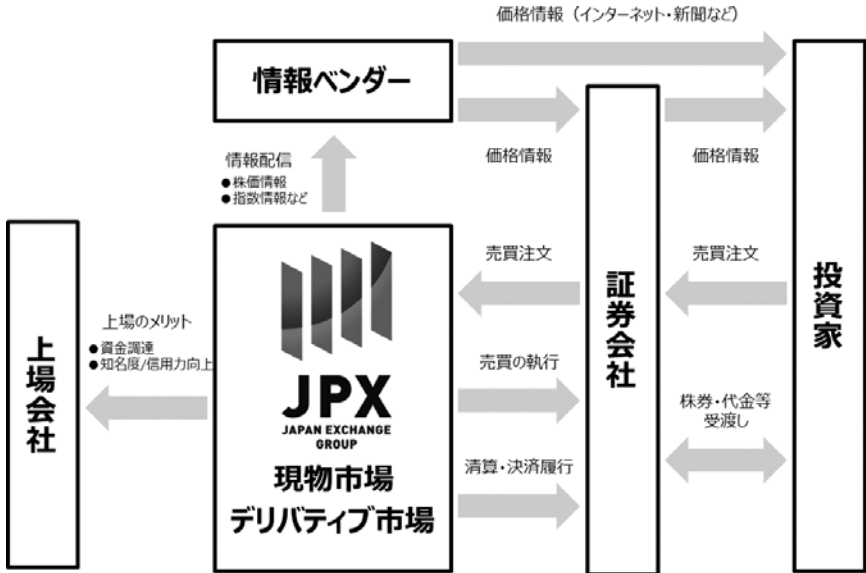


第10章 金融商品取引所等(1)

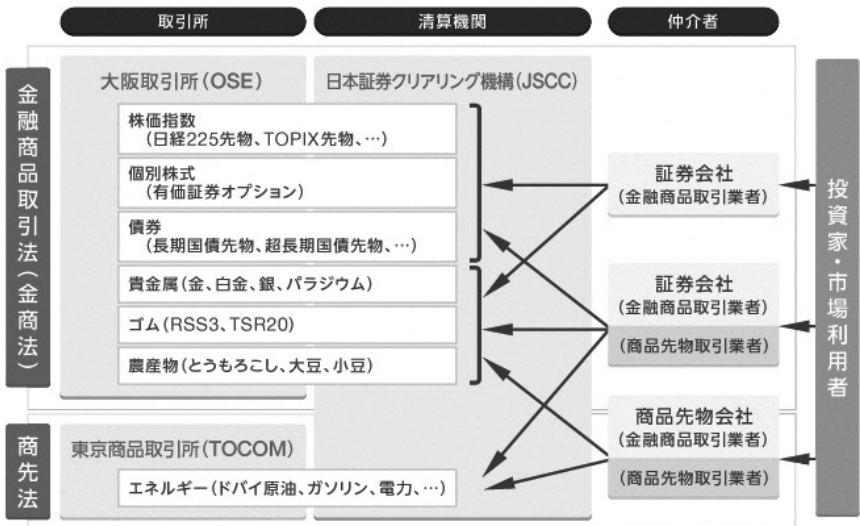
1. 金融商品取引所等の機能 金融商品取引所の基本的機能は、市場を開設し有価証券等の需給を集中させることによって、その流動性を高め、需給を反映した公正な価格を形成・公示することにある。その目的は、有価証券の売買や市場デリバティブ取引を行うために必要な市場を開設し、公益および投資者の保護に資するための売買等が公正、円滑に行われることを旨として運営することであり、公正かつ透明で効率的な市場の提供がその基本的な使命である。開設する市場は、金融商品への流動性の付与と公正な価格形成の場の提供という機能を有し、投資者が安心して投資できる環境を提供するとともに、有価証券の発行による円滑な資金調達や市場デリバ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等の機能 (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。これが従来(2022年4月の市場区分の見直し以前)の東証の本則市場である「市場第一部」及び「市場第二部」の創始である。以後、新規上場会社は市場第二部に指定するものとしていたが、1986年、NTT株券の上場に伴い一部指定基準等を改正し、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は、新規上場時から市場第一部へ指定できることとした。1996年には明瞭化の観点から市場第一部への直接上場に関する基準を規則化し、一定の上場株式数や一部指定基準相当の株式の分布が求められることとなった。

