

# 株式取引における日本市場の課題

平成26年4月1日



株式会社資本市場研究所きずな

## 投資家の動向とその変化の兆候

先進国を中心とした景況感の回復と円安傾向の持続により、日本市場の活況は続いている。また、IPOや公募増資などファイナンスも増加しているが、現在のところ市場で上手く消化される場合が多く、企業へのリスクマネー供給力も健全さを保っていると言える。

しかし、日本市場が真にアジアの中核市場となっていく為に、強化・改善されたり、修正すべき市場の課題はどの様に今後取り組まれていくべきなのだろうか。今回は、その課題の全体像を俯瞰してみたいが、先ず投資家の大まかな動向からみてみると次の様な状況となっている。

【日本株の保有状況】全国の取引所が毎年実施している株主分布状況調査によると、2013年3月末時点における投資家別の株式保有状況(金額ベース)では、海外投資家が全体の28.0%と最も日本株式を保有しているが、事業法人が21.3%、個人が20.2%、金融機関が15.3%と続いている。海外投資家の日本株保有に関しては、

リーマン・ショック後に一時的に低下して23%台と前年度より4%程度シェアを大きく低下させたが、ここ20年間はほぼ一貫して保有増加傾向が続いている。

一方、この間事業法人・金融機関とも保有比率を大きく落としており、彼らの売却に対して海外投資家はその受け皿となった。また、個人は、保有比率2割前後で推移しており、余り大きな変化はない。但し、銘柄数の増加や持株会等の浸透もあって、延べの個人株主数は4,596万人と20年間で倍増している。なお、上場企業の株式持合い解消の受け皿として期待されていた投資信託に関しては、4.5%、同じく企業による自社株取得分3.4%と僅かながら保有シェアを拡大させている。

【日本株の売買状況】取引所が公表している投資家別の売買状況(二市場一・二部等 の売買金額ベース)によると、2013年は海外投資家は50.8%を占め最も多く売買を行い、年間で15.12兆円を買い越した。個人は、28.0%と前年に比べ10%シェアを上昇させたが、8.75兆円と大きく売り越してもいる。また、市場別に個人の売買内容を見ると、ジャスダック・マザーズなど新興市場では7割

以上のシェアを占めるものの、取引金額の9割強を占める東証1部でのシェアは24.1%にとどまっている。

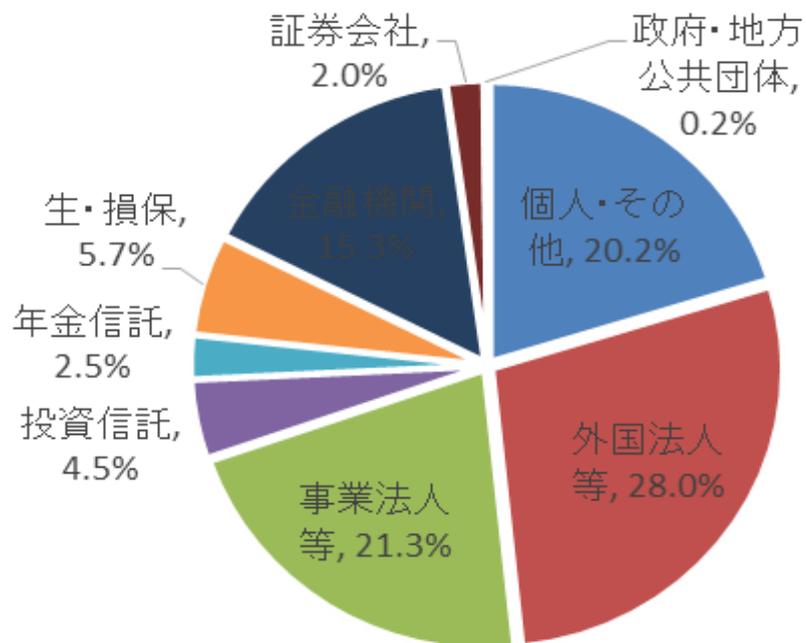
一方、他の投資家動向では、証券会社の自己売買が14.5%となっており1.09兆円の売り越し、金融機関が3.4%で4.72兆円の売り越し、投資信託が1.5%で4,267億円の買い越し、事業法人は1.1%で6,297億円の買い越し(自社株取得の影響が大きい)となっている。

