



市場活性化に向けた 東京証券取引所の取組み

東京証券取引所 代表取締役社長
山道 裕己

はじめに

本日は「市場活性化に向けた東京証券取引所の取組み」というテーマでお話しします。一言で「市場活性化」と言っても様々な側面があります。例えば取引高や時価総額を増やす。新規上場（IPO）の数を増やす。市場を構成する個々の企業の価値の向上を目指すこともあるでしょう。ただ、どれをとっても取

〈目次〉

はじめに

1. 東証市場区分再編までの経緯と課題
2. 新市場区分の概要
3. 上場会社による新市場区分の選択
4. コーポレートガバナンス・コードの見直し
5. TOPIXの見直し
6. 市場機能の強化

引所だけで成し得ることはありません。市場に参加する投資家、市場関係者、上場会社、皆様の自発的な取組みがあってこそ、実現できるものであり、私ども取引所の役割は、それを促すような「仕組み」を用意することだと考えています。

2021年6月のコーポレートガバナンス・コード改訂、本年4月の市場区分の見直しは、まさにそうした「仕組み」を整える取組みです。加えて、国内外の投資家が効率的に取引できる、信頼性の高いインフラの整備も市場活性化には不可欠ですが、こちらについての取組みもご紹介いたします。

1. 東証市場区分再編までの経緯と課題

最初に東証の市場区分再編についてご説明いたします。

2022年4月の市場区分再編まで、東証市場

(図表1) 各市場区分の上場会社数(新市場区分への移行時点)

現市場区分\新市場区分	プライム市場	スタンダード市場	グロース市場	合計
市場第一部	1,839社	338社		2,177社
市場第二部・JASDAQスタンダード		1,127社		1,127社
マザーズ・JASDAQグロース		1社	465社	466社
4月4日付 新規上場	—	—	1社	1社
新市場区分の上場会社数	1,839社	1,466社	466社	3,771社
うち上場維持基準への適合計画を開示	295社	209社	45社	549社

(※) 現市場区分は2022年4月3日時点、新市場区分は2022年4月4日時点の上場会社数。

は、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQと分かれ、さらにJASDAQにはスタンダードとグロースがあり、合計5つの市場で構成されていました。上場会社数をみますと、大企業の上場市場のイメージが強い「市場第一部」の上場会社が2,200社弱あり、実績のある中堅企業を対象とする第二部は475社、ベンチャー企業を対象とするマザーズは432社でした。またJASDAQはスタンダードとグロースを合わせて、約700社が上場していました。

この市場区分は東証の歴史の中で形作られたものです。第二次世界大戦後の1949年(昭和24年)に株式市場が再開した当時の東証は、単一市場でした。1961年にそれまでに上場していた企業よりも小規模な企業も上場が可能となる新しい市場をつくるという機運が高まり、市場第二部が創設され、そこで初めて市場が2つに分かれたのです。さらに1999年にはベンチャー企業にも上場の道を開く目的でマザーズを創設。同時期に、大阪証券取引所にJASDAQの前身であるナスダックジャパンという新興企業向けの市場もできました。

その後、2013年に東証と大証が合併し、今の日本取引所グループが発足した結果、先に申し上げました5つの市場区分ができました。

ただ、合併によりできた従来の市場区分については、適切な構成かという意見を市場参加者や投資家からいただいていたところであり、2018年に東証に有識者会議を立ち上げるに至りました。再編に向けた議論・検討が始まったのです。

そのときに明らかになったのが3つの課題です。

1つ目の課題として、これまでの5つの市場区分は、それぞれの市場区分のコンセプトが曖昧であり、投資家にとって利便性が低くなっていたという点が挙げられます。

例えば、東証第二部、マザーズ、JASDAQの位置付けが重複していました。東証第一部ですら市場コンセプトが明確ではなく、パッシブ投資やTOPIX運用などにより流動性の低い銘柄で価格形成にゆがみが生じる可能性を指摘されました。

2つ目の課題は、以前の市場区分では、東証第一部へのステップアップ基準が上場会社

の持続的な成長の動機付けの点で役割を果たしていなかった点です。

3つ目は、市場のベンチマークとして幅広く使われておりますTOPIXの構成銘柄が東証第一部上場会社すべてを含んでいるがゆえに、時価総額や流動性の低い銘柄も含まれ、使い勝手が悪くなっているという指摘がありました。

これらのご指摘を踏まえ、取引所として、上場会社各社の持続的な成長と企業価値向上をしっかりと動機付けていく、あるいは、ベンチャー企業育成の役割をしっかりと果たしていく必要がある、というのが、我々が認識してきた課題です。