また、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の場が再び必要となると、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。また、2004年には取引所化されてジャスダック証券取引所となり、2010年には大証の運営するヘラクレスと市場統合。2013年7月からは東証と大証の経営統合に伴い、「JASDAQ」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、債務超過や赤字企業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。また、2011年には、マザーズの信頼性向上と活性化の観点から上場制度の見直し(事業計画の合理性を評価することへの上場審査手法の変更など)が行われた。

その後、2022年4月には、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、東証において市場区分の見直しが行われている(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 従前、東証は、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つの市場を運営していた。この市場構造は、東証と大証が2013年に株式市場を統合した際に、上場会社や投資者に影響が出ないようにそれぞれの構造を維持したことによるものであるが、近年においては改善すべき点も見受けられていた。2018年、東証が、市場構造を巡る諸問題やそれを踏まえた今後の在り方等に関して意見募集を実施したところ、具体的には、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、といった課題が市場関係者から指摘された。

東証は、これらの課題を踏まえて、2022年4月4日に、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、従来の市場区分を、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へと再編することとした。

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・定性的な基準が設定されている。各市場区分における新規上場のための基準と上場維持のための基準は原則として共通化され、上場会社には、上場後においても継続して新規上場基準の水準を維持することが求められる。また、各市場区分はそれぞれ独立している位置づけとされ、従来のような他の市場区分に移る際の緩和された基準は設けられない。よって、上場会社が市場区分の変更を行う場合には、変更先の市場区分の新規上場基準と同等の基準に基づく審査を改めて受け、その基準に適合することが必要となる。

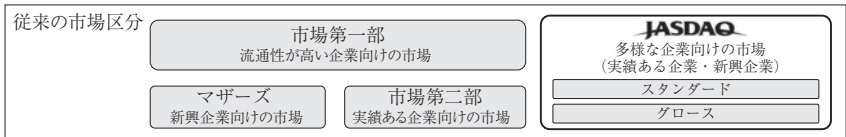
また、以上の市場区分の見直しと併せて、市場第一部の上場会社により構成されるTOPIXについても、市場代表性に加えて投資対象としての機能性の更なる向上を目指して、見直しが行われている。

市場構造を巡る主要な課題

- 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
 - ✓市場第二部・マザーズ・JASDAQの位置付けが重複している
 - ✓市場第一部は市場コンセプトが明確でなく、パッシブ投資の隆盛により流動性が相対的に低い銘柄の価格形成に懸念が持たれている
- 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
 - ✓市場第一部へのステップアップ基準が、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの観点から十分に機能していない
 - ✓マザーズ・JASDAQへの機関投資家の参入、新興企業の成長性に係る情報開示が不十分
- ③投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない
 - ✓現在、多くの投資者がベンチマークとしているTOPIXは、市場第一部全銘柄で構成
 - ✓JPX日経400やTOPIX500などの指数をベンチマークとする投資者は少ない

我が国経済の持続的成長に向けて、上場会社各社の中長期的な企業価値向上とベンチャー企業の育成が必要かつ不可欠

市場区分の見直しと新たな市場区分のコンセプト



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。

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を図ることにより透明性を確保することが求められるだけでなく、投資者保護および市場機能を適切に発揮する観点から、企業行動に対して適切な対応をとることを求められており、東証はこれを企業行動規範として定めている。

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るが、2025年3月以降からは本来の上場維持基準が適用されることとなっている。

東証は、上場廃止基準に「該当するおそれがある」場合に、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る。その後、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 ・ 買収防衛策の導入に係る遵守事項 ・ MBOの開示に係る遵守事項 ・ 支配株主との重要な取引等に係る遵守事項 ・ 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 ・ 議決権行使を容易にするための環境整備 ・ 無議決権株式の株主への書類交付 ・ 内部者取引の未然防止に向けた体制整備 ・ 反社会的勢力排除に向けた体制整備等 ・ 会計基準等の変更等への的確な対応に向けた体制整備 ・ 決算内容に関する補足説明資料の公平な提供

上場維持基準

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）

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
特設注意市場銘柄等	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）