なお、個人の信用比率(個人投資家の取引に占める信用取引の割合)は、2013年は63.2%と前年より2%強増加しているが、その内ジャスダックやマザーズでの信用取引比率が大きく増加しており、個人トレーダー層が中小型銘柄を選好を強めていることが推測される。東証1部でも63%と信用比率が増加しているのは、レバレッジETFなど売買で信用取引利用が進んでおり、こちらは株価指数のデリバティブ取引の代替機能として個人トレーダー層の利用が増加しているようだ。

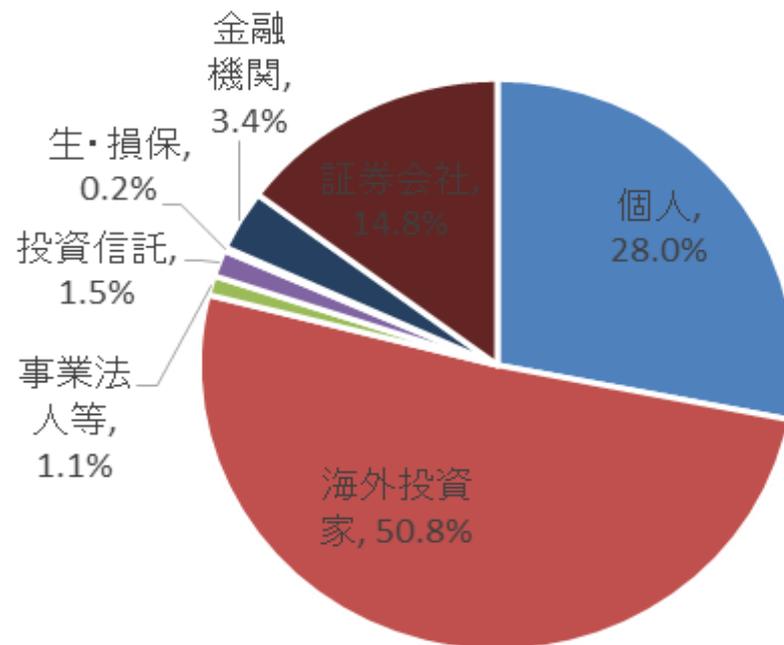
以上は統計による投資家動向だが、海外投資家でも

個人でも、トレーディングや裁定取引から資産運用までの多様な投資ニーズに合わせて、日本市場はどの様に 대응していくのだろうか。

**日本株の保有状況**  
(2013年3月末:金額ベース)



**日本株の売買状況**  
(2013年:金額ベース)



## 取引機能整備の方向性

取引所が行う機能整備の現状について見直すと、先ず株式売買システムarrowheadのリニューアルが2015年央(7月頃)に予定されている。既にシステム開発が行われており、2015年初旬にはリニューアルに伴う売買制度見直しを示した制度要綱を公表する予定となっている。

次期arrowheadの中心テーマは、HFTなどの増加にともなう電子取引(主にコロケーション・サービスを利用して行う超高速・高頻度取引)機能の強化だが、米国での大量誤発注事件を念頭に安全性にも配慮された次の様な機能が新たに加わる。

- ①ユーザー設定型ハードリミットの導入＝一定時間における発注規模をチェック(基準は取引参加者が設定)し、発注を抑止するプログラムを導入
- ②テスト環境の充実＝テスト発注用のダミー銘柄(ダミーシンボル)を本番環境に導入
- ③キャンセル・オン・ディスコネクトの導入＝取引

参加者側のシステム障害等による異常切断が生じた際、既に発注済みの未約定注文を一括で取り消す機能(主にコロケーション・サービスでの)

- ④キル・スイッチの導入＝取引参加者が指定した指定した仮想サーバー(主にコロケーション・サービス上)を強制的に発注禁止状況にするとともに、既に発注済みの未約定注文を一括で取り消す機能

これらは、超高速・高頻度で行われる取引において、取引参加者自らが売買システム上で制御したり異常に対処できる仕組みであるが、新システムの稼働に伴い、次の様に売買制度の一部も見直されている。

- ⑤連続約定気配制度の見直し＝現在は、HFT(高頻度取引)などで小口の注文が瞬間的に多数到来した場合、連続約定気配は表示されないが、新システムでは表示されるようになる。
- ⑥呼値の単位引下げ＝呼値を現行の10分の1程度まで引き下げるのは、本年1月14日よりTOPIX100構成銘柄

