

## 取引所を巡る最近の動向

宮原 幸一郎

### はじめに

ただいま御紹介いただきました東京証券取引所の宮原でございます。今日は、私ども取引所の最近の取組についてお話しする機会をいただき、光栄に思っております。どうぞよろしくお願いいたします。

今日は、大きく四つのテーマでお話をさせていただきます。資料2ページの目次をご覧ください。

一つ目は、日本取引所グループ（JPX）の概

要です。JPXには、私ども東京証券取引所（東証）が属しておりますが、必ずしも多くの方々に認知されていないところがあります。せっかくの機会ですので、JPXの組織や機能等についてお話ししたいと思います。

二つ目は、マーケットの状況です。このところ、メディア等においてブラックマンデーから三〇年、山一証券の自主廃業から二〇年、あるいはパリバ・シヨックから一〇年等の節目を捉えて、これまで数十年の歴史的な変遷を取り上げた記事を見かけることがあります。この間のマーケット

の変遷についてお話したいと思います。

三つ目は、JPX市場の更なる発展に向けた昨今の取組です。特に東証を巡る事柄に焦点を合わせ、お話したいと思います。

四つ目は、世界の取引所の動向等です。これまで、世界の取引所間で続いてきた合従連衡の動きについて触れさせていただきます。

## 一、JPXについて

### (JPXの誕生)

二〇一三年二月、東京証券取引所グループと大阪証券取引所（大証）が経営統合して、JPXが誕生しました。資料3ページをご覧ください。東証と大証は、それまで国内で競争関係にありましたが。しかし、将来に向けて、日本のマーケットが国際競争力を強化していく必要があるという点で

両社の思いが一致し、経営統合に踏み切ることになりました。

東証は現物取引において大きなシェアを占めておりましたし、大証はデリバティブ取引において国内最大のシェアを誇る取引所でした。このため、経営統合に当たっては、公正取引委員会による独占禁止法の審査を受けることになりました。

一次審査だけでなく、二次審査まで行われ、最終的には幾つかの問題解消措置を講じることとなりました。具体的には、新興市場の上場関連手数料を改定する場合、取締役会の決議に先立って、第三者で構成される委員会の承認を得ることなどです。

経営統合の効果としては、次のようなものが挙げられます。

証券会社等の市場利用者との関係では、最大の効果として、システム対応に係る負担が軽減され

たことが挙げられます。統合前において、東証と大証は、現物、デリバティブ、清算等の分野で、それぞれ別々のシステムを採用していました。このため、いずれかの取引所においてこれらのシステムがリリースされないと、証券会社等はその都度対応しなければなりませんでした。経営統合が行われたのを機に、現物、デリバティブ、清算等に関する取引所のシステムが順次一本化されました。この結果、証券会社等における取引所システムへの対応に要するコスト負担は、かなり軽減されたのではないかと思います。

上場会社との関係について申しますと、統合前、大証第一部、第二部の約七〇〇の上場銘柄は、ほとんどが東証にも重複上場されています。現物市場を東証に一本化した結果、それまで上場会社が二つの取引所に支払っていた上場関連手数料は一つで済むことになりました。開示の手

続き等も、東証で行うだけでよいことになりました。また、それまで市場が分かれていることで、流動性が分断されていましたが、市場が一本化されたことによって、各銘柄の流動性が向上し、資金調達の利便性も向上したと考えています。

投資家との関係では、証拠金が一本化されたため資金効率が向上するとともに、同じプラットフォームの上で様々な上場商品の取引が可能になり、投資機会の拡大にも繋がったと考えています。

私も取引所にとりましても、経営統合によってシステム面の合理化を始めとして約八五億円のコスト削減効果を上げることができました。

なお、経営統合によって誕生したJ P Xは、東証第一部に上場しています。

(J P Xの組織図)

資料4ページののとおり、現在、J P Xの傘下には四つの機関があります。

現物取引は、大証第一部、第二部の他、大証が運営していたJ A S D A Q等も含め、東証に集約されました。

デリバティブ取引は、T O P I X先物や国債先物取引等も含め、大阪証券取引所から商号変更した大阪取引所に集約されました。

自主規制業務は、日本取引所自主規制法人に集約されました。売買審査や上場審査等の自主規制業務は、両取引所から委託を受けて、同法人が行っています。

清算業務は、日本証券クリアリング機構（J S C C）に集約されました。

これらの四つの機関のうち、東証、大阪取引所、日本取引所自主規制法人に対しては、J P X

が一〇〇%出資しています。他方、日本証券クリアリング機構に対しては、J P Xだけでなく、地方証券取引所も出資しています。さらに、日本証券クリアリング機構は、上場株式や上場デリバティブだけでなく、国債店頭取引、クレジット・デフォルト・スワップ（C D S）や金利スワップ（I R S）の清算を行っており、この区分に応じ内外の証券会社や銀行等からも種類株式の形で出資を受け入れています。

(J P Xの提供するサービス)

資料5ページののとおり、J P Xは、グループ全体で、自主規制を含む上場や売買、清算・決済から情報サービスに至るまで総合的なサービスを提供しています。商品面でも、現物のみならずデリバティブまで、多種多様な商品を幅広く提供しています。

こうした取引所のスタイルは、垂直統合型ビジネスモデルと言われるものです。日本のように、自主規制部門も包含した取引所グループは、世界を見渡してもそれほど多くはありません。アメリカでは、自主規制部門はFINRA（金融業規制機構）という形で独立していますし、決済部門も独立した機関が存在しています。

