渡に係る数の増加の記録を受けなければ、その効力を生じない。この申請は、振替により減少の記録がされる投資者（譲渡人）が、その直近上位機関（投資者の口座を開設する口座管理機関）に対して行う。

振替口座簿のイメージ



新規記録手続の概要



6. 株式等振替制度(3) 株式等振替制度における株主に関する主なイベントとして、①総株主通知、②個別株主通知、③発行会社による振替口座簿の情報提供請求がある。

①**総株主通知** 発行会社の株主名簿の更新は、総株主通知に基づいて行われる。総株主通知とは、株主確定日における株主等である投資者の振替口座簿の記録事項（氏名又は名称、住所、口座に記録されている株式数等）を、保振から発行会社に通知するものである。

保振は、総株主通知に係る準備として、あらかじめ口座管理機関から投資者の氏名又は名称その他必要事項の通知を受け、名寄せ等の管理を行っている。

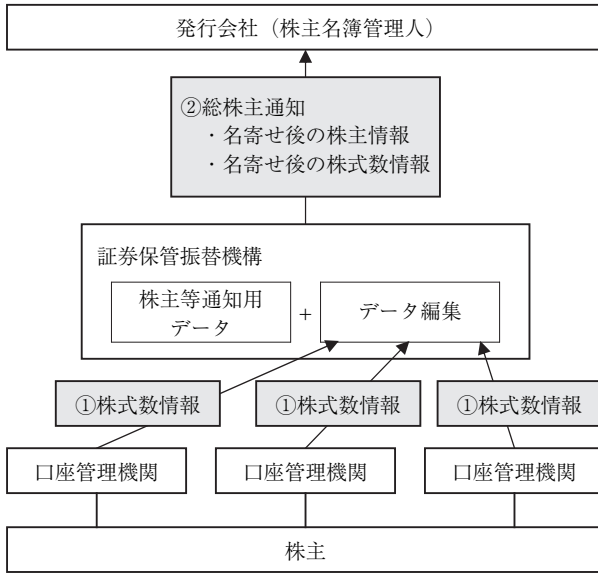
総株主通知には、法律に定められた日（例えば会社が定めた基準日）に行うものと、発行会社の任意請求によるものがある（ただし、任意請求の場合には正当な理由が必要である）。

②**個別株主通知** 株主が少数株主権等を行使しようとする場合には、あらかじめ個別株主通知がなされている必要がある（通知後4週間以内に少数株主権等を行使しなければならない）。個別株主通知は、少数株主権等を行使しようとする株主である投資者の申出（直近上位機関を通じて行う）を受け、当該株主に係る振替口座簿の記録事項（氏名又は名称、住所、口座に記録されている株式数、株式数の増減履歴等）を保振から発行会社に通知するものである。

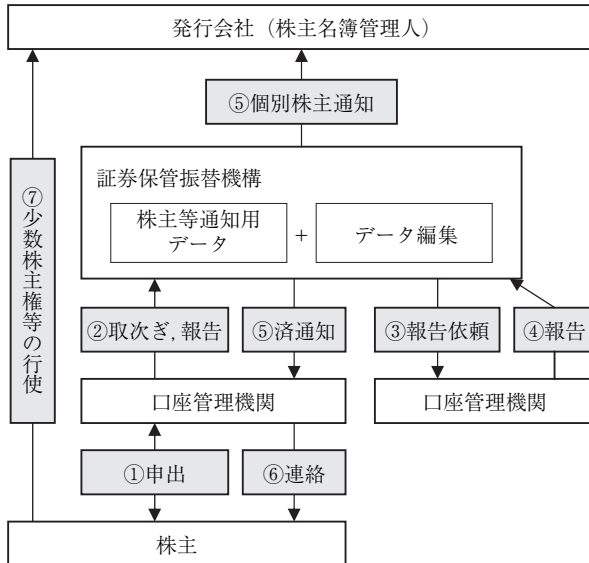
③**発行会社による振替口座簿の情報提供請求** 発行会社は、株主の口座を開設する口座管理機関に対し、振替口座簿に記録された事項に係る情報（氏名又は名称、住所、株式数、株式数の増減履歴等）の提供を請求できる（ただし、請求には正当な理由が必要である）。

この請求は保振を通じて行うことができ、速報性のニーズに応じて、「全部情報（請求対象となる投資者の口座を開設するすべての口座管理機関の情報）」と「部分情報（請求対象となる投資者の口座を開設する口座管理機関のうち直接口座管理機関の振替口座簿の情報）」の提供のいずれかを選択できる。

総株主通知のイメージ



個別株主通知のイメージ



第12章 非上場株式の取引制度

1. 株式店頭市場の概要

①**店頭取引とは** 株式の流通市場には、証券取引所での取引（市場取引）のほかに店頭取引が存在する。証券取引所で売買される株式は上場基準を満たした上場株式に限られるので、上場株式以外の株式は証券取引所の外で売買されることとなる。こうした株式の取引は、通常、証券会社の店頭において証券会社間、あるいは顧客と証券会社での相対取引で行われることから「店頭取引」と呼ばれる。なお、この店頭取引には非上場株式（上場企業の発行する非上場の種類株式も含む）の売買、店頭売買有価証券市場での売買及び上場株式の取引所市場外取引における売買がある。

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

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

なお、ジャスダック市場以外にも非上場株式の取引ニーズが生まれたことから、97年7月にグリーンシート銘柄制度（同制度は18年3月末をもって廃止）、15年5月に同制度に代わる株主コミュニティ制度のほか、株式投資型クラウドファンディング制度、また、22年7月にはプロ投資家向けの特定制家向け銘柄制度（J-Ships）を発足させた。さらに、23年7月には非上場認可PTS制度を、24年11月には登録PTS制度を発足させた。

店頭市場の主な歴史

- 1945年 戦後自然発生的に集団売買が再開される。
- 1949年 6月 証券業協会の規則により店頭売買承認銘柄制度開始。
- 1961年 取引所二部市場創設 店頭売買承認銘柄が吸収され承認銘柄制度終了。
- 1963年 2月 店頭登録制度発足。
- 1976年 店頭市場を仲介する日本店頭証券(株)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(株)、(株)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及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。
- 2022年 7月 特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）を発足。
- 2023年 7月 非上場認可 PTS 制度を発足 PTSにおいて非上場株式等の多様な有価証券の取引が可能となる。
- 2024年 11月 登録 PTS 制度を発足 一定の場合に PTS 開設・運営の要件が緩和される。

2. 店頭有価証券等

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

しかし、顧客側からの売買注文を受託することは可能とされており、店頭有価証券として相対取引により売買が行われている。そのための売買ルール等（成行注文の受託、未発行有価証券の売買及び信用取引の禁止）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、いわゆる適格機関投資家私募・私売出し等が行われる場合、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た。

②**店頭取扱有価証券** 「会社内容説明書」により一定の開示が定期的に行える有価証券については、店頭有価証券のなかでもリスクが少ないことから、日証協の規則上「店頭取扱有価証券」とされ、開示書類の作成等の一定の条件を満たした場合に投資勧誘を行うことができる。

「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又は会社法に準拠した総合意見が適正又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及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又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「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認めているが、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」の作成を条件に認めている。

店頭有価証券と上場銘柄・登録銘柄との関係

取引所金融商品市場 上場銘柄
(東京, 名古屋, 札幌, 福岡)

店頭売買有価証券市場 登録銘柄
(現在開設されていない)

店頭有価証券

| | | |
|---|--|--|
| <p style="text-align: center;">店頭取扱有価証券</p> <p>〔継続開示会社又は一定の開示ができる会社の発行する株券等〕</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin: 5px 0;"> <p style="text-align: center;">フェニックス銘柄 (現在該当銘柄なし)</p> <p style="text-align: center;">金商法上の 取扱有価証券</p> </div> <p>日証協の指定を受けた証券会社が気配提示等を行うことができる銘柄</p> | <p style="text-align: center;">株式投資型クラウド ファンディング</p> <p>〔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ができる仕組み〕</p> <p>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</p> | <p style="text-align: center;">株主コミュニティ</p> <p>〔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〕</p> |
| <p style="text-align: center;">特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships)</p> <p>〔日証協の指定を受けた協会員を通じて、非上場企業の株式や投資信託等をプロの投資家である「特定投資家」向けに発行・流通することを可能にする仕組み〕</p> | | |

3. 店頭有価証券に関する規則に基づく取引制度

①**経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引** 前述のとおり、店頭有価証券については、日証協の規則によって証券会社等の投資勧誘が原則禁止されている。他方、事業承継が社会的課題となっている状況を踏まえ、19年8月、事業承継等を含む経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引に係る投資勧誘が解禁された。

「経営権の移転等を目的とした店頭有価証券の取引」とは、店頭有価証券の買付候補者等である顧客を対象として発行会社の「総株主の議決権又は発行済株式の総数の過半数を取得すること」等を目的に行われる店頭有価証券の取引又は取引の媒介のことをいう。

当該取引を行う際の主な要件として、証券会社等（証券会社及び非上場有価証券特例仲介等業務を行う金融商品取引業者）は、発行会社との間で買付候補者の属性等について同意を得ること、買付候補者に対し、発行会社について取引前調査を行うことができる旨を説明すること等がある。

②**企業価値評価等が可能な特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘** 新規・成長企業等へのリスクマネーの供給促進のため、20年11月、企業価値評価等が可能な特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘が解禁された。

「企業価値評価等が可能な特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘」とは、自ら企業価値評価等が可能な特定投資家（主としてコーポレートベンチャーキャピタルや海外ファンド等の大規模投資家）向けに、証券会社等が一定の要件のもと、前述の特定投資家に対して、私募（少人数私募）等の取扱いや売買の投資勧誘を認めるものである。

当該投資勧誘を行う際の主な要件として、証券会社等は、顧客が自らの責任において企業価値評価を行う旨等の表明・確約書を得ること、発行者に関する情報を顧客に提供すること等がある。

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

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

日証協の自主規制規則「店頭有価証券に関する規則」第4条の2
(企業価値評価等が可能な特定投資家に対する店頭有価証券の投資勧誘)の主な内容

1. 自らの責任で企業価値評価等が可能な特定投資家に対して、店頭有価証券に係る投資勧誘を行うことが可能
2. 顧客が自らの責任において発行会社に関する企業価値評価等を行い、当該企業価値評価等に基づいて投資を行う旨等について書面による表明・確約を取得
3. 顧客への情報提供
 - ・企業概要
 - ・事業内容
 - ・財務情報
 - ・私募の取扱いを行う場合に当たっては、将来の見通しに関する事項
4. 日証協への事後の報告

4. 特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships) (1)

①**特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships)** とは 2022年7月、証券会社等（日証協の協会員）を通じて、非上場企業の株式や投資信託等をプロの投資家である「特定投資家」向けに発行・流通することを可能にする特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships) が創設された。この制度創設により、非上場株式や投資信託等について、いわゆる特定投資家私募、特定投資家私売出し及びそれらの取扱いが可能となった。また、2023年7月より、特定投資家向け有価証券のPTSにおける売買も可能となっている。

本制度の対象有価証券は、店頭有価証券（株券、新株予約権証券及び新株予約権付社債券）、投資信託等（投資信託受益証券、投資証券及び新投資口予約権証券）及び信託受益証券であり、外国株券等や外国投資信託等についても準用規定により国内有価証券と同様の規定が適用される。

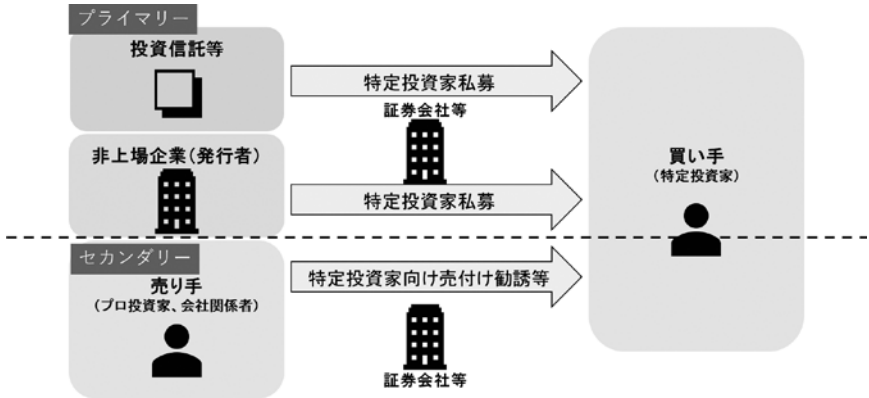
②**取扱協会の指定** 証券会社等が本制度に基づいて特定投資家向けに投資勧誘を行うためには、日証協に届出を行った上で取扱協会の指定を受けなければならない。日証協は、当該証券会社等が法令・自主規制規則に違反する等の事由により必要と認められる場合は、指定しないことができる。

なお、特定投資家向け有価証券のPTSにおける売買に係る投資勧誘のみを行う場合は、上記の取扱協会の指定手続き等は不要となっている。

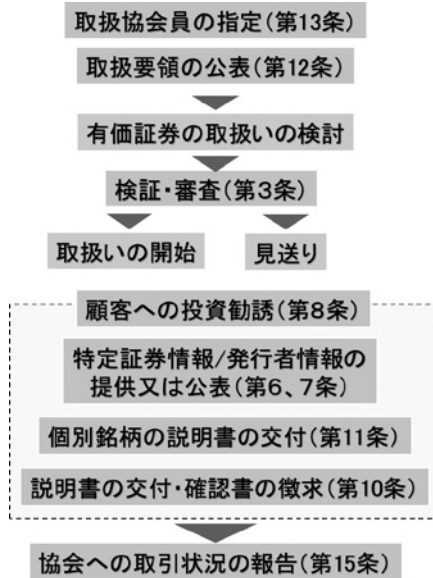
③**業務管理体制の整備** 取扱協会及び取扱協会になるようとする証券会社等は、本制度に基づく業務の適切な遂行に必要な社内規則の作成及び業務管理体制の整備をしなければならない。また、取扱協会は、自社の業務方法等を示す取扱要領を作成し、これを公表しなければならない。

④**審査及び検証** 取扱協会は、新たに特定投資家私募又は特定投資家私売出し等に係る投資勧誘を行おうとする店頭有価証券、投資信託等及び信託受益証券について審査を行った（国内投資信託受益証券については審査不要）上で、その特性やリスクの内容を把握し、投資勧誘を行うことがふさわしいか否か及び投資勧誘を行う顧客の範囲について検証しなければならない。また、反社会的勢力への該当性等も審査の上、発行者と排除のための契約を締結しなければならない。

特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）とは



特定投資家向け銘柄制度（J-Ships）の取扱いフロー（PTS取引の場合を除く）



5. 特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships) (2)

⑤**特定証券情報及び発行者情報** 本制度に基づき特定投資家私募、特定投資家私売出し等を行う場合には、顧客に対して特定証券情報を提供又は公表しなければならない。また、その勧誘の結果、有価証券を保有するに至った顧客に対して、事業年度ごとに1回以上、発行者情報を提供又は公表しなければならない。

これらの書類は、日証協が有価証券の区分ごとに記載様式を定めており、特定証券情報は第一部の証券情報、第二部の企業情報（投資信託等の場合はファンド情報、信託受益証券の場合は信託財産情報）、第三部の委託会社等の概況（投資信託受益証券のみ）から構成される。発行者情報は、特定証券情報の第二部及び第三部に相当する企業情報（投資信託受益証券の場合はファンド情報、信託受益証券の場合は信託財産情報）と委託会社の概況（投資信託受益証券のみ）から構成される。

⑥**取引開始時の説明書の交付及び確認書の徴求** 取扱協会員は、顧客（特定投資家に移行した個人に限る）が本制度に基づき初めて店頭有価証券、投資信託等又は信託受益証券を買い付けようとするときには、有価証券の区分に応じたりスクを記載した書面を交付の上りスク説明を行い、その内容を理解し顧客の判断と責任において取引を行う旨の確認書を徴求しなければならない。

説明書の記載項目としては、例えば、店頭有価証券の場合、流通性が著しく低いことや市場価格がないため株価算定が困難であること、上場株式に比して倒産リスクが相対的に高いこと等が考えられる。また、投資信託等の場合は、商品によっては換金機会が限定されることや公募投信に比して組入れ資産の範囲が広いこと等が考えられる。信託受益証券の場合は、投資信託同様に換金機会が限定された商品があることや、商品によっては金融商品取引業者や信託会社等でないものが委託者・受託者でありうること等が考えられる。

⑦**個別銘柄に係る説明書の交付** 取扱協会員は、本制度に基づき投資勧誘を行う際には、個別銘柄に係る説明書を交付の上、その内容を説明しなければならない。なお、説明書の記載項目としては、想定する顧客の範囲、損失が生じるリスクの内容等、換金・解約の条件等が自主規制規則で定められている。

特定証券情報の記載項目

| 区分 | 項目 |
|----------|---|
| 店頭有価証券 | <p>【第一部 証券情報】 新規発行有価証券（発行数、種類）、取得勧誘の方法及び条件（発行価額の総額、申込期間、資本組入額、取得勧誘の委託契約の内容等）、手取金の使途、売付け有価証券（有価証券の種類、売付け価額の総額等）、売付けの条件（売付け価格、申込期間、売付けの委託契約の内容等）、事業等のリスク等</p> <p>【第二部 企業情報】 企業の概況（沿革、事業内容等）、発行者の状況（株式等の状況、役員の状況、コーポレートガバナンスの状況）、経理の状況（貸借対照表等）、株主の状況</p> |
| 投資信託受益証券 | <p>【第一部 証券情報】 ファンドの名称、受益証券の形態、信託金の限度額、発行価格、申込手数料、申込単位、申込期間、申込払込取扱場所、払込期日、振替機関に関する事項、その他</p> <p>【第二部 ファンド情報】 ファンドの性格（特色、仕組み）、投資方針（投資対象、分配方針等）、投資リスク、手数料及び税金、運用状況（運用資産、運用実績）、申込・解約手続き等、資産管理等の概要、受益者の権利等</p> <p>【第三部 委託会社等の概況】</p> |
| 投資証券等 | <p>【第一部 証券情報】 投資法人の名称、投資証券の形態、発行数、発行価格、申込手数料、申込単位、申込期間、申込証拠金、申込払込取扱場所、払込期日、引受け等の概要、振替機関に関する事項、手取金の使途等</p> <p>【第二部 ファンド情報】 投資法人の概況（投資法人の特色、仕組み、機構、投資法人の出資総額、主要な投資主の状況）、投資方針（投資対象、分配方針等）、投資リスク、手数料及び税金、運用状況（投資資産、運用実績）、手続等の概要、管理及び運営の概要</p> |
| 信託受益証券 | <p>【第一部 証券情報】 信託受益証券の形態等、発行数、発行価格、申込手数料、申込単位、申込期間、申込払込取扱場所、申込証拠金、払込期日、引受け等の概要、振替機関に関する事項、その他</p> <p>【第二部 信託財産情報】 信託財産に係る法制度の概要、信託財産の基本的性格、信託財産の管理体制等、信託財産を構成する資産の概要及び状況、信託の仕組み（信託の概要、受益権）、投資リスク、証券事務の概要</p> |

※発行者情報は、上記のうち第二部及び第三部の内容と同様。

J-Ships の取扱状況

2025年12月末現在

| | 取扱業者数 (単位：社) | 取扱件数 (単位：件) | 資金調達総額 (単位：百万円) |
|-------|-----------------|----------------|--------------------|
| 2022年 | 1 | - | - |
| 2023年 | 5 | 1 | 82 |
| 2024年 | 6 | 24 | 124,409 |
| 2025年 | 12 | 45 | 179,934 |

6. 株式投資型クラウドファンディング(1)

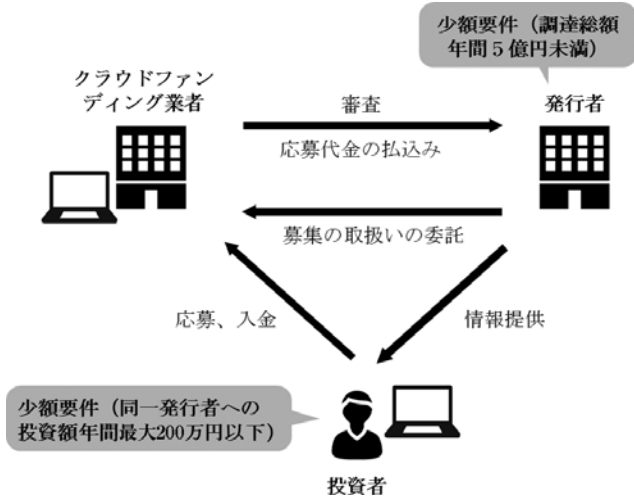
①**株式投資型クラウドファンディングとは** 「クラウドファンディング」とは、「群衆(crowd)」からの「資金調達(funding)」を意味し、これらの語を結び付けた造語である。15年5月、新規・成長企業に対するリスクマネーの供給促進の観点から、店頭有価証券の発行を通じた資金調達を可能とするため、新規・成長企業等と資金提供者をインターネット経由で結び付けることで、低コストかつ広範囲に、多数の資金提供者から少額ずつ資金を集める仕組みとして、株式投資型クラウドファンディングの制度が整備された。

株式投資型クラウドファンディングは、証券会社及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)や非上場有価証券特例仲介等業務を行う金融商品取引業者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**少額要件及び勧誘手法併用の禁止** 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クラウドファンディングでの資金調達額が年間5億円未満、投資者(特定投資家を除く)一人当たりの同一発行者への投資額が投資者の財産の状況に応じ最大で年間200万円以下という制限が設けられている。また、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及び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、電話及び証券会社等の訪問による投資勧誘は禁止されている。ただし、第一種金融商品取引業者(少額の株式投資型クラウドファンディング専業業者や非上場有価証券特例仲介等業務を行う金融商品取引業者を除く)による特定投資家(個人を除く)への投資勧誘についてはこの限りではない。

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、事業計画の妥当性及び資金用途等を厳正に審査し、適当と認めたもののみを取り扱うことができる。また、証券会社等は、発行者が反社会的勢力でない旨を確約するなどの契約を発行者と締結するとともに、発行者が反社会的勢力に該当すると認められた場合等には、株式投資型クラウドファンディングを行ってはならない。

株式投資型クラウドファンディングの概念図



日証協の自主規制規則

「株式投資型クラウドファンディング業務に関する規則」の主な内容

1. 日証協の会員等（証券会社、第一種少額電子募集取扱業者及び非上場有価証券特例仲介等業務を行う金融商品取引業者）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. 契約締結前の情報提供
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（一発行者によるクラウドファンディングでの調達総額：年間5億円未満、一投資家（特定投資家を除く）による同一発行者への投資：年間200万円以下）
7. 原則として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

7. 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及び書類の授受** 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、発行者及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又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（特定投資家を除く）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の情報提供を当該取得の都度行わなければならない。

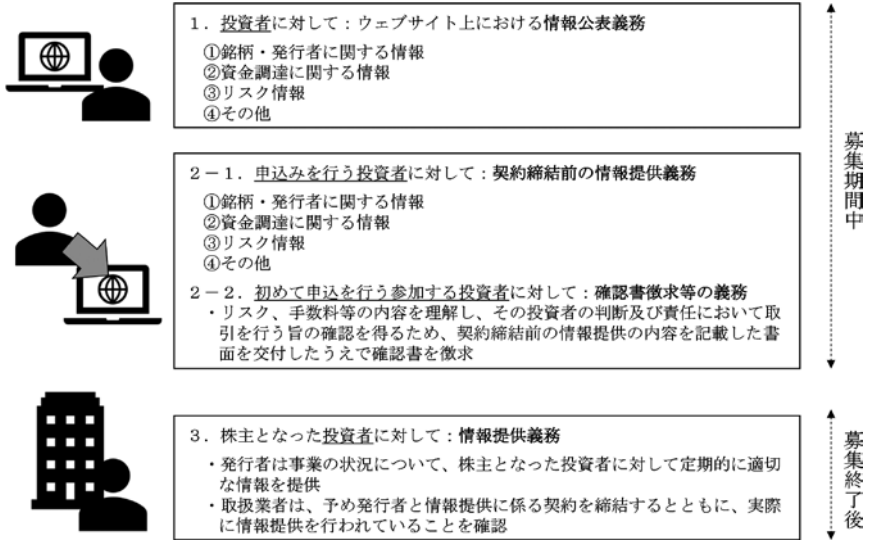
⑤**発行者による事後の定期的な情報提供** 株式投資型クラウドファンディング終了後において、証券会社等は、資金調達を行った発行者が店頭有価証券を取得した投資者に対して事業の状況について定期的に適切な情報を提供することに関し、当該発行者との間で契約を締結し、当該契約に基づき発行者により情報の提供が行われていることを確認しなければならない。

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、毎月日証協に報告しなければならないが、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及び業務管理体制の整備をしなければならない。また、自社の株式投資型クラウドファンディングの取扱方法等を示す取扱要領を作成し、それを自社のウェブサイトにおいて投資者が閲覧可能な状態に置かなければならない。

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

株式投資型クラウドファンディングに関する情報提供・書面の授受



株式投資型クラウドファンディングの取扱状況

2025年12月末現在

| | 取扱業者数 (単位：社) | 取扱件数 (単位：件) | 資金調達総額 (単位：千円) |
|-------|-----------------|----------------|-------------------|
| 2016年 | — | — | — |
| 2017年 | 3 | 18 | 514,740 |
| 2018年 | 3 | 59 | 1,470,395 |
| 2019年 | 3 | 54 | 951,590 |
| 2020年 | 6 | 100 | 2,179,624 |
| 2021年 | 5 | 159 | 3,736,570 |
| 2022年 | 5 | 164 | 2,506,901 |
| 2023年 | 5 | 84 | 1,896,110 |
| 2024年 | 5 | 91 | 2,370,995 |
| 2025年 | 5 | 104 | 2,421,896 |

8. 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、18年3月末をもって廃止となった「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・資金調達制度として、15年5月より「株主コミュニティ」の制度を整備している。

株主コミュニティは、証券会社等（証券会社及び非上場有価証券特例仲介等業務を行う金融商品取引業者）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。

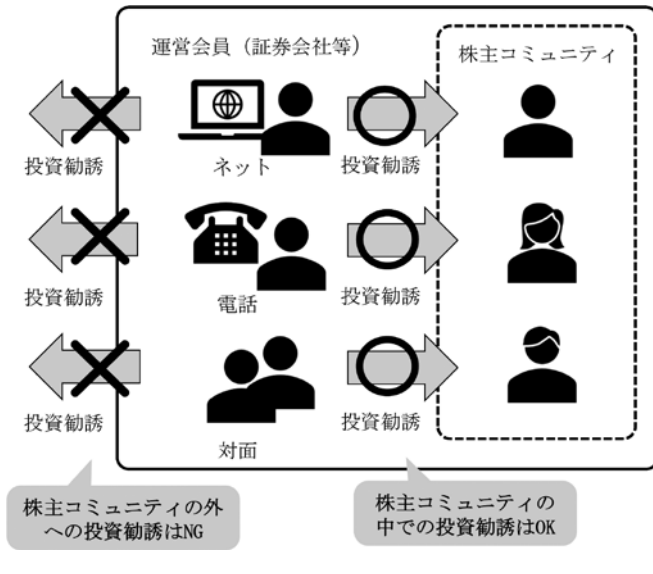
②**運営会員の指定** 証券会社等が、株主コミュニティを組成・運営するためには、日証協に届出を行った上で運営会員としての指定を受けなければならない。日証協は、当該証券会社等が法令・自主規制規則に違反する等の事由により必要であると認める場合は、指定しないことができる。

③**業務管理体制の整備** 運営会員及び運営会員になろうとする証券会社等は、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及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。

④**株主コミュニティへの参加に関する勧誘の禁止の例外** 運営会員は、原則として株主コミュニティに参加していない投資者に対し、株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行ってはならない。ただし、当該会社の①株主、②役員、③グループ企業の役職員、④取引関係者の役職員、⑤過去に①～④であった者、⑥役職員・元役職員の親族、又は⑦特定投資家に該当する場合は、当該株主コミュニティへの参加に関する勧誘を行うことができる。

⑤**銘柄・発行者の審査** 運営会員は、株主コミュニティを組成しようとする店頭有価証券につき、社内規則に従って、発行者とその事業の実在性等について厳正に審査し、適当と認めたもののみを取り扱うこととされている。また、発行者が反社会的勢力でない旨を確約するなどの契約を発行者と締結する。

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. 証券会社等が非上場株式等の「株主コミュニティ」を組成。その非上場株式等への投資意向を有する投資者がその株主コミュニティに参加。
 - ・参加者として主に想定されるのは、発行者の役職員やその親族、株主、取引先、その発行者の事業の利用者・顧客など。
2. 株主コミュニティを組成・運営する証券会社等は、日証協から指定を受ける。
3. 株主コミュニティに参加している投資者に対してのみ、投資勧誘を認める。
 - ・株主コミュニティへの参加勧誘は、発行者の役職員や株主等の会社関係者と特定投資家に対してのみ認める。
 - ・株主コミュニティに参加していない投資者に対しては、提供可能な情報が制限されている。
4. 発行者についての審査及び反社会的勢力排除のための措置
5. 発行者に関する、会社法に基づく計算書類・事業報告その他の情報を、株主コミュニティに参加している投資者に提供
6. 契約締結前の情報提供
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

9. 株主コミュニティ(2)

⑥**株主コミュニティ銘柄に関する情報の提供及び書類の授受** 運営会員は、投資者の株主コミュニティへの関与度合い（株主コミュニティへの参加・申出の有無・情報提供依頼の有無）に応じて、株主コミュニティ銘柄に関して必要な情報を投資者に提供することとされている。

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

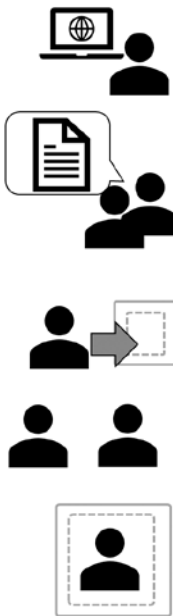
⑦**株主コミュニティ銘柄の投資勧誘の禁止の例外** 運営会員は、原則として株主コミュニティに参加していない投資者に対し、株主コミュニティ銘柄への投資勧誘を行ってはならないが、以下の場合には例外として投資勧誘が可能となっている。

- ・④の参加勧誘可能な者に対して、株主コミュニティへの参加を当該銘柄の取得の条件として少数人数私募の取扱いを行う場合
- ・会社関係者等に対して、株主コミュニティへの参加を当該銘柄の取得の条件として投資勧誘を行う場合
- ・既存株主に対して売付けに係る投資勧誘を行う場合

⑧**株主コミュニティからの脱退及び解散** 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。

⑨**上場廃止銘柄の取次ぎ等に係る特例** 上場廃止後、株主コミュニティ銘柄となった銘柄については、当該株主コミュニティを組成している運営会員以外の証券会社等であっても、当該銘柄の運営会員に取次ぎ等を行うことを条件として、顧客に対し売付勧誘を行うことができる。

株主コミュニティ銘柄に関する情報提供・書面の授受（運営会員の行為）



1. 全ての投資者に対して：情報公表義務／情報提供可能

- ①銘柄名
- ②発行者のウェブページのURL（ウェブサイトを持たない発行者にあっては、代表電話番号）
- ③株主に対する特典（株主優待）
- ④募集若しくは売出しの取扱い又は売出しを行っている場合は、その旨及び申込期間
- ⑤店頭取扱有価証券の参加勧誘を行う場合は、参加勧誘の相手方となる顧客の属性
- ⑥発行者の業種
- ⑦発行者の本店所在地
- ⑧発行者の事業概要
- ⑨有価証券報告書の提出義務の有無