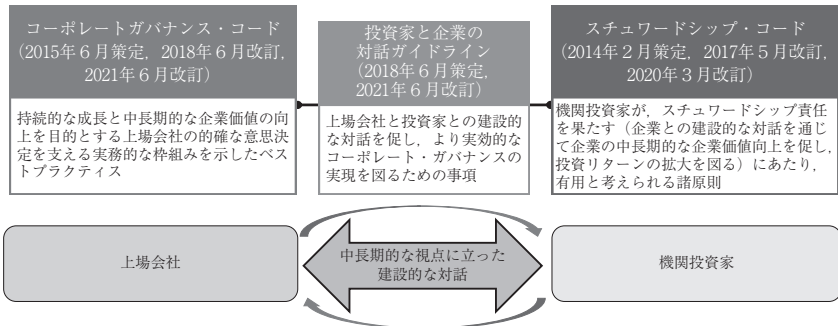
6. コーポレートガバナンス・コード

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。コードは基本原則、原則、補充原則の3層構造で、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、両コードの付属文書として、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年に改訂が行われたが、その後の2021年6月に再度の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。プライム市場及びスタンダード市場の上場会社には改訂後の基本原則・原則・補充原則の全て、グロース市場の上場会社には基本原則のみが適用されるが、プライム市場は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、改訂後の原則・補充原則には、プライム市場の上場会社を対象に一段高いガバナンス水準を求める内容も含まれている。

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) 証券取引所の中心的な株式売買の制度は、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。立会取引の制度概要としては、東京証券取引所を例にとると、取引時間は、午前9時から午前11時30分まで(午前立会「通称“前場”」)と、午後0時30分から午後3時まで(午後立会「通称“後場”」)の二つに区分されている。

注文の種類は、主に、値段を具体的に指定する指値注文と、その時の市場価格により売買が成立する成行注文の2種類があり、指値注文の値段は、その価格帯ごとに1円単位や10円単位など注文できる値段の単位が定められている。特に流動性の高い一部の銘柄(2023年6月より、対象銘柄をTOPIX 100構成銘柄からTOPIX 500構成銘柄に拡大)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は、前日の終値等から一定の値段までと定められており、急激な株価の変動を抑止している。

立会取引の売買契約の締結は、価格優先の原則(最も値段の高い買注文と、最も値段が安い売注文が他の注文より優先される)と時間優先の原則(同じ値段であれば、先に発注された注文が優先される)という二つの原則に従い、以下に説明する板寄せ方式およびザラバ方式の2通りの方法によって行われる。

板寄せ方式

板寄せ方式とは、立会開始後最初の約定値段を決定する時等に行われる方式であり、成行注文の全量執行など、一定の合致要件を充足する単一の価格を約定値段として、売買成立前に発注されたすべての注文を、価格優先の原則に従い対当させるものである。

ザラバ方式

ザラバ方式とは、板寄せ方式により立会開始後の最初の約定値段が決定した後、立会終了値段決定の直前まで継続して行われる方式であり、価格優先および時間優先の原則に従って、新たに発注された買(売)注文を、既に発注されている最も優先される売(買)注文と対当させていくものである。

なお、取引所への発注等における識別子として使用される証券コードは、従来数字4桁で構成されていたが、銘柄数増加への対応として、2024年1月に証券コードが設定される銘柄より、英文字を組み入れることとなった。

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1万株の成行の買呼値をすると、まず、A証券の500円の売呼値の残り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、終値取引および自己株式立会外買付取引の4種類に分けられる。