JPXの強みは、総合的なサービスを提供できるところではないかと考えています。

#### （JPXのビジネスモデル）

資料6ページのとおり、JPXの収益の源泉は、主に上場会社からの上場料金、取引参加者からの取引参加料金と清算手数料、そして情報ベンダーからの情報料金の四つから構成されます。

#### （収益・費用の構造）

JPXの二〇一七年三半期の収益・費用の構造は、資料7ページのとおりです。

営業収益は一〇七八億円でした。営業収益の内、取引関連収益が四割強を占めており、その内訳は、現物が七割、デリバティブが三割となっています。また、営業収益の残りは清算関連収益が二〇%、上場関連収益が一二%、情報関連収益が一七%となっています。取引関連収益と清算関連収益で営業収益全体の六割強を占めておりますが、これらは市況の影響を受けやすく安定的収益とは言えません。他方、全体の三割弱を占める上場関連収益と情報関連収益は、比較的安定した収益と考えられます。

営業費用は五〇一億円でした。その内、システム関連費用が四割強を占めています。先ほども申し上げましたように、取引所は、売買、清算、情

報サービス等で、様々なシステムを持つていることから、システム装置産業と言っても過言ではありません。

## 二、マーケットの状況

### (日経平均株価の推移)

次に、マーケットの状況について御説明します。資料8ページは、東証が戦後再開してから、直近までの日経平均株価の推移を表したものです。

株価は、一九八五年頃から急激に上昇しました。一九八七年一〇月にブラックマンデーが起り、世界的な株価下落の中で、日本の株価も大幅に下落しました。しかし、それは一時的なもので、その後も、株価は急激な上昇を続け、一九八九年一二月には三万八九五七円という史上最高値

をつけました。

一九九〇年に入って、株価は下落に転じ、一九九二年八月には、バブル後最安値と言われた一万四三〇九円をつけました。その後は一進一退を繰り返していましたが、一九九七年一月に山一證券が自主廃業したことで、株価は下落基調を強めていきました。

その後、一九九九年頃から二〇〇一年にかけて、世界的なITバブルを背景に、株価は上昇基調となりましたが、ITバブルの崩壊を機に再び下落に転じ、二〇〇三年四月には七六〇七円まで下落しました。

同年五月にりそな銀行に対して公的資金の注入が行われたことなどにより、株価は徐々に上昇基調をたどりました。しかし、二〇〇七年にバリー・ショック、二〇〇八年にリーマン・ショックが起きたことを受け、株価は大幅に下落し、二〇

○九年三月には七〇五四円というバブル後最安値をつけました。

その後、株価は一万円前後を行ったり来たりしますが、第二次安倍内閣が発足した二〇一二年末から二〇一三年初めにかけて上昇基調を強めました。二〇一五年七月には、チャイナ・ショックの影響もあって、株価は一時的に下がりましたが、二〇一六年一月にアメリカ大統領選挙でトランプ氏が当選した後、株価は上昇基調にあります。直近の二〇一七年一月には、年初来高値の二万三三八二円をつけました。

(東証市場第一部の売買代金・売買高の推移)

次に、東証第一部の売買代金と売買高の推移を取り上げます。資料9ページをご覧ください。

ここから、一九八九年に株価が史上最高値をつけた時期においても、売買代金・売買高は現在の

約半分に過ぎなかったことがお分かりいただけると思います。その後、一九九〇年代は、株価も、売買代金・売買高も長らく低迷が続きました。

一九九八年に、金融ビッグバン構想を具現化した金融システム改革法が施行されました。これに伴い、有価証券取引税が廃止され、株式委託手数料の完全自由化が行われました。証券業が免許制から登録制に移行するとともに、銀行による投資信託の窓口販売が開始されました。私ども取引所の関係では、取引所集中義務が撤廃され、上場銘柄の取引所外取引が認められたことと併せて、私設取引システム(PTS)の開設が可能となりました。市場間競争を促進するための環境整備がなされたものと受け止めています。インターネット証券の新規参入の動きが見られたのもこの時期です。

ある意味で、この時の制度改革が株式市場の構

造に大きな影響を与えたのではないかと考えています。この頃から、海外投資家が日本のマーケットに参入するようになりました。株式委託手数料の自由化によって、参入障壁が低くなったことが影響しているのではないかと思えます。また、年金基金に対する規制緩和が行われたこと等で、機関投資家のマーケットへの参入が促進されました。

売買代金・売買高は、先ほど申し上げた株価と同様、二〇一二年末の第二次安倍内閣発足以降、大幅に拡大しています。

(東証市場第一部の時価総額)

続きまして、東証第一部の時価総額の変遷を取り上げます。資料10ページをご覧ください。

一九八九年に株価が史上最高値をつけた時、東証第一部の時価総額は約五九〇兆円でした。この

時の日本の時価総額はおそらく世界最大であったと思います。

左下の表は、一九八九年末の東証第一部の時価総額上位二〇社を整理したものです。二〇社中一社が銀行です。後にみずほフィナンシャルグループを設立した日本興業銀行、富士銀行、第一勧業銀行の時価総額を足し合わせますと、実に三四兆円に上ります。当時は、その他の銀行も含め、非常に大きな時価総額を誇っていたことを見てとることができます。

直近の二〇一七年一月には、東証第一部の時価総額は約六七〇兆円と過去最高を更新しています。しかし、一九八九年末の約五九〇兆円とは、一概に比較することはできないと思っています。と申しますのは、当時の東証第一部の上場会社数は一一六一社でしたが、直近では、二〇三九社に増加しているからです。