2. 情報提供を求める投資者に対して：情報提供可能

- ①発行者に関する公表情報
- ②発行者に関する非公表情報のうち、発行者が情報提供を承諾したもの
- ③過去の約定情報

3-1. 株主コミュニティへの参加を申し出た投資者に対して：情報提供義務

- ①発行者の基本的な情報（事業年度、定時株主総会の時期、定時株主総会の議決権の基準日等）
- ②発行者に関する情報の提供を受ける方法又は当該情報を閲覧する方法

3-2. 株主コミュニティへ初めて参加する投資者に対して：確認書徴求等の義務

- ・リスク、手数料等の内容を理解し、その投資者の判断及び責任において取引を行う旨の確認を得るため、契約締結前の情報提供の内容を記載した書面を交付・説明したうえで確認書を徴求

4. 株主コミュニティ銘柄の取引を行う投資者に対して：契約締結前の情報提供の義務

- ①契約締結前の情報提供
- ②株主コミュニティに参加している投資者に提供される書類等（5. 参照）の内容について説明を求めることができる旨の伝達

5. 株主コミュニティに参加している投資者に対して：情報提供又は閲覧可能な状態に置く義務

- ①有価証券届出書、有価証券報告書、半期報告書、四半期報告書、臨時報告書、会社内容説明書
- ②（①がない場合）会社法に基づく計算書類・事業報告書※
 + 有価証券報告書の「事業等のリスク」・「提出会社の株式事務の概要」に準拠した情報
 +（募集又は売出しの取扱い等を行う場合）有価証券届出書の「証券情報」に準拠した情報
- ③その他運営会員が必要と認める情報

※非公開会社であっても、公開会社が会社法に基づき作成する同書類の記載事項に準拠

株主コミュニティの取扱状況

2025年12月末現在

| | 運営会員数 (単位：社) | 組成銘柄数 (単位：銘柄) | 取引金額 (単位：千円) |
|-------|-----------------|------------------|-----------------|
| 2015年 | 2 | 11 | 71,149 |
| 2016年 | 3 | 13 | 441,599 |
| 2017年 | 3 | 16 | 551,013 |
| 2018年 | 5 | 20 | 499,065 |
| 2019年 | 6 | 19 | 500,798 |
| 2020年 | 6 | 21 | 2,497,624 |
| 2021年 | 7 | 29 | 1,182,991 |
| 2022年 | 8 | 39 | 1,554,241 |
| 2023年 | 9 | 41 | 1,441,147 |
| 2024年 | 9 | 38 | 1,250,460 |
| 2025年 | 9 | 40 | 1,327,051 |

10. 非上場株式の流通市場活性化に向けた取組み 2024年から2025年にかけて、「登録PTS制度」及び「非上場有価証券特例仲介等業務」に関する金融商品取引法の改正や自主規制の整備が行われた。これは、日本において、非上場株式の流通の場がなく、株主に売却・換金の機会がほとんどないことが、スタートアップ企業等の成長の課題として挙げられたことから、仲介業務への参入障壁を緩和し、非上場株式の流通市場を活性化するための取組みである。

登録PTS制度 「登録PTS制度」とは、私設取引システム（PTS）を運営する場合に、流動性が低い非上場有価証券のみを取り扱い、かつ、取引規模が限定的であれば、PTSの認可を要せずに第一種金融商品取引業の登録により運営可能とする制度である。

登録PTSにおいて非上場株式の取引を行うにあたっては、上述のJ-Shipsや株主コミュニティ等の非上場有価証券に関する取引制度に係る規制の適用を受けた上で、さらに「私設取引システムにおける非上場有価証券の取引等に関する規則」の規制も加えて適用されることとなる。「登録PTS制度」においては、他の証券会社等の顧客の注文を受託する「取次型」と、自社と自社顧客又は自社顧客同士でのみ取引を行う「自社顧客型」といった取引態様が想定されるところ、流動性や顧客の広がり異なることを踏まえ、価格情報の公表等の一部規制については異なる措置がなされている。

非上場有価証券特例仲介等業務 「非上場有価証券特例仲介等業務」とは、特定投資家や発行体の役職員といった、投資判断能力や発行体に関する情報を有する特定投資家等のみを対象に、非上場株式の売買の媒介等を行う業務である。本業務のみを行う仲介業者（非上場有価証券特例仲介等業者）については、同業務に特化し、原則として有価証券や金銭の預託を受けないことを前提に、第一種金融商品取引業に係る登録要件（最低資本金、自己資本規制比率、兼業規制、金融商品取引責任準備金）等が緩和されている。

このような新たな取組みにより、仲介業務を行う業者の新規参入が促されることで、非上場株式の流通市場の活性化、ひいては、非上場株式における出口戦略の多様化により発行市場の活性化にも寄与することが期待されている。

第13章 金融商品取引業（証券業）

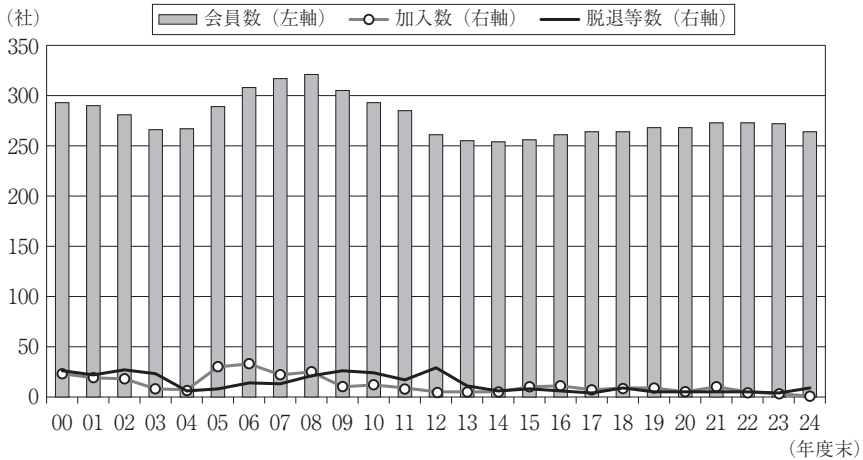
1. 金融商品取引業者（証券会社）の概説（1） わが国では戦後長らく、野村、大和、日興、山一の大手4社が証券業務のあらゆる分野で最大のシェアを占め、かつ多くの中小証券を系列化する4社寡占体制が確立されてきた。この構図は若干の修正を加えられながらも1990年代後半まで維持されてきた。しかしバブル崩壊後の90年代に日本経済の長期停滞、金融機関における不良債権の累積や経営状況の悪化、不祥事の発生などで証券市場が沈滞し、この過程で97年以降に三洋証券や山一証券など多くの証券会社の経営破綻が続いた。

こうした中、わが国金融・資本市場の活性化を図り国際市場として復権することを目標として、金融システム改革、いわゆる日本版ビッグバン構想が打ち出された。これは、フリー、フェア、グローバルの3原則に則り、抜本的な金融・資本市場の改革を進めていくものであり、この構想を受けて1998年には証券取引法などの改正を含む「金融システム改革法」が成立した。株式売買委託手数料は完全に自由化され、上場株式の取引所市場集中義務も撤廃された一方、証券業における自由な競争を促進する観点から規制方式は免許制から再び登録制に変更され、專業義務の撤廃や証券業の範囲拡大により、証券会社が行うことができる業務内容も拡大された。銀行・証券・保険の相互参入が促進され、銀行による投資信託の窓口販売が開始され、金融持株会社も解禁された。

金融システム改革の進展に伴い、金融サービス業の各業態への自由な参入や多様な金融商品・サービスの提供が行われるようになった。また、株式売買委託手数料の完全自由化とともにITの発達等も背景に、インターネットを利用して低い手数料で株式売買注文を受け付けるネット專業証券会社が登場した。ネット取引の増大はそれまで株式売買手数料に大きく依存してきた対面型証券会社にビジネスモデルの見直しを促すことになった。このほか、外資系証券会社は法人顧客相手の業務を中心に行っており、投資銀行業務では存在感が高い。

わが国の証券会社（日本証券業協会の会員）数の推移を見ると、2008年度末が321社と最も多く、以来2024年度末までに173社が退出、116社が参入し、業界の流動化が進んだ（右上図）。現在の証券業界は、多様なプレーヤーが競う姿となっている（右下表）。

証券会社（日本証券業協会の会員）数の推移



(注) 脱退等には合併、事業譲渡、自主廃業、登録取消等による。参入は変更登録を含む。

〔出所〕 日本証券業協会「FACTBOOK」より筆者作成

証券会社の時価総額と預かり資産のランキング

時価総額ランキング

預かり資産ランキング

| 順位 | 社名 | 時価総額 (百万円) | 順位 | 社名 | 預かり資産 残高(兆円) |
|----|----------------------|---------------|----|----------------------|-----------------|
| 1 | 野村ホールディングス | 3,486,245 | 1 | 野村ホールディングス | 143.8 |
| 2 | SBIホールディングス | 2,283,831 | 2 | 大和証券グループ本社 | 90.2 |
| 3 | 大和証券グループ本社 | 1,866,776 | 3 | SMBC日興証券 | 81.0 |
| 4 | 松井証券 | 199,115 | 4 | みずほ証券 | 62.4 |
| 5 | マネックスグループ | 180,089 | 5 | 三菱UFJ証券ホールディングス | 52.5 |
| 6 | 岡三証券グループ | 160,002 | 6 | SBI証券 | 43.5 |
| 7 | 東海東京フィナンシャル・ホールディングス | 149,052 | 7 | 楽天証券 | 36.0 |
| 8 | GMOフィナンシャルホールディングス | 109,882 | 8 | 東海東京フィナンシャル・ホールディングス | 10.9 |
| 9 | 岩井コスモホールディングス | 70,636 | 9 | マネックス証券 | 8.5 |
| 10 | 丸三証券 | 62,545 | 10 | 岡三証券グループ | 8.2 |

(注) 時価総額ランキングは2025年11月1日時点。対象は証券を主力事業としている企業。

〔出所〕 日本経済新聞社ウェブサイト、東洋経済「会社四季報業界地図2026年版」より筆者作成

2. 金融商品取引業者（証券会社）の概説（2） 証券会社は、発行会社や投資者と証券市場とをつなぐ重要な役割を担っている。そのため、証券会社の業務内容等には、資本市場に関する基本法である金融商品取引法（以下、「金商法」という）によって、様々な規制が加えられている。金商法は金融商品及び金融サービス業者を包括的・横断的に対象とする法律であり、前身である証券取引法（以下、「証取法」という）を改組する形で2006（平成18）年に成立し、翌2007（平成19）年に施行された。金商法のもとでは、従来の証券業に加えて、かつて各業法の対象とされていた金融先物取引業、商品投資販売業、信託受益権販売業、投資顧問業、投資一任業、投資信託委託業、投資法人資産運用業、抵当証券業は、すべて金融商品取引業に統合され、規制の横断化がはかられた。同法のもとで証券会社は、金融商品取引業者とよばれる。

金融商品取引業は金商法によって、第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業、投資運用業の4つに区分されている（右上表）。これは、業者が行う業務内容に応じて、業者に求められる財産的基礎や投資者保護の必要性の程度が異なることから、業務内容の範囲に応じて金融商品取引業が区分され、各区分に応じた規制を設けることにより、業規制の柔構造化が図られているものである。金商法では、証取法時代の証券業に相当する概念として有価証券関連業という概念を設けており、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業は「証券会社」の名称を使用できる。

金融商品取引業を行うには、一定の事項を記載した登録申請書を内閣総理大臣に提出して、登録を受けなければならない。無登録で金融商品取引業を行った者は罰則が科される。金融商品取引業の登録が認められるためには、一定の要件をすべて満たし、登録拒否事由が存在しないことが必要である（右下表）。登録拒否事由には4つの金融商品取引業に共通するものと、それぞれの業に特有の事由とがある。第一種金融商品取引業は登録のための要件が最も厳しく、財産に関する要件、国内拠点に関する要件、主要株主に関する要件などを満たす必要がある。

なお、金商法における金融商品取引業者に対する規制には、本章で扱う業規制のほかに行為規制（16章参照）も定められており、販売・勧誘、投資助言、投資運用、資産管理の各業務について順守すべき行為規制が定められている。

金融商品取引業の区分と業務内容

| 区分 | 業務内容 |
|------------------------------|---|
| 第一種 金融商品取引業 (金商法28条1項) | <ul style="list-style-type: none"> 有価証券（みなし有価証券を除く）について、①売買、市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引、②①の取引の媒介、取次ぎ又は代理、③①の取引の委託の媒介、取次ぎ又は代理、④有価証券等清算取次ぎ、⑤売出し又は特定投資家向け売付け勧誘等、⑥募集・売出しの取扱い又は私募・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い 商品関連市場デリバティブ取引の媒介、取次ぎ若しくは代理、又はその委託の媒介、取次ぎ若しくは代理、及びその有価証券等清算取次ぎ 店頭デリバティブ取引、若しくはその媒介、取次ぎ若しくは代理、又はその清算取次ぎ 有価証券の引受け PTS（私設取引システム）運営業務 有価証券等管理業務 |
| 第二種 金融商品取引業 (28条2項) | <ul style="list-style-type: none"> 一定の有価証券の募集又は私募（いわゆる自己募集） みなし有価証券について、①売買、市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引、②①の取引の媒介、取次ぎ又は代理、③①の取引の委託の媒介、取次ぎ又は代理、④有価証券等清算取次ぎ、⑤売出し又は特定投資家向け売付け勧誘等、⑥募集・売出しの取扱い又は私募・特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い ①有価証券に関連しない市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引、②①の取引の媒介、取次ぎ又は代理、③①の取引の委託の媒介、取次ぎ又は代理、④有価証券、店頭デリバティブ取引、及びみなし有価証券に関連しない有価証券等清算取次ぎ 政令で定める行為 |
| 投資助言・代理業 (28条3項) | <ul style="list-style-type: none"> 投資助言業務 投資顧問契約又は投資一任契約の締結の代理又は媒介 |
| 投資運用業 (28条4項) | <ul style="list-style-type: none"> 投資法人資産運用業 投資一任業務 投資信託委託業務 自己運用業 |

〔出所〕 金融商品取引法より筆者作成

金融商品取引業の登録に必要な要件

| | 第一種金融 商品取引業 | 投資運用業 | 第二種金融 商品取引業 | 投資助言・ 代理業 | |
|-------------------------------|-----------------|----------------------|-----------------|----------------------------|----|
| 人的構成要件 業務遂行体制要件 | あり | | | | |
| 法人要件 | あり（株式会社） | | なし | | |
| 国内営業所・ 事務所設置要件 協会社内規則要件 | あり | | あり（法人） | なし | |
| 財産 要件 | 最低資本金・ 出資金要件 | あり (5,000万円～30億円) | あり (5,000万円) | あり（法人） (1,000万円) | なし |
| | 純財産要件 | あり (5,000万円～30億円) | あり (5,000万円) | あり（法人） (高速取引行為) (ゼロ) | なし |
| | 自己資本要件 | あり | なし | | |
| 主要株主要件 兼業要件 | あり | | なし | | |
| 商号要件 | あり | なし | | | |

〔出所〕 松尾直彦「金融商品取引法〔第7版〕」商事法務 P421図表7-2

3. 証券業務(1) —— 本来業務(1) 証券市場は、機能面から発行市場と流通市場に分類される。証券会社（金融商品取引業者）は、発行市場及び流通市場において金融商品取引を仲介する役割を担っている。証券の発行市場では、発行体と投資家との間に立って発行体の資金調達を助けるとともに、リスクを考慮して発行体の選別を行い、資源の効率的な配分に寄与している。証券の流通市場では、投資家間の金融商品取引を適切かつ公正に仲介し、証券の流通を促進することにより、投資家の保護を図っている。

流通市場における証券会社の業務には、委託売買（ブローカレッジ）業務と自己売買（ディーリング）業務がある（右上表）。委託売買とは、投資家からの株式や債券などの有価証券の売買注文を流通市場に取り次ぐことである。自己売買とは、一般投資家と同じように、証券会社が自らの資金を用いて有価証券を売買することである。債券については、発行者が同じでも利率や償還期間が異なり種類が多いために取引所市場で売買を成立させることが難しく、相対取引が中心になっている。株式については、一定の上場基準を満たした企業の株式（上場株式）は取引所取引が行われ、基準を満たさない株式は金融商品取引業者の店頭で取引が行われる。店頭取引に分類される取引としては、金融商品取引業者と顧客の間の相対取引の他に、PTS（総理大臣の認可を受けた金融商品取引業者が開設する電子取引の場、右下表）や株式投資型クラウドファンディング、株主コミュニティなどがある。

発行市場における証券会社の業務の中で、引受け（アンダーライティング）業務とは、企業や政府・自治体などが株式や債券などを新たに発行するとき、証券会社が売り出す目的でその全部又は一部を買い取ることであり、売れ残った場合は証券会社がすべて引き取ることになる。売出しとは、既に発行された証券を対象に同様のことを行うことである。株式公開（IPO）は、未上場会社が株式を上場するにあたり一般投資者を対象に株式を発行したり大株主が売出しを行うことであり、証券会社にとっては引受け業務における大きな収入源となっている。また、募集・売出し（セリング）業務とは、新たに発行される証券や既に発行された証券について、投資家に対して買い入れるように勧誘することであり、引受け業務と違って、売れ残った証券を証券会社が引き取る必要はない。

投資部門別株式売買状況（2024年）

（単位：10億円）

| 合計 | | | 自己計 | | | 委託計 | | | | | |
|-----------|-----------|--------|---------|---------|--------|-----------|-----------|--------|---------|--------|--------|
| 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | | | |
| 1,302,379 | 1,302,275 | -104 | 135,758 | 136,741 | 983 | 1,166,621 | 1,165,534 | -1,087 | | | |
| （委託内訳） | | | | | | | | | | | |
| 法人 | | | 個人 | | | 海外投資家 | | | 証券会社 | | |
| 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き |
| 75,914 | 76,870 | 956 | 316,358 | 314,344 | -2,014 | 769,138 | 769,293 | 154 | 5,211 | 5,028 | -183 |
| （法人内訳） | | | | | | | | | | | |
| 投資信託 | | | 事業法人 | | | その他法人等 | | | 金融機関 | | |
| 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き |
| 24,365 | 23,252 | -1,112 | 13,196 | 21,080 | 7,884 | 2,891 | 3,590 | 700 | 35,463 | 28,948 | -6,516 |
| （金融機関内訳） | | | | | | | | | | | |
| 生保・損保 | | | 都銀・地銀等 | | | 信託銀行 | | | その他金融機関 | | |
| 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き | 売り | 買い | 差引き |
| 2,251 | 912 | -1,339 | 2,180 | 976 | -1,204 | 29,888 | 26,119 | -3,769 | 1,143 | 941 | -203 |

- （注） 1. 集計対象は資本金の額が30億円以上の取引参加者である。
 2. 二市場（東証と名証）合計。売買代金の年次データ。
 3. 内国普通株式を対象とし、優先株式等を含まない。
 4. 立会外取引を含む。
 5. -は売越しを示す。
 6. 証券会社は同業他社からの受託商い。

〔出所〕 日本取引所グループ「投資部門別売買状況」より筆者作成

金融商品取引所上場銘柄のPTSにおける売買状況

（単位：10億円，％）

| 年 | 取引所取引 (A) | 取引所外取引 (B) | PTS取引 (Bの内数, C) | 合計 (A) + (B) | 取引所取引に | 取引所外取引に | 取引所取引及び取引所外取引の合計に |
|------|--------------|---------------|--------------------|-----------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------------------------|
| | | | | | 占めるPTSでの 売買等の割合 (C/A) | 占めるPTSでの 売買等の割合 (C/B) | 占めるPTSでの 売買等の割合 (C/(A+B)) |
| 2018 | 794,562 | 121,019 | 38,242 | 915,581 | 4.8% | 31.6% | 4.2% |
| 2019 | 640,506 | 112,038 | 36,467 | 752,544 | 5.7% | 32.5% | 4.8% |
| 2020 | 742,429 | 119,335 | 65,397 | 861,764 | 8.8% | 54.8% | 7.6% |
| 2021 | 831,590 | 151,582 | 86,340 | 983,172 | 10.4% | 57.0% | 8.8% |
| 2022 | 872,640 | 176,349 | 102,605 | 1,048,989 | 11.8% | 58.2% | 9.8% |
| 2023 | 1,012,261 | 207,282 | 118,986 | 1,219,543 | 11.8% | 57.4% | 9.8% |
| 2024 | 1,323,003 | 307,501 | 192,014 | 1,630,504 | 14.5% | 62.4% | 11.8% |

（注） 売買代金の年次データ。

〔出所〕 日本証券業協会「金融商品取引所上場銘柄のPTSにおける売買状況等」より筆者作成

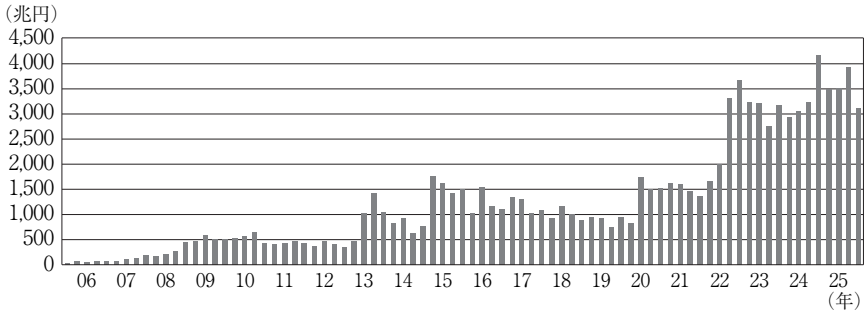
4. 証券業務(2) — 本来業務(2) 第一種金融商品取引業には有価証券デリバティブ取引等も含まれる。デリバティブ取引の原資産には、①有価証券、預金契約に基づく債権、通貨、暗号資産、政令で定める一定の商品などの金融商品、②金融商品の価格や利率のほか、気象観測数値や各種の金融指標を対象としたものがある。デリバティブ取引には、先物取引、オプション取引、スワップ取引などがある。取引がなされる場所により「市場デリバティブ取引」「店頭デリバティブ取引」「外国市場デリバティブ取引」に区分される。デリバティブの顧客は金融機関や機関投資家が中心で取引先同士のスワップを媒介するほか、証券会社が仕組み債において株式・通貨等のオプションを利用したり、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。

個人投資家の利用頻度が比較的高いものとして、日経225 miniのほか「外国為替証拠金取引（FX取引）」がある（右上図）。FX取引とは、証拠金を業者に預託し、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始まった。株式市場等とは異なり平日24時間取引が可能であり、少額の証拠金で高いレバレッジ（最大25倍）の取引が可能とされる。価格変動が大きくなるのでリスク管理が特に重要になる。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。

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専門業者のほか、ネット証券会社も積極的に手がけている。外国為替に限らず有価証券や有価証券指数・商品などを対象資産とし、少額の証拠金で差金決済する取引は、CFD取引と呼ばれる。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（右中表）。

他方、大手・準大手など主要証券会社は「投資運用業」の登録を併行させ、投資一任業務として「ラップ口座」を手掛けている。ラップ口座は、証券会社などが顧客と投資一任契約を締結して一任運用サービスを提供し、運用報酬や売買執行手数料、口座管理料等を預かり資産残高に応じて一括して徴収する口座である。大手証券会社や銀行などが主に富裕層向けに対面販売するファンドラップやSMAのほか、ネットで取引が完結するロボアドバイザーも含まれる。2025年3月末時点でラップ口座は契約件数182万件・残高21兆円である（右下図）。

店頭外国為替証拠金取引の取引金額



(注) 外国通貨は各期末の外国為替レートで日本円で換算して計上。

〔出所〕 金融先物取引業協会「店頭外国為替証拠金取引の状況」より作成

店頭 CFD 取引状況

残高の状況（年度末）

| 年度 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 口座数 | 409,729 | 551,825 | 836,038 | 649,381 | 739,505 |
| 証拠金等残高（億円） | 678 | 1,067 | 1,305 | 1,041 | 1,098 |
| 建玉残高（原資産別，億円） | | | | | |
| 個別株関連 | 140 | 161 | 119 | 203 | 151 |
| 株価指数関連 | 805 | 1,341 | 1,671 | 1,670 | 1,638 |
| 債券関連 | 26 | 130 | 220 | 234 | 88 |
| その他有価証券関連 | 28 | 34 | 33 | 49 | 38 |

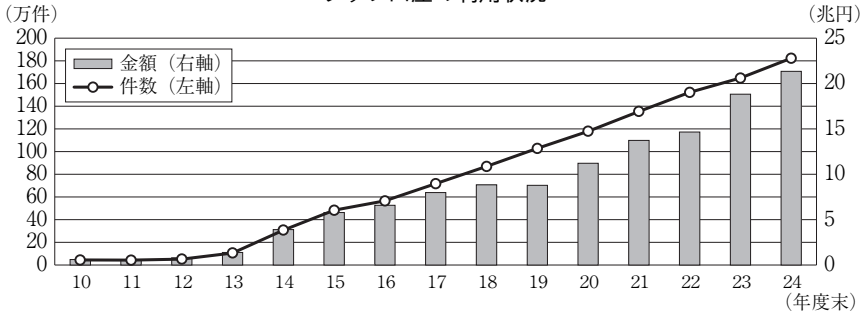
取引の状況（2024年度累計）

| 資産 | 個別株関連 | 株価指数関連 | 債券関連 | その他有価証券関連 |
|----------|-----------|------------|---------|-----------|
| 取引件数 | 1,296,367 | 50,500,322 | 126,403 | 804,844 |
| 取引金額（億円） | 12,513 | 1,117,192 | 15,628 | 2,584 |

(注) CFDはContract for Differenceの略。取引金額は想定元本ベース。

〔出所〕 日本証券業協会「店頭 CFD 取引状況」より作成

ラップ口座の利用状況



(注) 契約件数・金額ともラップ業務のうち投資一任契約の値。金額は残高。

〔出所〕 日本投資顧問業協会「統計資料」より作成

5. 証券業務(3) —— 付随業務, 届出業務, 承認業務 第一種金融商品

取引業又は投資運用業を行う金融商品取引業者は、登録を受けた金融商品取引業のほか、金融商品取引業と切り離すことが難しい、又は切り離すことが合理的でない業務で、社会一般の利益や投資者の保護が損なわれないものは、業務として行うことが認められている。その業務は、「付随業務」「届出業務」「承認業務」の3種類に大別される（右表）。「付随業務」は、金融商品取引業に付随する業務として、内閣総理大臣への届出や承認なしに行うことのできる業務である。「届出業務」は、内閣総理大臣に届け出ることで行うことのできる業務である。「承認業務」は、付随業務、届出業務以外に内閣総理大臣の承認を受けて行うことのできる業務である。なお、第二種金融商品取引業者または投資助言・代理業者がこれらの業務を行う際には、届出・承認は不要である。

付随業務のうち、「有価証券の貸借又はその媒介・代理」とは、貸出者が借入者に有価証券を貸し出し、合意された期間経過後、借入者が貸出者に、対象銘柄と同種・同等・同量の有価証券を返還するといった有価証券の消費貸借取引又はその媒介もしくは代理を行う業務である。貸借の対象とする有価証券により、株券等貸借取引や債券貸借取引がある。「信用取引に付随する金銭の貸付け」とは、信用取引を行おうとする顧客に対し、金融商品取引業者が資金を当該顧客に貸し付ける業務である。金融商品取引業者は、信用取引を行おうとする顧客に貸し付ける資金を自社で賄うほか、証券金融会社との貸借取引により調達する。「顧客からの保護預り有価証券を担保とする金銭の貸付け」には、キャッシング業務と担保貸付業務がある。キャッシング業務とは、MRFの解約請求を行った顧客に対して、解約請求日当日に顧客への解約代金相当額の支払を可能とするため、翌営業日に行われる解約代金の支払までの間、解約請求に係る有価証券を担保として、解約代金相当額を解約請求日に貸し付ける業務である。「有価証券に関する顧客の代理」には、公社債の払込金の受入れ及び元利金支払いの代理業務、株式事務の取次業務、有価証券に関する常任代理業務、顧客への各種支払金の代理受領業務等がある。「累積投資契約」とは、金融商品取引業者が顧客から金銭を預かり、当該金銭を対価として、あらかじめ定めた期日に、当該顧客に有価証券を継続的に売り付け、取得させることを内容とする契約である。

付随業務、届出業務、承認業務の概要

| 付随業務（金商法35条1項） |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • 有価証券の貸借またはその媒介・代理 • 信用取引に付随する金銭の貸付け • 顧客からの保護預り有価証券を担保とする金銭の貸付け（内閣府令で定めるものに限る） • 有価証券に関する顧客の代理 • 投資信託の収益金・償還金・解約金の支払いに係る業務の代理 • 投資法人の発行する有価証券に係る金銭の分配・払戻金・残余財産の分配又は利息・償還金支払に係る業務の代理 • 累積投資契約の締結（内閣府令で定めるものに限る） • 有価証券に関連する情報の提供・助言（投資顧問契約に基づき助言を行う行為を除く） • 他の金融商品取引業者等の業務の代理 • 登録投資法人の資産の保管 • 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し仲介を行うこと • 他の事業者の経営に関する相談に応じること • 通貨その他のデリバティブ取引（有価証券関連デリバティブ取引を除く）に関連する資産の売買又はその媒介・取次ぎ・代理 • 譲渡性預金その他金銭債権（有価証券に該当するものを除く）の売買又はその媒介・取次ぎ・代理 • 次に掲げる資産に対する投資として、運用財産の運用を行うこと 投資信託及び投資法人に関する法律に規定する特定資産（不動産等を除く） 上記のほか、政令で定める資産 • 顧客から取得した当該顧客に関する情報を当該顧客の同意を得て第三者に提供することであって、当該金融商品取引業者の行う金融商品取引業の高度化又はその利用者の利便向上に資するもの • 当該金融商品取引業者の保有する人材、情報通信技術、設備その他の当該金融商品取引業者の行う金融商品取引業に係る経営資源を主として活用して行う行為であって、持続可能な社会の構築に資するものとして内閣府令で定めるもの |
| 届出業務（金商法35条2項） |
| <ul style="list-style-type: none"> • 商品取引所取引 • 商品等デリバティブ取引 • 貸金業その他、金銭の貸付け又は金銭の貸借の媒介 • 宅地建物取引業および宅地建物の賃貸業務 • 不動産特定共同事業 • 商品投資運用業務 • 有価証券又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 |
| 承認業務（金商法35条4項） |
| <ul style="list-style-type: none"> • 内閣総理大臣の承認を受けた業務 |

〔出所〕 金融商品取引法より筆者作成

6. 金融商品取引業者（証券会社）の収支状況 証券会社の損益計算書において、事業会社の売上高に相当するものが「営業収益」である（右上表）。証券業務を収入項目と関連させると、委託売買業務は「委託手数料」、引受け及び売出し業務は「引受・売出し手数料」、募集・売出し業務は「募集・売出しの取扱手数料」、自己売買業務は「トレーディング損益」となる。「その他の受入手数料」は付随業務などに係る手数料が中心であり、投資信託の委託者報酬、M&A 関係収益のほか、ラップ関係収益や外資系業者の場合は海外親会社からの収益分配金などが含まれる。また「金融収益」には、信用取引収益、現先取引収益、有価証券貸借取引収益、受取配当金、受取債券利子、収益分配金、受取利息等が含まれる。