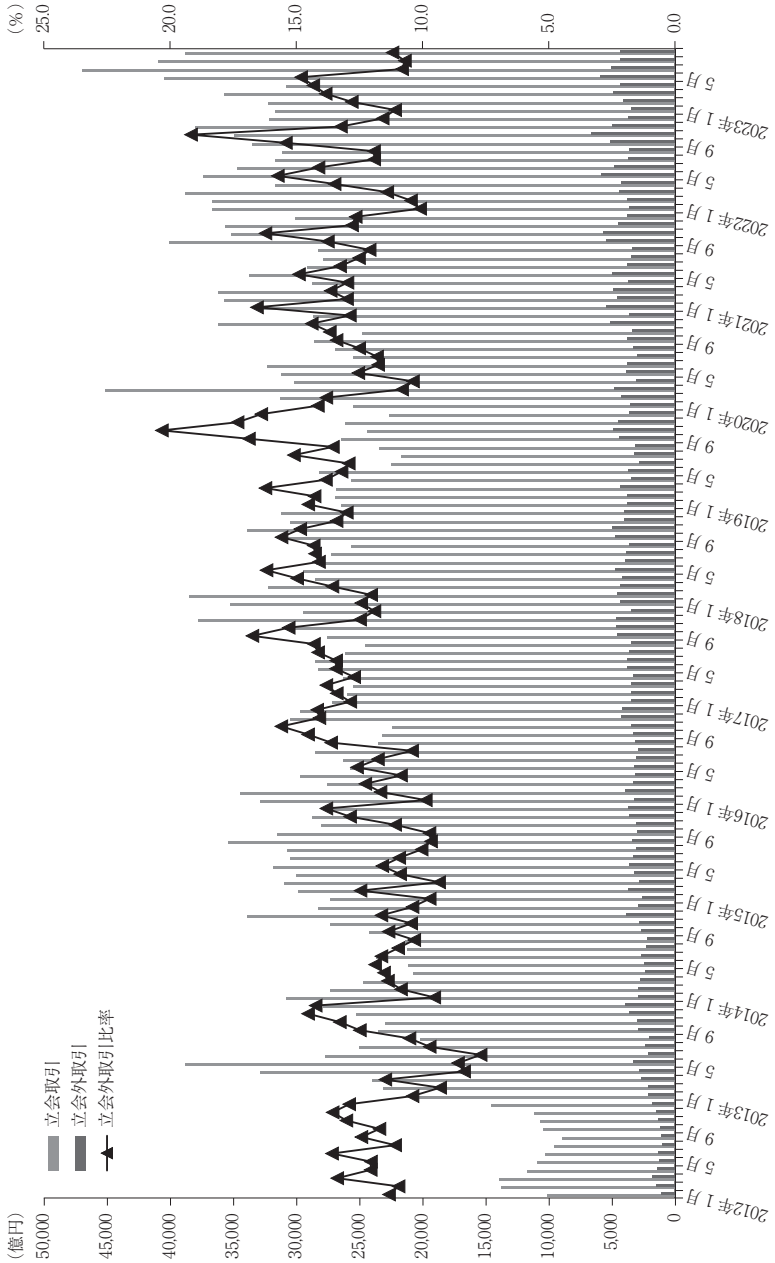
単一銘柄取引 個別銘柄を対象とし、原則、立会取引における直前の約定値段等の上下7%(7%を乗じた値が5円未満の場合には一律5円)における価格での執行を行う取引制度である。

バスケット取引 15銘柄以上を同時に、かつ総売買代金で1億円以上を売り付ける(または買い付ける)取引を対象とし、バスケット構成銘柄の立会取引における直前の約定値段等に基づいて算出される基準売買代金の上下5%の売買代金での執行を可能とする取引制度である。

終値取引 午前立会、午後立会の開始前および午後立会の終了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. 清算・決済制度(1) 証券取引所で行われた有価証券の売買は、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売買代金の支払い)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。

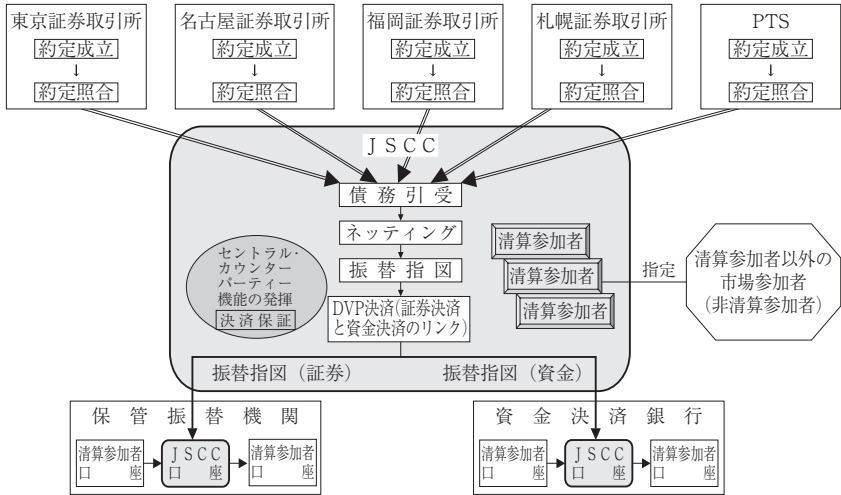
②**ネットティング** JSCCは、各清算参加者間の売付数量と買付数量、支払金額と受取金額を相互に相殺(ネットティング)し、その差額を決済する。これにより、決済に必要な金額や証券の移動を最小限にすることができる。

