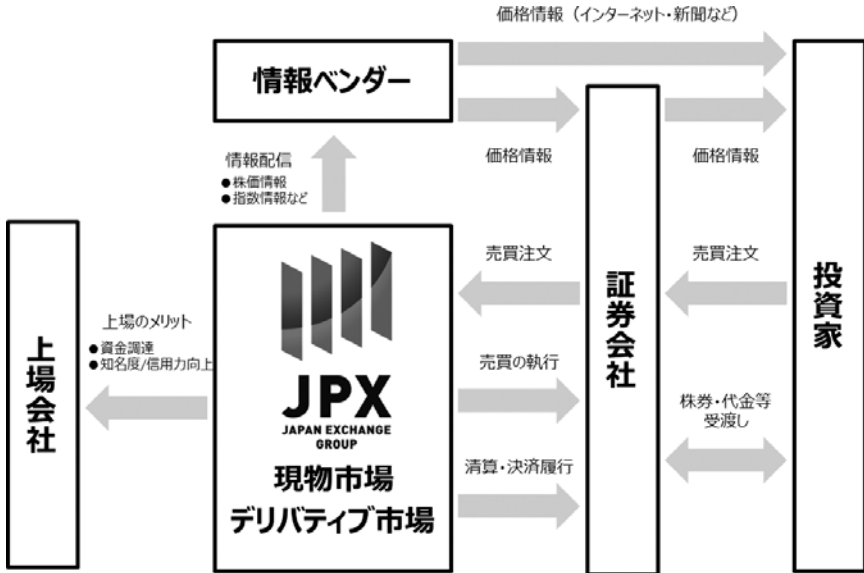


第10章 金融商品取引所

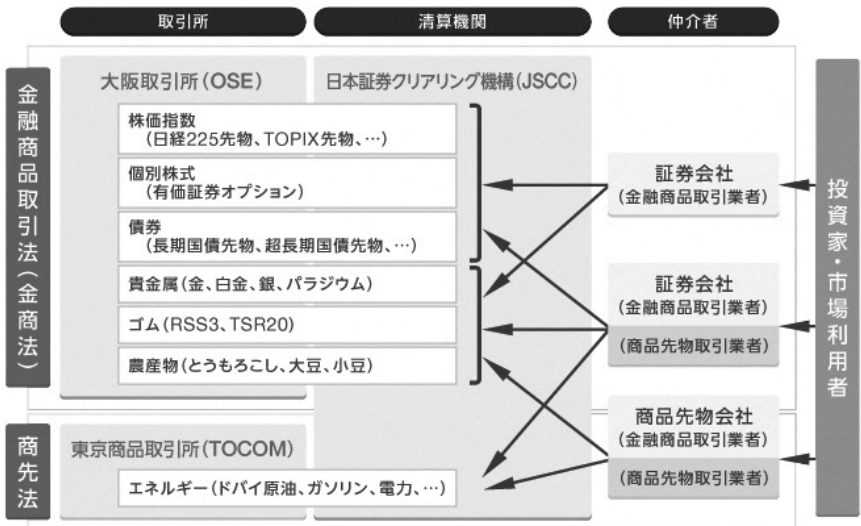
1. 金融商品取引所の機能 金融商品取引所の基本的機能は、市場を開設し有価証券等の需給を集中させることによって、その流動性を高め、需給を反映した公正な価格を形成・公示することにある。その目的は、有価証券の売買や市場デリバティブ取引を行うために必要な市場を開設し、公益および投資者の保護に資するための売買等が公正、円滑に行われることを旨として運営することであり、公正かつ透明で効率的な市場の提供がその基本的な使命である。開設する市場は、金融商品への流動性の付与と公正な価格形成の場の提供という機能を有し、投資者が安心して投資できる環境を提供するとともに、有価証券の発行による円滑な資金調達や市場デリバテ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の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。

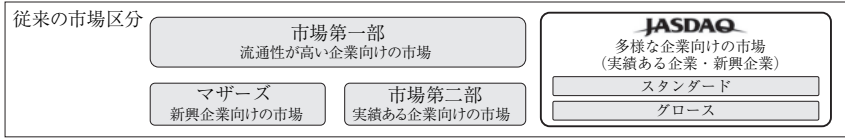
また、市場区分見直しの実効性向上に向けて、2022年7月には、有識者で構成される「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置し、上場会社の企業価値向上に向けた追加的な対応について継続的に議論を行っている。

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。

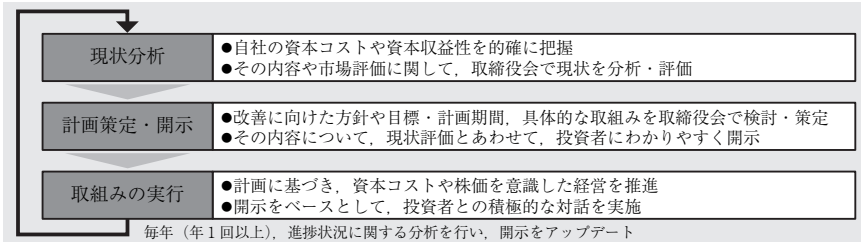
グロース市場に関しても、東証グロース市場指数の低迷や、上場後に高い成長を実現する企業が少数に留まるなどの実態を踏まえ、「高い成長を目指す企業が集う市場」というグロース市場のコンセプトをより追求していく観点から、時価総額に関する上場維持基準の見直し（上場後10年経過後40億円以上→上場5年経過後100億円以上）や、「高い成長を目指した経営」の働きかけ、上場会社向けのサポートなどの取組みを推進している。