の内、株価3000円以上について実施されており、残りの構成銘柄は本年7月22日から予定されている。東証の計画によると、TOPIX100構成銘柄以外の流動性の高い銘柄については、来年の新システム導入時に呼値単位を引き下げるフェーズⅢに入るとしている。

なお現在1日当たり2000万件を超える注文件数(約件数は、その25~30%程度)を安定的に処理する為に、注文件数の増減に対応した柔軟なキャパシティ拡張と、現状で2~5ミリ秒と言われている注文処理スピードを半減させる処理能力の向上が図られる。

また金融機関や海外投資家への情報提供の充実策として、証券保管振替機構と共同で、全上場企業のコーポレートアクション情報(業績・配当修正や自社株取得なども含む)をISO20022メッセージ・フォーマットに準拠して提供するサービスを本年2月より開始しているが、これにより顧客側では、情報の発生源から直接・標準化された情報を取得して、実際の取引の為に必要な処理をリアルタイムで行うことが可能となる。

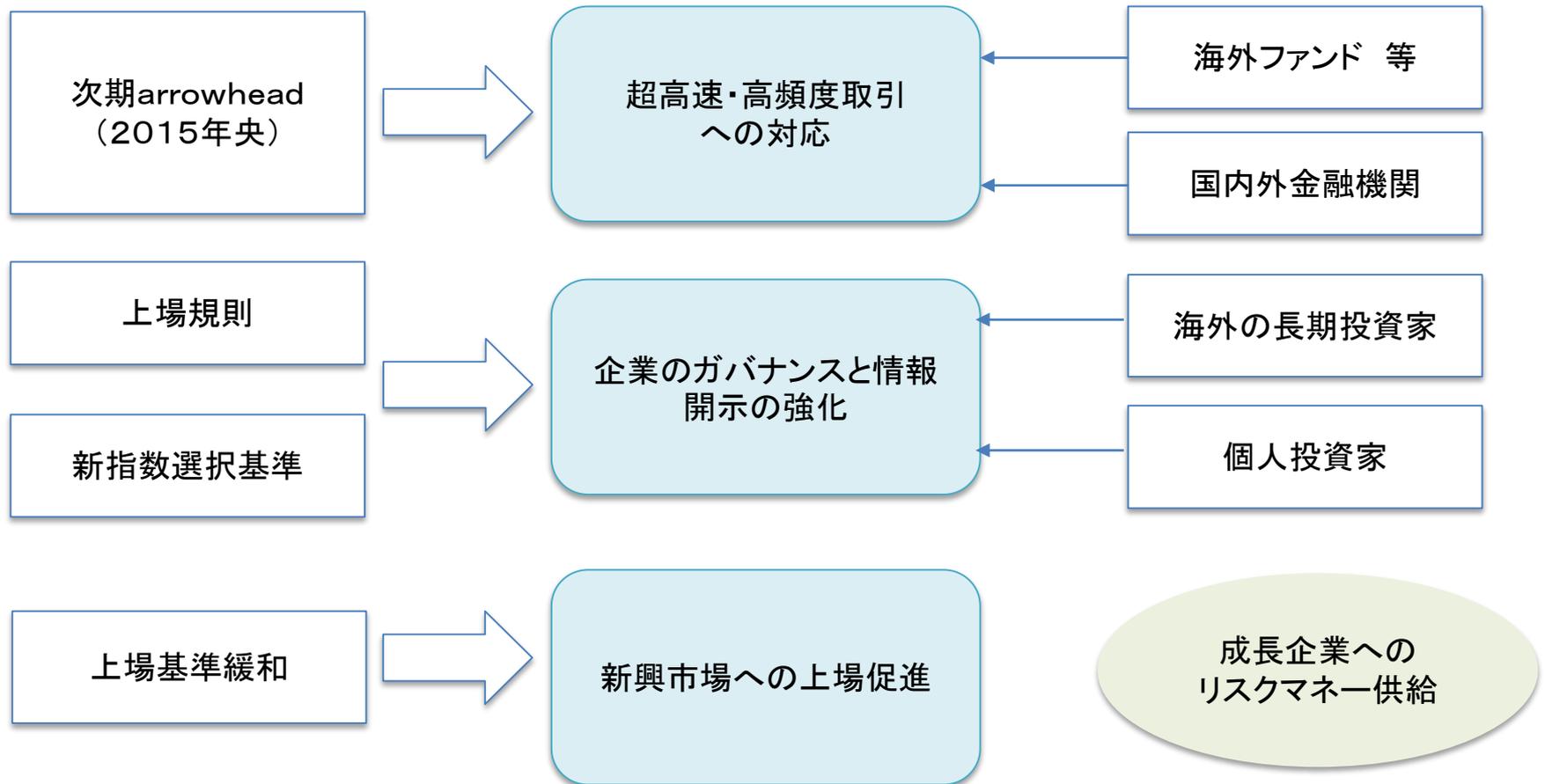
一方、アジア圏の投資家や個人投資家の裾野拡大を念頭にして、証券各社と共同した日本株キャラバンを東証は海外・国内とも積極的に行っているが、日本株全般の魅力向上に為にはコーポレートガバナンス向上への取組みが必要として、上場規則において独立性の高い社外取締役の確保に関する努力義務を、本年2月より上場企業に課している。本年1月6日より算出が始まった新指数JPX日経インデックス400においても、選定の加点要素として、2人以上の独立した社外取締役の選任、IFRS採用、決算情報英文資料のTDnet(英文資料配信サービス)を通じた開示などが上げられており、海外投資家の選好を意識したものとなっている。