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。

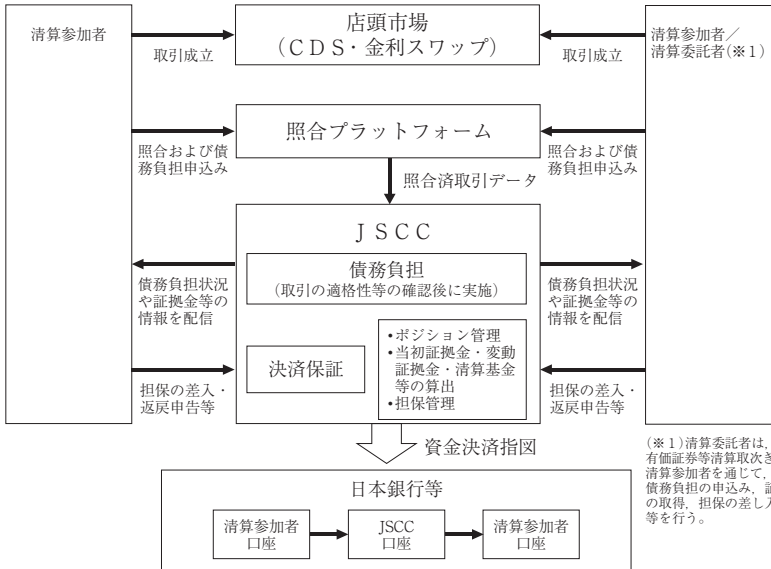
JSSC を利用した清算・決済のイメージ (取引所取引)



※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。

10. 清算・決済制度(2) 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つた場合には、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。

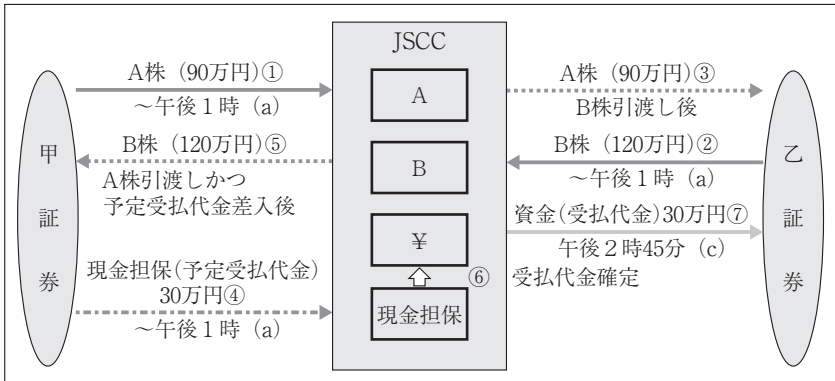
ただし、決済は、予定された決済日を遵守することが基本であることから、無制限にフェイルが継続されることのないよう、フェイルを起こした清算参加者に対する遅延損害金等のペナルティーや、バイイン（被フェイル参加者からの請求により、フェイルに係る有価証券の強制買付および引渡しを行う制度）といった仕組みを設けている。

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。
- ⑥ JSCC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。

11. 株式等振替制度 上場会社の株式等に係る権利の管理は、振替機関である証券保管振替機構（保振）の株式等振替制度により、保振および口座管理機関である証券会社等に開設された振替口座において行われている。従前は株券等の存在を前提とした管理が行われていたが、2009年1月の株券電子化によって株券等が廃止されたため、現在は電子的に管理が行われている。