右下の表は、二〇一七年一月末の東証第一部の時価総額上位二〇社を整理したものです。一九八九年末の上位二〇社から引き続き残っているのは、トヨタ自動車とNTTの二社にとどまっています。他方、一九八九年末時点で上場していなかった六社が新たに上位二〇社に入ってきています。具体的には、情報・通信分野のNTTドコモ、ソフトバンクとKDDI、民営化企業の日本たばこ産業とゆうちょ銀行、日本郵政です。

(世界の企業時価総額ランキング)

ここで、世界的に見た企業の時価総額のランキングに目を移します。資料11ページをご覧ください。

左下の表のとおり、一九八九年三月末において、世界の時価総額上位二〇社のうち一五社が日本企業でした(日本電信電話の時価総額は、資料

10ページと異なり、政府保有株を含んだものになっていきます)。

右下の表のとおり、直近の二〇一七年一月末では、日本企業は、上位二〇社の中に一社も入っていません。上位五社は、アップル、アルファベット(グーグルの持株会社)、マイクロソフト、アマゾン、フェイスブック等のIT系企業が占めています。その他、上位一〇社までに中国のテンセントやアリババが入っています。また、上位二〇社までには、アジアから、中国工商银行、サムスン電子、中国建設銀行が入っています。日本企業では、ようやく四〇位にトヨタ自動車が入っていますが、その時価総額は、一位のアップルの約四分の一にとどまっています。

(投資部門別株式売買状況)

次に、マーケットのプレーヤーの変遷について

見ていきたいと思ひます。

まず、フローベースで見た投資部門別株式売買状況です。資料12ページをご覧下さい。一九八九年時点における投資部門別の売買代金の割合は、証券会社自己が二三・三%、個人投資家が二三・二%、都銀・地銀が二〇・二%で、海外投資家は八・七%にとどまっています。

しかし、直近の二〇一七年一月二四日時点でこの割合を見ますと、海外投資家が五六・八%まで上昇している一方、個人投資家は一七・九%、証券会社自己は一五・一%、都銀・地銀は〇・一%と、いずれも大きく比率を落としていることが見てとれます。

海外投資家の割合は、一九九五年以降、ほぼ一本調子で上昇しています。その要因としてよく言われますのは、カルパスをはじめとするアメリカやヨーロッパの年金基金の資金と、中東のオイ

ルマネーの流入です。加えまして、日本で、一九七七年に年金基金への規制が緩和され、二〇〇一年にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が設立されて、国内株での運用が本格化したことも影響していると考えられます。

#### （投資部門別株式保有比率）

次は、ストックベースの投資部門別株式保有比率です。資料13ページをご覧下さい。

一九八九年時点では、事業法人が二九・五%、生保・損保と都銀・地銀がそれぞれ一五・七%、信託銀行が一〇・二%、外国法人等が四・二%を占めていました。

しかし、二〇一六年時点において、事業法人は二二・一%で引き続き高い割合を占めています。生保・損保と都銀・地銀は、株式持分の解消等を行ったことで、それぞれ四・六%、三・五%

とかなり割合が下がってきています。これに対し、信託銀行は一九・六%、外国法人等は三〇・一%となり、大幅に比率が上がっています。

ここからもお分かりいただけますように、現在の日本の株式市場においては、フローにおいてもストックにおいても海外投資家の比率が大きく、彼らがメインプレーヤーになっているというのが実態です。

### 三、J P X市場の更なる発展に向けた取組

#### (1) 第二次中期経営計画

ここから、J P Xにおける市場の更なる発展に向けた取組、特に東証が主に取り組んでいる施策について御説明したいと思います。資料14ページをご覧ください。

J P Xは、二〇一六年度から「第二次中期経営計画」をスタートさせ、現在二年目に入っています。先ほども申し上げましたが、「第一次中期経営計画」では、東証と大証の経営統合の効果を上げるため、組織やシステムの一本化に注力しました。それに続く「第二次中期経営計画」では、以下の三つの施策に重点を置いて取り組んでおります。

一つ目は、投資者の多様な投資ニーズの充足と、中長期的な資産形成の活性化です。一口に投資家と言いますが、その内訳は、個人投資家、機関投資家、海外投資家等と様々です。こうした投資家の多様なニーズに合致した株価指数の算出や投資商品の上場等を進めていきます。また、金融経済教育の推進や資産形成促進のためのプロモーション活動にも取り組んでいきます。昨今、EiCo.の対象拡大、つみたてNISAの導入等、

制度的な枠組みの整備が進められ、個人投資家の資産形成を促進するための取組がますます重要になってきています。J P Xとしても、この分野に一層注力していきたいと考えています。

二つ目は上場会社の価値向上の支援です。二〇一五年六月にコーポレートガバナンス・コードが導入されましたが、その実効性を更に向上させていくことが大きな課題になっています。加えまして、I P Oの裾野の拡大にも取り組んでいきます。特に、地方創生という観点から、地方からの新規上場を増やすため、積極的に地方の未上場会社に働きかけていきたいと考えています。

三つ目は市場基盤の強化です。決済リスク削減に向けた取組として、二〇一九年に予定されている株券の決済期間の短縮（T + 3からT + 2への移行）、二〇一八年五月に予定されている国債の決済期間の短縮（T + 2からT + 1への移行）等

に適切に対応していきます。また、広域災害やサイバーセキュリティに対し、十分な備えをしておきたいと考えています。加えまして、フィンテックに関して、金融市場インフラへの適用可能性について検証を行っていくと同時に、当社業務での活用により効率化等に取り組んでいきます。