費用項目をみると、「金融費用」には、信用取引費用、現先取引費用、有価証券貸借取引費用、支払債券利子、支払利息等が含まれる。「販売費・一般管理費」には、人件費、不動産関係費、事務費、取引関係費、広告宣伝費、通信・運送費等が含まれる。営業収益から金融費用を差し引いたものが純営業収益、さらに販売・一般管理費を差し引いたものが営業損益となる。そして営業外損益、特別損益、法人税等を加減し当期純損益が算出される。2024年度の証券会社（日本証券業協会の会員）の決算状況を見ると、全259社のうち当期純損益が黒字となった会社は203社、全体の78%である。

バブル期以降の証券会社の営業収益の内訳の推移をみると、それまで証券会社の収益の柱であった「委託手数料」は、1999年に株式売買委託手数料が完全自由化されるなかで伸び悩み、営業収益に占める割合も54%から11%へと大きく低下した（右下図）。2020年頃からはネット証券を中心に個人向けの株式・投資信託売買手数料を無料化する動きが加速し、証券業界では売買手数料（コミッション）ではなく、預かり資産残高に応じて手数料を受け取るフィー・ベースのビジネスへ移行する動きが見られている。こうした動きとともに、証券会社の収益の中心は「金融収益」「その他の受入手数料」「トレーディング損益」へと変わってきている。ただし、収益構成は会社の規模や特性により大きく異なる。大手証券では「その他の受入手数料」と「金融収益」の割合が多く、中小証券では「トレーディング損益」と「委託手数料」の割合が多い。ネット証券では「金融収益」の割合が最も多く、中でも信用取引収益が特に多い。

証券会社（日本証券業協会会員）の決算概況（2024年度）

| | 金額 (百万円) | 営業収益に 占める割合 |
|--------------|-------------|----------------|
| 営業収益 | 6,094,463 | 100% |
| 受入手数料 | 3,055,222 | 50% |
| 委託手数料 | 648,022 | 11% |
| 引受・売出手数料 | 232,232 | 4% |
| 募集・売出しの取扱手数料 | 271,570 | 4% |
| その他の受入手数料 | 1,903,397 | 31% |
| トレーディング損益 | 779,339 | 13% |
| 金融収益 | 2,223,494 | 36% |
| 信用取引収益 | 144,360 | 2% |
| 受取配当金 | 592,851 | 10% |
| 金融費用 | 1,571,899 | 26% |
| 信用取引費用 | 11,046 | 0% |
| 支払利息 | 236,406 | 4% |
| 純営業収益 | 4,522,563 | 74% |
| 販売費・一般管理費 | 3,464,541 | 57% |
| 営業損益 | 1,058,021 | 17% |
| 当期純損益 | 802,340 | 13% |

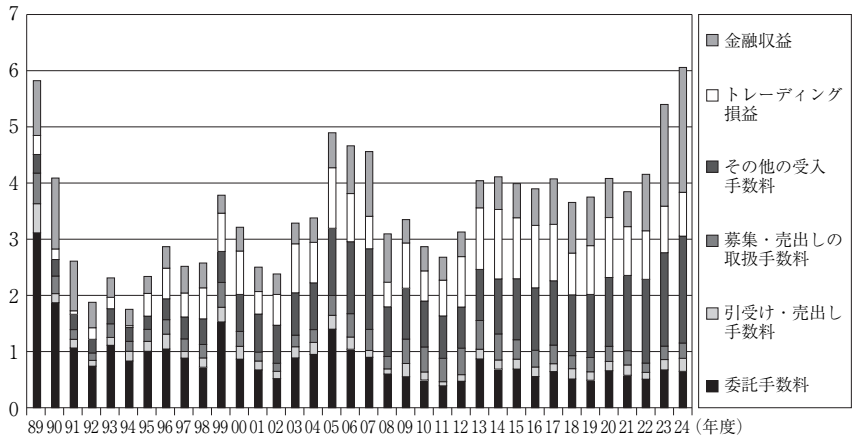
| ▼(その他の受入手数料の内訳) | 金額 (百万円) | 営業収益に 占める割合 |
|-----------------------|-------------|----------------|
| 株式 | 165,854 | 2.7% |
| 債券 | 137,076 | 2.2% |
| 受益証券 | 395,385 | 6.5% |
| その他 | 1,205,080 | 19.8% |
| 国際取引に関する日本法人等への収益分配金等 | 310,240 | 5.1% |
| 投資信託の委託者報酬 | 202,420 | 3.3% |
| M&A 関係収益 | 165,617 | 2.7% |
| ラップ関係収益 | 165,496 | 2.7% |
| 投資一任契約の運用受託報酬 | 72,396 | 1.2% |
| 事務手数料 | 40,573 | 0.7% |
| 保険関係収益 | 37,051 | 0.6% |
| 投資助言・代理報酬 | 33,767 | 0.6% |
| システムの利用・開発等に係る報酬 | 32,047 | 0.5% |

(注) 2025年3月末現在の会員264社のうち、廃業した会社など5社を除く。

(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」より筆者作成

営業収益の総額とその内訳の推移

(兆円)



(出所) 日本証券業協会「会員の決算概況」より作成

7. 金融商品取引業者（証券会社）の財務状況 証券会社の貸借対照表は、後述のような取引の際の計上の仕方などから膨らんで見える（右上表）。最も金額の大きい項目として資産の部の「有価証券担保貸付金」、負債の部の「有価証券担保借入金」がある。これは証券貸借取引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「有価証券担保貸付金」、貸し付けに対する担保金の受け入れは「有価証券担保借入金」となる。

次いで金額の大きい項目である「トレーディング商品」は、ディーラー業務に関して生じる勘定であり、現物の買いポジションは「商品有価証券等」の資産の部に、空売りは負債の部に計上される。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、その評価益は「デリバティブ取引」の資産の部に、評価損は負債の部に計上される。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は「約定見返勘定」の資産の部に、買付けにかかる支払相当額は負債の部に計上される。証券会社は現物、デリバティブ、債券レポにおいて顧客注文の迅速な執行、裁定利益追求の目的で両建てのポジションをもつが、リスク管理徹底のためリスクに焦点を当てた約定基準の経理処理をすることになっている。

「信用取引資産」のうち「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、「信用取引借証券担保金」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、「信用取引負債」のうち「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、「信用取引貸証券受入金」は顧客の信用取引にかかる売付け代金相当額である。このほか、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、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。

金商法では金融商品取引業者の財産的健全性を確保するために財務に関する規制が設けられている。第一種金融商品取引業については、開示規制（業務関係帳簿の保存、事業報告書の内閣総理大臣への提出、説明資料の公衆縦覧）、金融商品取引責任準備金の積立て義務、および自己資本規制比率が定められている（右中・下表）。自己資本規制比率は、金融商品取引業者に対し、将来生じうる損失に対応できる自己資本を維持させるとともに、同比率を財務状況悪化の早期警戒指標として用いようとする規制である。

全国証券会社の主要勘定（2025年3月末）

（単位：百万円）

| | | | |
|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 現金・預金 | 18,699,804 | トレーディング商品 | 53,886,688 |
| 預託金 | 11,871,705 | （商品有価証券等） | 31,460,712 |
| （顧客分別金信託） | 10,412,016 | （デリバティブ取引） | 22,425,963 |
| トレーディング商品 | 74,249,150 | 約定見返勘定 | 1,417,665 |
| （商品有価証券等） | 49,268,213 | 信用取引負債 | 1,607,347 |
| （デリバティブ取引） | 24,980,913 | （信用取引借入金） | 455,328 |
| 約定見返勘定 | 1,317,628 | （信用取引貸証券受入金） | 1,151,973 |
| 信用取引資産 | 5,583,661 | 有価証券担保借入金 | 132,610,806 |
| （信用取引貸付金） | 4,929,047 | 預り金 | 9,130,421 |
| （信用取引借証券担保金） | 654,563 | （顧客からの預り金） | 8,343,320 |
| 有価証券担保貸付金 | 138,526,833 | 受入保証金 | 9,589,657 |
| 立替金 | 129,882 | 短期借入金 | 34,958,709 |
| 短期差入保証金 | 8,444,336 | 流動負債計 | 246,881,899 |
| 短期貸付金 | 1,429,121 | 長期借入金 | 6,956,973 |
| 流動資産計 | 262,342,696 | 固定負債計 | 9,183,528 |
| 有形固定資産 | 230,248 | 引当金計 | 254,885 |
| 無形固定資産 | 468,278 | 負債合計 | 256,320,512 |
| 投資その他の資産 | 1,811,804 | 資本金 | 1,921,227 |
| （投資有価証券） | 1,177,807 | 資本剰余金 | 3,010,279 |
| 固定資産計 | 2,510,539 | 利益剰余金 | 3,618,274 |
| 繰延資産 | 230 | 純資産合計 | 8,532,974 |
| 資産合計 | 264,853,595 | 負債・純資産合計 | 264,853,595 |

（注） 対象は日本証券業協会会員260社。業務の休止中等の会社を除く。
 （出所） 日本証券業協会「会員の主要勘定及び顧客口座数等」より作成

第一種金融商品取引業者の自己資本規制比率の概要

| |
|---|
| 自己資本規制比率 = (固定化されていない自己資本 ÷ 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) - 控除項目(固定的資産) |
| リスク相当額 = 市場リスク相当額 + 取引先リスク相当額 + 基礎的リスク相当額 |
| 市場リスク相当額 = 保有する有価証券等の価格の変動等により発生するリスクに相当する額 |
| 取引先リスク相当額 = 取引先の債務不履行等により発生するリスクに相当する額 |
| 基礎的リスク相当額 = 事務処理ミス等日常的な業務遂行上発生するリスクに相当する額 |

- （注） 1. 金融商品取引法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176-178条。
 2. 総資産額が1兆円を超える第一種金融商品取引業者は「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なされる（金商法第57条の2第1項）。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3項にいう「最終指定親会社」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。

（出所） 金融商品取引法、金融商品取引業等に関する内閣府令より作成

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 | 早期是正措置 | 法令 |
|----------|---------------------------|----------------------|
| 140%未滿 | 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%未滿 | 登録拒否 | 金商法29条の4第1項6号 |
| | 業務方法の変更、財産の供託 | 金商法53条第1項 |
| 100%未滿 | 3ヵ月以内の業務停止命令 | 金商法53条第2項 |
| 100%未滿 | 3ヵ月経過しても回復の見込みがなければ登録取り消し | 金商法53条第3項 |

（出所） 金融商品取引法、金融商品取引業等に関する内閣府令より作成

8. 金融商品取引業協会（1） 金融商品取引業者の自主規制を行う仕組みとして、金融商品取引業協会の制度がある。金融商品取引業者の規制方式には、監督官庁（金融庁）による公的規制と、自主規制機関による自主規制がある。自主規制機関とは、一定の公益目的のために自治的な規則を定めて規制を行う私的団体をいう。証券取引分野における主要な自主規制機関は、金融商品取引所と金融商品取引業協会である。前者が金融商品市場における取引に関し会員・取引参加者の行為を規制するのに対し、後者は金融商品取引業者の金融商品市場外の取引および業者と顧客との関係について規制する。

金融商品取引業協会の組織形態には、①認可金融商品取引業協会（認可協会）と、②認定金融商品取引業協会（認定協会）がある（右表）。①認可協会は、金融商品取引業者が内閣総理大臣の認可を受けて設立する特別の法人である。日本証券業協会は、現在、わが国唯一の認可協会である（9節参照）。認定協会と比較した場合の認可協会の特徴は、認可協会のみが店頭売買有価証券市場を開設することができる点にある。②認定協会は、金融商品取引業者が設立した一般社団法人について、内閣総理大臣が自主規制業務を行うものとして認定した法人である。認定協会には、設立年順に、投資信託協会、日本投資顧問業協会、金融先物取引業協会、第二種金融商品取引業協会、日本暗号資産取引業協会および日本STO協会がある。投資信託協会と日本投資顧問業協会は2026年4月1日付で合併し「資産運用業協会」となることが公表された。

金融商品取引業協会の目的は、有価証券の売買その他の取引及びデリバティブ取引等を公正かつ円滑にするとともに、金融商品取引業の健全な発展と投資者の保護に資することである。その協会員は、金融商品取引業者等である。協会員が法令や協会の定めた定款・規則に違反したり、取引の信義則に違反したりした場合は、協会は過怠金を課したり、協会員の権利の停止・制限・除名したりする処分を行う。金融商品取引業協会への加入は任意とされている。ただし協会に加入していない金融商品取引業者等については、協会の規則に準ずる社内規則を作成することを登録要件とされている。金融商品取引業協会は、投資者からの苦情に対する対応等も求められている。苦情についての解決の業務等を協会が第三者に委託することが認められており、認定投資者保護団体である証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）が業務委託を受けている。

金融商品取引業協会

| 組織形態 | 団体名 | 主な目的・事業 | 会員数 |
|------|------------------------|---|-----------------------|
| 認可協会 | 日本証券業協会 | 〔目的〕 (1) 協会員の行う有価証券の売買その他の取引等を公正かつ円滑ならしめ、もって投資者の保護に資すること。(2) 我が国経済の成長・発展に貢献するため、証券市場の活性化に向けた諸施策を推進すること。 〔事業〕 (1) 自主規制ルールの制定・実施。(2) 資格試験・資格更新研修の実施及び証券外務員の登録。(3) 証券取引の苦情・相談、あつせん。(4) 証券市場に関する調査研究及び意見表明。(5) 証券知識の普及・啓発。 | 262 (2025年11月) |
| 認定協会 | 一般社団法人 投資信託協会 | 投資信託及び投資法人など投資運用業等の健全な発展、並びに投資者の保護に資することを目的とする。 | 221 (2025年10月) |
| 認定協会 | 一般社団法人 日本投資顧問業協会 | 本会は、会員の行う投資運用業及び投資助言・代理業の公正かつ円滑な運営を確保することにより投資者の保護を図るとともに、投資運用業及び投資助言・代理業の健全な発展に資することを目的とする。 | 850 (2025年3月) |
| 認定協会 | 一般社団法人 金融先物取引業協会 | 会員の行う金融商品取引業（定款に定めるものに限る）の業務の適正かつ円滑な運営の確保により、投資者保護と金融商品取引業の健全な発展に資することを目的としており、自主規制、苦情の解決、調査、企画、広報研修等の業務を行っている。 | 131 (2025年9月) |
| 認定協会 | 一般社団法人 第二種金融商品取引業協会 | 正会員の行う第二種金融商品取引業等を公正かつ円滑にし、並びに第二種金融商品取引業等の健全な発展及び投資者の保護に資することを目的とする。 | 676 (2025年11月) |
| 認定協会 | 一般社団法人 日本暗号資産等取引業協会 | 本会は、会員の行う暗号資産等関連デリバティブ取引業の適切かつ円滑な実施を確保し、その健全な発展及び利用者の保護並びに投資者の保護に資することを目的とする。 | 31（第1種） (2025年10月) |
| 認定協会 | 一般社団法人 日本STO協会 | 正会員の電子記録移転権利等の売買その他の取引等を公正かつ円滑ならしめ、金融商品取引業の健全な発展を図り、もって投資者の保護に資することを目的とする。 | 16 (2025年11月) |

(注) 日本証券業協会の協会員には会員のほかに、特定業務会員と特別会員がある。対象者は下記の通り。

会員は、金融商品取引業者のうち、第一種金融商品取引業を行う者（第一種金融商品取引業において有価証券関連デリバティブ取引等以外の店頭デリバティブ取引等のみを業として行う者を除く）。

特定業務会員は、金融商品取引業者のうち、第一種金融商品取引業において、特定店頭デリバティブ取引等に係る業務、金商法第29条の4の2第9項に規定する第一種少額電子募集取扱業務、商品関連市場デリバティブ取引次ぎ等に係る業務又は金商法第29条の4の4第8項に規定する非上場有価証券特別仲介等業務のみを行う者。

特別会員は、金融商品取引法第2条第11項に規定する登録金融機関。すなわち、登録金融機関業務（同法第33条の2に規定する行為のうち、同条第1号（同法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利にかかわるものを除く）、第2号（同法第2条第2項の規定により有価証券とみなされる同項各号に掲げる権利にかかわるものを除く）もしくは第3号（特定店頭デリバティブ取引等にかかわるものに限る）に掲げるものまたは有価証券等管理業務をいう）を行う者。

〔出所〕 金融庁「認可金融商品取引業協会一覧」「認定金融商品取引業協会一覧」、各協会ウェブサイトより筆者作成

9. 金融商品取引業協会（2） 日本証券業協会は、第一種金融商品取引業者及び登録金融機関により組織された、認可金融商品取引業協会である。その目的は、協会の行う有価証券の売買その他の取引及びデリバティブ取引等を公正かつ円滑にするとともに、金融商品取引業の健全な発展と投資者の保護に資することである。主たる業務は、自主規制業務、金融商品取引業および金融商品市場の健全な発展を推進する業務、国際業務・国際交流などの業務、である（右上表）。金融・証券教育支援事業については、2024年に設立された金融経済教育推進機構（J-FLEC）へ移管された。

日本証券業協会は外務員資格試験を実施するとともに、内閣総理大臣から委託された外務員の登録事務も行う。外務員とは、金融商品取引業者等の役員または使用人のうち、その業者のために金融商品取引業の行為をする者をいう。外務員は登録制である。金融取引業者等は登録外務員以外の者に外務員の職務を行わせてはならない。外務員は、相手方が悪意である場合を除いて、その所属する金融商品取引業者等に代わって、金融商品取引業の行為に関し、一切の裁判外の行為を行う権限を有するものとみなされる。外務員として職務を行う場合は、日本証券業協会の実施する外務員資格試験に合格後、その所属する金融商品取引業者等を通じて同協会へ登録申請を行い、外務員登録を受ける必要がある（右下表）。

日本証券業協会は全国の証券会社を構成員とする社団法人として1973年に設立された。1992年に証取法上の認可法人に改組、2007年に金商法上の認可金融商品取引業協会となり、協会の対象は証券会社から第一種金融商品取引業者に拡大した。協会の機関には、①中央機関と②地方機関がある。①中央機関には、最高意思決定機関として総会、協会運営全体に係る専決事項の決議と監督機能を担う機関として理事会、理事会から委任された各業務の意思決定機関として自主規制会議、証券戦略会議、行動規範委員会及び金融・証券教育支援委員会、そして理事会の下に総務委員会がある。②地方機関には、全国に9つの地区協会（東京、大阪、名古屋、北海道、東北、北陸、中国、四国、九州）があり、証券戦略会議に関連した業務等を行っている。協会員数は2025年11月時点で、会員262社、特定業務会員11社、特別会員（登録金融機関）200機関（うち銀行116、外銀14、信金38、生保9、損保4、その他19）である。

日本証券業協会の主要な業務

| | | |
|-----------------------------|---|--|
| 自主規制業務 | 自主規制ルールの制定・実施 | 金融商品市場の円滑な運営を図るため協会員に適用される各種の自主規制ルールを制定・実施することにより、金融商品取引の公正、円滑化を図るとともに、投資者の保護に努める。（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） |
| | 監査及びモニタリング調査の実施 | 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及び内部管理体制の整備状況等について監査を実施。協会員の経営状況及び顧客資産の分別保管に関するモニタリング調査を行う。 |
| | 自主制裁の発動 | 協会員や協会員の役職員の法令、自主規制ルール等の違反に対する制裁を行う。 |
| | 資格試験・資格更新研修の実施及び外務員の登録事務 | 外務員資格試験及び内部管理責任者資格試験並びに外務員資格更新研修の実施、内閣総理大臣から委任された外務員の登録に関する事務を行う。 |
| | 教育研修の実施 | 自主規制ルールに基づく研修をはじめとする各種教育研修の実施及び協会員の行う社内研修への講師派遣などの支援。 |
| | 金融商品取引の苦情・相談の受付、あっせん | 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の受付。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あっせん（なお、苦情・相談及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。） |
| | 認定個人情報保護団体の業務の実施 | 「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。 |
| | 公社債市場の整備・拡充 | 公社債店頭取引に係る制度・慣行の制定・見直しを行う。 |
| | 上場株券等の取引所金融商品市場外取引の制度整備・監理 | 上場株券等の取引所金融商品市場外取引に係る制度を構成かつ円滑ならしめるとともに、投資者保護を確保するため、必要な制度の整備。取引所金融商品市場外取引に係る売買状況等を集約・公表。上場株券等に係るPTSにおける気配・約定情報等を公表。 |
| | 非上場株券等に関する制度整備・管理 | 株式投資型クラウドファンディング、株主コミュニティ及びフェニックス銘柄制度について、適正な業務運営及び投資者保護を図るため、会員等が遵守すべき事項を定めるなど、非上場株券等に係る投資勧誘等に関して必要な制度整備。各制度の取扱状況等を集計・公表。 |
| 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金融商品市場の共通基盤の整備。③株式市場及び公社債市場に関する統計資料等の公表。④金融・証券知識の普及・啓発。⑤広報事業。⑥関係団体等との意思の疎通及び意見の調整。⑦反社会的勢力の排除に関する支援。⑧金融商品市場全体の事業継続に関する支援。 | |
| 国際業務・国際交流 | 国際証券業協会会議（ICSA）、アジア証券人フォーラム（ASF）、証券監督者国際機構（IOSCO）等の国際会議に参加し、海外の証券関係団体等との情報交換、国際交流の促進を図る。 | |

（注） 自主規制業務等は「自主規制会議」、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は「証券戦略会議」が担当。

〔出所〕 日本証券業協会「協会定款・諸規則」より作成

証券外務員資格とその内容

| | |
|-------------------|--|
| 一種外務員 | すべての外務員職務。 |
| 二種外務員 | 外務員職務の一部（公社債・投資信託の取引、株式の現物取引等。ただし、有価証券関連デリバティブ取引等、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・複雑な投資信託、レバレッジ投資信託、株式の信用取引、新株予約権証券等を除く）。 |
| 特別会員一種外務員 | 登録金融機関業務に係るすべての外務員職務（公共債・投資信託の取引、有価証券関連デリバティブ取引等）。 |
| 特別会員二種外務員 | 登録金融機関業務の一部（公共債・投資信託の取引等。ただし、有価証券関連デリバティブ取引等、選択権付債券売買取引、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・複雑な投資信託、レバレッジ投資信託等を除く）。 |
| 特別会員四種外務員 | 特定金融商品取引業務（投資信託の取引、天候デリバティブ取引等）に係る外務員職務（ただし、店頭デリバティブ取引に類する複雑な投資信託、レバレッジ投資信託等を除く）。 |
| 信用取引外務員 | 外務員職務の一部（公社債・投資信託の取引、株式の現物・信用取引等。ただし、有価証券関連デリバティブ取引等、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組債・複雑な投資信託、レバレッジ投資信託、新株予約権証券等を除く）。 |
| 特例商先外務員 | 商品関連市場デリバティブ取引等に係る外務員職務。 |
| 特例商先外務員（デイトリング限定） | 協会員の計算による商品関連市場デリバティブ取引に係る外務員職務。 |

（注） 1. 「特別会員四種外務員」および「信用取引外務員」の資格試験は、現在（2025年11月）行われていない。
2. 特例商先外務員と特例商先外務員（デイトリング限定）の職務を行うためには、規則に定める要件を満たす者について日本証券業協会に対し認定申請を行い、認定を受ける必要がある。

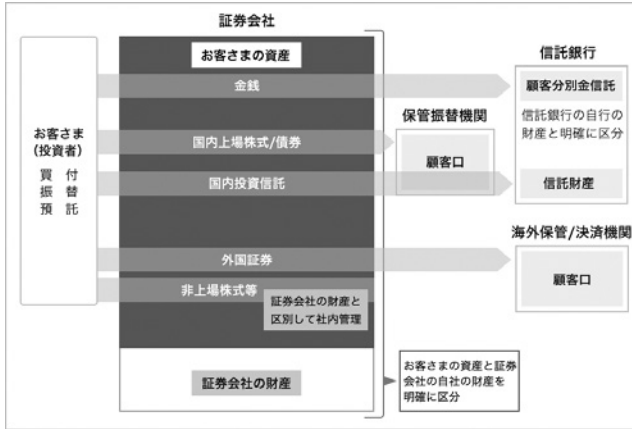
〔出所〕 日本証券業協会ウェブサイトより作成

10. 投資者保護基金 投資者保護基金は、証券会社の経営破綻により顧客資産の返還が困難であると認められた場合に、証券会社に預けた資産の返還を求める一般顧客に対して補償を行うこと等により投資者の保護を図り、証券取引に対する信頼性を維持することを目的として、1998（平成10）年証取法改正（金融システム改革法）により創設された制度である。証券会社の開業規制が免許制から登録制に移行され、証券会社間の競争が行われる過程で、新たに参入する会社が増加すると同時に、退出する証券会社の出現も予想されたことから、同法では証券会社が破綻した場合の投資家保護の枠組みとして、顧客資産の分別管理の義務づけと、投資者保護基金の規定が設けられた。

顧客資産の分別管理は、証券業にかかる顧客との取引において預託された有価証券、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（右上図）。方法としては、①顧客の有価証券は分別管理・区分管理する、②金銭および担保に供された有価証券等については、証券業から退出する際に、顧客に返還すべき額に相当する金銭を顧客分別金として信託会社等に信託する。分別管理が適切に行われていれば、破綻時に際して顧客が被る不測の損害は防げるはずだが、顧客分別金の差替計算基準日は週に1日以上とされ、不足額が生じる可能性が残る。また、実際の返還手続に相当な時間を要し、その間に市場価格の変動により顧客が損失を被る可能性もある。

そこで、投資者保護を図り、証券取引に対する信頼性を維持するため、顧客資産の分別管理の徹底を原則としつつも、これを補完するものとして、証取法（現在の金商法）により、従前の財団法人預託証券補償基金を同法上の法人として位置づけ、投資者保護基金制度が創設された。投資者保護基金による補償は、①会員業者が顧客資産を弁済できなかった場合の一般顧客に対する支払と、②顧客資産返還の迅速な履行に必要な資金の貸付けに大別される（右下表）。顧客ごとの支払額は、政令で定める金額（1,000万円）を限度とする。基金の会員は金融商品取引業者に限られ、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者は基金への加入が義務づけられている。基金は投資者保護基金制度創設時には2つ設立されたが、2002年に「日本投資者保護基金」へ統合された。2025年3月末時点で会員数は261社、資産規模は584億円である。

分別管理の仕組み



〔出所〕 日本投資者保護基金ウェブサイト「お客さま（投資者）の資産は分別管理で守られる」

投資者保護基金の補償対象，補償手続，財源

| | | |
|------|--------------------------------|--|
| 補償対象 | 人的範囲 (金商法79条の20第1項) | 有価証券関連業または商品デリバティブ関連業務を行う金融商品取引業者と対象有価証券関連取引または対象商品デリバティブ取引関連取引を行った「一般顧客」（適格機関投資家・国・地方公共団体その他政令で定める者を除く）。 |
| | 顧客資産の範囲 (79条の20第3項) | ①有価証券関連デリバティブ取引・商品関連市場デリバティブ取引の取引証拠金、信用取引の委託保証金として一般顧客から預託を受けた金銭および有価証券、②有価証券関連業に係る取引（店頭デリバティブ取引を除く）・商品デリバティブ取引関連業務に係る取引に関し、一般顧客の計算に属する金銭・有価証券または金融商品取引業者が一般顧客から預託を受けた金銭・有価証券、③そのほか政令で定めるもの。 |
| 補償手続 | 基金への通知と弁済困難の認定 (79条の53, 54) | 基金の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を受けた場合、基金は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) | 基金は顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難であるとの認定を行った場合、通知業者（「認定金融商品取引業者」という）について、請求の届出期間・届出場所等を公告する。 |
| | 補償対象債権の支払 (79条の56, 57第4項) | 基金は顧客ごとの支払額を算定し顧客の届出に応じて補償対象債権の支払を行う。基金は顧客へ支払いをした金額に応じて補償対象債権を取得し、破綻金融商品取引業者に対してその弁済を求めることになる。 |
| | 通知業者への貸付け (79条の59) | 顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行は困難ではないが、迅速な履行ができない場合に限って適用されることが予定されている。認定金融商品取引業者は申込みができない。 |
| 財源 | 負担金 (79条の64, 65) | 基金の会員である金融商品取引業者からの負担金徴収による。 |
| | 資金の借入れ (79条の72) | 基金は内閣総理大臣及び財務大臣の認可を受けて金融機関から資金の借入れをすることができる。 |

〔出所〕 金融商品取引法より筆者作成

11. 金融機関と有価証券関連業（証券業務） 銀行や協同組織金融機関その他政令で定める金融機関が、有価証券関連業または投資運用業を行うことは、原則として禁止されている（金商法33条1項）。これは1948（昭和23）年証取法制定の際に導入された銀証分離規制を引き継いだものである。理由としては主に、銀行の財務の健全性の確保や、預金者と投資者の利益相反の防止、市場支配・企業に対する影響力の防止とされた。その後、同規制は制定当時から変容を遂げ、金融機関本体による有価証券関連業（証券業務）が順次拡大されるとともに、金融機関グループ会社による有価証券関連業も拡大されてきた。

金融機関本体が例外的に認められる業務は、金融機関が自己の投資目的で、または信託契約に基づいて信託をする者の計算で有価証券の売買もしくは有価証券関連デリバティブ取引を行うことである。また登録を受けて「登録金融機関」になることで認められる業務もある（書面取次ぎ行為、国債等に係る有価証券関連業、投資信託に係る業務、外国証券のうち国債等の性質を有するものに係る業務、その他の有価証券に係る私募の取扱い等、有価証券関連デリバティブ取引等以外のデリバティブ取引等に係る業務、有価証券等清算取次ぎ、投資助言・代理業、有価証券等管理業務など）。

他方、金融機関グループ会社による業務の相互参入も認められている。1993（平成5）年証取法改正により、銀証分離規制の改革として、銀証分離の原則を維持しつつ、業態別子会社方式による、銀行・証券会社の相互参入が解禁された。その後、金融機関の子会社による証券業務の範囲は拡大され、現在ではすべての有価証券関連業務を営むことができる。また、金融持株会社の傘下に金融機関と証券会社を置いて、それぞれの業務を営むこともできる（右下表）。

なお、グループ内における利益相反による弊害を防止する観点から弊害防止措置（ファイアー・ウォール規制）が設けられている。役員の兼職についての事後届出義務、金融商品取引業者等と親子法人等の間で行われる取引に係るアームズ・レングス・ルール、親子法人等による顧客への信用供与を知りながら金融商品取引業者が当該顧客との間で契約を締結すること（抱き合わせ行為）の禁止、投資助言業務の顧客等の利益を犠牲にして親子法人等の利益を図ることの禁止、親子法人等の発行する有価証券の引受主幹事会社になることの制限などがある。顧客の非公開情報等の授受の規制は法人顧客に関して緩和された。

公募投資信託の販売態別純資産残高（2024年末）

（単位：百万円，％）

| | 証券会社 | | 銀行等 （登録金融機関） | | 直接販売 （投資信託会社） | | 合計 | |
|---------|-------------|------|-----------------|------|------------------|-----|-------------|-------|
| | 金額 | 構成比 | 金額 | 構成比 | 金額 | 構成比 | 金額 | 構成比 |
| 株式投資信託 | 180,458,651 | 78.4 | 48,355,360 | 21.0 | 1,479,534 | 0.6 | 230,293,544 | 100.0 |
| 公社債投資信託 | 15,610,775 | 99.3 | 106,894 | 0.7 | 302 | 0.0 | 15,717,971 | 100.0 |
| 合計 | 196,069,425 | 79.7 | 48,462,254 | 19.7 | 1,479,836 | 0.6 | 246,011,515 | 100.0 |