株式等振替制度の対象有価証券は、証券取引所に上場されている株式、新株予約権、新株予約権付社債（CB）、投資口（REIT等）、協同組織金融機関の優先出資、投資信託受益権（ETF）、受益証券発行信託の受益権（JDR）などである。

株式等振替制度の概要は、次の通りである。

①株式の権利の帰属は振替口座簿の記録により定まり、株式の移転は口座の振替により行われる。

②口座管理機関は、基準日等の振替口座簿における株主の氏名や住所等および保有株式数の情報を振替機関に通知し、振替機関は当該情報を編集して、発行会社に対して通知（総株主通知）する。

③株主総会の議決権行使や剰余金の分配等は、発行会社が総株主通知に基づき作成する株主名簿の記載に基づき行われる。

④少数株主権等の行使は、株主の申出により、振替機関から発行者へ株主の保有株式数や継続保有期間の通知（個別株主通知）がされた後の一定期間に行うことができる。

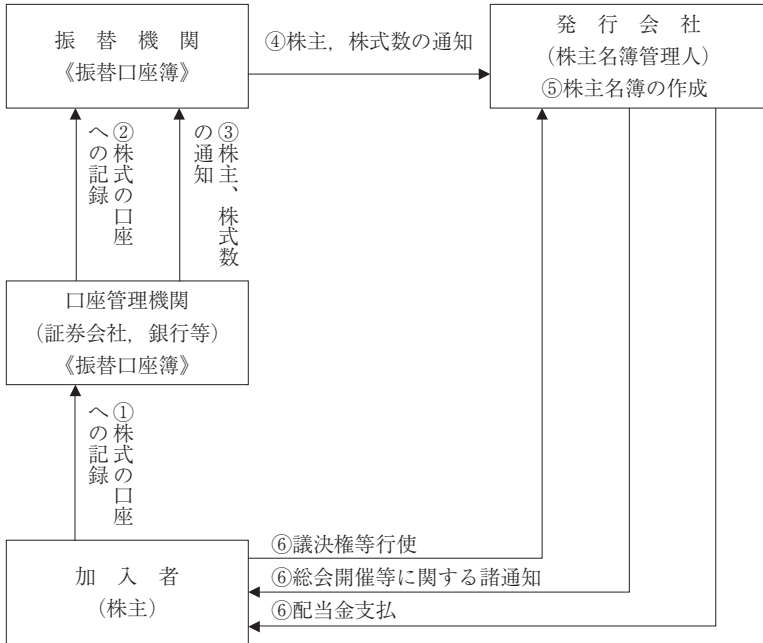
振替制度の主なメリットとしては、以下の点が挙げられる。

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、また発行会社の合併や商号変更の際に、発行会社に株券を提出する必要がなくなる。

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

③証券会社にとっては、株券の保管や運搬に係るリスクやコスト等が削減できる。

株式等振替制度における加入者，振替機関および発行会社との関係



株券電子化前後の主な制度変更

	保管振替制度（電子化前）	振替制度（現行）
券面	<ul style="list-style-type: none"> ・ 券面あり ・ 保振に預託された株券は保振で集中保管し，請求に応じ交付 ・ 保振制度外の株券は，所有者が個別に保管 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 券面なし
権利の帰属	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株券の占有による株式の権利の推定（保振制度外） ・ 口座簿に記録された者を株券の占有者とみなす 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 振替口座簿の記録による株式についての権利の推定
株主管理の形態	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主名簿で管理（保振制度外） ・ 実質株主名簿で管理（保振制度内） ・ 株主の名寄せは株主名簿管理人が行う 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主名簿で一元的に管理 ・ 振替機関が株主を名寄せし，株主名簿管理人に通知する
株式の譲渡	<ul style="list-style-type: none"> ・ 券面の交付（保振制度外） ・ 口座振替（保振制度内） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 口座振替

12. 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、注文発注・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、注文件数の継続的な増加等の市場を取り巻く環境変化や、電子取引の進展が市場に与えるリスク等に対応するため、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た。

また、2024年11月には市場利用者の利便性や国際競争力、レジリエンス（障害回復力）をさらに高めていくために、4回目のシステムリニューアルを予定している。

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に係る売買システムも「arrowhead」および「ToSTNeT」に一本化された。

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。なお、株式等の決済期間短縮に伴い、2019年7月にリニューアルが実施された。