## (2) 東証の上場会社・上場商品

### (概要)

ここで、各施策に関して、もう少し具体的に御説明します。資料15ページをご覧ください、

二〇一七年一月末時点で各市場の上場会社数は、市場第一部が二〇三九社、市場第二部が五二五社、マザーズが二四六社、J A S D A Qが七五〇社となっています。また、プロ投資家向けの市場としてTOKYO PRO Marketがあり、ここには二三社が上場しています。これらを全て合わせ

ますと、上場会社総数は三五八三社となります。

他方、資料の右上にその他現物商品と書かれています。これは、いわゆる投資信託関連の商品です。具体的には、J-REIT（不動産投資信託）、ETF（上場投資信託）、インフラファンド等があります。

#### （ETF市場の市場規模）

ここで、ETFの市場規模を見てみます。資料16ページをご覧ください。

東証としては、ETFは、少額でも分散投資が可能であり、コストも比較的安いことから、個人投資家が投資するのにふさわしい商品と考えられています。現在、積極的に上場銘柄の拡大を図っているところ。下の表にもありますように、日本株、外国株、コモディティ（金、原油等）、レバレッジ及びインバース、外国債券、REIT等、

様々なETFが上場されており、個人投資家でもETFを組み合せることでポートフォリオを形成することが可能です。加えて、上場銘柄の八割が三万円以下で投資可能となっている等、個人投資家にとってメリットが大きい商品であると考えています。

ETFの銘柄数は二〇一七年一月末時点で二二三まで増加し、純資産残高も二二兆円を超えるまでに成長してきています。なお、ETFの純資産残高増加の背景として、日本銀行によるETF買い入れの影響も無視することはできません。

ETFの売買代金は、市場全体の売買代金に占める比率で六、七%まで高まっています。世界の他の市場でも同様の傾向が見られ、例えばNYSEでは約二七%、NASDAQでも約一七%がETFの売買となっています。ロンドンやドイツの取引所でも、ETFの売買が一〇%近いシェア

アを占めている状況です。

(ETF市場の活性化に向けた取組)

資料17ページの上のグラフをご覧ください。ETFの純資産残高の内訳を見ますと、日本株ETFが九四・七%を占めています。また、売買代金の内訳を見ますと、レバレッジ及びインバース型のETFが八四・〇%を占め、圧倒的な比率となっています。

こうした状況を背景に、二〇一六年一二月の金融審議会「市場ワーキンググループ」報告において、ETFの一層の活用に向けた検討課題が掲げられています。資料の下の囲みをご覧ください。ここで、ETFは、少額でも分散投資が可能で、透明性が高く、コストも低いことから、国民の安定的な資産形成に向けて本来有用な投資商品であるとされています。しかし、こうしたメリットを持

つETFが、現状、十分に活用されているとは言い難い状況にあるとされ、取引所等の関係者において検討を行うことが求められています。

一つ目は、ETF市場の流動性の向上です。流動性が特定の銘柄に偏っている状況を改善するため、東証では、来年からETF市場にマーケットメイク制度を導入することを検討しています。

二つ目は、ETFの認知度の向上です。投資信託を知っている人は多いと思いますが、ETFはまだそれほど広く一般投資家に浸透しているとは言えません。そこで、証券会社、資産運用会社と協力しながら、ETFに関するプロモーション活動を推進していきたいと考えています。

(3) ESG投資促進に向けた取組

次に、最近のトピックとして、ESG投資の促進に向けた取組を御紹介します。資料18ページを

を覧下す。

ESG投資とは、環境 (Environment) 、社会 (Social) 、企業統治 (Governance) に配慮している企業を重視・選別して行う投資のことを指しています。皆さんの中にも、最近、ESGという言葉を目にするようになった方が多いかもしれません。世界のマーケットにおいても、ESG関連の上場商品が増えてきています。

こうした中、日本でも二〇一五年九月、GPIFが国連責任投資原則 (PRI) に署名しました。二〇一七年七月には指数ベンダーを対象に公募を行い、日本株を対象とする三つのESG指数を選定して、これらに連動したパッシブ運用を開始しており、その規模は約一兆円となっているようです。

JPXは去る一二月六日、国連が中心になって取り組んでいる、取引所のためのイニシアティブ

である Sustainable Stock Exchange (SSE) に

正式加盟しました。既に東証ではESG関連の株価指数を幾つか算出しておりますし、それに連動するETFも一一銘柄上場しています。また、再生可能エネルギー発電設備を投資対象とするインフラファンドを四銘柄上場しています。今後ともESG投資は増えていくと見られ、ESG関連の商品の上場も増えていくと思われます。

#### (4) 「貯蓄から資産形成」に向けた対応

(金融経済教育の推進)

JPXでは二〇一六年、金融リテラシーサポート部を新設し、個人の資産形成を支援するため様々な活動を推進しています。資料19ページをご覧ください。

東証と大阪取引所では、毎日多くの見学者を受け入れています。二〇一六年度の見学者は、東京

と大阪の合計で、六万八〇〇〇名に上りました。受け入れに当たっては、証券市場を知り、学んでいただくため、証券市場や株式の仕組み等について説明する場を設けているところです。

また、小学生から社会人までを対象に階層別の取組も行っています。小学生から高校生に対しては、日銀と共同で、夏休み等に「親子経済教室」を開催しています。おかげさまで、最近はずぐに定員が埋まってしまうようできて、関心の高さを実感しております。加えまして、政治・経済や公民の授業にJ.P.Xの社員を派遣して、証券市場や日本経済の仕組みについて説明するようなことも行っています。