新規に上場する企業に関しては、今後、西武ホールディングスや日立マクセル・リクルートなど再上場組、ジャパンディスプレイや日興アセット・東京メトロなどの大型上場が予想され、2015年には日本郵政公社の上場も控えているが、アベノミクスの成長戦略に沿った新興・成長企業の株式公開を促す為に、東証はマザーズ・ジャスダック新規上場時の株主数基準を、現行の上場時300人以上と

なる見込みを、本年3月より200人以上に引下げている。  
これにより、小型の新規上場企業が増加することも予想されている。

以上から、取引所機能整備については、超高速・高頻度取引への対応、長期の投資家を引き付ける上場企業のガバナンスと情報開示の強化、新興市場への上場促進、といった3つの方向性が打ち出されている。

# 取引機能整備の方向性



## 取引ルールと行政の流れ

去年は取引ルールが大きく変わった。特に個人のトレーダー層に影響が大きいものとしては、信用取引において同一保証金の1日複数回利用が可能となったことだが、これによって個人トレーダー層の取引が増加し、個人部門の売買シェアや信用取引比率を押し上げた。また、信用取引などでの空売りで売り下がり禁じたアップティック・ルールが昨年11月より原則廃止されたことで、空売り(株式を借りて行うもの)が行い易くなっている。

次に夜間取引に関する検討が東証で始まったが、論点として主に次の様なことが上げられている。

◇価格形成に関するもの＝参加者が限られたり、情報の流れ方が日中と異なることから、ボラティリティ(価格変動率)が大きくなる可能性がある。また、前場・後場プラス夜間場とした場合、その日の4本値や投資信託の基準価格への反映をどこまで行うか。

◇適時開示に関するもの＝夜間の情報の開示方法や拡散する手段について、昼間と違った対応が必要ではないか。

◇機関投資家に関するもの＝夜間取引に合わせて機関投資家が売買体制を整える為のコスト増加が見込まれ、流動性や証券会社の仲介手数料などから実際の取引コストが上昇する可能性も。

◇決済実務に関するもの＝決済のバッジ処理をどうするか。

◇取引参加者の対応コスト・対応期間に関するもの＝夜間取引システムのBCP対応や売買を仲介する体制整備の負担増が見込まれる。

夜間取引の目的は、アジア圏の投資家や個人投資家層の拡大を狙ったものだが、仲介者などのコスト増予想を踏まえながらも前向きに検討されている。但し、投資家サイドから見直せば、既存のPTS夜間取引の利用や、日本株

