■特別寄稿――■

日本の金融・資本市場の魅力を向上させるために

日本取引所グループ 取締役兼代表執行役グループCEO
清田　瞭

1．はじめに

2015年を振り返ると、4月には日経平均が15年ぶりの2万円台、さらに、6月にはITバブル期の高値を超えて、18年半ぶりに一時2万900円台を付け、また売買代金も昨年の水準を2割近く上回るペースで推移するなど、2012年のアベノミクス以降の株式市場の活況が継続した年だったといえるだろう。

もちろん、8月には中国株式市場の暴落を引き金とする世界同時株安（チャイナショック）が起き、また新興国の景気減速やテロの脅威といった不確実性が高まっているともいえるが、株式市場は底堅さを見せ、回復基調にある。これは、ひとえに上場会社の業績が好調なことにあることは論を待たないだろう。

しかし、日本経済という視点で見れば、賃金や投資へのお金の流れ、あるいは各種のマクロ的な指標を見ても、デフレを脱しつつも、景気回復は道半ばということであろう。今後は日本経済にとっての課題は、こうした好調な企業業績を持続的な経済成長の軌道に乗せるかにあり、金融・資本市場の中で取引所がどのような貢献ができるかが問われている。

金融資本市場の役割については、いわずもがなであるが企業や経済の持続的成長のための資金を適切に供給すること、国民あるいは投資家に安定的な資産形成の手段を提供することにあり、その資金の出し手と取り手の仲介機能の一端を果たす取引所としては、①魅力ある企業を上場させ、投資家に提供すること、②円滑で効率的な価格形成のための市場

〈目　次〉

1．はじめに
2．コーポレートガバナンスの強化
3．取引所システムの強化
4．最後に

（図表１）コーポレートガバナンス強化の歩み

1999	（OECD）「OECDコーポレート・ガバナンス原則」策定（2004年改訂）
2004	（東証）「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」導入
2006	（東証）「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」導入
2007	（東証）企業行動規範の導入
2009	（東証）独立役員制度の導入
2012	（東証）独立役員制度の見直し ✔取締役会での議決権を有している者が含まれる意義
2013	「日本再興戦略」～JAPAN is BACK～
2014	（金融庁）「日本版スチュワードシップ・コード」策定
	（東証）有価証券上場規程の見直し ✔（取締役である独立役員を少なくとも1名以上確保する旨の努力義務） （会社法）「会社法の一部を改正する法律」成立（⇒2015年５月施行） ✔「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明義務
	「日本再興戦略」改訂2014
2015	（金融庁・東証）「コーポレートガバナンス・コード」策定

インフラの提供と市場の公正性・信頼性の確保が重要な役割となる。それぞれから、当グループの取組みを以下１点ずつ紹介したい。

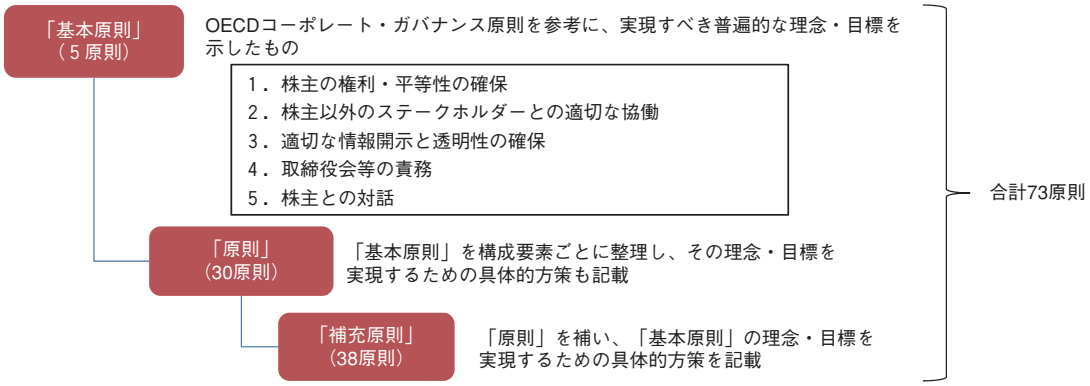
２．コーポレートガバナンスの強化

①の点において、長年、取引所は、適切な上場審査の実施と、上場会社による企業情報の開示の促進により、国内外の投資家が株式市場に参加し、日本企業の成長を支えてきたところである。近年は、並行して、投資家保護の観点から【図表１】のとおり、上場会社のコーポレートガバナンスの強化に力を注いできたが、昨年、コーポレートガバナンス・コードが策定され、大きな転換点を迎えたといえる。