大学生に対しましては、ゼミ等への講師派遣や、寄付講座での講義等を行っています。

また、社会人に対しましては、「J.P.Xアカデミー」を開催し、レベルの高いファイナンス理論

等、アカデミックな観点から策定したプログラムに基づいて、参考になる情報を提供しています。

#### (プロモーション活動)

資料20ページのとおり、J.P.Xでは、五年ほど前から、「+YOU」と題したセミナーを全国津々浦々で開催しています。これは、投資初心者や未経験者の方を対象に、株式投資の意義や重要性、魅力を分かりやすく伝えるセミナーで、専門家講師陣を迎え、一回当たり概ね一〇〇名程度の方に御参加いただいています。加えまして、二〇一六年一二月より「東証マネ部！」と題した特設ウェブサイトを開設し、身近なお金の話からETFの活用方法等まで、様々な情報を提供するような取り組みも行っています。

こうしたプロモーション活動には、日本証券業協会や証券会社等の御協力が不可欠ですので、今



後ともどうぞよろしくお願いいたします。

(5) コーポレートガバナンスの強化への取組

(これまでの歩み)

資料21ページをご覧ください。

東証では、一九九九年に「OECDコーポレート・ガバナンス原則」が策定されて以降、上場会社のコーポレートガバナンスの強化に注力してまいりました。二〇〇四年には「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を導入し、その後も「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の導入や独立役員制度の確保に係る上場制度の見直し等に取り組みました。

従来、コーポレートガバナンスと申しますと、どちらかと言えば、経営監視機能の観点から議論されることが多かったように思います。例えばアメリカにおいては、エンロンやワールドコム的事

件を契機として、SOX法が制定されました。イギリスにおいても、企業不祥事をいかに防ぐか、不祥事の再発をいかに防止するかといった観点から、コーポレートガバナンスや社外取締役の必要性が議論されてきました。

二〇一五年に策定した「コーポレートガバナンス・コード」は、安倍内閣の「日本再興戦略」を契機としたものです。アベノミクスの成長戦略の一環として、日本企業の国際競争力を強化し、中長期的な企業価値の向上を実現しようとする点で、従来のコーポレートガバナンスの問題意識とは大きく異なっています。コーポレートガバナンス・コードの策定に関する議論がなされる中で、しばしば、「日本企業の稼ぐ力を取り戻す」とか、「攻めのガバナンス」といった言葉が使われました。こうしたことから、企業価値の向上を目指した施策であるということがお分かりいただ

けると思います。

(コーポレートガバナンス・コードと

スチュワードシップ・コードの関係図)

資料22ページをご覧ください。

アベノミクスの成長戦略との関連では、二〇一四年二月、まず「スチュワードシップ・コード」が金融庁によって策定されました。これは、機関投資家が、企業との建設的な対話を通じ、企業の持続的な成長を促すことによって、受託者としての責任を果たすための原則として位置付けられています。機関投資家における資金の最終的な出し手は、個人、年金受給者、あるいは保険契約者であつたりするわけですから、多くの国民が何らかの形で機関投資家の行動と関わりを持っていることとなります。こうした国民の委託を受けた機関投資家が「責任ある機関投資家」として機能すべ

く、まず機関投資家の行動原則を定めることになったわけです。

その後、二〇一五年六月に、東証が「コーポレートガバナンス・コード」を制定しました。これは、上場会社が株主、従業員、取引先、地域社会等、様々なステークホルダーに対する責任を果たすための原則として位置づけられています。上場会社がこれらの原則を適切に実践することで、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られると同時に、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することを期待したものです。

スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは、それぞれ車の両輪として機能することが期待されています。下の図に示したとおり、機関投資家と上場会社との間で建設的な対話（エンゲージメント）を行うことによって、

上場会社は中長期的な企業価値の向上を図り、その結果として、機関投資家は中長期のリターンの向上を図ることが可能になります。このような好循環が実現すれば、最終的には、我が国経済全体の成長にも寄与することが期待されます。

両コードには特徴的なことが二つあります。一つ目は、ルールベースではなく、プリンシプルベースであることです。従来の様々な規則のように、全てをルール化するのではなく、コードの原則や精神に照らして、自らの対応が適切か否かを自主的に判断するよう求めるものとなっています。二つ目は、コンプライ・オア・エクスプレインが採用されていることです。コードにおいて定められた原則を実施するか、あるいは、実施しない場合には、実施しない理由を説明するよう求めるものとなっています。

(コーポレートガバナンス改革の流れ)

資料23ページのとおりに、コーポレートガバナンスを上場会社へ定着させるため、コードの策定以外にも様々な取組を行っています。

例えば、二〇一四年一月から東証と日経新聞社は、J P X日経インデックス四〇〇〇という指数の算出を開始しました。この指数は、従来の日経平均やT O P I Xとは異なる観点で選定された、投資魅力の高い四〇〇社によって構成されています。具体的には、自己資本利益率(R O E)、営業利益、時価総額等のスコアリングに加え、独立社外取締役の選任状況や国際会計基準(I F R S)への対応等の定性的な要素を加点して、上位四〇〇社を選定しています。