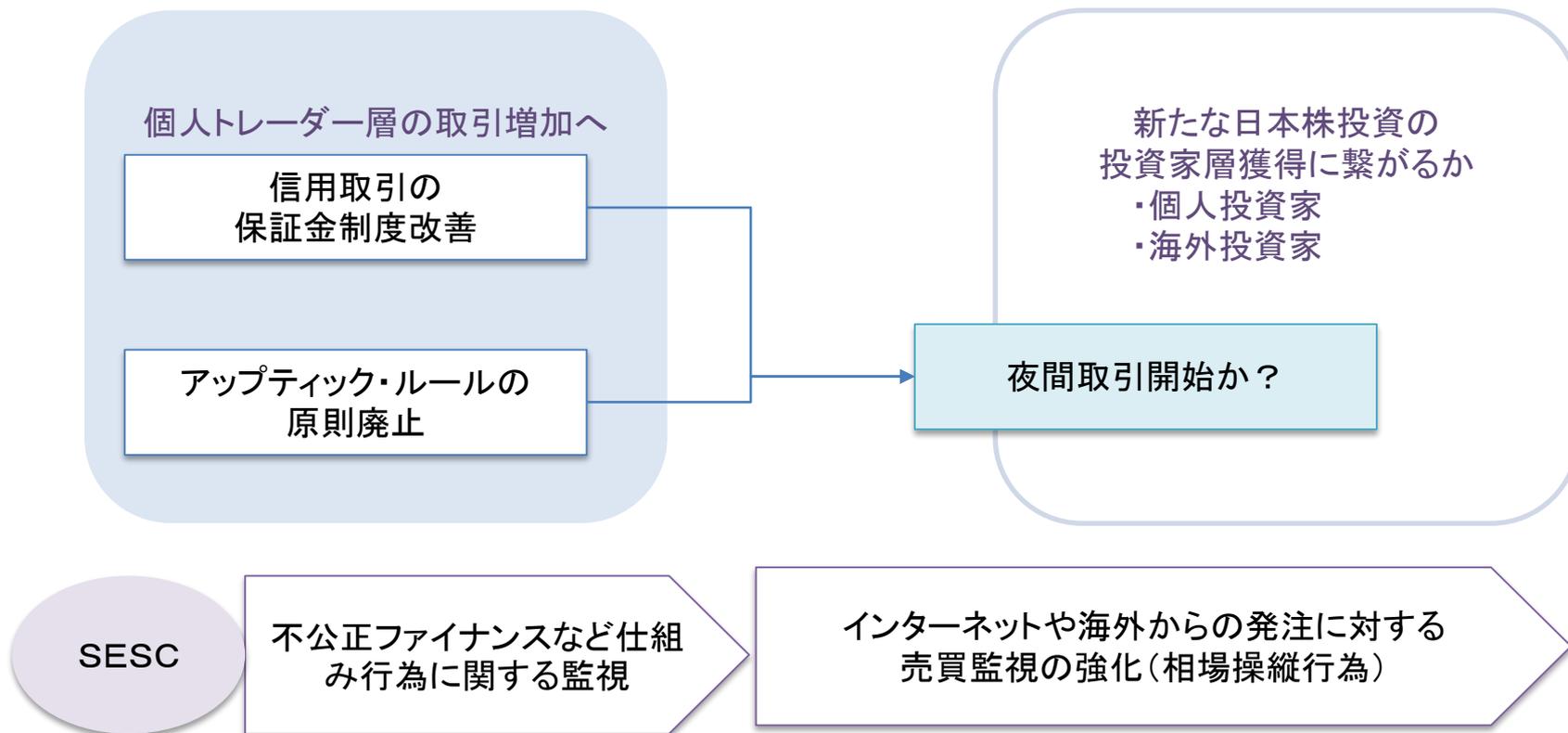
ADR(米国預託証券)の活用など、代替投資手段も考えられる。

一方、株式取引に関する行政の方針は、平成25年度証券検査基本方針の重点検証事項としても不公正取引を防ぐ為の売買監視対応の強化を証券会社に求めている。具体的監視強化の対象として、次の様な事項が上げられている。

- ・公募増資価格の値決め日等の特定日及び大引け間際等の特定の時間帯又は市場の価格形成に影響を与えるような大量の発注等を繰り返す特定の顧客
- ・海外関係会社等から受託する注文について原始委託者を把握すること
- ・空売り規制(空売りの明示確認、価格規制、売付けの際に株の手当てのない空売り(naked short selling)の禁止)の遵守
- ・フェイルの発生に係る管理態勢
- ・インターネットやDMAを通じた見せ玉等による相場操縦