また、今回の市場区分の見直しは、東証だけでなく、金融庁でも、有識者を集めた専門部会を立ち上げていただき、様々な有識者や上場会社、投資家と議論を行いながら、現在のプライム・スタンダード・グロス各市場の素地が作られていきました。

■ 2. 新市場区分の概要

以上の経緯を踏まえ実現した新市場区分の概要を説明します。

今般の市場区分の見直しでは、東証市場を「プライム市場」「スタンダード市場」「グロス市場」の3つの区分に再編しました。見直しの目的は、先述のとおり上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を支え、国内外の多様な投資家からより高い支持

を得られる現物市場を形成していくことによって、豊かな社会の実現に貢献することにあります。

今回の再編の大きなポイントの一つは、どの市場に行くかを上場会社自らが選択することにあります。自ら上場市場を選択し、企業価値の向上について改めて取り組む。その結果として投資家からも高い支持を得ることが、今回の見直しの大きな狙いでした。

続いて各市場の基本的なコンセプトを紹介します。

「プライム市場」は、海外機関投資家も含めた幅広い投資家の投資対象となる十分な企業規模、また流動性があり、高いガバナンスが伴った企業向けの市場です。海外の投資家とも積極的な対話を進めるという観点から、グローバル目線での企業価値の向上、ガバナンスの向上を目指していただきたいと考えます。

次に「スタンダード市場」は、上場会社として十分な企業価値、流動性を持ち、基本的なガバナンス水準を備える企業群の市場です。文字どおり東京証券取引所のスタンダードを形成する市場であるとの認識です。

「グロス市場」は、高い成長性を有するベンチャー向けの市場です。若い企業が集まる市場ゆえ、成長のための事業計画の開示が重要となります。開示した事業計画を着実に実行し、高い成長を果たしていく。そういった企業が集まる市場と考えています。

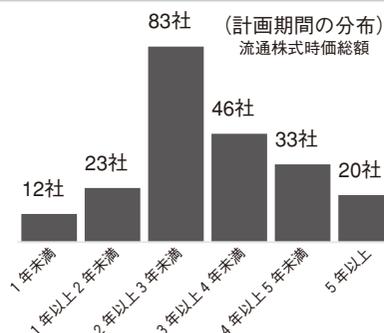
これまでは市場第一部、第二部、マザーズ

(図表2) 上場維持基準に適合していない会社の状況 (2022年1月11日時点)

プライム市場の上場維持基準に適合していない市場第一部上場会社	プライム市場 (適合計画を開示)	スタンダード市場
617社	296社	321社

(計画の対象となる上場維持基準の内訳)

上場維持基準	未達会社数
流通株式時価総額 (100億円以上)	217社
流通株式数比率 (35%以上)	36社
売買代金 (0.2億円以上/日)	84社



と縦の関係で語られることが多かったのですが、見直し後の3つの市場は、あくまでも水平の関係で独立したコンセプトを持つマーケットとして位置付けられています。従いまして、かつてのような市場区分間の移行の際の緩和基準を設けておりません。例えば、プライム市場の上場会社がスタンダード市場に移りたいという場合でも、自動的に上場市場を移行することはできず、改めてスタンダード市場の上場審査を受け、承認されることで、スタンダード市場に上場できるというのが市場区分見直し後の制度です。また、従来は上場基準と上場廃止基準は相当大きな差異があり、「上場ゴール」という言い方をされたこともございました。しかし見直し後の制度では、「上場廃止基準」ではなく、「上場維持基準」として、入口と出口の基準を共通化しております。これは国際的にも非常にユニーク

な取組みです。

次に各市場区分で、具体的にどのような基準を設計しているか概観いたします。

プライム市場の上場基準は、海外の機関投資家も含めて多くの投資家からの投資対象になりうることを念頭に、「流動性」と「ガバナンス」を重視しています。したがって、流通株式時価総額100億円以上かつ流通株式比率が35%以上という基準を設けました。また、コーポレートガバナンス・コードも一段と高い取組みが必要となると規定されています。