〔出所〕 投資信託協会「統計資料」より作成

地方銀行の証券子会社

| 証券子会社名 | 親会社 | 設立年 (子会社化年) | 概要 |
|---------------|------------|----------------|----------------------------|
| 北洋証券 | 北洋銀行 | 2018年10月 | 旧上光証券，完全子会社化 |
| 七十七証券 | 七十七銀行 | 2016年7月 | 新設証券子会社 |
| めぶき証券 | めぶきFG | 2007年11月 | 新設証券子会社 |
| とちぎんTT証券 | 栃木銀行 | 2017年4月 | 旧宇都宮証券，連結子会社化，東海東京FHが40%所有 |
| ぐんざん証券 | 群馬銀行 | 2016年2月 | 新設証券子会社 |
| ちばざん証券 | 千葉銀行 | 2011年10月 | 旧中央証券，完全子会社化 |
| きらぼしライフデザイン証券 | 東京きらぼしFG | 2019年12月 | 新設証券子会社 |
| 浜銀TT証券 | 横浜銀行 | 2008年5月 | 新設証券子会社，東海東京FHが40%所有 |
| 静銀ティーエム証券 | 静岡銀行 | 2014年7月 | 完全子会社化（当初は東京三菱銀行等が出資） |
| ほくほくTT証券 | ほくほくFG | 2016年4月 | 新設証券子会社，東海東京FHが40%所有 |
| 第四北越証券 | 第四北越FG | 2019年10月 | 旧新潟証券，完全子会社化 |
| 八十二証券 | 八十二銀行 | 2006年4月 | 完全子会社化 |
| 十六TT証券 | 十六銀行 | 2018年4月 | 新設証券子会社，東海東京FHが40%所有 |
| OKB証券 | 大垣共立銀行 | 2019年3月 | 新設証券子会社 |
| 百五証券 | 百五銀行 | 2009年8月 | 新設証券子会社 |
| 南都まほろば証券 | 南都MS（南都銀行） | 2018年11月 | 旧奈良証券，完全子会社化 |
| 京銀証券 | 京都銀行 | 2017年3月 | 新設証券子会社 |
| 池田泉州TT証券 | 池田泉州HD | 2013年1月 | 新設証券子会社，東海東京FHが40%所有 |
| 四国アライアンス証券 | いよぎんHD | 2012年2月 | 新設証券子会社 |
| 中銀証券 | 中国銀行 | 2009年6月 | 旧津山証券，完全子会社化 |
| ひろざん証券 | ひろざんHD | 2017年6月 | 旧ウツミ屋証券，完全子会社化 |
| ワイエム証券 | 山口FG | 2007年7月 | 新設証券子会社，東海東京FHが40%所有 |
| FFG証券 | 福岡銀行 | 2012年4月 | 旧前田証券，完全子会社化 |
| 西日本シティTT証券 | 西日本FH | 2010年2月 | 新設証券子会社，東海東京FHが40%所有 |
| 九州FG証券 | 九州FG | 2017年12月 | 新設証券子会社 |
| おきざん証券 | 沖縄銀行 | 2017年3月 | 旧おきなわ証券，完全子会社化 |
| とうほう証券 | 東邦銀行 | 2016年4月 | 新設証券子会社，2025年7月解散 |
| ごうざん証券 | 山陰合同銀行 | 2015年8月 | 新設証券子会社，2020年12月解散 |

〔出所〕 各社ウェブサイトより筆者作成

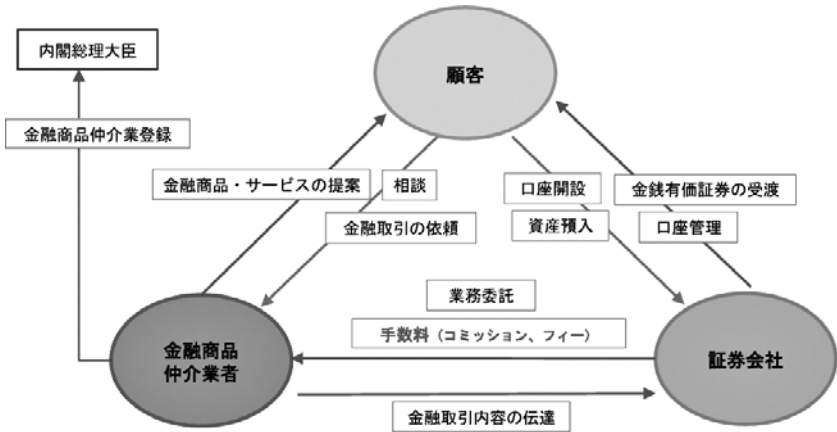
12. 金融商品仲介業 金融商品取引業者の販売チャネル機能を拡大し幅広い投資者の市場参加を促すことを目的として、2003（平成15）年証取法改正（現在は金商法）により、金融商品仲介業制度が創設された。金融商品仲介業とは、第一種金融商品取引業者・投資運用業者または登録金融機関の委託を受けて、次の行為のいずれかをその委託者（「所属金融商品取引業者」という）のために行う業務をいう。①有価証券の売買の媒介、②取引所金融商品市場・外国金融商品市場における有価証券の売買取引・デリバティブ取引の委託の媒介、③有価証券の募集・売出しの取扱い、私募の取扱い、特定投資家向け売付け勧誘等の取扱い、④投資顧問契約・投資一任契約の締結の媒介、である。

銀行、協同組織金融機関その他政令で定める金融機関以外の者（第一種金融商品取引業者及び登録金融機関の役職員を除く）は、内閣総理大臣の登録を受ければ、法人・個人を問わず金融商品仲介業を行うことができる。兼業も原則自由である。金融商品仲介行為・勧誘行為を行う者は外務員登録が必要である。

金融商品仲介業者は、顧客と金融商品取引業者の間の取引を媒介するのみであり、自らは売買契約や売買取引の委託契約の当事者にはならず、金融商品取引業者の代理権もない（右上図）。金融商品仲介業者が金銭や有価証券の預託を受けることは禁止されている。金融商品仲介業者は、複数の業者から委託を受けることもでき、仲介行為を行う前に所属金融商品取引業者等の商号やその代理権がない旨等を顧客に明らかにしなければならない。所属金融商品取引業者は、金融仲介業者が顧客に損害を被らせた場合、業務委託について相当の注意をし、かつ損害発生防止に努めた場合を除いて、顧客の損害を賠償する責任を負う。2025年10月末時点で金融商品仲介業者の登録数は692である（金融庁「金融商品仲介業者登録一覧」）。

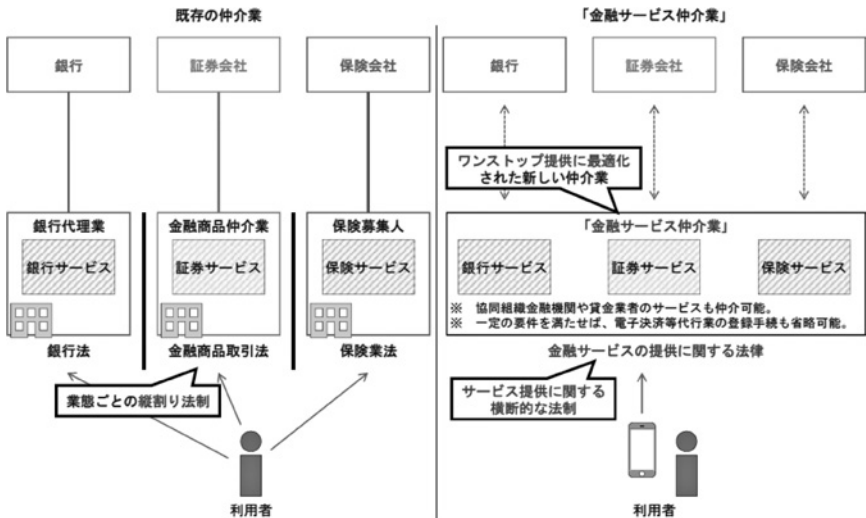
なお、2020（令和2）年金融商品販売法改正により、金融サービス仲介業の制度が創設された（現在は「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律」）。金融サービス仲介業は登録制であり、1つの登録で、銀行、保険、証券、貸金の全ての分野のサービスを仲介できる（右下図）。所属制はとられていないが、取扱可能なサービスの制限や利用者財産の受入禁止、保証金の供託義務などの規制が定められている。2025年10月末時点で金融サービス仲介業者の登録数は22である（金融庁「金融サービス仲介業者登録一覧」）。

金融商品仲介業者の概要



〔出所〕 金融庁「事務局説明資料（金融商品仲介業者に関する調査）」（2019年4月）P2

金融商品仲介業と金融サービス仲介業



〔出所〕 金融庁「金融サービスの利用者の利便の向上及び保護を図るための金融商品の販売等に関する法律等の一部を改正する法律案 説明資料」（2020年3月）P3

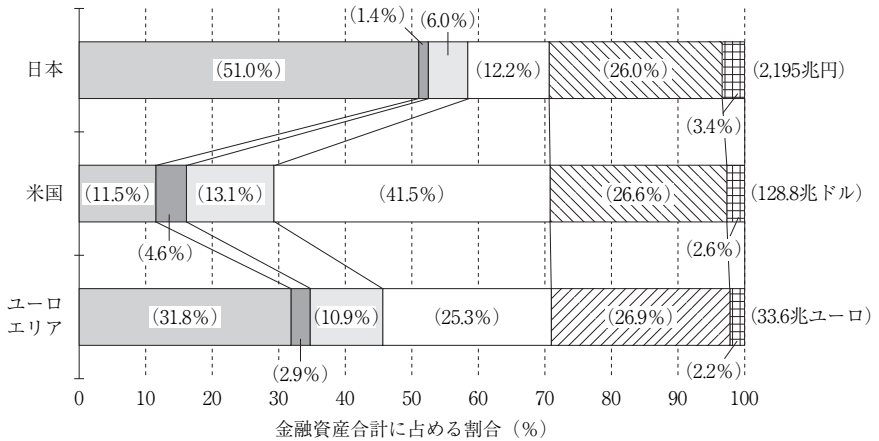
第14章 資産運用業

1. 個人金融資産の運用 日本銀行「資金循環の日米欧比較」によると、日本の個人金融資産（2025年3月末現在）は2,195兆円であり、そのうち、51.0%が現金・預金、19.6%が有価証券（債務証券、投資信託、株式等）で運用されている。欧米と比較すると、米国はもとよりユーロエリアに比べても、現金・預金に偏重する一方、収益性の高い有価証券の投資比率が低いといえよう。2022年以降、2%以上のインフレが高進する一方、預金金利が1%にも満たない状況が続く、預貯金では実質的価値が減価する状況が続いている。もっとも、金融経済教育推進機構（J-FLEC）「家計の金融行動に関する世論調査2024年」（二人以上世帯調査）によると、金融商品を選択する際に重視することとして、収益性（40.9%）が最も多く、安全性（25.0%）や流動性（19.9%）を大きく上回っている。2021年以降は、収益性が最多の状況が続く、インフレ高進と人為的低金利策による預貯金の実質的価値の減価が、家計の金融資産の選択に影響を与えたと評価できよう。

このような環境の下、2014年に「貯蓄から投資へ」の流れを促進するための投資優遇制度として導入されたNISA（少額投資非課税制度）において、2024年には、当初500万円だった非課税保有限度額が1,800万円まで引き上げられ、当初5年間だった非課税保有期間が無期限化された。また、iDeCo（個人型確定拠出年金）においても、拠出可能年齢が当初の60歳未満から70歳未満までに引き上げられ、拠出限度額の引き上げも検討されている。NISAもiDeCoも運用益が非課税であり、さらにiDeCoでは積立時の掛金が全額所得控除対象である。

資産運用業者には、将来の保障である保険・年金等の運用に携わる信託銀行、生命保険会社、投資一任業者や、投資信託の運用に携わる投資信託運用会社などがあり、間接・直接に、少子高齢化社会における家計の安定的な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供給することにより、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のスチュワードシップ活動を通じ、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に貢献している。

家計の金融資産構成 (2025年3月末)



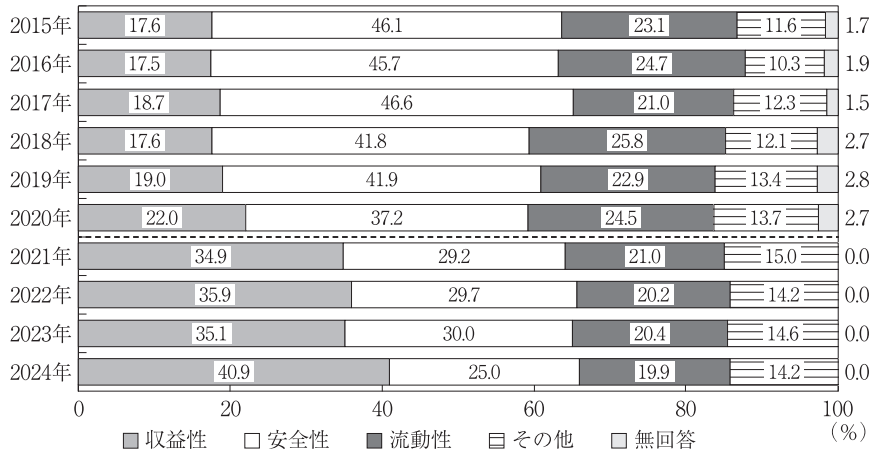
■ 現金・預金 ■ 債券証券 □ 投資信託 □ 株式等 ▨ 保険・年金・定型保証 ▨ その他計

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

〔出所〕 日本銀行

金融商品を選択する際に重視すること

<金融資産保有世帯>



〔出所〕 金融経済教育推進機構

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

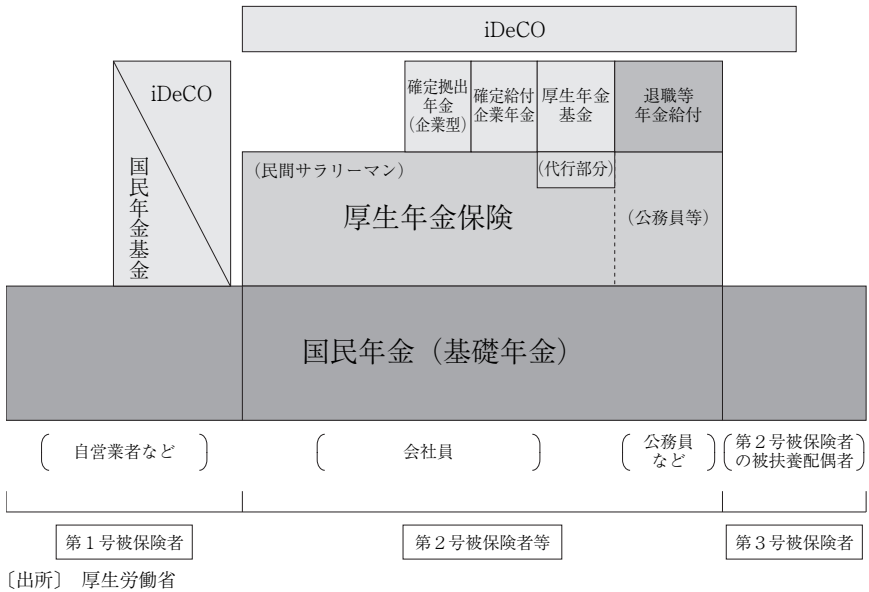
私的年金は、①確定給付型と②確定拠出型に大別でき、①確定給付型は加入期間や掛金等に基づいて給付額が確定しているが、②確定拠出型は拠出された掛金が個人ごとに明確に区分され、掛金とその運用収益との合計額をもとに給付額が決定される。①確定給付型には、確定給付企業年金（規約型、基金型）や国民年金基金等があり、②確定拠出型には、企業型確定拠出年金と個人型確定拠出年金（iDeCo）がある。

年金積立金の運用は、年金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ない（確定給付企業年金法第67条等）、自家運用を行っている一部の大規模な年金を除き、外部の運用機関に委託されている。企業年金連合会が実施している「企業年金実態調査」（2023年度）によると、確定給付型企業年金の運用委託先は、信託銀行48.0%、投資一任業者27.1%、生命保険会社24.9%となっている。また、資産構成割合は、国内債券17.5%、国内株式10.3%、外国債券17.2%、外国株式15.1%、生保一般勘定16.5%、短期資産4.3%、ヘッジファンド5.3%、その他13.9%となっている。

公的年金である国民年金と厚生年金保険の積立金は、「年金積立金管理運用独立行政法人」（GPIF）によって管理・運用されている。GPIFの資産構成割合（2025年3月末）は、国内債券27.64%、外国債券24.37%、国内株式23.94%、外国株式24.05%となっている。2014年以前は国内債券中心の運用であったが、収益が期待できる株式や外貨建て資産にも分散投資したものになっている。

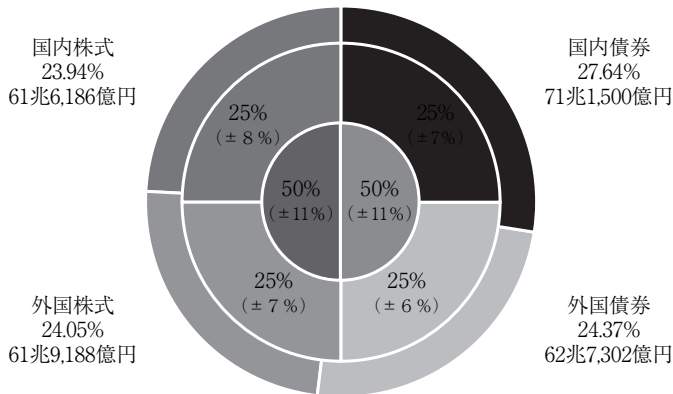
2024年8月、「資産運用立国実現プラン」（2023年12月策定）の一環として、アセットオーナー・プリンシプルが策定された。同プリンシプルは、年金や保険会社、大学ファンドなどのアセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めたものである。

年金制度の体系



GPIFの運用資産額・構成割合(年金積立金全体)

内側：基本ポートフォリオ(カッコ内は乖離許容幅)
 外側：2025年3月末時点



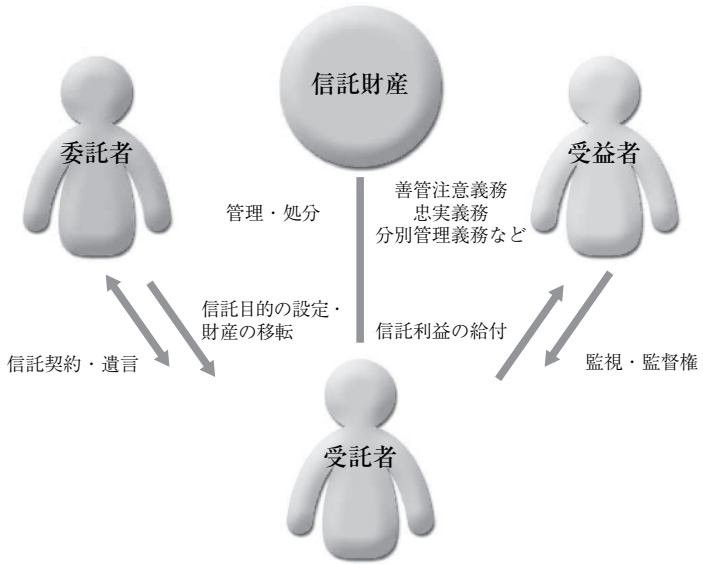
(出所) GPIF

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。①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）、②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）、③年金基金が複数の運用機関に資産運用を委託する場合に複数の運用機関を取りまとめる総幹事会社となるケースである。信託銀行の運用の特徴としては、投資一任業者に比べて、パッシブ運用の比率が高いことが挙げられる。パッシブ運用とは、特定のベンチマーク（指標）の動きと連動した投資収益を達成することを目指す運用方法のことである。パッシブ運用は、個別の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すむこと、運用報酬が低く抑えられること等のメリットがある。

信託銀行は、一般の商業銀行と異なり、①銀行業務以外に②信託業務や③証券代行業務等の併営業務も営んでいる。例えば、企業との取引で言えば、①銀行業務としての法人融資、②信託業務としての企業年金信託、③併営業務としての株主名簿管理等の証券代行業務を行うことができ、企業と信託銀行の取引という面で見ればビジネス上のシナジーをもたらすとも言える。しかし、同時に、①貸し手として融資を行い、②株主として企業の株式を保有し、③企業に代わって企業のために証券代行業務を行うことは、利益相反の温床となりがねない。また、同じ金融グループの中の商業銀行や資産運用会社と法人融資や年金運用などの領域で業務が重複すると、グループ内競合など非効率の面もある。そこで、三菱UFJ信託銀行では法人融資を三菱UFJ銀行に集約し、みずほ信託銀行や三井住友信託銀行、りそな銀行（信託兼営金融機関）では資産運用機能をグループ内の資産運用会社に統合・集約している。

信託の仕組み



〔出所〕 信託協会

4. 生命保険会社の資産運用 生命保険とは、人の死亡または生存等に関し、保険金が支払われる保険である。大別すれば、死亡保障を目的とする死亡保険と、老後の生活保障を目的とする年金保険がある。生命保険会社（生保）は、契約者から払い込まれた保険料を、将来の保険金支払いに備えて責任準備金として積み立て、運用を行っている。保険料を運用する勘定には、①個人保険や企業年金資産等を合同して一つの勘定で運用し元本と一定の利率の保証（保証利率）がされており生保が運用のリスクを負う一般勘定と、②一般勘定から分離し顧客が運用のリスクを負い運用実績に応じて給付が変動する特別勘定がある。

一般勘定の生命保険契約は、生保が給付を約束し契約者がそれに見合った保険料を支払うというものである。保険料は契約期間における予定死亡率・予定事業費率・予定利率などの予定基礎率を前提において算出されている。予定基礎率は保守的に設定され、実績との間で差益が生じた場合は、一部を契約者に配当として返還している。

年金基金等を対象とする団体年金保険の特別勘定には、②イ. 生保の運用方針に基づいて複数の顧客の資産を合同で運用する第一特約と、②ロ. 個別の顧客の意向を運用方針に反映し顧客の資産を独立して運用する第二特約がある。さらに、第一特約には、②イ a. 複数の資産クラスで運用し資産クラスの配分も生保が決定するバランス型の総合口と、②イ b. どの合同運用口にもどの位の割合で投資するかについて顧客が生保と協議して決める資産タイプ別の投資対象別口がある。

生命保険協会「生命保険の動向」（2024年版）によると、生保の総資産（2023年度末）のうち、83.0%が有価証券である。さらに、有価証券のうち、46.5%が日本国債、30.1%が外国証券（うち公社債等28.6%、株式1.5%）、9.3%が国内株式、7.1%が国内社債、1.6%が国内地方債となっている。

「資産運用立国実現プラン」（2023年12月策定）において、大手生保を含む大手金融グループに対し、①グループ内の資産運用ビジネスの経営戦略上の位置付け、②運用力向上、③ガバナンス改善・体制強化を図るためのプランの策定・公表を要請がなされた。これを受け、大手生保において、資産運用機能をグループ内の資産運用会社に移管する動きなどが高まっている。

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 |
|--------|-------------|------------|-----------|------|-----|------------|-----|-------|
| 2019年度 | 2.7 | 0.5 | 1.8 | 81.9 | 7.7 | 1.6 | 3.8 | 100.0 |
| 2020 | 2.6 | 0.4 | 2.1 | 83.2 | 7.2 | 1.5 | 3.0 | 100.0 |
| 2021 | 2.4 | 0.4 | 2.2 | 83.3 | 6.9 | 1.5 | 3.3 | 100.0 |
| 2022 | 2.8 | 0.7 | 2.3 | 82.3 | 7.1 | 1.5 | 3.3 | 100.0 |
| 2023 | 2.3 | 0.6 | 2.6 | 83.0 | 6.9 | 1.5 | 3.1 | 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 |
| 2019年度 | 1,512,024 | 47.0 | 101,342 | 3.1 | 283,830 | 8.8 | 187,661 | 5.8 | 981,283 | 30.5 | 152,239 | 4.7 | 3,218,383 |
| 2020 | 1,576,192 | 45.9 | 90,168 | 2.6 | 285,328 | 8.3 | 250,424 | 7.3 | 1,062,979 | 31.0 | 166,037 | 4.8 | 3,431,132 |
| 2021 | 1,624,246 | 46.5 | 78,043 | 2.2 | 273,538 | 7.8 | 243,158 | 7.0 | 1,115,312 | 31.9 | 160,761 | 4.6 | 3,495,060 |
| 2022 | 1,650,335 | 49.3 | 66,669 | 2.0 | 253,804 | 7.6 | 241,744 | 7.2 | 969,795 | 29.0 | 164,331 | 4.9 | 3,346,682 |
| 2023 | 1,654,088 | 46.5 | 57,753 | 1.6 | 253,357 | 7.1 | 331,913 | 9.3 | 1,070,535 | 30.1 | 191,008 | 5.4 | 3,558,656 |

〔出所〕 生命保険協会

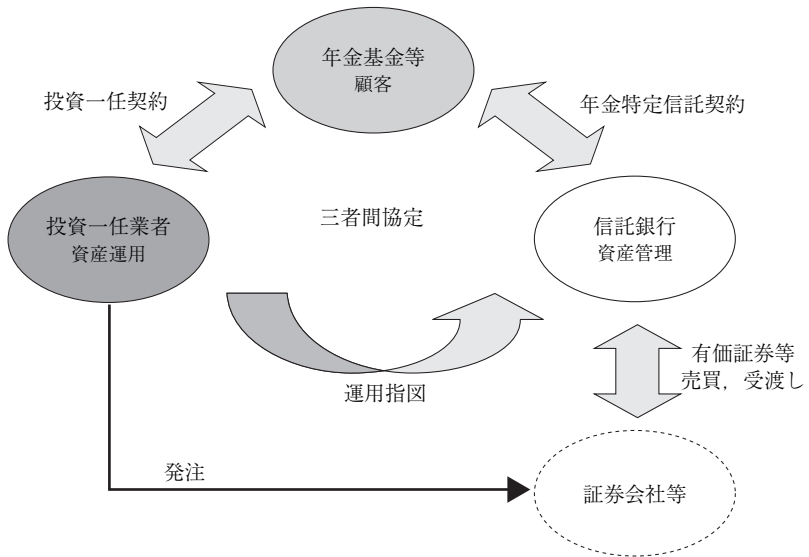
5. 投資一任業者の運用 投資一任業者は、投資一任契約に基づき顧客から投資判断や投資に必要な権限を委任され顧客資産の運用を行っている。主な顧客としては、年金などの機関投資家（アセットオーナー）が挙げられる。投資一任業は、他業態や海外からの参入障壁が低く金融業界の中でも最も自由化・国際化が進んだ業態といえる。資産運用を専門とする投資運用業者には、投資一任業者の他に、投資信託運用会社や、ベンチャー企業の育成などを目的として組成された集団投資スキームの運用を行うファンド運用業者などがある。

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、持続的な企業価値の向上に貢献することを目的として、会員のスチュワードシップ・コードへの取組状況を取りまとめて公表したり、スチュワードシップ研究会を組成し議論を行ったりなどしている。また、資産運用会社の社会的使命や果たすべき役割を再確認し、資産運用業の改革・高度化に向けた取組みを推進するため、投資信託協会と共催で「資産運用業大会」を開催している。なお、両協会は、資産運用立国の実現に向けて、強力かつ一体的に資産運用業の健全な発展に取り組んでいくために、2026年4月に合併し、資産運用業協会となる。

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テーラ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。運用資産の配分については、年金基金等との協議の上で提示された運用ガイドライン等に基づいてなされている。近年の傾向としては、顧客の運用ニーズの多様化により、高い成長が見込まれる新興国への投資や、株式・債券などの伝統的な運用プロダクト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。

以上のような伝統的な投資一任業以外にも、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。ラップ口座においては、運用を投資一任業者が行い、資産管理等を証券会社や登録金融機関が行うスキームも増えつつある。

投資一任業者による年金資産の運用



スキーム比較 (典型例)

| | 伝統的投資一任契約 | 不動産私募ファンド | ラップ口座 |
|------|-----------|-----------|------------------------|
| 顧客 | 機関投資家 | ファンド | 個人投資家 |
| 投資対象 | 伝統的有価証券等 | 不動産信託受益権 | (投資信託を通じた) 伝統的有価証券等 |
| 運営主体 | 専業運用会社 | 専業運用会社 | 証券業兼営会社等 |

(ラップ口座においては、運用を専業運用会社、資産管理等を証券会社等が行うスキームもある。)

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、①小口資金での分散投資、②専門家による運用、③透明性といった特徴を有している。①投資信託を利用することにより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、2,000銘柄以上の株式に分散投資するような投資信託でも、100円程度から購入することも可能である。②マクロ経済や金融動向・企業価値等を分析し最適なポートフォリオを構築するには、高度な専門知識・分析能力・運用手法が必要であるが、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。③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、法律に基づくディスクロージも充実している。

わが国の投資信託の代表的なスキームである委託者指図型投資信託では、証券会社や登録金融機関などの販売会社（販社）経由で募集された受益者たる投資家の資金を、委託者たる投資信託運用会社（投資信託委託会社）が運用を行い、受託者たる信託銀行が保管・管理を行っている。

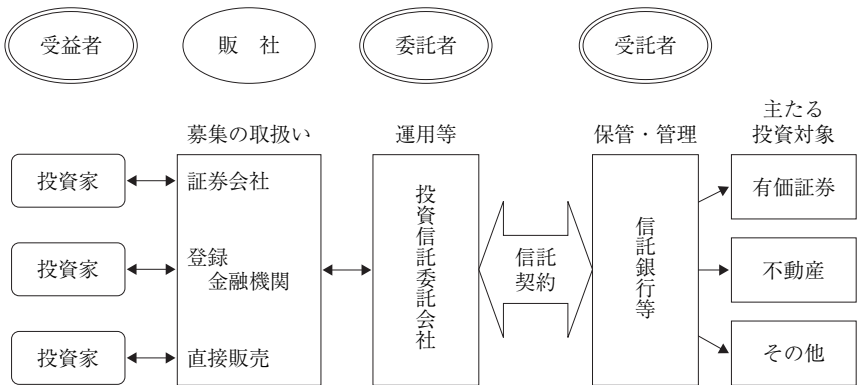
投資信託制度発足時においては、運用対象は当局が承認した国内株式のみであったが、運用規制が徐々に緩和され、現在では組み入れるプロダクツによって多様な運用商品を作り出すことが可能となった。例えば、短期金融商品を組み入れることによりMRFなどの預金類似商品を作ることもできる。さらに、不動産やコモディティなどへの投資が認められるようになり、投資信託を通じ、オフィスビルや金、原油、あるいは太陽光発電施設などのインフラ施設などに投資することも可能である。AI（人工知能）を運用に生かした投資信託なども設定されている。また、非上場株式の組入れも解禁された。

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り、競争激化により機関投資家向け並みの低廉な運用報酬のパッシブファンドも人気を博している。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の運用サービスを楽しむことも可能になっている。

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管解禁 |
| 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 |
| 2016年 | インフラファンド発足 |
| 2023年 | アクティブ運用型上場投資信託（ETF）発足 |
| 2024年 | 非上場株式の組入解禁 |

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(1) 日本版スチュワードシップ・コードが参考とした英国のスチュワードシップ・コードは、リーマン・ショック時の金融危機に際して金融機関の救済のために国民負担による公的資金が投入されたにもかかわらず有限責任である株主は保護されたことに対する批判から、企業経営者の過度なリスクテイクを株主の責任として監視・抑制することを目的として、2010年に策定された。一方、日本においては、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」を踏まえ、成長戦略の一環として、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(金融庁内に事務局を設置)が策定を進めてきた「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>が2014年2月に策定・公表され、その後、改訂版が2017年5月に、再改訂版が2020年3月に、第三次改訂版が2025年6月に公表された。

スチュワードシップ・コードは、機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」などを通じて、投資先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を果たすにあたり有用と考えられる諸原則を定めるものである。

スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードと「車の両輪」をなし、両コードが幅広く普及・定着することにより日本における実効的なコーポレートガバナンスの実現に寄与することが期待されており、300団体を超える機関投資家に受け入れられている。スチュワードシップ・コードは、法令とは異なり法的拘束力を有する規範ではない。また、法令のような「ルールベース・アプローチ」(細則主義)を採らずに、「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)を採用している。その上で、「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、機関投資家の行動原則であるスチュワードシップ・コードと企業の行動原則であるコーポレートガバナンス・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」が、両コードの附属文書としての位置付けとして、2018年6月に策定・公表され、改訂版が2021年6月に公表された。

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、

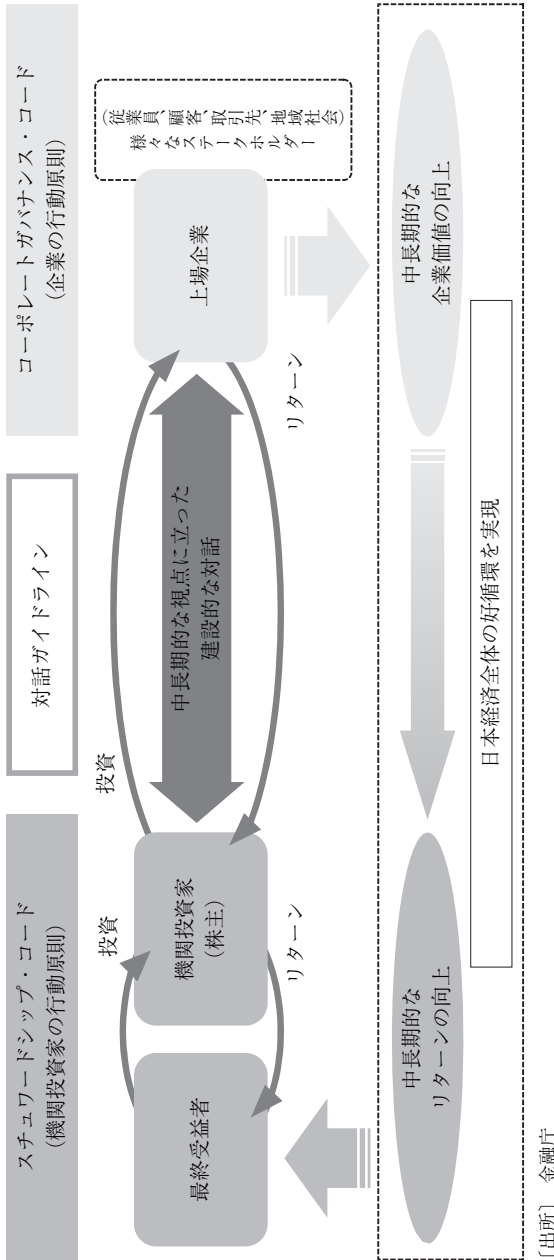
1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、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。
8. 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

〔出所〕 金融庁

8. スチュワードシップ・コード(2) 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。①モニタリングとは、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することである。把握は継続的かつ実効的であることが求められ、把握する内容としてはESG（環境、社会、企業統治）情報等の非財務面の事項も含まれる。②エンゲージメントとは、投資先企業と認識の共有を図るとともに問題の改善に資するために投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことである。また、建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することも求められている。③議決権行使とは、保有株式について議決権を行使することである。議決権行使に当たっては投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で議案に対する賛否を判断することが求められる。また、議決権行使についての明確な方針の策定と公表、個別議案ごとの議決権行使結果の公表が求められており、賛否の理由について対外的に明確に説明することも望まれている。その他、原則1の指針においては、年金基金等のアセットオーナーに対し、運用機関のスチュワードシップ活動を促すことを求めており、原則8においては、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど機関投資家向けサービス提供者の役割について定めている。

かつては、機関投資家が投資先企業の経営に不満がある場合、その企業の株式を売却するという考え方（ウォール・ストリート・ルール）が主流である時代もあった。しかし、パッシブ運用や幅広く分散投資している巨大な年金基金（ユニバーサル・オーナー）においては、事実上、売却することが困難であることも多く、株式を保有した上で受託者責任の一環として議決権行使を行うという考え方が浸透した。さらには、スチュワードシップ・コードにおいては、議決権行使だけでなくエンゲージメントも求められている。同様に、ESG投資においても、ダイベストメント（投資撤退）するよりも、株式を保有した上で議決権行使やエンゲージメントにより機関投資家の考え方を企業に示すという考え方も広まりつつある。

両コードと対話ガイドラインの関係



第15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ープ勧告にまで遡る。1950年から実施されたシャープ税制では、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)の対象となった。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、利子所得に対する一律源泉分離課税の導入、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。2013年度税制改正では、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。なお2023年度税制改正により、極めて高い水準の所得に対する負担の適正化措置が導入された。また、法人税の基本税率は2016年度税制改正により、2016年度には23.9%から23.4%に引き下げられ、さらに2018年度には23.2%に引き下げられた。これにより国と地方を合わせた法人所得に対する税率(法人実効税率)は29.74%になった。

1990年代後半から2000年代初頭における証券税制の主な動向としては、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となり、さらに老人等の少額貯蓄非課税制度(老人等のマル優制度)が障害者等の少額貯蓄非課税制度(障害者等のマル優制度)に改組された。

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 | シャープ勧告 | |
| 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 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%） | 15-65%の11段階 |
| 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 { ・マル優原則廃止 ・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%） | 10.5-60%の12段階 |
| 1988年 | | ↓ |
| 1989年 | | 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%→0.21%） | ↓ |
| 1998年 | 有価証券取引税の税率引下げ（株式等0.21%→0.1%） | ↓ |
| 1999年 | 有価証券取引税・取引所税の廃止 | ↓ |
| 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 | 10-37%の4段階 |
| 2002年 | 特定口座制度の創設（2003年1月実施） | ↓ |

2. 証券税制の変遷(2) 2003年以降の証券税制については、上場株式等の配当・譲渡所得等に対する優遇税率に関する改正、損益通算の範囲拡大に関する改正、非課税制度に関する改正などが行われている。

優遇税率に関する改正としては、まず2003年度税制改正において、上場株式等の配当・譲渡益、公募株式投資信託の収益分配金について、20%（所得税15%、住民税5%）の源泉徴収のみで納税が完了する仕組み（申告不要制度）が導入されるのと同時に、これらについて、時限的に10%の優遇税率が適用されることになった。2004年度税制改正では公募株式投資信託の譲渡益課税にも優遇税率が適用されることになった。また、2007年度税制改正ではこうした上場株式等の配当・譲渡所得等に対する優遇税率の適用期限が1年延長された。さらに、2009年度税制改正により優遇税率の適用期限が3年延長された。2011年度税制改正においても2年延長され、優遇税率は結局2013年末まで適用された。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ている。

損益通算の範囲拡大に関する改正としては、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たが、2010年からは源泉徴収口座内における損益通算が可能になった。さらに2013年度税制改正により、2016年から公社債等に対する課税方式が変更され、特定公社債の利子・譲渡損益並びに上場株式等に係る所得等の損益通算が可能になっている。

非課税制度等については、NISAが2014年に、ジュニアNISAが2016年に、つみたてNISAが2018年に導入されている。2022年11月28日に新しい資本主義実現会議において策定された「資産所得倍増プラン」を受けて、2023年度税制改正でNISAの抜本的拡充・恒久化が行われた。そして、2025年度税制改正により、確定拠出年金の拠出限度額の引き上げやiDeCoの加入可能年齢の引き上げが実施されることとなった。

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 | 有価証券譲渡益課税の申告分離課税への一本化 上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇措置を導入 | ↓ |
| 2004年 | 公募株式投資信託の収益分配金・譲渡益に係る優遇措置を導入 非上場株式の譲渡益課税の税率引下げ（26%→20%） | |
| 2007年 | 上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期限を1年間延長 | 5-40%の6段階 |
| 2009年 | 上場株式等の譲渡損失と配当との間の損益通算の仕組みを導入 上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期限を3年間延長 | |
| 2011年 | 上場株式等の配当・譲渡益に係る優遇税率の適用期限を2年間延長 | ↓ |
| 2014年 | NISAの導入 | |
| 2015年 | | 5-45%の7段階 |
| 2016年 | 公社債等に対する課税方式の変更・損益通算の範囲拡大 ジュニアNISAの導入 | |
| 2018年 | つみたてNISAの導入 | ↓ |
| 2020年 | 公募投資信託等の内外二重課税の調整措置（外国税額控除）の導入 | |
| 2024年 | NISAの抜本的拡充・恒久化 | |
| | | |

「資産所得倍増プラン」の方向性

3. プランの方向性

○金融庁の調査によれば、投資未経験者が投資を行わない理由として多いのは、第1位：「余裕資金がないから」（56.7%）、第2位：「資産運用に関する知識がないから」（40.4%）、第3位：「購入・保有することに不安を感じるから」（26.3%）である。

○こうした調査からは、簡素でわかりやすく、使い勝手のよい制度が重要であることや、小口（100円～1,000円）の投資も可能であることの重要性とともに、長期積立分散投資の有効性が幅広く周知されていないことがわかる。そして、知識不足の解消や不安の払拭に向けて家計の金融資産形成を支援するためには、消費者に対して中立的で信頼できるアドバイザー制度の整備が必要であることがわかる。

こうしたことを踏まえ、資産所得倍増に向けて、以下の7本柱の取組を一体として推進する。

- ① 家計金融資産を貯蓄から投資にシフトさせる NISA の抜本的拡充や恒久化
- ② 加入可能年齢の引上げなど iDeCo 制度の改革
- ③ 消費者に対して中立的で信頼できるアドバイスの提供を促すための仕組みの創設
- ④ 雇用者に対する資産形成の強化
- ⑤ 安定的な資産形成の重要性を浸透させていくための金融経済教育の充実
- ⑥ 世界に開かれた国際金融センターの実現
- ⑦ 顧客本位の業務運営の確保

○なお、税制措置については、今後の税制改正過程において検討する。

〔出所〕 新しい資本主義実現会議「資産所得倍増プラン」より抜粋

3. 利子課税 2013年度税制改正により2016年から利子所得に対する税制が大きく変わった。現行制度の概要は以下のとおりである。

特定公社債の利子、公募公社債投資信託及び公募公社債等運用投資信託の収益の分配については、20%（復興特別所得税を含めると20.315%）の税率で源泉徴収されるとともに税率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が、申告不要も選択できる。特定公社債とは、国債、地方債、外国国債、公募公社債、上場公社債などの一定の公社債のことである。

預貯金及び特定公社債以外の公社債の利子、合同運用信託及び私募公社債投資信託の収益の分配等については、一律20%（復興特別所得税を含めると20.315%）の税率による源泉分離課税が適用される。また、金融類似商品の収益（定期積金の給付補てん金、銀行法第2条第4項の契約に基づく給付補てん金、一定の契約により支払われる抵当証券の利息、金投資口座の利益、外貨投資口座の為替差益、一時払養老保険や一時払損害保険などで一定の要件を満たすものの差益など）についても、一律20%（復興特別所得税を含めると20.315%）の税率による源泉分離課税が適用される。

利子所得に対する非課税制度には、障害者等の少額貯蓄非課税制度と勤労者財産形成貯蓄の利子非課税制度（財形非課税制度）がある。

障害者等の少額貯蓄非課税制度には、障害者等の少額預金の利子所得等の非課税制度（通称、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（通称、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人、障害年金を受けている人、遺族年金や寡婦年金を受けている妻などである。

財形非課税制度には、勤労者財産形成住宅貯蓄（財形住宅貯蓄）と勤労者財産形成年金貯蓄（財形年金貯蓄）がある。これらは、それぞれ勤労者（55歳未満）の住宅取得の奨励、老後の生活の安定を目的とし、両者を合わせて元本550万円までの利子等が非課税となる。ただし生命保険、損害保険等を利用した財形年金貯蓄の非課税限度額は385万円となっている。

利子課税の概要

| 区 分 | 概 要 |
|--|---|
| 特定公社債の利子、公募公社債投資信託及び公募公社債等運用投資信託の収益の分配 | 申告分離課税又は申告不要 (20%の源泉徴収：住民税5%を含む) |
| 預貯金及び特定公社債以外の公社債の利子、合同運用信託及び私募公社債投資信託の収益の分配等 ^(注1) | 源泉分離課税 (20%：住民税5%を含む) |
| 非課税貯蓄制度 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 障害者等の少額預金の利子所得等の非課税制度（元本350万円まで） ・ 障害者等の少額公債の利子の非課税制度（元本350万円まで） ・ 財形住宅貯蓄非課税制度、財形年金貯蓄非課税制度（元本550万円まで） |

- (注) 1. 同族会社が発行した社債の利子でその株主である役員等が支払を受けるもの、同族会社が発行した社債の利子でその役員等が関係法人を同族会社との間に介在させて支払を受けるものは、総合課税の対象となる。
2. 2013年から2037年までは復興特別所得税も課される。

[出所] 財務省、国税庁の各種資料より作成

利子所得等の課税状況（2023年）

(単位：百万円)

| 区 分 | 支払金額 | 源泉徴収税額 | |
|-----------------------|------------|-----------|---------|
| | | うち課税分 | |
| 公債 | 9,158,799 | 60,461 | 9,248 |
| 社債 | 2,003,432 | 304,770 | 46,632 |
| 銀行預金 | 815,337 | 675,651 | 102,103 |
| 銀行以外の金融機関の預貯金利子 | 339,136 | 93,121 | 14,073 |
| その他勤務先預金等の利子 | 65,014 | 64,790 | 9,598 |
| 合同運用信託の収益の分配 | 16,974 | 11,120 | 1,704 |
| 公社債投資信託の収益の分配等 | 71,129 | 51,783 | 6,976 |
| 特定公社債等の利子等（源泉徴収義務特例分） | 691,458 | 162,299 | 24,840 |
| 定期積金の給付補てん金等 | 63,332 | 60,964 | 9,244 |
| その他 | 1,104,554 | 944,438 | 191,118 |
| 合計 | 14,329,163 | 2,429,396 | 415,537 |

- (注) 1. 「課税分」には、個人のほか、法人の受取分も含まれている。
2. 「特定公社債等の利子等（源泉徴収義務特例分）」は、支払の取扱者が所得の支払者に代わって源泉徴収を行い、国に納付する特例分である。
3. 四捨五入のため、合計が一致しない場合がある。

[出所] 国税庁ホームページより作成

4. 配当課税 株主や出資者が法人から受ける配当や公募株式投資信託の収益の分配などに係る所得は、復興特別所得税を考慮しなければ、配当所得として20%の税率で源泉徴収したうえで総合課税を行うことが原則となっている。総合課税となった場合は、法人税との二重課税を調整するために配当の一定割合を税額控除（配当控除）することができる。

公募株式投資信託の収益の分配等および大口（株式等の保有割合が発行済株式等の総数等の3%以上である場合）以外の上場株式等の配当等については、総合課税、申告分離課税、申告不要（源泉徴収のみ）のいずれかを選択できる。源泉徴収税率は、時限的に10%（2013年は10.147%）の軽減税率であったが、2014年から2037年までは20.315%、それ以降は20%の税率が適用される。申告分離課税の税率も時限的に10%（2013年は10.147%）の軽減税率であったが、2014年から2037年までは20.315%、それ以降は20%の税率が適用される。なお、申告分離課税が選択できるようになったのは2009年からである。また、2010年から源泉徴収口座への上場株式等の配当等の受入れが可能となっている。ここでいう「上場株式等」には国内・国外の証券取引所等の上場している株式等のほか、ETF等や特定公社債なども含まれる。

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が、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る。例えば、外貨建資産割合と非株式割合のうち少なくとも一方が75%超の場合には配当控除は認められない。また契約型の私募株式投資信託（10節参照）からの収益分配金は、原則として源泉徴収がなされたうえで総合課税となる（配当控除可）。

配当所得金額を計算するにあたっては、株式等を取得するために必要とした負債にかかる支払い利息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

| 区 分 | | 概 要 | |
|------------------------|---------------------------------|---|--|
| 公募株式投資信託の収益の分配等 | | ・ 総合課税 上場株式等の配当等×(所得税5～45%, 住民税10%) (配当控除適用可) ・ 申告分離課税 上場株式等の配当等×(所得税15%, 住民税5%) のどちらかを選択 (申告不要とすることも可) | |
| 剰余金の配当, 利益の配当, 剰余金の分配等 | 上場株式等の配当(大口以外)等 ^(注1) | 総合課税(配当控除)(所得税5～45%, 住民税10%) (20%の源泉徴収) (所得税20%) | |
| | 上記以外 | 確定申告不要 (20%の源泉徴収) (所得税20%) | |
| | 1回の支払配当の金額が、10万円×配当計算期間/12以下のもの | | |

- (注) 1. 上場株式等の配当等のうち、大口株主(株式等の保有割合が発行済株式又は出資の総数又は総額の3%以上である者)が支払を受ける配当等は、20%源泉徴収(所得税)の上、原則として総合課税の対象。また、2023年10月1日以後に上場株式等の配当等の支払を受ける者で、その者を判定の基礎となる株主として選定した場合に同族会社に該当することとなる法人と合算して発行済株式又は出資の総数又は総額の3%以上であるものについても同様となる。
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。

[出所] 財務省ホームページ

配当所得(源泉徴収分)の課税状況(2023年)

(単位: 百万円)

| 区 分 | 支払金額 | うち | | 源泉徴収税額 |
|---|------------|------------|------------|-----------|
| | | 課税分 | 非課税分 | |
| 剰余金又は利益の配当, 剰余金の分配, 基金利息の分配, 特定投資法人の投資口の配当等 | 42,887,762 | 27,176,986 | 15,710,777 | 4,922,260 |
| 投資信託及び特定受益証券発行信託の収益の分配等 | 3,195,164 | 1,394,982 | 1,800,181 | 275,939 |
| 源泉徴収選択口座内配当等 | 2,806,099 | 2,806,099 | - | 424,315 |
| 合計 | 48,889,025 | 31,378,067 | 17,510,958 | 5,622,514 |

- (注) 1. 「投資信託」には公社債投資信託及び公募公社債等運用投資信託は含まない。
 2. 「課税分」には、個人のほか、法人の受取分も含まれている。
 3. 四捨五入のため、合計が一致しない場合がある。

[出所] 国税庁ホームページより作成

5. 配当にかかる二重課税の調整 法人企業がその事業活動によって得た利益は本来、当該法人の所有者に帰属すべきものである。しかし通常、法人所得に関連しては、法人税と個人所得税（配当課税・キャピタル・ゲイン課税）の二段階の課税が行われている。担税力を有するのは究極的には個人のみであることを考えれば、こうした二重課税を回避するために何らかの調整が必要になってくる。これが法人税と個人所得税の統合問題である。理想的には、留保・配当を問わずに全ての法人所得に関して二重課税調整を行うべきであるが、主に行われているのは配当部分の調整である。

わが国では個人株主の受取配当については配当控除制度があり、剰余金の配当等に係る配当所得（以下、配当所得）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900万円合計1,300万円の課税総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。

諸外国の調整方法をみると、アメリカとドイツでは調整措置は講じられていない。イギリスとフランスでは、配当所得一部控除方式が採用されている。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。この方式は、法人税込みの配当を一旦課税所得に算入して所得税額を計算し、その後算出税額から法人税相当額を控除する仕組みである。わが国の配当控除（配当所得税額控除方式）やイギリスでかつて導入されていた部分的インピュテーション方式は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（Comprehensive Business Income Tax：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。

主要国の配当課税と二重課税調整

(2023年1月現在)

| | 課税方式 | 法人税との調整 |
|----------------------|---|---|
| 日本 ^(注2) | 申告分離と総合課税の選択 〔申告分離〕20.3% 又は 〔総合課税〕10～55.9% ※源泉徴収(20.3%)のみで申告不要 を選択することも可能 | 配当所得税額控除方式 (総合課税選択の場合) |
| アメリカ ^(注3) | 申告分離課税 段階的課税(連邦税) 3段階 0, 15, 20% ^(注4) + 総合課税(州・地方政府税) ^(注5) (ニューヨーク市の場合7.1～14.8%) | 調整措置なし |
| イギリス | 申告分離課税 段階的課税 3段階 8.8, 33.8, 39.4% ^(注6) | 配当所得一部控除方式 (配当所得を2,000ポンド控除) |
| ドイツ | 申告不要(源泉徴収) ※総合課税も選択可 ^(注7) 26.4% | 調整措置なし |
| フランス ^(注8) | 申告分離課税と総合課税の選択 〔申告分離課税〕30% 又は 〔総合課税〕17.2～62.2% | 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) ※総合課税選択の場合 |

- (注) 1. 税率は小数点第二位を四捨五入している。
2. 上場株式等の配当(大口株主が支払を受けるもの以外)についてのものである。
3. 適格配当についてのものである。
4. 給与所得等, 配当所得及び長期キャピタルゲインの順に所得を積み上げて, それぞれの所得ごとに適用税率が決定される。また, 閾値を超える総所得がある場合, その超過分に対して, 純投資所得の範囲内で, 追加で3.8%の税が課される。
5. 州・地方政府税については, 税率等は各々異なる。
6. 給与所得等, 利子所得, 配当所得の順に所得を積み上げて, それぞれの所得ごとに適用税率が決定される。
7. 申告不要適用時よりも納税者にとって有利になる場合には, 申告により総合課税の適用が可能。ただし, 申告を行った結果, 総合課税を選択した方が納税者にとってかえって不利になる場合には, 税務当局において資本所得は申告されなかったものとして取り扱われ, 26.375%の源泉徴収税のみが課税される(申告不要と同様の扱い)。
8. 2012年1月から財政赤字が解消するまでの時限措置として, 課税所得に一定の控除等を足し戻す等の調整を加えた額が閾値を超える場合, その超過分に対して, 追加で3～4%の税が課される。

〔出所〕 財務省ホームページより作成

6. キャピタル・ゲイン課税 上場株式等の譲渡益については、以前は源泉分離課税と申告分離課税との選択制であったが、2003年から後者に一本化されている。すなわち、原則として上場株式等の譲渡による収入金額から取得価額・譲渡に要した費用・負債利子等を控除することによって計算される所得金額に対して、復興特別所得税を考慮しなければ、20%（所得税15%、住民税5%）の税率が適用される。ただし上場株式等の譲渡益については、後述する特定口座を利用して源泉徴収のみで課税関係を終了させることもできる。以前は株式等の譲渡損失は他の株式等の売却益からのみ控除可能で、控除しきれないロスの繰越しは認められなかったが、2003年より上場株式等のロスについては翌年以降3年間の繰越しが可能になった。また2009年より上場株式等の譲渡損を上場株式等の配当等から控除することができるようになった。さらに2016年から公社債等に対する課税方式が変更され、特定公社債等の利子・譲渡損益並びに上場株式等に係る所得等の損益通算が可能となった。なお、一般株式等については申告分離課税が適用される。

また、源泉分離課税廃止に伴う投資者の申告事務負担を軽減する目的から「特定口座制度」が創設されている。特定口座とは、投資者がこの口座を通じて行った上場株式等の売買について証券会社等がその損益通算を行うもので、「源泉徴収口座（源泉徴収ありの口座）」と「簡易申告口座（源泉徴収なしの口座）」に区別される。仮に投資者が源泉徴収口座を利用すれば、証券会社等が源泉税額を納付するため、確定申告は不要となる。また2010年からは、特定口座を開設している証券会社等が源泉徴収を行う上場株式等の配当等を源泉徴収口座へ受け入れることが可能となった。ただしこの口座を利用していても、確定申告を行えば、他の口座で生じた損益との通算や損失の繰越しが可能となる。また源泉徴収口座を選択し、かつ確定申告を行わない場合には配偶者控除等への影響はない。投資者が簡易申告口座を選択した場合は、証券会社等から送付される特定口座年間取引報告書により、簡易な申告が可能となる（2019年4月1日以後は申告書に特定口座年間取引報告書を添付する必要がなくなった）。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年からの公社債等に対する課税方式の変更などに伴い、特定口座の対象範囲が拡大している。

株式等譲渡益課税の概要

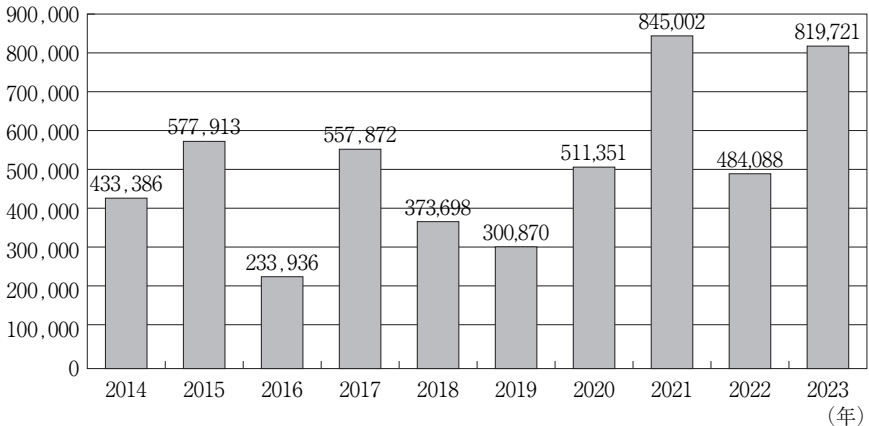
| 概 要 | |
|--|--|
| 上場株式等 ・ 上場株式 ・ ETF ・ 公募投資信託 ・ 特定公社債 等 | <p>申告分離課税</p> <p>上場株式等の譲渡益×20%（所得税15%、住民税5%）</p> <p>※源泉徴収口座における確定申告不要の特例</p> <p>源泉徴収口座（源泉徴収を選択した特定口座）を通じて行われる上場株式等の譲渡による所得については、源泉徴収のみで課税関係を終了させることができる。</p> <p>※上場株式等に係る譲渡損失の損益通算、繰越控除</p> <p>上場株式等の譲渡損失の金額があるときは、その年の上場株式等の配当所得等の金額から控除可。</p> <p>上場株式等の譲渡損失の金額のうち、その年に控除しきれない金額については、翌年以後3年間にわたり、上場株式等に係る譲渡所得等の金額及び上場株式等の配当所得等の金額からの繰越控除可。</p> |
| 一般株式等 （上場株式等以外の株式等） | <p>申告分離課税</p> <p>一般株式等の譲渡益×20%（所得税15%、住民税5%）</p> |

〔注〕 2013年1月から2037年12月までの時限措置として、別途、基準所得税額に対して2.1%の復興特別所得税が課される。

〔出所〕 財務省ホームページ

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. エンジェル税制 エンジェル税制とは、スタートアップに対する投資の促進を目的として講じられる、個人投資家に対する税制上の優遇措置のことで、1997年度税制改正により創設されている。ここでのエンジェルとは、特定中小会社等（特定中小会社、特定株式会社、特定新規中小会社）への投資を行った個人投資家のことである。特定中小会社とは、次のような法人などのことをいう。①中小企業等経営強化法第6条に規定する特定新規中小企業者に該当する株式会社、②内国法人のうちその設立の日以後10年を経過していない株式会社（中小企業基本法第2条第1項各号に掲げる中小企業者に該当する会社であることその他の一定の要件を満たすものに限る）、③内国法人のうち、沖縄振興特別措置法第57条の2第1項に規定する指定会社で2014年4月1日から2027年3月31日までの間に同項の規定による指定を受けたもの。

現行制度の優遇措置の内容は、右頁のとおり、投資時点の課税繰延または非課税措置と株式売却時点における譲渡損失の繰越控除からなる。

2023年度税制改正では、スタートアップへの再投資に係る非課税措置が創設された。この措置は、保有する株式を売却し、自己資金による創業やプレシード・シード期のスタートアップへの再投資を行う際に、再投資分については譲渡益に課税を行わないというもので、2023年4月1日以降の再投資について適用されることとなった。対象となる譲渡益の上限は20億円で、上限を超えた分については課税の繰延が可能である。併せて、自己資金による創業とプレシード・シード期のスタートアップへの投資に関して、要件の緩和が行われた。

2024年度税制改正により、一定の新株予約権を行使して株式を取得した際に要件を満たせば、当該新株予約権の取得に要した金額も適用対象となる株式の取得金額に算入できることとなった。

2025年度税制改正により、優遇措置B及びプレシード・シード特例の対象となる株式を対象に、再投資期間が株式譲渡益が発生した年の翌年末まで延長されることとなった。また、プレシード・シード特例の非課税措置の適用を受けた株式について、取得した年の翌年末までの保有期間が設定された。この保有期間内にその株式の譲渡をした場合は非課税措置が適用されず、課税繰延措置の適用に切り替えられることとなった。なお、これらの措置は2026年1月1日以降に取得した株式から適用される。

エンジェル税制の概要

| ①投資時点 | | | | | | |
|-------------|----------------------|---------------|------|---------------------------------------|-------|---------|
| 措置の種類 | 控除対象 | 控除先 | 措置内容 | 控除上限額 | 設立年数 | 外部資本比率 |
| 起業特例 | 企業設立時の自己資金による出資額全額 | その年の株式譲渡益から控除 | 非課税 | 上限なし（非課税となるのは20億円の出資までで、それを超える分は課税繰延） | 1年未満 | 1/100以上 |
| 優遇措置A | (対象企業への投資額全額-2,000円) | その年の総所得金額から控除 | 課税繰延 | 総所得金額×40%と800万円のいずれか低い方 | 5年未満 | 1/6以上 |
| 優遇措置A-2 | | | | | | 1/20以上 |
| 優遇措置B | 対象企業への投資額全額 | その年の株式譲渡益から控除 | 非課税 | 上限なし | 10年未満 | 1/6以上 |
| プレシード・シード特例 | | | | 上限なし（非課税となるのは20億円の出資までで、それを超える分は課税繰延） | 5年未満 | 1/20以上 |



| ②株式売却時点：譲渡損失の繰越控除 |
|--|
| <p>未上場スタートアップ株式の売却により生じた損失を、その年の他の株式譲渡益と通算（相殺）できるだけでなく、その年に通算（相殺）しきれなかった損失については、翌年以降3年にわたって、順次株式譲渡益と通算（相殺）ができる。</p> <p>※スタートアップが上場しないまま、破産、解散等をして株式の価値がなくなった場合にも、同様に翌年以降3年にわたって損失の繰越ができる。</p> <p>※スタートアップへ投資した年に優遇措置を受けた場合には、その控除対象金額のうち、課税繰延分を取得価額から差し引いて売却損失を計算する。</p> |

〔出所〕 経済産業省ホームページ

8. NISA 2013年度税制改正によって、2014年1月よりNISA（ニーサ）が導入された。NISAとは、少額投資非課税制度（非課税口座内の少額上場株式等に係る配当所得及び譲渡所得等の非課税措置）の愛称である。NISAは、1999年にイギリスで導入された投資と貯蓄に対する優遇税制である個人貯蓄口座（Individual Savings Account：ISA）をモデルとしており、当初は日本版ISAと呼ばれていた。ちなみにNISAのNはNipponのNを意味している。2016年4月にジュニアNISAが、2018年1月につみたてNISAが導入されたため、当初の制度を一般NISAと呼ぶ。

2023年時点で、NISAには一般NISA、つみたてNISA、ジュニアNISAの3種類があった。一般NISAの非課税保有期間は5年間、年間非課税枠は120万円で、投資可能な商品は上場株式、公募株式投資信託などである。それに対して、つみたてNISAの非課税保有期間は20年間、年間非課税枠は40万円で、投資可能な商品は長期の積立・分散投資に適した一定の投資信託である。両者を併用することはできず、どちらかを選択しなければならない。ジュニアNISAの非課税保有期間は5年間、年間非課税枠は80万円で、投資可能な商品は一般NISAと同じである。また18歳になるまで原則として払出しはできない。なおジュニアNISAについては、2020年度税制改正によって2023年末で終了となり、2024年以降、新規購入ができない。