相場操縦行為については、欧米の主要な金融機関によるLIBOR不正操作事件が顕かになり金融当局による巨額の罰金等が話題となった。日本においても、円LIBORにおいて同様の行為が摘発されているが、株式市場での海外のヘッジファンドやプロップハウスなどの取引でも、証券取引等監視委員会(SESC)が海外当局の協力を得て相場操縦行為を摘発することが目立ってきた。昨年7月のジャガーノート(シンガポールのヘッジファンド)は、4億円を超える同行為では過去最高となる課徴金勧告で話題となり、本年2月のセレクト・バンティジ(英領、グローバルに展開するプロップ・ファーム)は、摘発されたのが2銘柄の比較的少額の取引だったが、一部の関係者から100近い銘柄への関与が指摘されている。

# 取引ルールと株式取引に関する行政の流れ



## 残された課題と優先すべきことは何か

取引機能が強化され、取引ルールも市場の拡大を目的に整備されていく中で、日本市場に残された課題をいくつか見直してみる。

先ず取引の公平さとは何かということだが、SESCは不公正取引への監視を強めるとしている。金商法第157条では、取引における不正行為全般を禁止しており、風説の流布や偽計・相場操縦行為等を指してSESCは不公正取引としている。ただ、取引システムや取引手法が高度化していく中で、通常の裁定取引と相場操縦行為の境界線をどう考えていくか、今後も取引参加者等による議論が必要であろう。裁定取引そのものは、取引に流動性を与えるのでその増加は市場にとって歓迎すべきことだが、一方、相場操縦行為は他者の取引を誘因する目的をもって行うこととされており、誘因目的の行為を定義し直すことも必要となるかもしれないが、実例を示した議論の進展が望まれる。

次に、新たな企業やETFなどの上場推進することは市場として重要な施策だろうが、一方、上場廃止などの基準を厳格化することも上場企業・商品の新陳代謝を促すことに

なり、投資家の新たなニーズに応える余地が市場として拡大する。東日本大震災以降、一時的に上場廃止基準が緩和されていたが、4月からこの措置が解除される。上場廃止となりそうな企業では、その一部が不公正ファイナンス等のハコ企業化することがSESCでも指摘されているが、上場廃止銘柄の売買の場の確保として、フェニックス市場などの制度整備が改めて望まれる。

3つ目は投資家間の取引に関する情報格差をどの様に埋めていくかだ。アルゴリズムの作成・超高速取引への発注システム対応、独自の分析調査など、ファンドや機関投資家が取引にかかるコストは、個人投資家などとは大きく異なる。結果、取引システムや取引手法が投資家間で異なるが、これはファンドなどが負う取引リスクと個人投資が負う取引リスクの内容が大きく違っているからだ。一方、取引に関する情報においては、ある程度まで投資家間の格差を縮小することが可能だ。例えば、大口空売り報告における取引所の公衆縦覧義務は、この情報格差を埋める一環と見ることもできる。また、米国で昨年から実施されている取引状況の公表(米SECホームページ)では、HFTなどの状況などが示されるようになってきた。

以上、3つの課題を取り上げたが、日本市場の健全な拡大の前提となるのは、投資家の多様性を維持することだ。海外投資家にも、瞬時の裁定取引を行うプロップハウスやヘッジファンドもあれば、長期の投資を行う海外年金基金もあり、個人投資家でも、デイトレード中心の個人トレーダー層から、NISAで新たに日本株投資を行う新人投資家もいる。市場の優先課題としては、彼らの一部でも結果的に排除するような取引を横行させない取組みが必要だが、ICTの進化を考えれば、先ずは多様な投資家間での取引情報の共有の在り方が見直されても良いのではないだろうか。既に提供されている取引情報についても、株式が電子化され証券保管振替機構に決済や照合が集約されていることを考えれば、情報提供の頻度やタイミング、個人にも理解しやすい公表内容への変更などが議論されることを期待したい。

なお、市場仲介者の証券会社においては、それぞれの投資ニーズに応じた取引情報の分析や、個人投資家など取引手段が限られた投資家層へ代替的投資手段を示すことなどが出来れば、それを新たなサービスとして個人投資家層へ提供することも可能となってくる。市場の課題を埋めることも、また新たなビジネスチャンスとなるだろう。

# 残された課題