スタンダード市場の上場基準は、上場企業として必要となる基本的な水準に設定しています。こちらは従来の市場第二部、JASDAQのスタンダードを踏襲しました。

グロース市場の上場基準は、定量的な基準に関しては、その他2市場に比較して緩やかな基準となっていますが、これは幅広くベン

チャー企業に上場の機会を提供できるように設計したためです。日本に関してはスモールIPOばかりという批判を聞くこともございますが、未上場のままで成長して上場する。あるいは早い段階で上場して、成長資金を取り入れ、上場企業として成長する、取引所としてはそのどちらがよいということはなく、今まで同様、上場を目指す会社には、常に門戸を開いておくという基本的な考え方にたっています。また、ベンチャーに対してはより将来の成長性に着目する必要があります。そこで重要となるのが事業計画と考えております。成長していくための事業計画がしっかりつくられ、それを着実に実行していくことがこの市場に上場する企業にとっては重要なのです。

■ 3. 上場会社による新市場区分の選択

今回の市場区分の見直しに際し、上場会社の皆様には、新しい基準に基づいて、どの市場区分を選択するのか、「市場区分の選択」という形で検討をしていただき、決定にあたっては、取締役会決議をお願いいたしました。各社とも、自社にとって最もふさわしい市場かを真剣にご検討いただいたわけですが、その結果、市場第一部からスタンダード市場を選ぶ企業も多数に上りました。

また、今回の新市場区分においては、プライム市場などを中心に上場基準が厳しくなっ

ております。それでは、市場第一部上場会社が、新上場基準に達していないとプライム市場を選択できなかったかということ、そういうことはございません。

今回の市場再編では「経過措置」という时限の制度を設けております。プライム市場だけではなくスタンダード市場やグロース市場にも、市場選択提出期限の2021年12月末に上場維持基準に達していなくても基準への適合計画を提出し、進捗状況について将来的に開示することを条件に、選択する市場に属することが可能となっております。

次に市場区分の選択結果を掘り下げますと、新市場区分を開始した4月4日時点、上場会社が3,771社あり、そのうち2,177社が市場第一部上場企業でした。そのうち1,839社がプライム市場を選択されました。つまり残りの338社はスタンダード市場を選択したということです。このうち23社はプライム市場の上場基準に達していました。

上場会社の数以上に我々として着目していただきたいのは、各市場における上場会社の質の変化です。例えばプライム市場を選択した企業が上場基準に到達していたとしても、海外投資家を意識したガバナンスや英文開示を今後進めていく必要があります。あるいは、上場維持基準への適合計画を提出してプライム市場を選んだ企業は、企業価値の向上や流動性の一層の向上に取り組まざるを得ません。また、事業ポートフォリオの見直しや、親子上場の解消など、上場会社の行動変化は

(図表3) コーポレートガバナンス・コードの適用範囲

現在	対象			2022年 4月4日以降	対象		
	基本原則	原則	補充原則		基本原則	原則	補充原則
市場第一部	○	○	○	プライム市場	○	○ + より高水準	○ + より高水準
市場第二部	○	○	○	スタンダード 市場	○	○	○
JASDAQ スタンダード	○	-	-	グロース市場	○	-	-
マザーズ	○	-	-				
JASDAQ グロース	○	-	-				

十分に想定されます。

新しい市場区分の詳細は、2020年12月に公表し2021年12月末までに上場市場の選択をしていただきました。この間、2021年に上場廃止した企業数は86社に上っています。そのうちの83社はMBOや上場会社による完全子会社化、M&Aなどコーポレートアクションに伴う廃止でした。上場廃止の件数をみますと、前年2020年は54社、2019年は39社でしたので、2年前の2倍以上に増加しています。83社のコーポレートアクションについて、それが「市場区分の見直しを契機とするものである」とは明言されていないので推察するしかありませんが、可能性は十分にあり得ます。こうした傾向は足下も続いております。市場区分の見直しは上場会社の皆様が、上場の意味・意義も含めて考え直す契機になっているのではないのでしょうか。

市場選択をされた多くの上場会社の皆様にとって、企業価値の向上は一朝一夕に成し得るものではありません。そうした意味でも、

新しい市場区分がスタートした4月4日は、日本の上場企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を目指すスタート地点であり、これから息の長い取組みが始まると考えています。