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"> <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> <ul style="list-style-type: none"> ●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）

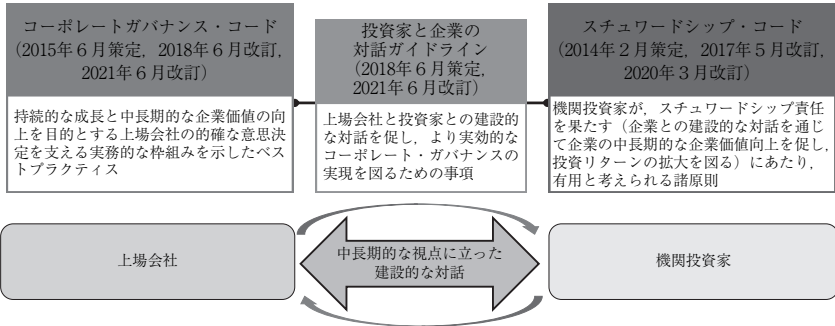
6. コーポレートガバナンス・コード

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、企業の持続的な成長は、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な成長を促し、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。

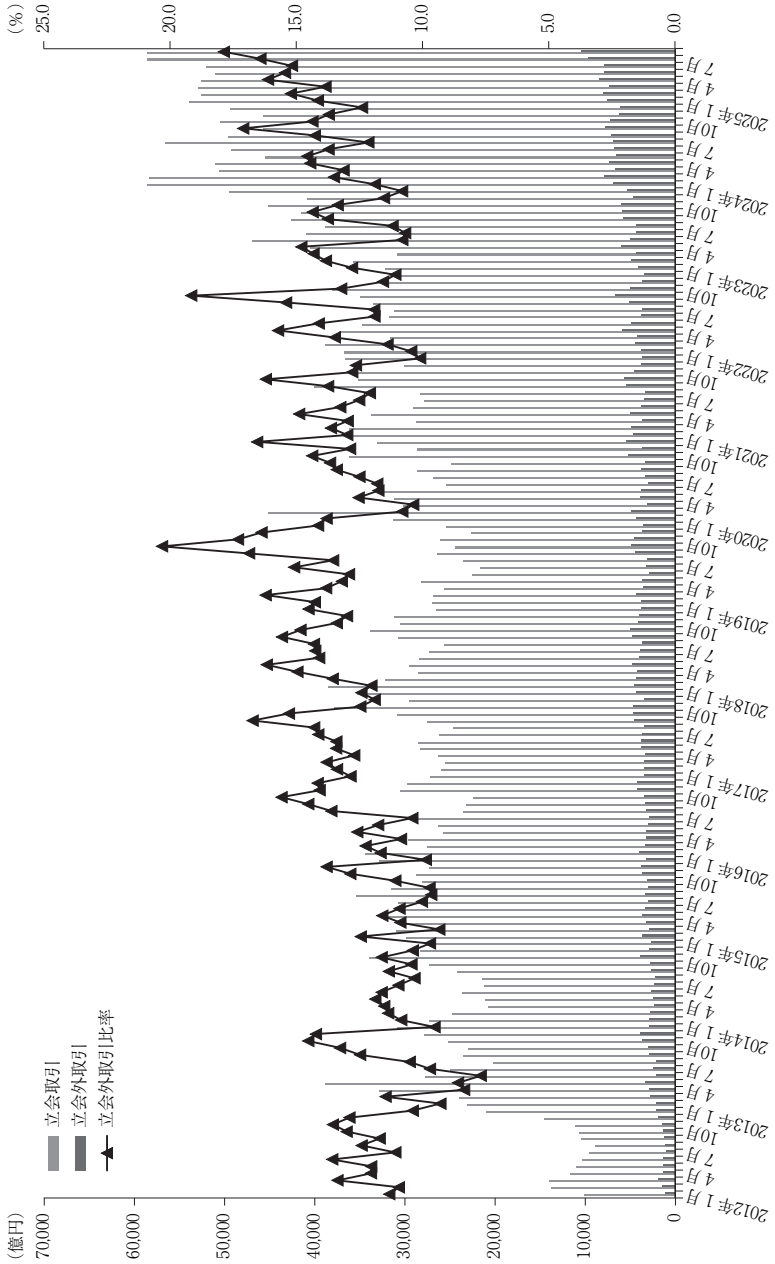
単一銘柄取引 個別銘柄を対象とし、原則、立会取引における直前の約定値段等の上下7%（7%を乗じた値が5円未満の場合には一律5円）における価格での執行を行う取引制度である。