2023年度税制改正によって、2024年1月より新しい制度が開始された。2024年以降のNISAについては、つみたて投資枠と成長投資枠が設けられ、両者を併用することができる。年間投資枠はつみたて投資枠が120万円、成長投資枠が240万円で、合計最大年間360万円まで投資可能である。非課税保有限度額は両者合わせて1,800万円（うち成長投資枠1,200万円）で、枠の再利用が可能である。非課税保有期間は無期限化され、口座開設期間は恒久化された。投資対象商品は、つみたて投資枠は長期の積立・分散投資に適した一定の投資信託でつみたてNISAと同じである。一方、成長投資枠の方は上場株式や投資信託等である。なお、旧制度から新制度へのロールオーバーはできない。

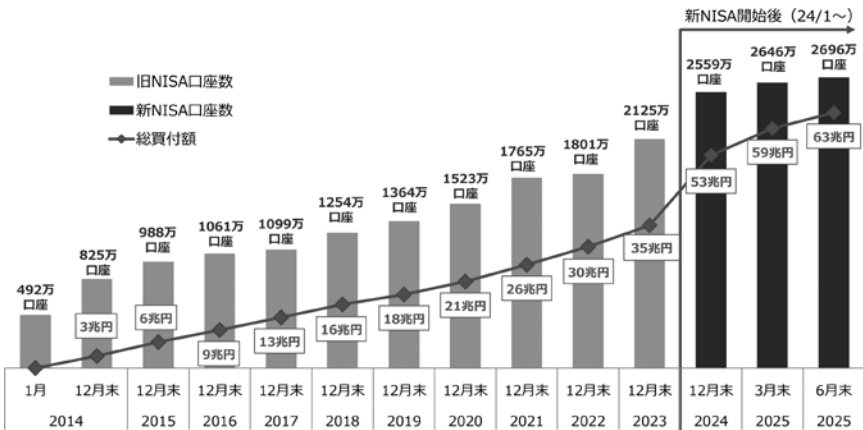
政府は2027年12月末までにNISA口座数3,400万口座、NISA買付額56兆円を目標として掲げている。2025年3月末の口座数は2,646万口座、買付額は59兆円で、買付額については前倒しで目標を達成している。

2024年からのNISA（新制度）

| | つみたて投資枠 | 成長投資枠 |
|------------------|--|------------|
| 両制度の併用 | 併用可 | |
| 年間投資枠 | 120万円 | 240万円 |
| 非課税保有期間 | 無期限化 | 無期限化 |
| 非課税保有限度額 (総枠) | 1,800万円（枠の再利用が可能） | |
| | 1,200万円（内数） | |
| 口座開設期間 | 恒久化 | 恒久化 |
| 投資対象商品 | 長期の積立・分散投資に適した 一定の投資信託 | 上場株式・投資信託等 |
| 対象年齢 | 18歳以上 | 18歳以上 |
| 旧制度との関係 | 2023年末までに一般NISA及びつみたてNISA制度において投資した商品は、新制度の外枠で、旧制度における非課税措置を適用（旧制度から新制度へのロールオーバーは不可） | |

〔出所〕 金融庁ホームページより作成

NISAの利用状況



〔注〕 2023年12月末以前の計数（「旧NISA口座数」及び「総買付額」）については、一般NISAとつみたてNISAの合計値を示している。

〔出所〕 金融庁「NISAの利用状況の推移（グラフ）」

9. 非居住者に対する課税 わが国の所得税法では、個人を居住者と非居住者に分けている。居住者とは国内に住所を有する個人または現在まで引き続き1年以上住所を有する個人のことで、非居住者とは居住者以外の個人のことである。また居住者のうち、日本国籍を有しておらず、かつ、過去10年以内において国内に住所又は居所を有していた期間の合計が5年以下である個人のことを非永住者という。非永住者以外の居住者は全ての所得（全世界所得）に対して課税される。非永住者は、国外源泉所得以外の所得および 国外源泉所得（国内払い・国内送金分に限る）に課税される。そして、非居住者は国内源泉所得のみに課税される。非居住者に対する課税方法は、恒久的施設（Permanent Establishment：PE）を有するかどうか、国内源泉所得が恒久的施設に帰せられるかどうかによって、総合課税の対象となるものと源泉分離課税の対象となるものに分けられる。また恒久的施設には、①支店PE（非居住者等の国内にある事業の管理を行う場所、支店、事務所、工場又は作業場、鉱山、石油又は天然ガスの坑井、採石場その他の天然資源を採取する場所など）、②建設PE（非居住者等の国内にある長期建設工事現場等）、③代理人PE（非居住者等が国内に置く代理人等で、一定の要件を満たす者）がある。

例えば利子等と配当等についてしてみると、非居住者等の有する国内源泉所得のうち、非居住者等の恒久的施設に帰せられる所得（恒久的施設帰属所得）に対しては源泉徴収のうえ総合課税が適用されるのに対して、恒久的施設帰属所得に該当する所得以外のものについては源泉分離課税が適用される。源泉徴収税率はそれぞれ15.315%と20.42%である。なお源泉徴収税率については、支払を受ける非居住者等の居住地国とわが国との間に租税条約が締結されている場合には、その条約で定められている税率に軽減されることがある。

なお国債に関しては、非居住者等に対して非課税措置が講じられている。すなわち、国内に恒久的施設を有しない非居住者等が国内の国債振替決済制度参加者や適格外国仲介業者に開設した振替口座により保有している国債の利子等については、一定の要件を満たしている場合には、非課税となる。また非課税とはならない場合でも、振替国債の利子については、非居住者等の居住国・所在国とわが国との間に租税条約が締結されていれば、源泉徴収税率が軽減される場合がある。

非居住者に対する課税関係の概要

| 所得の種類 | 非居住者の区分 | | 恒久的施設を有しない者 | 源泉徴収 |
|--|---------------|-------------|----------------|---------|
| | 恒久的施設を有する者 | 恒久的施設を有しない者 | | |
| (事業所得) | 【総合課税】 | 恒久的施設帰属所得 | 【課税対象外】 | 無 |
| ①資産の運用・保有により生ずる所得 ※下記⑦～⑮に該当するものを除く。 | | その他の国内源泉所得 | 【総合課税(一部)(注2)】 | 無 |
| ②資産の譲渡により生ずる所得 | | | | 無 |
| ③組合契約事業利益の配分 | 【源泉徴収の上、総合課税】 | | 【課税対象外】 | 20.42% |
| ④土地等の譲渡対価 | | | 【源泉徴収の上、総合課税】 | 10.21% |
| ⑤人的役務の提供事業の対価 | | | | 20.42% |
| ⑥不動産の賃貸料等 | | | | 20.42% |
| ⑦利子等 | | | 【源泉分離課税】 | 15.315% |
| ⑧配当等 | | | | 20.42% |
| ⑨貸付金利子 | | | | 20.42% |
| ⑩使用料等 | | | | 20.42% |
| ⑪給与その他の人的役務の提供に対する報酬、公的年金等、退職手当等 | | | | 20.42% |
| ⑫事業の広告宣伝のための賞金 | | | | 20.42% |
| ⑬生命保険契約に基づく年金等 | | | | 20.42% |
| ⑭定期積金の給付補填金等 | | | | 15.315% |
| ⑮匿名組合契約等に基づく利益の配分 | | | | 20.42% |
| ⑯その他の国内源泉所得 | | 【総合課税】 | | 【総合課税】 |

- (注) 1. 恒久的施設帰属所得が、上記の表①から⑯までに掲げる国内源泉所得に重複して該当する場合があります。
2. 上記の表②資産の譲渡により生ずる所得のうち恒久的施設帰属所得に該当する所得以外のものについては、所得税法施行令第281条第1項第1号から第8号までに掲げるもののみ課税される。
3. 租税特別措置法の規定により、上記の表において総合課税の対象とされる所得のうち一定のものについては、申告分離課税又は源泉分離課税の対象とされる場合があります。
4. 租税特別措置法の規定により、上記の表における源泉徴収税率のうち一定の所得に係るものについては、軽減又は免除される場合があります。

〔出所〕 国税庁「令和8年版 源泉徴収のあらまし」277頁より作成

10. 新しい商品に対する課税の扱い (1)新しい形態の投資信託：私募株式投資信託（契約型）の収益分配金は、原則、配当所得として源泉徴収のうでで総合課税され、配当控除も適用される。ただし一定の要件を満たせば申告不要制度も選択できる。譲渡損益に対しては申告分離課税が適用される。私募公社債投資信託の収益分配金については源泉分離課税、譲渡損益は申告分離課税の対象である。会社型投資信託の課税については、オープンエンド型およびクローズドエンド型（上場）の場合は上場株式と同様である。すなわち、収益分配金に関しては20.315%で源泉徴収されたうでで総合課税、申告分離課税あるいは申告不要となる。ただし総合課税を選択しても配当控除は適用されない。譲渡損益については申告分離課税が適用される。一方クローズドエンド型（非上場）および私募の場合、収益分配金については20.42%で源泉徴収をされたうでで総合課税、一定の要件を満たせば申告不要制度も選択可となっている。ただし総合課税を選択しても配当控除は適用されない。譲渡損益については申告分離課税が適用される。なお不動産投資信託（REIT）については、上場されているものはクローズドエンド型であるので、収益分配金、譲渡損益に対する課税は上場株式の課税方法と同様である。ただし収益分配金に関して総合課税を選択しても配当控除は適用されない。

(2)ストック・オプション：ストック・オプション制度とは、企業が将来の一定期間（権利行使期間）に一定の価額（権利行使価額）で自社の株式を購入することができる権利を役員等に付与する制度である。企業は役員等に対する報酬を自社の株価上昇に連動させて支払うことになる。ストック・オプションは税制上、租税特別措置法により定められている要件を満たす税制適格ストック・オプションと満たさない税制非適格ストック・オプションに分かれる。税制適格ストック・オプションについては、権利行使時の経済的利益（権利行使時の株式時価と権利行使価額の差額）に対しては課税されない。権利行使により得た株式を売却したときは、譲渡価額と権利行使価額の差額に対して申告分離課税が適用される。一方、税制非適格ストック・オプションについては、権利行使時の経済的利益に総合課税が適用され、権利行使により得た株式を売却したときは、譲渡価額から権利行使時の株式時価を差し引いた額に申告分離課税が適用される。

新しい形態の投資信託に対する課税の概要

| 区分 | | 分配金等 | 解約・償還差損益 | | 譲渡損益 |
|-----|-----------|-----------------------------------|--|-------------------------------|------|
| | | | 配当(利子)所得部分 | みなし譲渡損益部分 | |
| 契約型 | 私募株式投資信託 | | 総合課税 (一般株式等の配当所得) ¹ | 申告分離課税 (一般株式等の譲渡所得等, 20.315%) | |
| | 私募公社債投資信託 | | 源泉分離課税 (20.315%) | 申告分離課税 (一般株式等の譲渡所得等, 20.315%) | |
| 会社型 | 公募型 | オープンエンド型 | 総合課税・申告分離課税 (上場株式等の配当所得) ² | 申告分離課税 (上場株式等の譲渡所得等, 20.315%) | |
| | | クローズドエンド型 | | | |
| | 非上場 | 総合課税 (一般株式等の配当所得) ¹ | 申告分離課税 (一般株式等の譲渡所得等, 20.315%) | | |
| | 私募型 | | | | |

- (注) 1. 受取時に20.42%で源泉徴収され、少額配当の場合を除き、確定申告が必要
 2. 受取時に20.315%で源泉徴収され、総合課税・申告分離課税のみならず確定申告不要とすることも可能
- [出所] SMBC日興証券(株)ソリューション・アドバイザリー部編『令和7年度版 税金の知識』中央経済社、121、128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 「確定拠出型年金制度（日本版401k）」は2001年10月に導入された。確定拠出年金（Defined Contribution：DC）は加入者自身が運用指図を行い、運用の実績に応じて給付額が変動する私的年金で、原則として個人が自ら掛金を拠出する「個人型」（iDeCo：イデコ）と原則として企業が従業員の掛金を負担する「企業型」に分かれる。こうした制度に基づく年金型商品の普及とその円滑な運営のためには、一定の税制上の優遇措置が不可欠であるが、その際、他の年金制度との課税バランスや離転職時における年金資産の移換可能性の問題等が十分配慮されなければならない。なお、2026年12月より確定拠出年金の拠出限度額の引き上げやiDeCoの加入可能年齢の引き上げなどの改正が実施される予定である。

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。

(1)拠出段階：事業主負担分については、当該企業の損金算入扱いになる。また、本人負担分については所得控除（小規模企業共済等掛金控除）の対象となる。なお、2012年1月より企業型年金におけるマッチング拠出が導入されている。さらに、2018年5月より中小企業に勤めるiDeCo加入者について中小事業主掛金納付制度（iDeCo+：イデコプラス）が導入されている。

(2)運用段階：企業年金の年金積立金に対しては、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2026年3月末まで凍結されている。

(3)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、雑所得として公的年金等控除の対象となる。なお公的年金等控除については、高所得の年金所得者にとって手厚い仕組みになっているとの指摘があり、2018年度税制改正で見直しが行われている。一時金払いの給付金については、退職所得として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、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、所得税・住民税の対象となる。

確定拠出年金の拠出限度額の変遷

| | 国民年金 第1号 被保険者 | 国民年金第2号被保険者等 | | | | 国民年金 第3号 被保険者 |
|--|----------------------------------|---|------------------------------|-------------------------------------|---|---------------------|
| | | ①企業型 DC のみに加入 | ②企業型 DC と、DB 等 の他制度に加入 | ③ DB 等 の他制度のみに 加入（公務員を 含む） | ④企業型 DC、 DB 等 の他制度のい ずれにも加入 していない | |
| | iDeCo | 企業型 DC | 企業型 DC | iDeCo | iDeCo | iDeCo |
| 制度創設時 企業型：2001年 10月1日 iDeCo：2002年 1月1日 | 68,000円 ※国民年金 基金等との 合算枠 | 36,000円 | 18,000円 | - | 15,000円 | - |
| 2004年10月1日 以降 | | 46,000円 (+10,000円) | 23,000円 (+5,000円) | - | 18,000円 (+3,000円) | - |
| 2010年1月1日 以降 | | 51,000円 (+5,000円) | 25,500円 (+2,500円) | - | 23,000円 (+5,000円) | - |
| 2014年10月1日 以降 | | 55,000円 (+4,000円) | 27,500円 (+2,000円) | - | | - |
| 2017年1月1日 以降 | | ↓ うち iDeCo 20,000円 | ↓ うち iDeCo 12,000円 | 12,000円 | | 23,000円 |
| 2024年12月1日 以降 | ↓ | 55,000円 - DB 等の他制度掛金相当額 うち iDeCo 55,000円 - (各月の企業型 DC の事業主掛 金額 + DB 等の他制度掛金相当額) (ただし、20,000 円を上限) | | | ↓ | ↓ |

〔出所〕 厚生労働省年金局（2024）「年金制度基礎資料集 2024年7月」122頁

確定拠出年金に関する税制上の取扱い

| 区 分 | | 概 要 | |
|-------|--------|----------------------|-------------------|
| 拠出段階 | 事業主負担分 | 損金算入 | |
| | 本人負担分 | 小規模企業共済等掛金控除 | |
| 運用段階 | | 特別法人税課税（2025年度末まで凍結） | |
| 給付段階 | 老齢給付金 | 年金 | 雑所得（公的年金等控除の適用あり） |
| | | 一時金 | 退職所得（退職所得控除の適用あり） |
| | 障害給付金 | 年金 | 非課税 |
| | | 一時金 | |
| | 死亡一時金 | 相続税課税 | |
| 脱退一時金 | 一時所得 | | |

第16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、証券取引についてさまざまな行為規制を定めている。相場操縦等の行為の禁止（第2節参照）、会社関係者によるインサイダー取引規制（第3節参照）のほか金融商品取引業者（証券会社）側にも、そうした不公正取引を防止するための売買管理体制の整備、法人関係情報管理体制の整備等の義務を課している（第4節参照）。さらに、取引行為に対する直接の規制だけではなく、大量保有報告書の提出等、取引に係る情報開示を義務付ける規定も設け、証券取引の公正の確保を図っている（第5節参照）。

しかし、取引の状況に応じて多種多様である証券取引についての不正な取引をすべてあらかじめ詳細に列挙するのは容易ではない。さらに、証券をめぐる取引は複雑であり変化も激しく、立法当時予想しなかった手法も現れることが考えられる。そこで、金融商品取引法第157条では、広く不正な行為が規制されており、第1号では、有価証券の売買その他の取引等について不正の手段、計画または技巧をなすことを禁じ、第2号では、有価証券の売買その他の取引等について重要な事項につき虚偽の表示をし、または誤解防止のため必要な重要な事実を表示しないで、金銭その他の財産を取得することを禁じている。さらに第3号では、有価証券の売買その他の取引等を誘引する目的で虚偽の相場を利用することを禁じている。この第157条は、新しい不正取引に対処するための包括的な一般規定としての意味があると考えられている。

これらの条文の他にも、金融商品取引法では、第158条で、有価証券の取引等のため、または相場の変動を図る目的をもって、風説の流布、偽計、暴行もしくは脅迫することを禁止するとともに、第168条で虚偽の相場の公示等の禁止、第169条で対価を受けて行う新聞等への意見表示の制限、第170条で有利買付け等の表示の禁止、第171条で一定の配当等の表示の禁止を定めている。

不公正取引の禁止に係る主な規定

| | 内 容 | 条 文 |
|---------|---|--|
| 一般規定 | ・不正行為の禁止 | ・金商法第157条 |
| 相場操縦関係 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 | <ul style="list-style-type: none"> ・公開買付けに係る規制 ・大量保有報告書の提出 | <ul style="list-style-type: none"> ・金商法第27条の2以下 ・金商法第27条の23以下 |
| その他 | <ul style="list-style-type: none"> ・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 | <ul style="list-style-type: none"> ・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第117条第1項第17号 ・金融商品取引業府令第117条第1項第10号 ・金融商品取引業府令第117条第1項第19号 |

2. 相場操縦規制 相場操縦とは本来、自然の需給関係に基づき形成されるべき証券相場に、人為的な操作を加えて相場を変動させる行為である。金融商品取引法は、市場における公正な価格形成を確保し、投資者を保護する観点から、相場操縦を禁止する規定を置き、この違反に対して重い制裁を課す。

相場操縦行為として禁止される行為には、①仮装取引、②馴合取引、③変動取引、④表示による相場操縦、⑤安定操作の五つの類型がある（法159条）。

仮装取引とは、同一人が売り注文と買い注文の双方を同時期に発注するなどして、実質的な権利の移転を伴わない有価証券の売買であり、複数の者が通謀の上で行う同様の行為が馴合取引である。いずれも取引が繁盛に行われていると他人に誤解させる等、取引の状況に関し、他人に誤解を生じさせる目的を行為者が有していることも要件である。変動取引とは、人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されているものと誤認させて、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年以下の拘禁刑もしくは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年以下の拘禁刑および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

| | |
|------------------|---|
| <p>仮装取引</p> | <p>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）</p> |
| <p>馴合取引</p> | <p>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）</p> |
| <p>変動取引</p> | <p>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）</p> |
| <p>表示による相場操縦</p> | <p>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）</p> |
| <p>安定操作</p> | <p>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）</p> |

3. 会社関係者に係る行為規制 会社関係者に係る行為規制は、インサイダー取引を禁止するものとその未然防止のための措置に分類される。

インサイダー取引の禁止

インサイダー取引（または内部者取引）とは、上場会社の関係者が、その職務や地位により、投資者の投資判断に重要な影響を与える未公表の会社情報を知った場合に、その情報の公表前に当該情報に係る有価証券の売買等を行うことをいう（法166条）。インサイダー取引は、そうした情報を知ることのできない一般投資家からすると著しく不公正であり、このような取引が行われれば、証券市場に対する信頼が失われることになりかねない。

わが国におけるインサイダー取引規制は、証券市場の近代化等に伴って、1988年5月の法改正で導入され、1989年4月に施行された。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（法167条の2）、②REITの取引を規制対象とすること等の法改正が行われ、2014年に施行された一方、2015年には、有価証券の取引等の規制に関する内閣府令が改正・施行され、いわゆる「知る前契約・計画」に係るインサイダー取引規制の適用除外の範囲が拡大されている。

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年以下の拘禁刑もしくは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 |
|---|--|
| <p>1. 規制対象者</p> <p>(1) 会社関係者</p> <p>(2) 情報受領者</p> | <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>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</p> <p>①会社関係者から重要事実の伝達を受けた者</p> <p>②会社関係者から重要事実を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</p> |
| <p>2. 重要事実</p> <p>(1) 決定事実</p> <p>(2) 発生事実</p> <p>(3) 決算情報</p> <p>(4) その他</p> <p>(5) 子会社に係る重要事実</p> | <p>・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</p> <p>（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）</p> <p>・会社に次の事項が発生したこと</p> <p>（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）</p> <p>・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</p> <p>（売上高（10%以上の変動）、経常利益（30%以上の変動かつ純資産額比5%以上の変動）、純利益（30%以上の変動かつ純資産額比2.5%以上の変動）など）</p> <p>・(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</p> <p>・(1)から(4)に対応</p> |
| <p>3. 公表措置</p> | <p>・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</p> <p>・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</p> <p>・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</p> |

(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）の行為規制等 証券会社の行為規制については様々なものがあるが（右図参照）、ここでは、不公正取引の防止に係る行為規制等について触れる。

売買管理体制整備 証券会社は、実勢を反映しない作為的相場が形成されることとなること、あるいはインサイダー取引のおそれがあることを知りながら有価証券の売買等及びその受託をする行為が禁止され、また、これらを適切に防止することで、投資者に対するチェック機能を発揮することが求められている。具体的には、モニタリング等により投資者の売買動機等の適時的確な把握を行うとともに、策定した基準に基づき不公正取引のおそれのある取引（自己売買を含む）を抽出・審査し、問題が認められた取引については適切な措置（照会、注意喚起、取引停止等）を講じること、及びそれらの基準や措置状況について実効性を確保する体制を整備する必要がある。

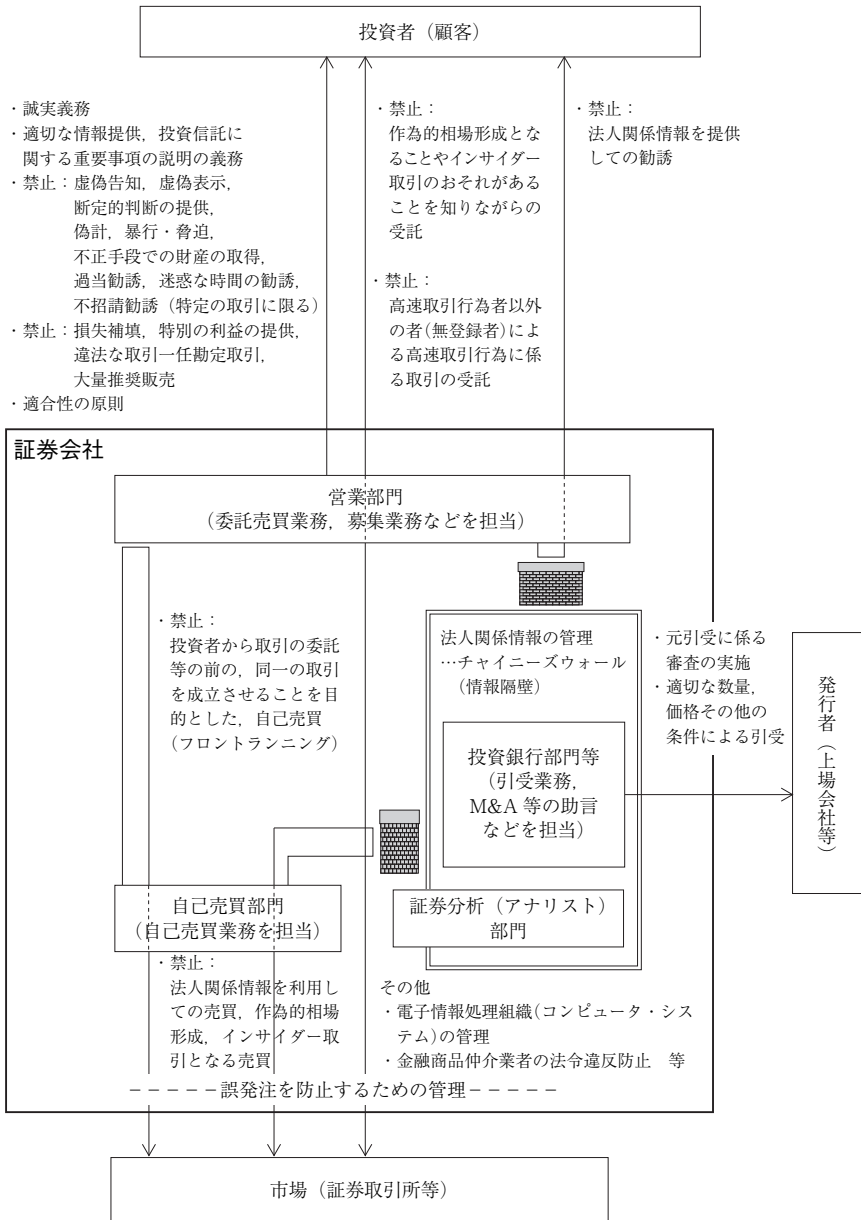
法人関係情報管理体制整備 証券会社は、引受業務・M&Aに係る助言・証券分析等を通して、投資者の投資判断に影響を及ぼすと認められる未公開情報（法人関係情報）を取得しうる立場にある。そのため証券会社は、自己売買も含め、これらの情報に基づく不公正な取引が行われることを防止するよう、適切な措置（法人関係情報を取得する部門等と、それ以外の部門との間に情報隔壁を設ける等）を講じることが求められている。また、投資者に対し法人関係情報を提供しての勧誘を行うことや、法人関係情報を利用しての売買を行うことは、禁止行為とされている。

誤発注防止管理体制整備 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に、注文制限の設定のシステムへの組み込み等、適切な注文管理体制を整備することが求められている。

高速取引行為に係る管理体制整備 証券会社は、内閣総理大臣の登録を受けていない者などからの高速取引行為に係る取引を受託することが禁止されている。また、高速取引行為者に対しても、異常注文の防止のためのシステムの設定や十分なモニタリング体制等の規制が設けられている。

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項及び第123条第1項、また日本証券業協会及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及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（義務及び禁止行為）



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の内外^(注)で株券等を買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（注：2026年5月施行の金融商品取引法等の改正により、市場での取引が公開買付制度の規制対象に追加される。）。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交布
- ・ 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合が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17章 情報開示制度と投資者保護

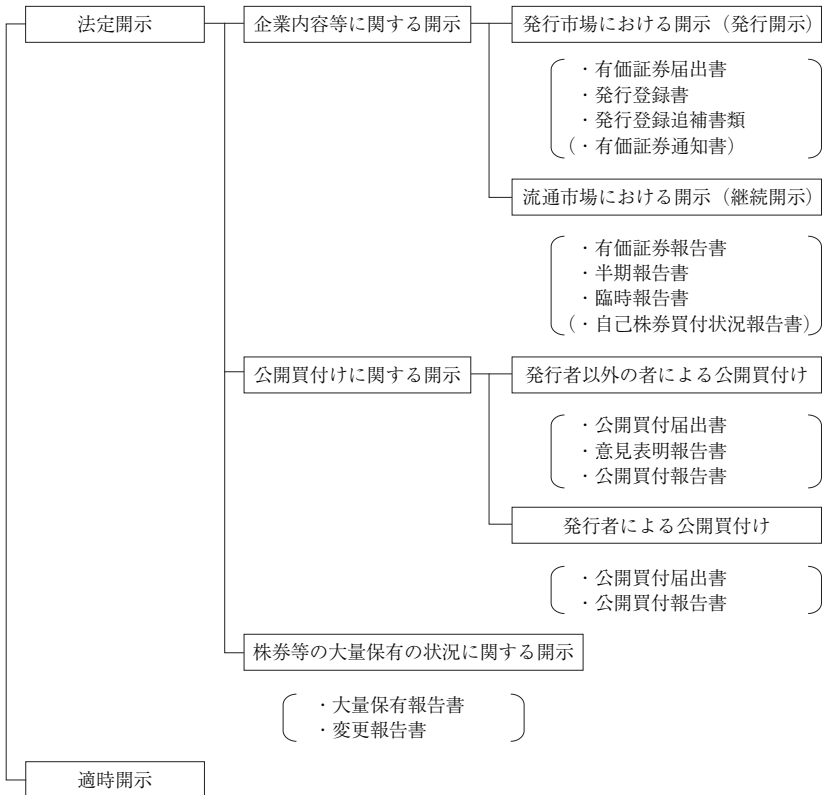
1. 証券市場における情報開示制度 証券取引所の開設する金融商品市場に有価証券を上場する場合、有価証券の発行者（上場会社）には、金融商品取引法および証券取引所の定める規則により、企業内容に係る一定の事項を開示することが求められる。このような規制を開示（ディスクロージャー）規制といい、金融商品取引法により求められる法定開示と、証券取引所により求められる適時開示（タイムリー・ディスクロージャー）に区分される。

このうち、法定開示は、有価証券の発行者が、①発行市場において一定の内容の企業情報を開示することを義務付ける発行開示と、②定期的、継続的に一定の内容を開示することを義務付ける継続開示に区分される。このほか、有価証券の発行者を開示義務者とするものではないが、金融商品取引法により開示が義務付けられる法定開示として、③公開買付けに関する開示と、④株券等の大量保有の状況に関する開示がある。

一方、証券取引所が求める適時開示は、有価証券を上場した後に、継続的に求められる開示であり、情報の主体別には、①上場会社に係る情報、②子会社等に係る情報、③その他の情報（支配株主等に関する事項等）に区分される。また、情報の種類別には、①決定事実、②発生事実、③決算情報に大別される。現在では、法定開示、適時開示ともにインターネット等を利用した電子開示システムにより行われており、法定開示はEDINET（Electronic Disclosure for Investors' NETwork）、適時開示はTDnet（Timely Disclosure network）を利用して行われている。

なお、発行開示および継続開示を求められる企業は、同時に会社法によっても一定の情報開示が求められているが、会社法に基づく計算書類等の開示は、株主や会社債権者の利益を保護し、また配当可能額を規制するという目的を有している。これに対し、金融商品取引法や証券取引所の規則による情報開示は、投資者全般を対象に会社の経営状況を開示して、合理的な投資判断に資することを目的とするものであるなど、制度の趣旨に違いがある。

証券市場における開示制度の体系



金融商品取引法上の開示制度と会社法上の開示制度

| 金融商品取引法上の開示制度 | | 会社法上の開示制度 |
|---------------------------------|-------|----------------------------|
| 投資者の投資判断に必要な情報の提供 | 開示の目的 | 配当可能利益と企業の担保能力（支払能力）の報告 |
| 投資者（現時点で株主でない者を含む） | 開示の対象 | 株主、債権者 |
| EDINETでの縦覧、証券取引所における備置、申込者への交付等 | 開示の方法 | 計算書類の作成と本店における備置、決算の要旨の公告等 |

2. 金融商品取引法による企業内容等の開示

発行開示 発行価額または売価額の総額が1億円以上の有価証券の募集または売出しに関しては、原則として発行者が、有価証券届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない。発行市場における情報開示は、この有価証券届出書等の提出により行われ、届出書においては①当該募集または売出しに関する事項、②当該会社の情報（後述の有価証券報告書と同様の内容）などが記載事項とされる。また、証券の勧誘の際は、投資者が当該有価証券の価値を把握し、投資に必要な判断を行うことができるよう、目論見書を投資者に交付することとなっている。