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

	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度～
売 買 系	arrowhead (現物)	2019.11 RP BCP対応 新セカンダリ対応	2022.7	2024.11 RP	
	J-GATE (先物/オプション)	2021.9 RP (新セカンダリ対応含む)			
	ToSTNeT システム (現物立会外)	2019.11 ハードウェア7RP BCP対応 新セカンダリ対応	2022.7	2024.11 RP	
	ISC システム (指数算出)	2019.11 RP BCP対応 新セカンダリ対応	2022.7	2024.11 RP	
清 算 系	現物清算システム	2019.7 RP BCP対応 新セカンダリ対応	2022.12	2024年度前半(想定) ハードウェア7RP	
	派生清算システム	2018.2 稼働 ハードウェア7RP (新セカンダリ対応含む)	2022.7		
	国債清算システム	2022.1 RP (新セカンダリ対応含む)			
	OTC 清算システム	2018.2 RP BCP対応 新セカンダリ対応	2022.12	2024年度前半(想定) ハードウェア7RP	

(出所) 日本取引所グループ「IT マスタープラン」2023年3月版

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

デリバティブ売買システムは、大阪取引所のデリバティブ市場で、注文発注・注文の付け合せ・約定通知の作成・板の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。

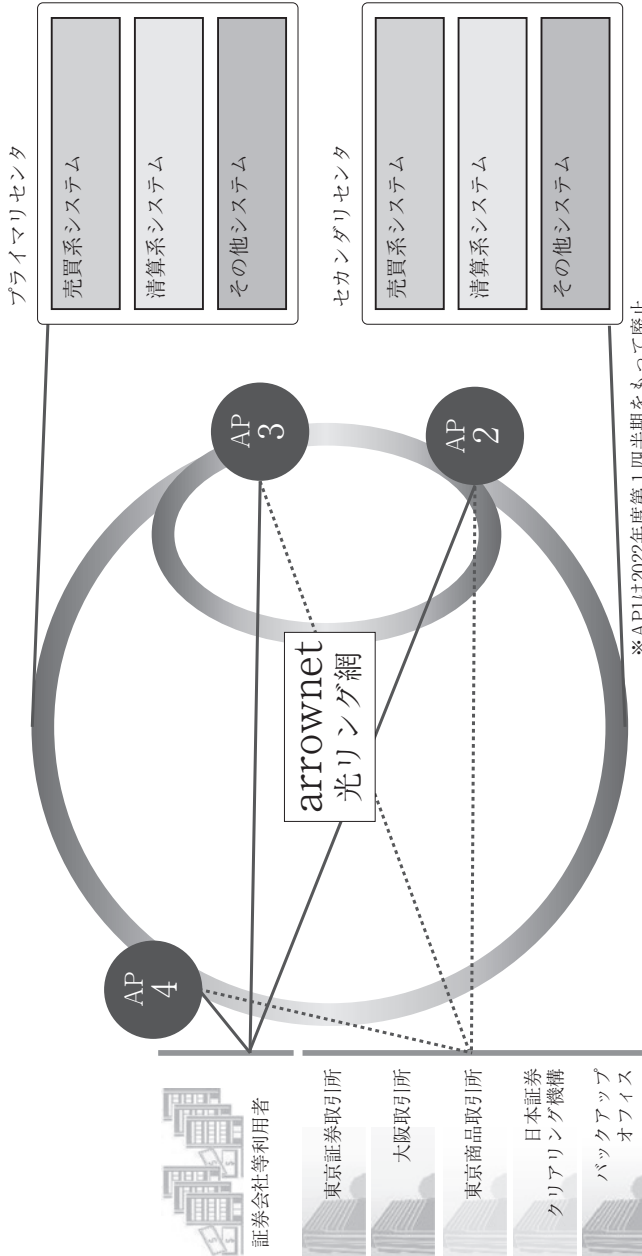
2016年7月には、安定性および信頼性をより向上させ、流動性の向上を図るという観点から、NASDAQ社のGenium INET Tradingをベースとしたシステムにリニューアルを行った。

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 (2023年4月時点)



※APIは2022年度第1四半期をもって廃止

〔出所〕日本取引所グループ「IT マスタープラン」2023年3月版