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		
清 算 系	現物清算システム	● 2019.7 RP	● 2024.8 ハードウェアRP		
	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。

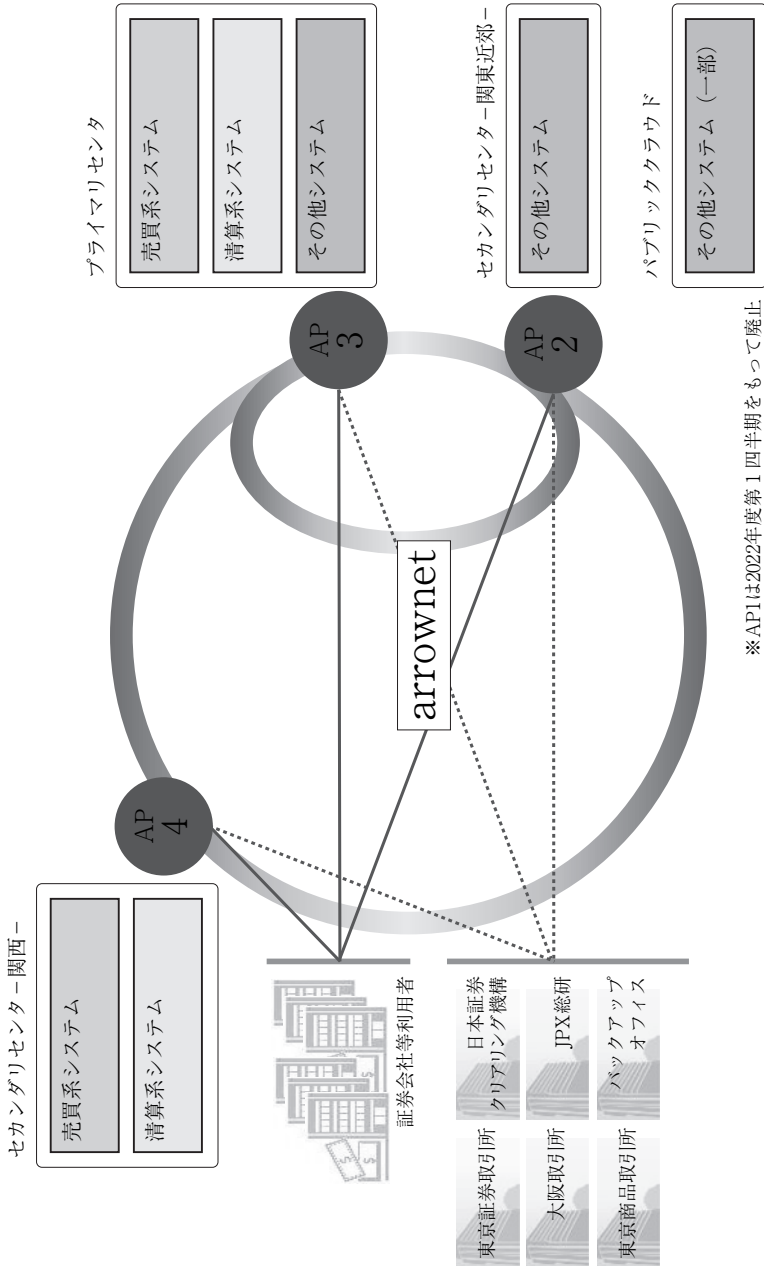
2016年7月には、安定性および信頼性をより向上させ、流動性の向上を図るという観点から、NASDAQ社のGenium INET Tradingをベースとしたシステムにリニューアルを行った。

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）



※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」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。

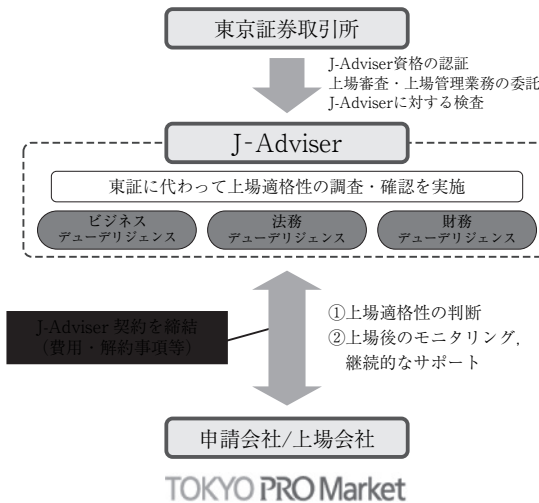
他方、プロ向け市場制度でも、財務情報等の虚偽記載やインサイダー取引に対して、法律上の罰則が適用され、大量保有報告制度、TOB 制度等は他の市場と同様に適用される。制度の詳細は右頁を参照されたいが、TOKYO PRO Market ではこのような法的枠組みを利用して、J-Adviser 制度（認証アドバイザー制度）を採用し、柔軟かつ規律ある市場制度を発行体ならびに投資家に提供することを目指している。J-Adviser を中心とする市場運営は、ロンドン証取の運営する AIM (Alternative Investment Market) の Nomad (Nominated Adviser) 制度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