継続開示 証券取引所に上場している有価証券の発行者は、事業年度ごとに有価証券報告書を、当該事業年度経過後3ヵ月以内に、内閣総理大臣に提出しなければならない。流通市場における法定開示の中核をなすのがこの有価証券報告書であり、具体的には①当該会社の概況（主要な経営指標等の推移や沿革など）、②当該会社の事業の状況（経営方針、経営環境および対処すべき課題、サステナビリティに関する考え方及び取組や事業等のリスクなど）、③当該会社の状況（株式等の状況やコーポレート・ガバナンスの状況等など）、④当該会社の経理の状況などが記載事項とされる。このほか、こうした継続開示義務を負う会社は、中間会計期間終了後45日以内に半期報告書を、また、必要に応じて、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公正な価格が形成さ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になってしまう。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 | <p>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。</p> <p>※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。</p> <p>※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。</p> <p>※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。</p> |
| | 発行登録書 | <p>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。</p> |
| | 発行登録追補書類 | <p>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。</p> |
| 継続開示 | 有価証券報告書 | <p>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）。</p> |
| | 半期報告書 | <p>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。</p> |
| | 臨時報告書 | <p>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。</p> |
| | 自己株券買付状況報告書 | <p>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。</p> |

3. 金融商品取引法によるその他の開示

公開買付けに関する開示 不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込みまたは売付け等の申込みの勧誘を行い、取引所市場外で株券等の買付け等を行うことを「公開買付け」という。有価証券報告書を提出する義務のある発行者が発行する株券等を発行者以外の者が証券取引所の市場以外で買い付ける場合であって、買付けの後、株券等の所有割合が5%を超えるなど一定の要件に該当する場合には、公開買付けによらなければならないこととなっている。公開買付者は、①公開買付けの目的、②買付け等の価格、③買付予定の株券等の数、④買付け等の期間その他の内閣府令で定める事項につき公告（「公開買付開始公告」）を行うとともに、公開買付届出書を内閣総理大臣に提出することが義務付けられている。また、公開買付者は、買付期間終了日の翌日に当該公開買付けに係る応募株券等の数、買付け等を行う株券等の数及び決済の方法等を公告又は公表するほか、その内容等を記載した公開買付報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないこととなっている。

公開買付規制は、会社支配権に影響を及ぼす取引等が行われる場合に、市場外における取引の透明性・公正性を確保する観点から、投資者にあらかじめ情報開示を行うとともに、株主に対して平等に株式売却の機会を与えることを目的としている。

株券等の大量保有の状況に関する開示 証券取引所に上場している株券等の保有者で、その株券等の保有割合が5%を超える者（大量保有者）は、原則として、保有割合が5%を超えることとなった日から起算して5日（日曜日その他政令で定める休日は算入しない。）以内に、大量保有報告書を内閣総理大臣に提出しなければならないこととなっている（いわゆる「5%ルール」）。大量保有報告書に記載すべき事項は、①株券等保有割合に関する事項、②取得資金に関する事項、③保有の目的等であり、同報告書を提出すべき者は、その後の保有割合が1%以上増加し又は減少した場合等に、変更報告書を提出する義務を負う。特定の者が大量に株券等を保有している場合には、かかる大量保有者の行動が当該株券等の市場における価格形成に大きな影響を与えることから、こうした開示制度が設けられている。

公開買付け制度（TOB）の変遷

| | 主な改正内容 |
|-------------|--|
| 1971（昭和46）年 | ・ 公開買付け制度の導入 |
| 1990（平成2）年 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 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け制度の導入 |
| 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 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 ・ 公開買付け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 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 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 |
| 2024（令和6）年 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 公開買付けの対象取引を拡大（市場内取引（立会内）を対象に含める） ・ 公開買付けが義務付けられる買付け後の株券等所有割合の閾値の引下げ（3分の1→30%） ・ 市場内外の取引の組み合わせ買付に関する規制を廃止 |

4. 金融商品取引所（証券取引所）における適時開示制度（タイムリー・ディスクロージャー） 冒頭に示したように、証券取引所においても、その定める規則に基づき、上場会社に対して情報開示を求めている。例えば、東京証券取引所の場合、有価証券上場規程を定め、上場会社に対して、投資者の投資判断に影響を及ぼす情報の適時開示等を行うことを義務付けるとともに、具体的に開示すべき事項や手続等を定めている（右表を参照）。上場会社は、決定事実については、業務執行決定機関によって決議・決定が行われた時点、また外的要因によって生ずる発生事実については、当該情報を認識した時点において、開示することが求められている。

適時開示の特徴は、その迅速性にある。例えば、証券取引所では、決算の内容が定まった場合に、直ちにその内容を開示することを義務付けており、上場会社は決算短信として、決算内容の概要を開示している。決算短信は、有価証券報告書よりも早い段階で開示されるため、投資者が決算内容を最も早く認識するための手段として、重要な意義を有していることなどが特徴として挙げられる。

このほか、上場会社は、会社情報に関し証券取引所から照会があった場合には、直ちに照会事項について、正確に報告することが義務付けられるとともに、証券取引所が必要かつ適当と認める場合には、直ちにその内容を開示することが義務付けられている。例えば、開示前の会社情報についての報道または噂が流布されているなど、その真偽が不明確な情報が発生している場合においては、証券取引所は、流布されている情報の真偽等について照会を行い、当該照会に対する回答内容について開示を求めることがある。

また、東京証券取引所では、「注意喚起制度」を設け、上場会社において、投資者の投資判断に重要な影響を与えるおそれがあると認められる情報のうち、その内容が不明確であるものが発生した場合で、不明確な情報に関する適切な情報開示までに時間を要するときや、直ちに開示できる情報が限定されるなどには、投資者に注意喚起を行うこととしている。

適時開示が求められる主な会社情報（東京証券取引所の場合）

| | |
|-----------------|---|
| 1. 上場会社に係る決定事実 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 発行する株式、処分する自己株式、発行する新株予約権、処分する新株予約権を引き受ける者の募集又は株式、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. 資本準備金又は利益準備金の額の減少 5. 自己株式の取得 6. 株式無償割当て又は新株予約権無償割当て 7. 新株予約権無償割当てに係る発行登録および需要状況・権利行使の見込み調査の開始 8. 株式の分割又は併合 9. 剰余金の配当 10. 合併等の組織再編行為 11. 公開買付け又は自己株式の公開買付け 12. 公開買付け等に関する意見表明等 13. 事業の全部又は一部の譲渡又は譲受け 14. 解散（合併による解散を除く。） 15. 新製品又は新技術の企業化 16. 業務上の提携又は業務上の提携の解消 17. 子会社等の異動を伴う株式又は持分の譲渡又は取得その他の子会社等の異動を伴う事項 18. 固定資産の譲渡又は取得、リースによる固定資産の賃貸借 19. 事業の全部又は一部の休止又は廃止 20. 上場廃止申請 21. 破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て 22. 新たな事業の開始 23. 代表取締役又は代表執行役の異動 24. 人員削減等の合理化 25. 財務上の特約が付された金銭消費貸借契約の締結、財務上の特約が付された社債の発行又は財務上の特約の内容の変更等 26. 商号又は名称の変更 27. 単元株式数の変更又は単元株式数の定め廃止若しくは新設 28. 決算期変更（事業年度の末日の変更） 29. 債務超過又は預金等の払戻の停止のおそれがある旨の内閣総理大臣への申出（預金保険法第74条第5項の規定による申出） 30. 特定調停法に基づく特定調停手続による調停の申立て 31. 上場債券等の繰上償還又は社債権者集会の招集その他上場債券等に関する権利に係る重要な事項 32. 公認会計士の異動 33. 継続企業の前提に関する事項の注記 34. 有価証券報告書・半期報告書の提出期限延長に関する承認申請書の提出 35. 株式事務代行機関への株式事務の委託の取止め 36. 開示すべき重要な不備、評価結果不表明の旨を記載する内部統制報告書の提出 37. 定款の変更 38. 全部取得条項付種類株式の全部の取得 39. 特別支配株主による株式等売渡請求に係る承認又は不承認 40. その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事項 |
| 2. 上場会社に係る発生事実 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 災害に起因する損害又は業務遂行の過程で生じた損害 2. 主要株主又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. 訴訟の提起又は判決等 5. 仮処分命令の申立て又は決定等 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又は行政庁による法令違反に係る告発 7. 親会社の異動（支配株主（親会社を除く。）の異動又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、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て 9. 手形等の不渡り又は手形交換所による取引停止処分 10. 親会社等に係る破産手続開始、再生手続開始、更生手続開始又は企業担保権の実行の申立て 11. 債権の取立不能又は取立遅延 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. 財務上の特約が付された金銭消費貸借契約に係る財務上の特約に定める事由の発生 21. 上場債券等の社債権者集会の招集その他上場債券等に関する権利に係る重要な事実 22. 公認会計士の異動 23. 有価証券報告書・半期報告書の提出遅延 24. 有価証券報告書・半期報告書の提出期限延長申請に係る承認等 25. 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く事項とした限定付適正意見 26. 内部統制監査報告書における不適正意見、意見不表明 27. 株式事務代行委託契約の解除通知の受領等 28. その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実 |
| 3. 上場会社に係る決算情報等 | <ol style="list-style-type: none"> 1. 決算内容（本決算、四半期決算） 2. 業績予想の修正、予想値と決算値との差異等 3. 配当予想、配当予想の修正等 |

上記のほか、子会社等に係る重要な決定事実・発生事実、その他支配株主等に関する事項の開示等が求められる。

〔出所〕 ㈱東京証券取引所「有価証券上場規程」、「会社情報適時開示ガイドブック」

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

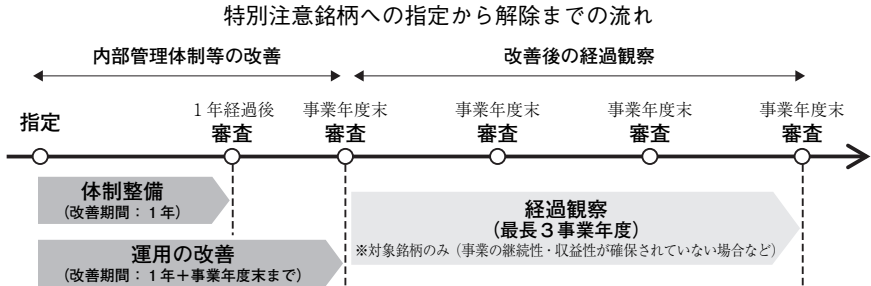
改善措置は特別注意銘柄への指定及び改善報告書・改善状況報告書の提出に区分され、例えば、上場会社が有価証券報告書等に虚偽記載を行った場合で、当該上場会社の内部管理体制等について改善の必要性が高いと認められるときには、当該上場会社を特別注意銘柄に指定することとなる。特別注意銘柄に指定された場合、所定の改善期間内に内部管理体制等が適切に整備され、運用されていると認められた場合には原則として当該指定は解除されるが、改善期間内に適切に整備され、運用されていると認められない場合や、適切に整備され、運用される見込みがなくなった場合等には、上場廃止となる。また、事業の継続性・収益性が確保されていない場合などは、経過観察のため、改善後も最長3事業年度の間当該指定を継続し、内部管理体制等の整備・運用状況について継続的に審査を行うこととしている。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、特別注意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別注意銘柄への指定までには至らないと判断される場合であっても、改善の必要性が高いと認められるときには、証券取引所は、上場会社に対して、違反行為の経緯及び改善措置を記載した改善報告書の提出を求めることができる。改善報告書を提出した上場会社は、その提出から6か月経過後速やかに、改善措置の実施状況及び運用状況を記載した改善状況報告書の提出を行わなければならない。なお、提出された改善報告書及び改善状況報告書は、各証券取引所のウェブサイトにおいて公衆縦覧に供される。

一方、ペナルティ的措置は、上場契約違約金及び公表措置に区分され、市場に対する株主及び投資者の信頼を毀損したかどうかで、より重い措置である上場契約違約金の徴求が適用されるか否かが判断される。

実効性を確保するための措置

| | |
|--|--|
| <p>○ペナルティ的措置</p> <ul style="list-style-type: none"> ・公表措置 ・上場契約違約金 | <p>○改善措置</p> <ul style="list-style-type: none"> ・改善報告書・改善状況報告書 ・特別注意銘柄への指定 |
|--|--|



※改善期間内に内部管理体制等が適切に整備・運用されていると認められない場合は、上場廃止となる

※また、内部管理体制等が適切に整備・運用される見込みがなくなった場合には、改善期間中であっても上場廃止となる

※経過観察期間中に、内部管理体制等が再び適切に整備・運用されていると認められない状態となった場合は、上場廃止となる

6. 最近の情報開示に関する動き

サステナビリティ情報開示の充実 昨今、中長期的な企業価値向上の観点から、サステナビリティに関する取組みが企業経営の中心的な課題となるとともに、それらの取組みに対する投資家の関心が世界的に高まっている。

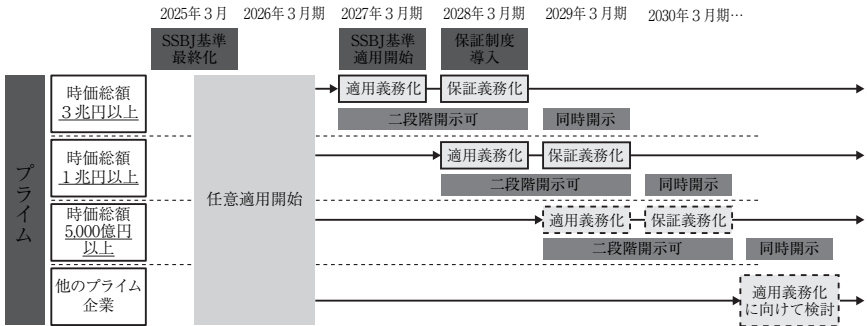
こうした流れを受けて、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいては、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべき旨を定めた原則が新設された。また、2023年1月には、企業内容等の開示に関する内閣府令等が改正され、有価証券報告書に「サステナビリティに関する考え方及び取組」の記載欄が新設されたほか、「従業員の状況」において、女性管理職比率等の指標の開示が求められることとなった。

2024年に設置された金融審議会「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」において、サステナビリティ基準委員会(SSBJ)が定める開示基準(SSBJ基準)の適用時期・範囲について議論が行われ、プライム市場上場企業のうち、時価総額3兆円以上の会社は2027年3月期から、1兆円以上3兆円未満の会社は2028年3月期から、SSBJ基準に準拠したサステナビリティ情報の開示が有価証券報告書において義務化されることとなった。さらに、開示情報の信頼性確保のため、開示義務化の翌年から第三者保証を義務付けられることとなった。時価総額1兆円未満の企業への義務化の有無・時期などの残された論点については、引き続き同ワーキング・グループにおいて議論が行われる予定である(2025年10月時点)。

英文開示の充実 海外投資家による株式の売買比率や保有比率が高まる中で、英文開示の充実を求める声が高まったことを踏まえ、東証では2025年4月から、プライム市場における英文開示を義務化した。決算情報・適時開示情報については日英同時開示を義務化し、その他の書類についても日英同時開示を行うよう努力義務を設定している。その結果、猶予措置(最大1年間)を受けた企業を除く9割以上の企業が、原則日英同時開示を実施するようになった。

海外投資家からは、情報の非対称性が一定程度解消されたとして、約9割から肯定的な評価を受けた一方で、プライム市場以外の企業への英文開示の推進や、対象書類の更なる拡大を期待する声も寄せられている。英文開示の充実に向け、投資家の声や企業の取組み状況を踏まえ、継続的に検討を進めていく。

サステナビリティ開示基準の適用スケジュール

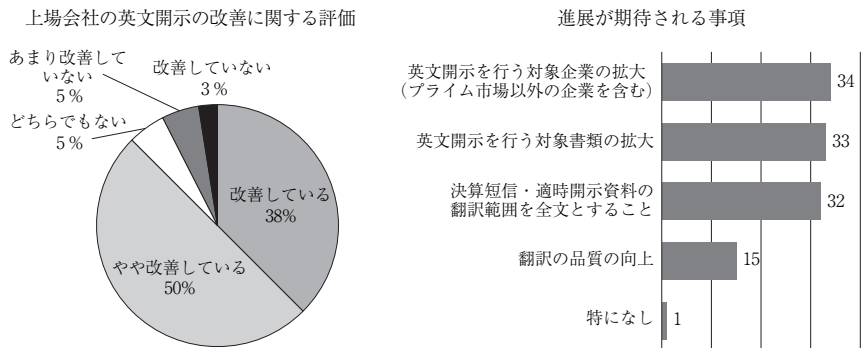


〔出所〕 金融庁「金融審議会「サステナビリティ情報の開示と保証のあり方に関するワーキング・グループ」中間論点整理の公表について」より東京証券取引所作成

プライム市場における英文開示に関する制度

| 対象 | 内容 | 位置づけ |
|--------|---|---------------------------|
| 決算情報 | <ul style="list-style-type: none"> 決算短信・四半期決算短信 決算補足説明資料 | 義務 (企業行動規範の「遵守すべき事項」) |
| 適時開示情報 | <ul style="list-style-type: none"> すべての適時開示項目 | |
| その他の情報 | <ul style="list-style-type: none"> 招集通知 コーポレート・ガバナンスに関する報告書 有価証券報告書 など | 努力義務 (企業行動規範の「望まれる事項」) |

英文開示に関する海外投資家アンケート



〔出所〕 東京証券取引所「英文開示に関する海外投資家アンケート調査結果」(2025年9月)

第18章 証券行政

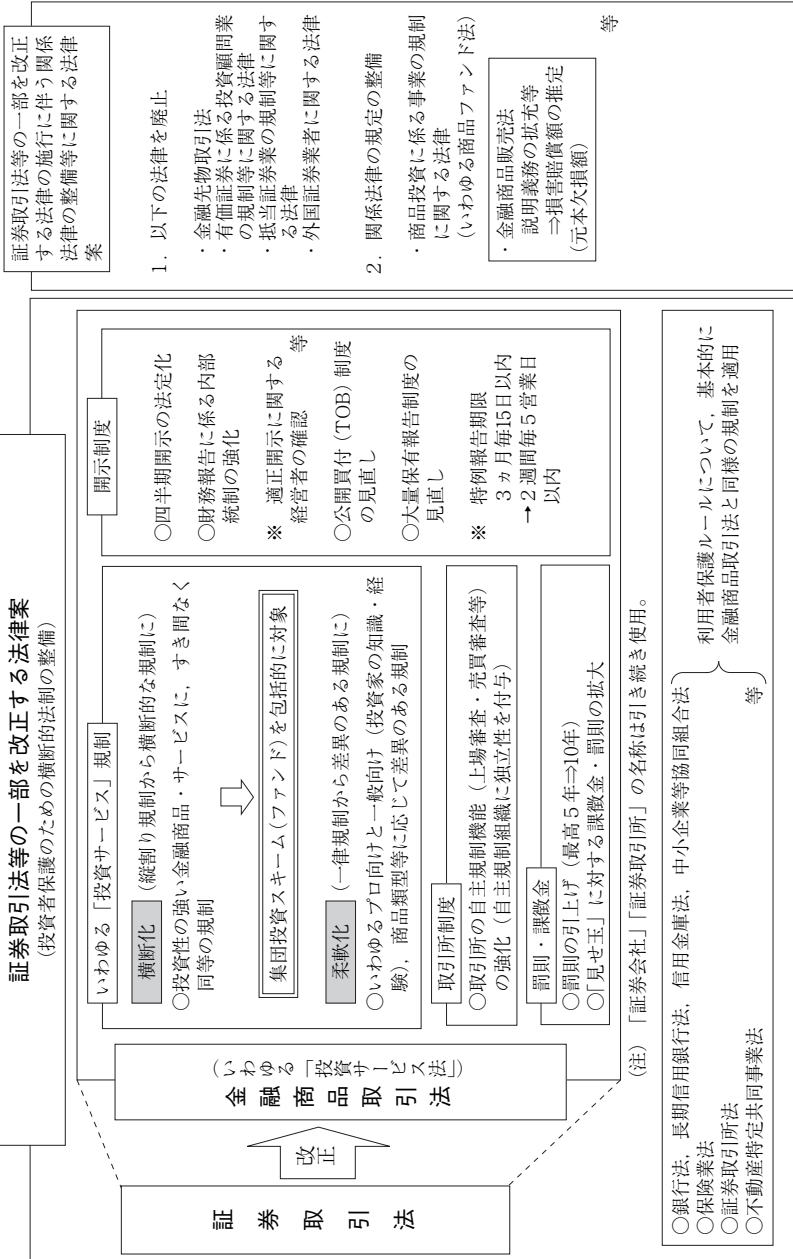
1. 金融商品取引法 2006年に証券取引法が全面改正され、名称も金融商品取引法（金商法）へと改められた。この改正の目的は、複雑化する金融取引に対応し、規制の横断化と柔軟化を実現することであった。すなわち、従来の縦割り構造を見直し、経済的機能やリスクが類似する商品に共通の規制を適用する仕組みを整備した。これにより、信託受益権や抵当証券、集団投資スキーム持分などが金商法の適用対象となり、包括的な投資者保護が可能となった。また、販売・勧誘、投資助言、運用、資産管理などを業として行う事業者に登録を義務づけ、共通の行為規制を及ぼす枠組みが整えられた。さらに、①開示規制の柔軟化（流通性の高低に応じた情報開示）、②業規制の再構成（第一種・第二種金融商品取引業等への区分）、③投資者属性に応じた行為規制（特定投資家と一般投資家の区分）などが導入され、リスク特性に応じた制度体系が確立された。

以後の主な改正として、2008年は証券・銀行・保険会社の間のファイアーウォール規制を見直し、2009年には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、および金融商品取引所と商品取引所の相互乗入れを実現した。2011年改正ではライツ・オフリングに係る開示制度が整備され、2015年改正では適格機関投資家等特例業務の見直し、2017年改正では高速取引行為者登録制とフェア・ディスクロージャー・ルールが導入された。2019年改正では暗号資産を用いたデリバティブ取引規制の整備と電子記録移転権利の第一項有価証券化が行われ、2021年改正では海外投資家向け運用業届出制度が整備された。

さらに、2024年改正（令和6年法第32号）では、「資産運用立国」の実現を掲げ、投資運用業の参入規制を緩和し、投資運用関係業務受託業者の登録制度を創設した。これにより、運用業務の専門分化と外部委託が制度的に可能となり、資産運用ビジネスの担い手拡大が図られた。また、公開買付（TOB）および大量保有報告制度の見直しが行われ、義務発生の閾値を従来の3分の1超から30%超へ引き下げ、市場内外の取引を規制対象とした。さらに、大量保有報告においてエクイティ・デリバティブを算入対象とし、共同保有者の範囲整理や保有目的の記載明確化を行うなど、情報開示の精度と透明性の向上が図られた。

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)



〔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、その他にも多くの法規が関係してくる。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（2024年改正により「金融サービスの提供及び利用環境の整備等に関する法律（金融サービス提供法）」に改称）は、預貯金・信託・保険・有価証券等の販売・勧誘を横断的に規律する法律であり、2006年改正で顧客への説明義務（4条1項2・4・6号）の拡充と適合性原則（4条2項）が導入された。この改正により、適合性原則違反の場合には元本欠損額が損害額として推定され（7条）、販売者に損害賠償責任が課せられる仕組みが整った。23年改正では「顧客の最善の利益を考慮した誠実・公正な業務運営義務」が新設され、行為規範と利用者保護の実効性が一層強化された。また、商品取引所法（現・商品先物取引法）においても、広告・説明義務や損失補填禁止が罰則付きで明確化され、金融分野横断的な投資者保護体系が確立され、20年改正では、新たに金融サービス仲介業（11条1項）が設けられた。

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、投信法には独自の規定が残され、金商法と二本立ての規制とされた。

証券の発行に関しても複数の法規がある。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（21年の特例公債法により特例公債の発行期間を25年度までとし、12年度から採用する複数年度の枠組みを維持）、発行実務段階では国債に関する法律等がある。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、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及び企業担保法がある。その他、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、顧客の不利益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一内容を記載。 | ●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示がある場合 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」を理解するため必要な程度・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」を理解するため必要な程度・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」を理解するため必要な程度・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）

③銀行子会社・保険子会社の業務範囲

- ・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。)

- ・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

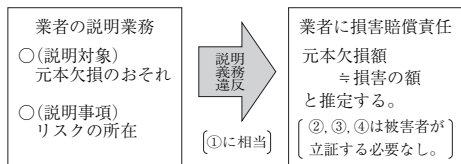
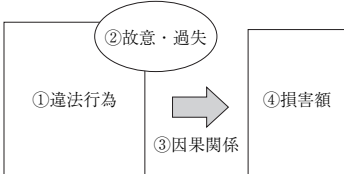
金融商品販売法の拡充

民事上の損害賠償請求の原則（民法709条）

金融商品販売法（2000年制定）

①～④の要件を被害者が立証する必要

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



(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。”

金融商品販売法の拡充

- 説明対象：「当初元本を上回る損失が生ずるおそれ」を追加。
- 説明事項：「取引の仕組みのうちの重要な部分」を追加。
- 業者による断定的判断の提供を禁止
⇒ 違反に対し、損害額を推定

〔出所〕 金融庁資料

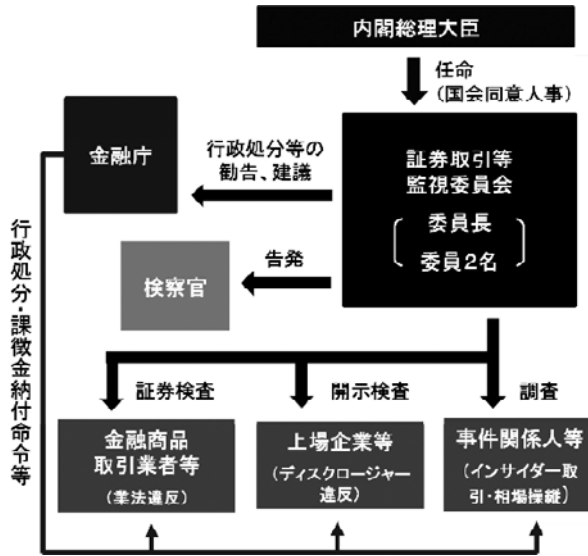
3. 証券行政の組織 戦後の証券取引法の下で、米証券取引委員会（SEC）に倣って大蔵省の外局として設立された証券取引委員会が証券行政を担った時代があったものの、占領が終了した1952年に証券行政は大蔵省理財局証券課に差し戻された。その後64年に大蔵省証券局が創設され、65年の改正証券取引法の下で、同局は証券業者の免許制度行政を展開する中核的機構として約30年間にわたり証券行政を担っていた。バブル経済期にわが国の証券市場は世界的に有数の規模にまで成長した。その半面、閉鎖的で不祥事が絶えないとの批判も強まった。特に91年の金融・証券不祥事は、市場改革と並んで証券行政の改革を強く進める動機となった。

92年に大蔵省に証券取引等監視委員会（監視委員会）が設置され、証券市場の監視機能が同委員会に移管された。さらに、98年6月には総理府の外局（国家行政組織法の3条委員会）として金融監督庁が新設されるとともに、監視委員会は同庁の傘下へ移行された。また98年12月の金融システム改革法の施行により金融監督庁が証券行政を担うとともに、同時期に設立された金融再生委員会が金融・証券行政の最高責任を持つ形式とされた。

その後、00年に金融監督庁は金融庁に改組され、01年には金融再生委員会の金融庁への改組移行および金融制度の企画・立案部分が大蔵省（同年財務省へと改組）から金融庁へ移管され、また監視委員会は金融庁の下に置かれることになった。この結果、現在のわが国の証券行政の中核は金融庁と監視委員会が担う体制となっている。証券行政の方針も事前予防行政から事後監視行政へと転換した。この背景には、バブル経済崩壊後の不良債権問題等への対応が収束したことを受けて、行政の目標が企業・経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生増大へと明確化されたこともある。

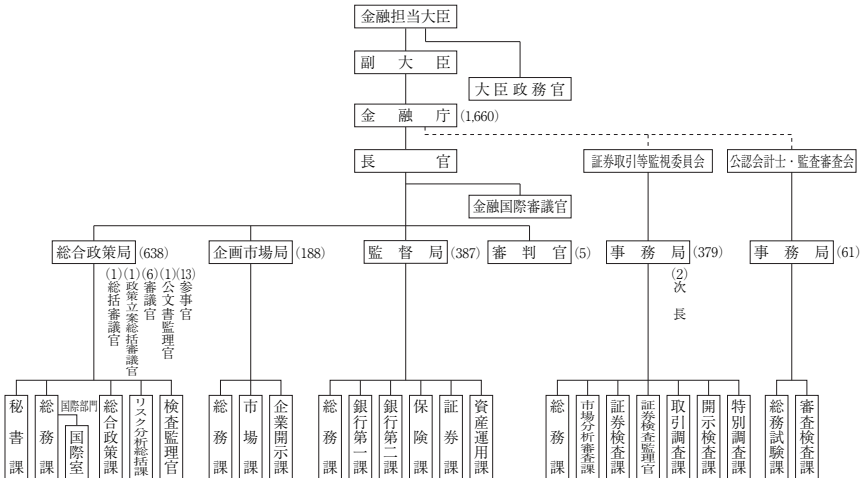
さらに金融庁は、行政の戦略立案機能の強化や行政の専門性の向上、フィンテックへの対応強化等をはかるべく18年7月に「総合政策局」・「企画市場局」・「監督局」の3局体制へと組織を再編した。この体制の下で①事業者支援、②資産運用立国の実現に向けた資産所得倍增プランの推進、③スタートアップの資金調達円滑化、④コーポレートガバナンス改革の実質化や企業情報の開示の充実、⑤サステナブルファイナンスの推進などとともに、マネーロンダリング等のリスクへの備えへの取り組みがなされている（25年10月）。

証券行政および証券取引等の監視体制



〔出所〕 証券取引等監視委員会資料

金融庁の組織（令和7年度）



※数字は、令和7年度末の定員。
 ※審議官のうち1人、公文書監理官、次長のうち1人、公認会計士・監査審査会事務局長は充て職。
 ※監督局定員は、主任統括検査官等及び調査主任98人を含む。

〔出所〕 金融庁資料

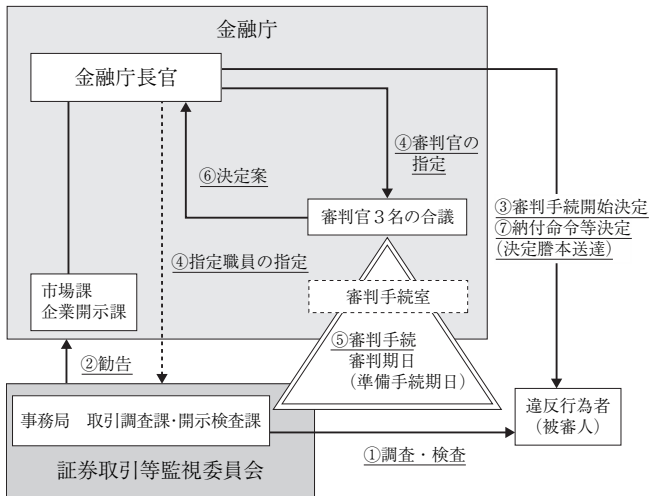
4. 金融庁による法執行 金商法の執行権限は金融庁が属する内閣府の主任大臣である内閣総理大臣が担うものであるが、同法は194条の7「金融庁長官への権限の委任」で、内閣総理大臣の法律による権限（認可その他処分等の権限を除く）を金融庁長官に委任している。委任される主な権限には、金融商品取引業者および登録金融機関に対して発する業務改善命令（51条, 51条の2）、それらに対する業務停止命令, 登録取消・認可取消処分（52条, 52条の2）などがある。また金融庁長官は、一定の要件の下で課徴金納付命令を发出することが要求されている。その代表例としては、有価証券届出書・報告書等の不提出, その虚偽記載等（172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等の業務・財産関連の報告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）等への同様の権限
- ③認可・認定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の権限
- ④店頭売買有価証券または取扱有価証券の発行者に対する同様の権限
- 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
- ⑥課徴金事件の関係者に対する報告の徴取および検査権等