他方、会社法でも、社外取締役を置かない場合、置くことが相当でない理由を開示することが求められています。また、様々な研究会、会議、

ワーキンググループ等においても、引き続き、コーポレートガバナンスの定着に向けた議論が行われています。

〔社外取締役の選任比率の上昇〕

資料24ページをご覧ください。

独立社外取締役を二名以上選任している上場会社の比率は、市場第一部で八八・〇%、J P X日経四〇〇では九六・〇%にも上ります。また、独立社外取締役が全取締役の三分の一以上を占める上場会社の比率も、市場第一部で全体の四分の一を超える二七・二%、J P X日経四〇〇では全体の三分の一を超える三四・二%まで上昇してまいりました。上場企業において前向きな取り組みが進められてきていることが窺えます。

〔改善に向う日本企業のROE〕

資料25ページをご覧ください。

上表は、最近の約一〇年間の日本、アメリカ(S & P 500)、イギリス(FTSE100)、香港(香港ハンセン)と世界(MSCIワールド)の平均ROEの推移を整理したものです。二〇〇九年から二〇一二年までの平均で、TOPIX構成銘柄における日本のROEは四・二%でした。それが、二〇一三年以降、概ね七%から八%台まで上昇し、二〇一七年は現時点で九・一%となっています。この背景には、上場会社におけるコーポレートガバナンスの改善の他、円安による業績の向上等も影響しているのではないかと思います。なお、二〇一六年に日本のROEがやや低下した背景には、チャイナ・ショックの影響で円高が進行し、企業業績が低下したという事情があったのではないかと思われます。

他方、アメリカ、イギリス、香港と世界の平均ROEは、概ね一〇%を超える水準にあり、日本のROEはまだまだ低いと言わざるを得ない状況です。

なお、イギリスの平均ROEは、二〇一五年と二〇一六年にそれぞれ五・七%、三・七%と極端に低くなっています。これについては、JPXロンドン事務所を通じて調査した結果、指数におけるウエートの大きいボーダフォンその他、ブリティッシュ・ペトロリアム、ロイヤル・ダッチ・シェル等の資源関連銘柄の収益が大幅に悪化した影響が表われているのではないかと分析しています。

左下のグラフは、上場会社の配当総額と自社株買い総額の推移を表しています。これらは、いずれも増加傾向にあり、上場会社が株主フレンドリー、投資家フレンドリーな方向で、前向きに取

り組んでいただいていることが分かります。

#### (ガバナンス・コード導入後の株価推移)

資料26ページのグラフは、第二次安倍内閣が発足した二〇一二年二月以降について、日本、アメリカ、イギリス、香港、世界における株価指数の推移を見たものです。グラフの中ほどの二〇一五年六月には、日本でコーポレートガバナンス・コードの適用が開始されました。今のところ、日本のTOPIXは、ほぼ一貫して海外の主要株価指数を上回るパフォーマンスで推移していることが分かります。

#### (6) 国内IPO

##### (国内IPO件数の推移)

続きまして、日本におけるIPOの状況についてお話しします。

一九九九年にマザーズ市場が創設されました。

資料27ページのグラフは、それ以降の新規上場会社数の変遷を表しています。

ITバブルの影響かと思いますが、二〇〇七年までは、総じて活発にIPOが行われていました。しかし、二〇〇八年のリーマン・ショックをきっかけに、二〇〇九年以降、IPO市場は低迷が続きました。その後、IPO件数は徐々に回復傾向をたどり、二〇一四年に八〇社、二〇一五年には九八社まで増加しました。おかげさまで、二〇一六年と二〇一七年のIPO件数は九〇社前後で推移しています。

他方、M&A等の組織再編により、上場廃止となる企業も増加しています。二〇一六年には、六八社が上場廃止となりました。ある意味で、上場会社の新陳代謝が行われているように感じます。

(各地域別のIPO件数の推移)

東証では、地域活性化や地方創生のお役に立てるよう、地方自治体や地方銀行と連携しながら、地方の上場候補会社の発掘に取り組んでいます。資料28ページのとおり、最近では地方の上場会社がかかなり増えてきています。二〇一五年以降、毎年、三〇社前後の地方企業が東証に上場している状況です。

資料29ページは、御参考までに都道府県別の上場会社数を整理したものです。

(最近のIPO企業の業種比較)

資料30～31ページは、二〇一四年から一六年までにIPOを行った企業の業種別割合を表しています。

資料30ページは、東証第一部、第二部を見たものですが、IPO企業に大きな業種の偏りはありません。

ません。

他方、資料31ページの新興市場において、マザーズでは、情報・通信業とサービス業の割合が圧倒的に高くなっています。具体的に、情報・通信業ではゲームやコンテンツ、サービス業ではコンサルやM&A仲介等の会社が多くなっています。また、JASDAQでは、情報・通信業とともに、小売業が多いのが特徴的です。

(IPO経営者トップインタビュー集計結果)

東証では、IPO企業の経営者にトップインタビューを行い、上場のメリット等についてヒアリングしています。資料32ページはその結果をまとめたものです。

「上場前に期待した効果」と「上場後実感している内容」を比較しますと、知名度や信用度の向上に関しては、上場の前後であまり変化はありません。

せん。人材の確保に関しても、上場前の期待どおりという結果になっています。他方、社内管理体制の強化と従業員の士気向上に関しては、上場前より、むしろ上場後にメリットを実感したという御回答をいただいています。

このようなIPO企業の経営者の声は、上場の意義を訴える際の手がかりの一つになるものと受け止めています。

(7) HFT

(HFTとは)

次に、HFTについてお話ししたいと思います。

HFTとは、資料33ページ概念図に示したとおり、コンピューター・プログラムを活用した高速・高頻度取引を意味しています。一般的な特徴としては、ネットワークその他のレイテンシーを