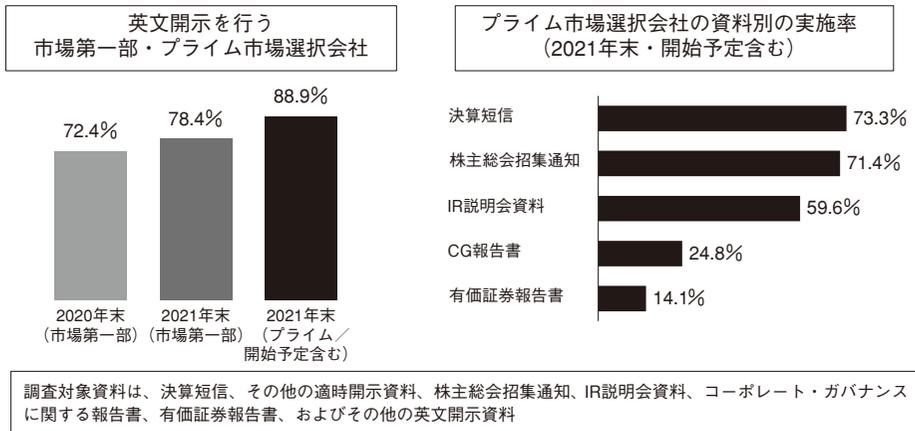
4. コーポレートガバナンス・コードの見直し

次にコーポレートガバナンス・コードについて説明します。

コーポレートガバナンス・コードは東証のルールの一環をなしておりますが、市場区分ごとに適用範囲が異なっていたものの、同一の範囲の中で適用水準の差異を設けてはおりませんでした。

今回の市場区分の見直しでは、定量的な基準だけでなく、定性的な取組みであるコーポレートガバナンス・コードに関しても市場区分ごとに適用内容の差異が設けられています。

(図表4) 英文開示



コーポレートガバナンス・コードとは、上場企業が企業価値の向上を努めるうえで、どのような体制を構築すべきかという点について、投資家側の視点や期待も照らし合わせたベストプラクティスとしての指針を示したものです。指針はルールや規則と異なり、各企業は指針で定められた内容を実施するか、しない場合は理由を説明するという「コンプライ・オア・エクスプレイン」の原則に基づいています。

プライム市場に関してはグローバル投資家との対話を前提としているという観点から、グローバルな基準でみても十分な水準を適用しています。例えば取締役会の社外取締役の比率も一段高い水準を求めておりますし、環境関連の開示においても、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）に準拠する国際的な枠組に基づいた開示を求めています。また、英文開示についても積極的に実施する

ことを求めています。

コーポレートガバナンス・コードは、2015年に導入され、直近では2021年6月に改訂しています。改訂の背景には大きく分けて以下の要因があります。

1つ目は、前回改訂からの定期的な見直しの結果です。前回の2018年に行われた第1回目の改訂がその後実務的に受け入れられているかどうか、前回の改訂時に見落とされた論点はないか、環境の変化によってベストプラクティスの中身は変わっていないかという点から検討を行い、その結果に基づいて内容を見直しました。

2つ目は、これが一番大きな要因ですが、企業を取り巻く環境変化への対応です。2020年年初から新型コロナウイルス感染症（COVID-19）が全世界的に蔓延し、様々な変化を日本や世界にもたらしています。加えて、デジタルトランスフォーメーション

(DX)、働き方、気候変動への対応への意識の高まりなど、企業を取り巻く環境があらゆる面で2018年当時とは劇的に変わっています。こうした中で企業がスピード感をもって対応をしていくためにはどういった体制が適しているのか、あるいは取締役会はどういった監督をしていけばいいのかが改めて問われました。

3つ目は、コーポレートガバナンス・コード改訂のタイミングが東証の市場区分の再編と重なったということです。とりわけプライム市場にはグローバルな機関投資家の視線を意識した、より高い水準のガバナンスを求めています。そこでさらに高水準のガバナンスとは何かが議論の対象となったのです。こうした背景を踏まえて、昨年6月に改訂が公表されました。

改訂の1点目の大きなポイントは、取締役会の機能発揮です。持続的な成長のための経営判断を支える枠組として、社外取締役の活用や、それぞれの取締役が有するスキルの公表などが重要となります。

2点目は、中核人材のダイバーシティです。取締役会だけでなく、実際に企業を動かしている管理職レベルにおいて、女性、外国人、中途採用者などの多様性を確保する取組みです。そこから多様な観点で新しい仕事やアイデアが生まれることが期待されます。

3点目はサステナビリティ。気候変動など人類共通の課題に対して、各企業が自社の方針を確定し、投資家に開示していくことが求

められます。特にプライム市場の企業に関してはTCFDなどの国際的な枠組に基づいた開示の充実を求めます。さらに英文開示も重要です。現状をご説明しますと、2021年末でプライム市場を選択した企業は約90%の企業で、なんらかの英文開示をしています。一方で開示されている対象ごとの英文開示の比率をみますと、例えば決算短信73.3%、有価証券報告書14.1%と対応に開きがあります。有価証券報告書は多岐にわたる記述があるので網羅的に行うのは難しく、今後は特に海外投資家に関心を持っている部分を優先的に英文開示することが想定されます。また、日英同時のタイムリーな開示も今後の課題です。