監視委員会は与えられた権限の下で検査を行ない、その結果必要と認められる場合には、内閣総理大臣および金融庁長官に対して行政処分その他措置について勧告することが出来る（金融庁設置法20条）。

課徴金納付までの流れ



(注) 指定職員は、審判手続で違反事実等の存在を主張・立証する者として金融庁長官により職員の中から指定され、準備書類の提出や証拠の申出等を行います。

〔出所〕 証券取引等監視委員会資料

金融庁による検査・監督の主な法的根拠

| | | |
|---------|-----------------|---------------------|
| 金融商品取引法 | 56条の2 | 金融商品取引業者等 |
| | 60条の11 | 取引所取引許可業者等 |
| | 63条の6 | 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6, 106条の20 | 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条の9 | 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条の6、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。

監視委員会は、①金融商品取引業者等に対する日常的な市場監視（有価証券の売買取引内容の審査）、②金融商品取引業者・登録金融機関等への臨店による詳細な証券検査、③有価証券届出書・報告書提出者等に対する開示検査、④不公正取引やディスクロージャー違反等に係る課徴金調査を主要な任務としている。また、重要事項に虚偽記載のある届出書・報告書の提出や相場操縦など、取引の公正を害する犯則事件の調査については、質問・検査・領置等の任意調査権限（210条）および裁判官の許可に基づく臨検・捜索・差押えの強制調査権限（211条等）が付与されている。

前節で述べたように、監視委員会が証券検査の結果に基づいて勧告を行うと、金融庁長官によって業務改善命令、登録取消および業務停止命令等が発せられ得る。また、課徴金調査の結果に基づいて勧告を行うと、金融庁長官により規定事実があると認められた場合、課徴金納付命令が発せられる。さらに金商法の226条1項の定めに従い、監視委員会は、犯則事件調査の結果に基づいて犯則の心証を得たときには告発しなければならない。

また、08年の金商法改正で裁判所による禁止または停止命令（192条1項）の申立権限が監視委員会に委任され、10年にはじめて金融商品取引業の登録をうけていない者の取締りに利用された。直近では、2024年に Global Investment Lab 株式会社およびその関係者に対し、無登録で金融商品取引業を行った行為について、監視委員会が裁判所へ禁止および停止命令の申立てを行ったほか、2025年には Black Clover Limited およびその関係者に対しても同様の申立てがなされ、東京地方裁判所により禁止・停止命令が発出されている。

事務年度ごとの犯則事件の告発件数（2025年9月末時点）

| 事務年度 | 92～17 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 開示書類の虚偽記載等 | 41 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 風説の流布・偽計 | 28 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 相場操縦 | 31 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| インサイダー取引 | 81 | 5 | 1 | 1 | 5 | 7 | 1 | 7 | 1 |
| その他 | 11 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合計 | 192 | 8 | 3 | 2 | 8 | 8 | 4 | 7 | 1 |

〔出所〕 証券取引等監視委員会「証券取引等監視委員会の取組み」（2025年9月末時点）

証券取引等監視委員会の活動内容



〔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、貸金業協会や認定資金決済事業者協会、指定紛争解決機関を自主規制機関として捉えている。このうち金融商品取引業協会は、金商法の定めにより認可金融商品取引業協会と認定金融商品取引業協会に分類され、それぞれが内閣総理大臣から認可（67条の2）や認定（78条）を受けた法人である。現時点で認可金融商品取引業協会であるのは日本証券業協会のみであり、金融商品取引業者および登録金融機関によって組織されている。同協会は定款、公正慣習規則、統一慣習規則、理事会決議、紛争処理規則を持ち、会員はこれらを遵守して有価証券等の取引を行なわなければならない。会員がこれらに違反したときは、処分（譴責・過怠金の賦課・会員権の停止若しくは制限または除名）および勧告がなされ得る（日証協・定款28条、29条）。

また、認定金融商品取引業協会には、投資信託委託業者、委託者非指図型投資信託の受託会社となる信託会社等、投資信託の受益証券の売買その他の取引を行なう証券会社および登録金融機関を会員とする投資信託協会や、投資顧問業者を会員とする日本投資顧問業協会などがある。

金商法は「取引所金融商品市場を開設する株式会社」と「自主規制法人」を区別しており、取引所業に関しては「金融商品取引所」または「その自主規制法人」が自主規制機関として把握される。日本取引所の自主規制業務は、内閣総理大臣の認可を受けて、日本取引所自主規制法人に委託されている（85条）。この業務は、金融商品等の上場および上場廃止に関する業務、会員等の法令等の遵守状況調査、その他取引の公正確保のために必要として内閣府令で定めるものとされ（84条2項）、当該自主規制法人には、上場適格性を判断する上場審査部、上場している金融商品等の品質の維持・向上を図る上場管理部、不公正取引の審査・防止に取組む売買審査部、取引参加者の遵法状況の調査、処分等を行う考査部が設けられている。取引参加者による法令や規則等に違反する行為に対しては、取引資格の取消し・売買等の停止または制限・過怠金の賦課・戒告等が命じられる（取引参加者規程（東京証券取引所）34条）。

金商法を根拠とする自主規制機関一覧（2025年9月時点）

| | 設立規則等 | 組織 |
|-----------|-----------------------------------|---|
| 金融商品取引所 | 免許 〃 〃 〃 | 日本取引所自主規制法人（本文参照） 名古屋証券取引所 福岡証券取引所 札幌証券取引所 |
| 金融商品取引業協会 | 認可 認定 〃 〃 〃 〃 〃 | 日本証券業協会 投資信託協会 日本投資顧問業協会 金融先物取引業協会 第二種金融商品取引業協会 日本暗号資産取引業協会 日本STO協会 |
| 投資者保護団体 | 認定 | 特定非営利活動法人証券・金融商品 あっせん相談センター (FINMAC) |

〔出所〕 金融庁 HP 等より作成

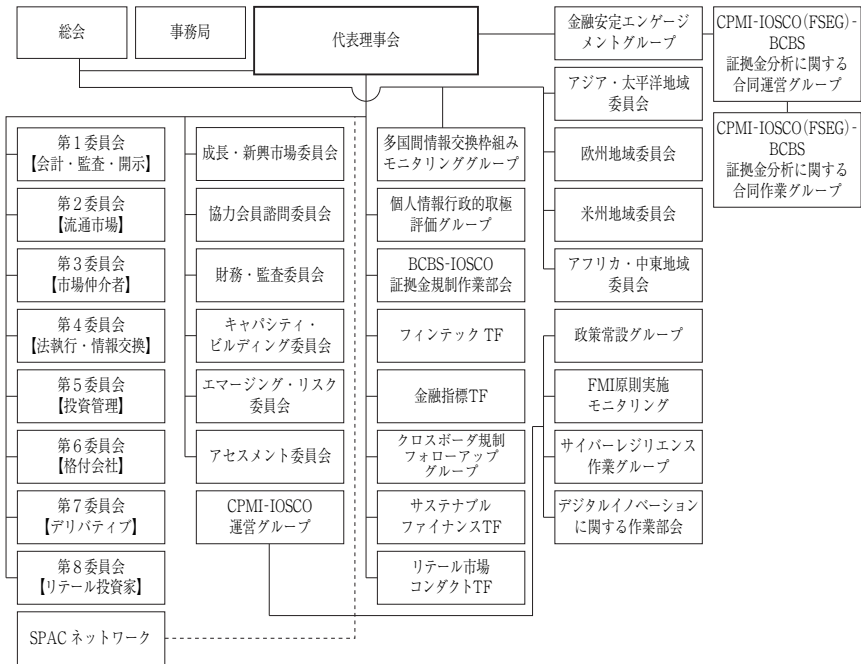
日本証券業協会の代表的な諸規則（2025年9月時点）

| | |
|--------|--|
| 自主規制規則 | <p>協会の投資勧誘、顧客管理等に関する規則</p> <p>協会における法人関係情報の管理態勢の整備に関する規則</p> <p>協会における注文管理体制の整備に関する規則</p> <p>事故の確認申請、調査及び確認等に関する規則</p> <p>金融商品仲介業者に関する規則</p> <p>反社会的勢力との関係遮断に関する規則</p> <p>協会の外務員の資格、登録等に関する規則</p> <p>個人情報の保護に関する指針</p> <p>協会における倫理コードの保有及び遵守に関する規則</p> |
| 統一慣習規則 | <p>店頭売買事故証券の処理に関する規則</p> <p>株式の名義書換失念の場合における権利の処理に関する規則</p> <p>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</p> <p>債券等のフェイルの解消に関する規則</p> |
| 紛争処理規則 | <p>協会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</p> <p>協会間での紛争の調停に関する規則</p> |

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。2025年10月時点での加盟機関数は241に達しており、これらの加盟機関が世界の証券市場の95%以上を監督・規制しているとされている。わが国は88年に大蔵省証券局が普通会员として加盟し、現在は金融庁が加盟地位を継承して普通会员となっている。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普通会员として加盟している。また日本取引所グループおよび日本証券業協会は協力会員である。IOSCOは、証券取引に関する数多くの原則（principle）、方針（policy）、基準（standard）、指針（guidance）、規約（code）、勧告（recommendation）、慣例（practice）を公にし、各国にその実施を促してきた。これらはわが国にとっても重要であり、その実現のために、法令ないし自主規制等による手当てがなされている（金融庁はその動向をフォローしHPで公開している）。

FSBは、99年に設立された金融安定化フォーラム（FSF）を前身に、金融危機を経て09年4月にFSFの機能を拡大・強化した国際機関として設立された。FSBには日本を含む主要25か国・地域の金融監督機関や中央銀行などが加盟する他、IOSCO、IMFおよび世界銀行、国際決済銀行（BIS）、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）などの国際機関も加盟している。わが国では、日本銀行、金融庁、財務省が参加メンバーである。FSBが定める憲章によれば、FSBは国際金融システムに影響をおよぼす脆弱性の評価や、その影響へ対処するために必要な規制・監督等の見直しを業務とする。特に、国境を越えて活動するシステム上重要な金融機関（G-SIFI）の認定や、監督カレッジを設置するためのガイドラインの策定は重要な業務となる。また、影の銀行システム（シャドウ・バンキングシステム）など、これまで規制の対象とならなかった領域に関する国際基準や原則を検討する他、関連する諸機関の調整役としても機能する。FSBの活動結果はG20サミットへ報告・提言される。

IOSCO 組織図



IOSCO における主な委員会等

| | |
|--------------------------------|--|
| 総会 (Presidents Committee) | すべての普通会員及び準会員の代表者によって構成され、IOSCO の目的達成のために必要なすべての事項についての決定権限を有する。年1回、年次総会時に開催される。 |
| 代表理事会 (IOSCO Board) | 金融庁を含む34の国の規制当局で構成される。証券分野における国際的な規制上の課題への対処などを行う。代表理事会の下には、①政策課題に関する議論を行う複数の「政策委員会 (Policy Committee)」, ②新興市場国の規制当局により構成され、原則等の策定や教育訓練等を通じて新興市場の効率性を向上させることを目的とする「成長・新興市場委員会 (Growth and Emerging Markets Committee)」等が設置されている。 |
| 地域委員会 (Regional Committees) | 4つの地域委員会 (アジア・太平洋地域委員会, 米州地域委員会, 欧州地域委員会, アフリカ・中東地域委員会) があり、それぞれの地域における課題が議論されている。 日本は、「アジア・太平洋地域委員会 (Asia-Pacific Regional Committee)」に属している。 |

〔出所〕 IOSCO・金融庁のHP

証券年表（1870年－2025年10月）

| 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） | |
| | 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 |

証券年表

| | | |
|------|------------|--|
| 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、証券取引所の再開許可発表 |
| 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 |

証券年表

| | | |
|------|------------|---|
| 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 |
| 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式売買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 | 英ヘアリングズ証券、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・20 | 金融監督庁設置法公布 |
| 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10億円未満の株式売買委託手数料の自由化 |

| | | |
|------|------------|--|
| 平成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 | 株式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・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・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 |
| 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 |
| 18 | 2006・6・14 | 金融商品取引法公布, 07・9・30全面施行 |
| 20 | 2008・9・15 | 米リーマン・ブラザーズ・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 |

証券年表

| | | |
|------|-----------|---|
| 平成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 | 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 | 日銀、2年間で前年比2%の物価上昇率を目指す「量的・質的金融緩和」導入 |
| | 26 | 2014・1・1 少額投資非課税制度（NISA）開始 |
| | 27 | 2015・3・5 金融庁と東証、コーポレートガバナンス・コードを決定 |
| | 28 | 2016・1・29 日銀、金融政策決定会合で、超過準備の一部にマイナス金利を適用する追加金融緩和策を決定 |
| | 30 | 2018・4・1 金融庁、高頻度取引（HFT）の登録制度開始 |
| 令和1 | 2019・7・30 | JPX, 総合取引所設立のため東京商品取引所買収を最終合意 |
| | 1 | 2019・10・1 チャールズ・シュワブ、株式、ETF、オプションの取引手数料を無料に |
| | 2 | 2020・2・25 野村証券、信託報酬0%の投資信託設定を発表 |
| | 2 | 2020・3・30 野村証券と野村総合研究所、ブロックチェーン技術を活用した債券を発行 |
| | 3 | 2021・4・20 SBI証券、社債型のデジタル証券を発行、一般投資家向けに発行するのは国内初 |
| | 3 | 2021・11・1 金融サービス仲介業の開始 |
| | 4 | 2022・4・4 東証、既存4市場をプライム、スタンダード、グロースの3市場に改編 |
| | 4 | 2022・12・23 政府、2024年1月1日からの少額投資非課税制度（NISA）の恒久化と大幅拡充を閣議決定 |
| | 5 | 2023・9・30 SBI証券、国内株式の委託売買手数料を無料に |
| | 5 | 2023・12・25 大阪デジタルエクスチェンジ、デジタル証券の売買を開始 |
| | 6 | 2024・2・22 日経平均株価、39,098.68を記録し、34年ぶりに最高値を更新 |
| | 6 | 2024・3・19 日銀、マイナス金利政策解除、イールドカーブコントロールの廃止を決定 |
| | 7 | 2025・8・31 ゆうちょ銀行、貯金者向けにデジタル通貨発行を発表 |
| | 7 | 2025・10・27 日経平均株価、史上初となる5万円の大台を突破 |

1945年以降の詳しい「証券年表」については、当研究所のホームページ（<http://www.jsri.or.jp/>）にも掲載しており、記事名での検索も可能です。

なお、「証券年表」は、当研究所発行の下記出版物に掲載されておりますので、ご利用ください。

『証券年表（明治・大正・昭和）』（1595年～1989年1月7日）

1989年9月刊行 B5判1026頁 本体価格11,650円

1989年以降2011年までは、毎年、『証券資料』に「証券年表」として前年1年間分を掲載。

索引

あ

| | |
|-------------------|-----|
| アクティブ運用 | 124 |
| アセットオーナーシップ改革 | 16 |
| アローヘッド | 54 |
| 暗号資産（仮想通貨） | 176 |
| 安定株主政策 | 62 |
| 委託者指図型 | 116 |
| 委託者非指図型 | 116 |
| 委託手数料 | 244 |
| 委託売買（ブローカレッジ）業務 | 238 |
| 一般勘定 | 264 |
| インサイダー取引 | 296 |
| インビュテーション方式 | 282 |
| 運用預かり | 22 |
| 運用報告書（全体版） | 128 |
| 営業収益 | 244 |
| 英文開示 | 316 |
| エンジェル税制 | 286 |
| 円建外債 | 74 |
| 大阪証券取引所 | 178 |
| 大阪取引所 | 178 |
| オーダーフローの外部性 | 60 |
| オーバーアロットメント | 48 |
| オーバーアロットメント・オプション | 48 |
| オープンエンド型 | 116 |

か

| | |
|-------------------------------|--------|
| 外国為替およびデリバティブに関する 中央銀行サーベイ | 154 |
| 外国為替証拠金取引（FX取引） | 240 |
| 外国籍投信 | 136 |
| 外国投信 | 136 |
| 会社型投資信託（投資法人） | 116 |
| 外務員 | 250 |
| 確定拠出年金 | 294 |
| 確定拠出年金制度 | 130 |
| 額面株式制度 | 40 |
| 株価指数の投資適格性 | 14 |
| 株券電子化 | 208 |
| 株券不発行制度 | 40 |
| 株式交付制度 | 40 |
| 株式投資型クラウドファンディング | 224 |
| 株式投資型クラウドファンディング 制度 | 52 |
| 株式投資信託 | 118 |
| 株式売買委託手数料の自由化 | 32 |
| 株式売買システム | 194 |
| 株式分割等（無償） | 42 |
| 株式持ち合い | 24 |
| 株主コミュニティ | 228 |
| 株主コミュニティ制度 | 52, 58 |
| 株主コミュニティ銘柄 | 230 |

| | | | |
|-----------------|--------------------|--------------------------------------|--------------|
| 株主割当額面増資 | 46 | グロース市場 | 182 |
| 株主割当額面発行 | 24 | クローズドエンド型 | 116 |
| 間接募集 | 48 | クロスボーダー圧縮 (cross-CCP compression) | 158 |
| 監理銘柄 | 186 | 契約型投資信託 | 116 |
| 企業行動規範 | 186 | 気配公表銘柄制度 | 52 |
| 共同発行市場公募地方債 | 74 | 公開価格設定プロセス | 50 |
| ギリシャ債務問題 | 36 | 恒久的施設 | 290 |
| 銀行等引受債 | 74 | 公共債 | 74 |
| 銀行等引受資金 | 74 | 公債依存度 | 6 |
| 銀証分離 | 20 | 公債残高 | 6 |
| 銀証分離規制 | 254 | 公社債店頭売買参考統計値 | 96 |
| 金融安定理事会 (FSB) | 330 | 公社債投資信託 | 118 |
| 金融教育元年 | 12 | 公的部門発行方式 | 78 |
| 金融経済教育推進機構 | 12 | 交付運用報告書 | 128 |
| 金融サービス仲介業 | 256, 320 | 交付目論見書 | 128 |
| 金融サービス提供法 | 12, 320 | 公募時価発行 | 24 |
| 金融システム改革法 | 234 | 公募地方債の共同発行 | 76 |
| 金融収益 | 244 | 公募投信 | 118 |
| 金融自由化 | 26 | 高利回り債 (ハイ・イールド債) | 82 |
| 金融商品仲介業 | 256 | コーポレートガバナンス・コード | 62, 188, 316 |
| 金融商品取引業協会 | 248 | 国債市場特別参加者 | 78 |
| 金融商品取引業者 (証券会社) | 234 | 国債バスケット取引 | 90 |
| 金融商品取引業の登録 | 236 | 個人型確定拠出年金 | 258 |
| 金融商品取引所 | 178 | 個人向け発行方式 | 78 |
| 金融商品取引法 | 178, 236, 318, 320 | 護送船団行政 | 32 |
| 金融所得倍増プラン | 12 | 誤発注 | 302 |
| 金融制度改革関連法 | 30 | 個別株主通知 | 212 |
| 金融ビッグバン | 32 | コンバージョン・ファクター | 140 |
| 金融リテラシー | 12 | | |
| グリーンシート | 58 | | |
| グリーンシート銘柄制度 | 52, 214 | | |
| クロージング・オークション | 190 | | |

索引

コンプライ・オア・エクスプレイン
 …………… 188
 コンベンショナル方式…………… 78

さ

財形住宅貯蓄…………… 278
 財形年金貯蓄…………… 278
 財政融資資金…………… 74
 財閥解体…………… 62
 財務代理人…………… 80
 債務担保証券 (CDO) …………… 164
 サステナビリティ…………… 316
 サステナビリティ基準委員会 (SSBJ)
 …………… 316
 サブプライムローン…………… 36
 仕切り売買…………… 94
 仕組み債…………… 86
 自己資本規制比率…………… 246
 自己売買 (ディーリング) 業務… 238
 資産運用業協会…………… 266
 資産運用立国実現プラン…………… 16
 資産管理型営業…………… 34
 資産所得倍増プラン…………… 16, 276
 資産担保証券…………… 165, 175
 自主規制機関…………… 328
 自主規制業務…………… 178
 自主規制法人…………… 178
 市場型金融システム…………… 34
 市場区分の見直しに関する
 フォローアップ会議…………… 182
 市場公募資金…………… 74
 市場第一部…………… 180

市場第二部…………… 180
 市場デリバティブ…………… 178
 システム上重要な金融機関 (G-SIFI)
 …………… 330
 市中発行方式…………… 78
 指定報告協会員…………… 98
 私募株式投資信託…………… 292
 私募公社債投資信託…………… 292
 私募投信…………… 118
 私募特別債…………… 74
 資本コストや株価を意識した経営の
 実現に向けた対応…………… 182
 資本自由化措置…………… 24
 資本取引の自由化…………… 24
 シェアアップ勧告…………… 274
 社債、株式等の振替に関する法律
 …………… 208
 社債型種類株…………… 80
 社債管理会社…………… 84
 社債管理者…………… 80, 84
 社債管理手数料…………… 84
 社債管理補助者…………… 84
 社債受託制度…………… 84
 社債募集の受託会社…………… 84
 ジャスダック市場…………… 214
 ジャンク債 (投資不適格債) …… 82
 住宅ローン担保証券 (RMBS) …… 164
 集団売買…………… 20
 住民参加型市場公募地方債…………… 74, 76
 主幹事…………… 48
 主幹事証券会社…………… 50
 需要予測方式…………… 80

| | | | |
|----------------------------|------------------------------|----------------------------|----------|
| 種類株式に関する規制緩和…………… | 40 | 新規株式公開 (IPO) …………… | 50 |
| 障害者等の特別マル優…………… | 278 | 新規記録手続…………… | 210 |
| 障害者等のマル優…………… | 278 | 新規上場基準…………… | 184 |
| 少額投資非課税制度…………… | 12, 258 | シンジケート団 (シ団) 引受方式 …………… | 78 |
| 商業用不動産担保証券 (CMBS) …………… | 164 | 信託銀行…………… | 262 |
| 証券化商品 …………… | 160, 164, 166, 168, 170, 172 | 信用格付業者…………… | 82 |
| 証券監督者国際機構 (IOSCO) …… | 330 | 信用取引…………… | 20, 70 |
| 証券恐慌…………… | 24 | 信用補完…………… | 172 |
| 証券金融会社…………… | 70 | スタンダード市場…………… | 182 |
| 証券総合口座…………… | 130 | スチュワードシップ・コード …………… | 188, 270 |
| 証券取引三原則…………… | 20 | ストック・オプション…………… | 292 |
| 証券取引等監視委員会 …………… | 30, 322, 326 | ストック・オプション制度の規制緩和 …………… | 40 |
| 証券取引法…………… | 20, 214 | スプレッド・プライシング…………… | 80 |
| 証券不祥事…………… | 30 | スマート・オーダー・ルーティング …………… | 56 |
| 証券保管振替機構…………… | 204, 208 | 請求目論見書…………… | 128 |
| 上場アメリカン・オプション取引 …………… | 148 | 清算機関…………… | 178, 202 |
| 上場維持基準…………… | 186 | 清算システム…………… | 194 |
| 上場インフラファンド…………… | 134 | 清算取引…………… | 18 |
| 上場廃止基準…………… | 186 | 政府保証債…………… | 74 |
| 譲渡制限株式会社…………… | 40 | 生命保険会社…………… | 264 |
| 承認業務…………… | 242 | 整理銘柄…………… | 186 |
| 承認時提出方式…………… | 50 | セキュリティ・トークン…………… | 2, 176 |
| 承認前提出方式…………… | 50 | 絶対値プライシング…………… | 80 |
| 情報提供請求…………… | 212 | 全国型市場公募地方債…………… | 74 |
| 人為的規制金利政策…………… | 26 | 全部取得種類株式…………… | 40 |
| 新株予約権…………… | 86 | 総株主通知…………… | 212 |
| 新株予約権制度の創設…………… | 40 | 総合取引所…………… | 178 |
| 新株予約権付社債…………… | 86 | 相場操縦…………… | 298 |

その他の受入手数料…………… 244
 損益計算書…………… 244

た

ダークプール…………… 56
 第Ⅰ・Ⅱ非価格競争入札…………… 78
 第一種金融商品取引業…………… 236
 貸借対照表…………… 246
 貸借取引…………… 70
 第二種金融商品取引業…………… 236
 ダウ式修正株価…………… 64
 他社株転換条項付社債（EB債）
 ……………… 86
 脱炭素化推進事業債…………… 78
 脱炭素成長型経済構造移行債
 （GX 経済移行債）…………… 76
 脱炭素成長型経済構造への円滑な
 移行の推進に関する法律…………… 76
 ダッチ方式…………… 78
 単位型（ユニット型）…………… 118
 単位株制度…………… 40
 単元株制度…………… 40
 担保管理の自動化・即時化…………… 158
 地方公共団体金融機構資金…………… 74
 直接募集（自己募集）…………… 48
 追加型（オープン型）…………… 118
 定期取引…………… 18
 適時開示…………… 186
 デジタル証券…………… 38
 デリバティブ売買システム…………… 196
 転換社債型新株予約権付社債…………… 86
 電子記録移転権利…………… 2

電子記録移転集団投資スキーム持分
 ……………… 2
 電子記録移転有価証券表示権利等
 ……………… 2
 店頭取扱有価証券…………… 216
 店頭取引…………… 214
 店頭売買…………… 20
 店頭売買有価証券…………… 214
 店頭有価証券…………… 216
 東京証券取引所グループ…………… 178
 東京商品取引所…………… 178, 196
 投資一任業者…………… 266
 投資運用業…………… 236
 投資家と企業の対話ガイドライン
 ……………… 188
 投資者保護基金…………… 252
 投資助言・代理業…………… 236
 投資信託…………… 112, 268
 投資信託委託会社…………… 268
 投資信託運用会社…………… 268
 投資信託及び投資法人に関する法律
 ……………… 320
 投資適格…………… 82
 東証市場区分の見直し…………… 182
 東証の会員権開放…………… 28
 投信ラップ口座…………… 130
 登録 PTS 制度…………… 232
 登録金融機関…………… 254
 特殊債…………… 74
 特定口座制度…………… 284
 特定証券情報…………… 222
 特定投資家…………… 198, 220

| | |
|----------------------------------|---------|
| 特定投資家向け銘柄制度 (J-Ships) | 52, 220 |
| 特別勘定 | 264 |
| 特別支配株主の株式等売渡請求 (キャッシュ・アウト) 制度 | 40 |
| 特別目的会社 (SPC) | 162 |
| 特別目的事業体 (SPV) | 160 |
| 特例国債 (赤字国債) | 6 |
| 届出業務 | 242 |
| 飛ばし | 30 |
| 取引所集中義務の撤廃 | 32 |
| 取引所持株会社 | 178 |
| トレーディング損益 | 244 |

な

| | |
|---------------------|----------|
| 日米円ドル委員会 | 26, 28 |
| 日経225 | 64 |
| 日経平均連動社債 | 86 |
| 日本共同証券 | 22 |
| 日本証券業協会 | 248, 250 |
| 日本証券クリアリング機構 (JSCC) | 202 |
| 日本証券取引所 | 18, 20 |
| 日本証券保有組合 | 22 |
| 日本商品清算機構 (JCCH) | 196 |
| 日本投資顧問業協会 | 266 |
| 認可金融商品取引業協会 | 248, 328 |
| 認定金融商品取引業協会 | 248, 328 |
| 年金積立金管理運用独立行政法人 | 260 |

は

| | |
|--------------------|---------------|
| 配当控除 | 282 |
| 配当利回り | 68 |
| 発行情報 | 222 |
| パッシブ運用 | 124 |
| 半期報告書 | 308 |
| 販売団 | 48 |
| 引受け (アンダーライティング) | |
| 業務 | 238 |
| 引受シンジケート | 48 |
| 非競争入札 | 78 |
| 非上有価証券特例仲介等業務 | 232 |
| ファイアー・ウォール規制 | 254 |
| 付随業務 | 242 |
| 不正取引 | 296 |
| 不設置債 | 84 |
| 二つのコクサイ化 | 26 |
| 不動産投資信託 | 132, 164, 165 |
| プライム市場 | 182 |
| プラザ合意 | 28 |
| 振替口座簿 | 208 |
| 振替手続 | 210 |
| プリンシプル・ベース | 188 |
| プレ・クロージング | 190 |
| ブロックチェーン技術 | 38 |
| 分散型台帳技術 | 176 |
| 分別管理 | 252 |
| 分離適格振替国債 (ストリップス債) | |
| | 74 |
| 変額年金保険 | 130 |
| 変額保険 | 130 |

索引

| | |
|----------------|-----|
| 包括的事業所得税 | 282 |
| 法人関係情報 | 302 |
| 募集・売出し（セリング）業務 | 238 |
| 募集設立 | 42 |
| 発起設立 | 42 |

ま

| | |
|-----------|----------|
| マーケットメーカー | 144, 152 |
| マイナス金利政策 | 36 |
| マザーズ | 180 |
| みなし有価証券 | 2 |
| 無額面株式 | 40 |

や

| | |
|-----------|--------|
| 有価証券 | 2, 178 |
| 有価証券担保貸付金 | 246 |
| 有価証券担保借入金 | 246 |
| 有価証券通知書 | 52 |
| 有価証券届出書 | 52 |
| 有償増資 | 42 |
| 優先劣後構造 | 160 |

ら

| | |
|-----------|----------|
| ラップ口座 | 240, 266 |
| リスクヘッジ | 178 |
| 量的・質的金融緩和 | 36 |
| ロボ・アドバイザー | 38 |

英文索引

| | |
|-----|----------|
| ABS | 165, 175 |
|-----|----------|

| | |
|--|--------------------|
| arrowhead | 194 |
| arrownet | 194 |
| CDO | 164 |
| CFD 取引 | 240 |
| CMBS | 164, 165 |
| DLT | 176 |
| ETF（上場投資信託） | 120 |
| GPIF | 260 |
| HFT | 36, 38 |
| iDeCo | 38, 258, 294 |
| iDeCo+ | 294 |
| J-Adviser | 198 |
| J-GATE | 196 |
| NISA | 12, 38, 258, 288 |
| PBR | 68 |
| PER | 68 |
| PTS | 36, 56 |
| REIT | 132, 164, 165, 174 |
| RMBS | 164, 165 |
| ROIC | 68 |
| SPAN（Standard Portfolio Analysis of Risk）システム | 150 |
| ST | 176 |
| TOKYO PRO Market | 198 |
| TOPIX | 66, 182 |
| TOPIX Next-tier | 14 |
| ToSTNeT | 54, 194 |
| WACC | 68 |

図説 **日本の証券市場** 2026年版

令和8年3月19日 ©

定価：2,090円(本体1,900円+税10%)

編集兼
発行者

公益財団法人 日本証券経済研究所

東京都中央区日本橋2-11-2

太陽生命日本橋ビル12階

〒103-0027

電話 03(6225)2326 代表

URL : <https://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

ISBN978-4-89032-544-3



9784890325443



1923033019001

ISBN978-4-89032-544-3

C3033 ¥1900E

定価：2,090円(本体1,900円+税10%)