最小化（スピードを最大化）させるため、取引所が提供するコロケーション・サービスを利用して、非常に短時間でポジションを構築したり解消したりしていることなどが挙げられます。

なお、コロケーション・サービスとは、取引所の売買システムが設置されているデータセンター内に、取引参加者の発注サーバーを設置することで、物理的な伝送時間を短縮し、より早い発注処理を実現するサービスを指します。

資料の下の表は、二〇一二年から二〇一五年までの主要国におけるHFTのシェアを表しています。欧米のマーケットを中心として、HFTのシェアは高まっています。他方、二〇一二年から二〇一三年までの日本におけるHFTのシェアは一七・一％～二五・九％と欧米と比較して低い水準にとどまっていますが、直近では、三〇％～三五％程度まで上昇してきていると見てい

ます。

#### （HFTに対する規制の動向）

資料34ページの図のとおり、HFTに対しては、これまで、欧米のみならず、日本においても、価格急変の防止、注文回数への課金による取引抑制、取引参加者の管理等を通じて間接的に規制を行ってきました。

例えば、価格の急変を防止するため、アメリカではサーキットブレーカー、日本では値幅制限や特別気配が導入されています。過誤注文に対しては、アメリカ、日本ともに一定のルールが整備されています。また、日本やEUでは、注文回数への課金を通じて過度な取引を抑制しています。加えて、アメリカ、欧州、日本に共通して、取引参加者に対してシステム管理体制の整備を求めるとともに、取引記録の保持義務等も課しています。



こうした中、ヨーロッパでは二〇一八年の年初から、日本においても同年の四月から、HFTの登録制が導入される予定です。

(日本で導入予定のHFT規制)

二〇一六年の金融審議会「市場ワーキンググループ」においては、HFT業者の市場参加により流動性が厚くなることで、スプレッドが縮まり、一般投資家にもその恩恵が及んでいるとの指摘もあるため、HFT業者を一律に日本市場から排除してしまうような対応を行うことは適当でないと考えられるとされました。その上で、投資家が安心して参加できるように厚みのある市場の実現を図っていく必要があることも踏まえ、一定の規制が必要であるという結論が取りまとめられました。

これを受けて、金融商品取引法の一部改正法案

が取りまとめられ、二〇一七年五月に改正法が成立し、現在、政省令について準備が進められています。

資料35ページでは、具体的な規制の概要を整理しています。体制整備・リスク管理に係る措置に関しては、取引システムの適正な管理・運営の他、外国法人の場合、国内における代表者または代理人の設置等が定められています。当局に対する情報提供等に係る措置に関しては、取引戦略の届け出、取引記録の作成・保存、当局による報告徴求・検査・業務改善命令等が定められています。その他、無登録で高速取引を行う者等から証券会社が取引を受託することの禁止、高速取引を行う者に対する取引所の調査等が定められています。

(8) フィンテック等への取組

JPXでは、フィンテック等に関連して、主に二つの取組を進めています。資料36ページをご覧ください。

一つ目は、売買審査におけるAIの活用です。

AIの活用により、審査不要な案件を除外するなど、調査の効率化を図ることで、担当者はより詳細な調査に注力し、更に深度のある売買審査を実現していきたいと考えています。現在、フィージビリティスタディを進めており、実用化の目処がかなりたつてきたと思っています。

二つ目は、ブロックチェーン技術に関する実証実験です。二〇一六年の春、IBMや野村総研等と共同で、金融市場インフラへの適用可能性について第一弾となる実証実験を行いました。二〇一七年春からは、第二弾として業界連携型の実証実験を開始し、証券会社を中心に、金融庁や日本銀

行など約四十社に参加いただいています。この業界連携型の実証実験では、大和証券を中心とした約定照合に関する共同検証、NEC・SBI等を中心とした本人確認に関する共同検証等、具体的な共同検証も開始されております。

これまでの検証により、証券取引でブロックチェーンを活用できるとすれば、ポストトレードの分野ではないかという方向性が見えてきました。当面は、この分野での活用の可能性を追求することを通じて、市場や取引所の効率化等に結びつけていきたいと考えています。

#### 四、世界の取引所の動向等

(世界の取引所の再編に向けた動き)

最後に、世界の取引所の動向を見ていきます。一九九〇年代以降、取引所を巡る環境は、証券

取引の電子化、規制緩和、グローバル化が進展するとともに、P T S や外国取引所との競争が激化するなど、大きく変化してきました。そうした中で、各国の取引所は、会員組織から株式会社へ移行し、市場の運営という公益性の高い事業を営みつつ、株式会社として企業価値の向上とそのための利益の追求を求められるようになりました。その結果、取引所にとって、他の取引所との統合が、経営戦略上の一つの選択肢として意識されるようになってきました。

アメリカにおいては、ニューヨーク証券取引所(N Y S E ) の市場シェアは二三%弱にとどまり、N A S D A Q に至っては、その市場シェアは約一八%まで落ち込んでいます。また、英国株式の取引におけるロンドン証券取引所(L S E ) のシェアも、六〇%前後にとどまっています。

資料37ページに、世界の取引所の再編の動きを

整理しています。二〇〇七年にN Y S E とE F T F o r e i g n が合併し、これが国境をまたいだ合併の先駆けとなりました。この後、世界中で、取引所の買収や合併の動きが続きました。東証と大証が経営統合の道を選びましたのも、日本のマーケットが国際競争力を強化していく必要があると考えたために他なりません。