■ 5. TOPIXの見直し

今回の市場区分再編と併せ、TOPIXの見直しも行っています。

従前のTOPIXは市場第一部の全銘柄から構成されていたことにより、構成銘柄の中に時価総額や流動性の低い銘柄も含まれていました。その点で、投資対象としての利便性・機能性の観点から、使い勝手が悪い面があるとの指摘がございました。こうした指摘を踏まえ、今回の見直しでは、TOPIXの構成銘柄と市場区分とを切り離すこととしております。一方で、急激な変更はマーケットに混乱をもたらすということで、2022年10月から2025年1月まで、流通時価総額が100億円に満たない会社について段階的にウエイトを低

(図表5) 立会時間の延伸

【延伸後】

取引時間等	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19~翌朝
現物市場 (立会市場)		9:00~11:30				12:30~15:30			クロージング・オプション (15:25~15:30)			
現物市場 (ToSTNeT取引)	8:20~18:00											
現物市場 (札幌、名古屋、福岡)	9:00~11:30			12:30~15:30								
指数先物/オプション取引	8:45~15:45									17:00~6:00		
差金・代金配債 (日本証券クリアリング機構)											確定額 (18:30頃)★	
証拠金所要額配債 (日本証券クリアリング機構)									SPAN RPF (アーリー) (16:10頃)★	証拠金所要額 (19:30頃)★		

※札幌証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所については、現行の立会市場の時間を記載。

減することとしています。今般の移行後のTOPIX構成銘柄のルールにつきましては、今後、社内で原案を策定のうえ、広く意見を募っていきたいと考えています

市場参加者の皆様のニーズは多岐にわたり、一つの指数ですべてのニーズをカバーすることは難しいのですが、今後も皆様のニーズにあうような様々な株価指数を提供していく考えです。

加えまして、新市場区分に基づく新しい市場別の指数についても算出を開始しております。現在はいずれも1日1回の算出ですが、新市場区分スタート後に寄せられた市場関係者の皆様からのニーズに応え、6月27日よりリアルタイム算出を開始する予定でございます。

6. 市場機能の強化

次に市場機能の強化についてご説明いたします。

私共では、2021年10月に市場機能強化に向けたアクションプログラムを策定しております。こちらの策定の背景ですが、2020年10月に発生したシステム障害を受け、再発防止検討協議会を設置いたしました。そこでの議論の中で、立会終了時刻が遅ければ、当日中の売買再開の可能性も高まっていたのではとのご示唆をいただきましたが、一方で、取引時間延長は影響範囲が多岐にわたることもあり、最終的な再発防止策の取りまとめでは取引時間の延長は継続的に検討する課題となっております。

東証の現物売買システムは対応年数等の関係から2024年度後半に更新を計画しております。システム更新のタイミングは、大きな制度変更対応や機能追加のタイミングでもありますが、それに向けて、現物市場の機能強化のために取り組むべき課題は何かをワーキンググループを立ち上げ、議論しました。主要論点項目としては、立会時間30分の延伸、ザラ場引けの銘柄を可能な限り無くすためのク

ローリングオークションの設定、システム再立ち上げの短縮化が挙げられています。

立会時間延伸に関しては、30分では短すぎるというご意見もあります。一方で数時間延長ということになりますと、影響の大きさを踏まえると実現が困難ではないかというご指摘もあり、ワーキンググループの取りまとめとしては、実務面での対応影響の大きさと市場利便性向上の観点から、30分の延伸という結論となりました。

市場活性化に向けた取組みということで、資金調達手段の多様化に係る取組みについてお話させていただければと思います。実は、東証にはベンチャーファンド市場がございますが、活用が非常に限定的な状況です。今般、上場ベンチャーファンドの運用資産の基準を緩和し、柔軟な運用が可能になるようにすることで、ベンチャーファンドの上場を促し、ベンチャー企業へのさらなる資金共有手段の多様化を図るとともに、投資家の皆様にも公開株への投資機会を提供することを目的として制度の見直しを実施しております。今後もベンチャー企業の資金調達手段の多様化に関しては、積極的に取り組んでいきます。

私ども日本取引所グループといたしましては、今後も市場参加者の皆様のニーズを広くとらえ、利便性と信頼性の高い市場の構築に向け、努力を続けてまいります所存でございます。

本日はご清聴ありがとうございました。