なお、ドイツ取引所とロンドン証券取引所グループ(L S E G ) の間で、合併に向けた検討が進められていましたが、二〇一七年になって、両社の合併は断念に追い込まれました。この他にも、幾つか合併や買収が断念された例がありますが、その背景には大きく分けて二つの理由があります。

一つ目は、独占禁止法との関係です。例えば、ドイツ取引所とL S E G の合併断念の背景には、この合併により生じる競争制限効果の問題を解消

するため、欧州委員会がLSEに求めた措置を、LSEが受け入れなかったことがあります。また、NASDAQ OMXによるNYSE Euronextの買収断念に関しても、アメリカの司法省反トラスト部門の承認が得られなかったことが背景にございます。

二つ目は、国のインフラとしての性格を有する取引所の合併に対して、所在国の政府や関係者の理解が得られないケースがあることです。例えばシンガポール取引所(SGX)がオーストラリア証券取引所(ASX)を買収しようとした時は、オーストラリアの財務大臣が国益に反するという理由で買収を却下しました。また、LSEとカナダのTMXグループの合併断念の背景には、金融機関を中心とするTMXグループの株主が他国の取引所による買収に強い反感を示し、合併計画の承認に必要な三分の二の同意が得られないとい

う事情がありました。

世界の取引所の再編の動きは、ここに来て落ちつきを取り戻しており、次の展開が見えにくい状況にあります。他方、取引所を巡っては、例えば、LSEが指数算出業者やITベンダーを買収する等、取引所周辺ビジネスに進出するために買収を進める動きが見られ、この面では、今後とも世界中で様々な動きが出てくると見込まれます。

#### (世界におけるJPXの現状)

世界の中でのJPXの立ち位置を見てみます。

資料38ページをご覧ください。

上場会社時価総額では、第一位のNYSE、第二位のNASDAQに次いで、JPXは第三位となつていきます。一方、株式売買代金では、NYSE、深圳、NASDAQ、上海等が上位を占めて

います。なお、ここには載せておりませんが、もともと私設取引システムとしてスタートし、今は取引所として認可されているアメリカのBATSとヨーロッパのBATS Chi-Xを含めると、株式売買代金でJPXは世界第七位となります。

他方、大阪取引所のデリバティブ取引高は、世界では第一七位となっています。大阪取引所では、金融商品の先物取引を中心に取り扱っておりますが、様々な事情で商品取引に進出できないままとなっています。シカゴ・マーカントイル取引所やユーレックス取引所等、商品も含めてデリバティブ取引を行っている取引所は、取引高を大きく伸ばしています。この点は、今後、総合取引所構想との兼ね合いで、様々な検討が必要であると考えています。

大変駆け足で恐縮でございますが、以上をもちまして私からの御説明とさせていただきます。ど

うもありがとうございました。(拍手)

**増井理事長** 宮原社長、取引所を巡る現状や様々な課題について、わかりやすく御説明いただきありがとうございます。

若干お時間がございます。せっかくですので、皆様から何か御質問等はないでしょうか。――すぐにはないようですので、私の方から。

本日は幾つも質問したいことがあるのですが、最後のお話に関連して、JPX、あるいは東証として、外国の取引所との競争という点でどのようなことをお考えになつているのでしょうか。

**宮原** 難しい質問ですが、マーケットにとつては流動性が非常に重要です。日本の今のマーケットにおいては、海外投資家が取引の中心になっています。その意味で、海外投資家の日本株への投資をもっと増やしていければと考えています。他

方、日本でもコーポレートガバナンスが進展し、上場会社も投資家フレンドリー、株主フレンドリーになってきておりますので、日本の投資家に、ぜひ日本のマーケットに投資していただけるようにしていきたいと考えています。個人投資家の貯蓄から資産形成への大きな流れを作っていければと考えている次第です。

**増井理事長** その他に御質問はございますでしょうか。——ちょうど予定の時間になりましたので、今日の「資本市場を考える会」はこの辺りで終わらせていただきます。

宮原社長、どうもありがとうございました。

(拍手)

(みやはら こういちろう・株式会社東京証券取引所代表取締役社長)

(本稿は、平成二九年十二月十一日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

取引所を巡る最近の動向

宮原 幸一郎 氏

略 歴

- 1979年 3月 慶應義塾大学法学部卒業
- 1979年 4月 電源開発株式会社入社
- 1988年 3月 同社退社
- 1988年 4月 東京証券取引所入所
- 1994年 6月 ニューヨーク事務所長
- 1997年 6月 株式部信用取引課長
- 2000年 6月 総務部広報室長
- 2002年 6月 総務部長
- 2004年 6月 情報サービス部長
- 2005年 6月 株式会社 ICJ 出向 代表取締役社長
- 2005年12月 株式会社東京証券取引所 執行役員  
及び株式会社 ICJ 代表取締役社長
- 2006年 6月 株式会社 ICJ 代表取締役社長退任
- 2007年10月 東京証券取引所自主規制法人常任理事
- 2009年 6月 株式会社東京証券取引所グループ 常務執行役
- 2013年 1月 株式会社日本取引所グループ 常務執行役
- 2013年 1月 株式会社東京証券取引所 常務執行役員
- 2013年 6月 株式会社東京証券取引所 常務執行役員退任
- 2014年 6月 株式会社日本取引所グループ 専務執行役
- 2015年 6月 株式会社東京証券取引所 代表取締役社長（現任）  
株式会社日本取引所グループ 取締役
- 2015年11月 株式会社日本取引所グループ 取締役兼執行役（現任）

以上