ご存知のようにコーポレートガバナンスについては従来、経営監視機能の観点から、主に社外取締役の必要性が議論されてきたが、2009年に、東証は、「社外」の要件について、会社法で規定する条件に加えて、取引先や報酬支払先、役員の親族といった社外取締役が保護すべき一般株主との利益相反のおそれのないという意味の独立性を求める「独立役員」という制度を導入した。そして、コーポレートガバナンスは、アベノミクスでは成長戦略の一環として、日本企業の国際競争力、生産性・収益性の向上の必要性を背景に、持続的な企業価値向上の観点を含めた議論が求められ、2014年以降、金融庁と東証を共同事務局とする有識者会議により精力的な議論が行われ、昨年６月から施行されることとなった。

コード原案が公表されて以降、コーポレートガバナンス・コードと自社におけるガバナンス体制や方針との摺り合せ作業を完了され

（図表２）コーポレートガバナンス・コードの基本構成



た上場会社の方にとっては既知の内容であるが、同コードの基本的な構成を紹介すると【図表２】のとおりである。

また、コーポレートガバナンス・コードは各社における最適なガバナンス体制や方針に差異がありうることを考慮して、従来のルールと異なる柔軟な構造として以下のアプローチを採用している。すなわち、一つは、「プリンシプルベース（原則主義）」であり、従来からのルールベース・アプローチ（細則主義）ではなく、抽象的な規範（原則）が掲げられ、具体的にどのように対応するかの判断は、自主性に委ねられている。もう一つは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」であり、原則を遵守するか、原則に従わず実施しないと決めた場合に、その理由を説明（エクスプレイン）するというものである。

上場制度においては、基本的に全上場会社を適用対象としつつ、マザーズ、ジャスダックの会社については、説明義務の対象をコードの基本原則に限定する形で負担軽減策を講じている。また、このエクスプレインについては、東証の「コーポレート・ガバナンス報告書」での記載を求めることとした。なお、コーポレートガバナンス報告書は、初年度については、社内での検討等に時間を要することが予想されるため、３月決算の会社であれば、準備でき次第速やかに提出することとし、昨年12月末をその提出期限としたところである。

同コードは、先んじて2014年に金融庁により制定された日本版スチュワードシップ・コードと、あたかも車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されることが期待されており、今後のコーポレートガバナンス・コードの展開においても、昨年９月に金融庁と東証を共同事務局とする「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」が設置されたことを紹介したい。同会議では、両コードの実施・定着状況のフォローアップをしつつ、そこでは形式だけでなく、

実質を伴ったものとなっているか、ガバナンス体制の強化が経済の好循環につながっているか、企業と投資家の対話が建設的な形で進んでいるかという視点から議論が行われ、併せて両コードの普及・周知に向けた方策についての議論・助言、コーポレートガバナンスやスチュワードシップ責任の更なる充実に向けた議論が行われていく予定である。

コーポレートガバナンス・コードの実施により、上場会社における社外取締役の選任状況は一層進み、昨年７月段階で東証が発表した数字では、市場第一部で、会社法ベースの社外取締役で94.3%、独立社外取締役で87.0%、２名以上の独立社外取締役についても48.4%と高率になっている。今後はそれが本当に機能し、期待どおりの成果を上げられるかが問われるステージになってくる。東証としても、同コードの実施状況のレビューを行うなど同コードの実効性を高めつつ、企業価値向上に向けて今後も努力を続けていく所存である。

３．取引所システムの強化

上述②の円滑で効率的な価格形成のための市場インフラという点では、やはり取引所システムの高度化が重要な柱となる。

この点、2010年に導入した株式売買システム「arrowhead」のリニューアルを昨年９月24日から稼働させている。arrowheadのリニューアルの基本方針は、前回稼働後の、アルゴリズム取引やHFTと呼ばれる高頻度取引の著しい増加による注文約定件数の増加や東証と大証の経営統合といった環境変化を踏まえて、「信頼性の向上」、「利便性の向上」「システム処理能力の向上」の３つの柱を掲げている。

今回のリニューアルでは、もちろん国内外の市場間競争に対応するため、システム処理能力について、一日最大注文件数を現行の約２倍に、またレイテンシーについては現行の半分以下に向上させ、また処理能力の安定化の観点から秒間処理件数の向上を図っているが、取引の電子化高速化による不測の事態に対応するため、第一の「信頼性の向上」策としてリスク管理機能を導入した点が最大の特徴である。実装した機能の概要については【図表３】を参照されたい。

第二の柱「利便性の向上」においても同様の発想は盛り込まれており、今回実装した「連続約定気配の表示条件の追加」は、これまで単一の注文によるものだけであった連続約定気配の表示について、複数の注文により連続的に約定し、60秒以内に一定値幅を超えて変動する場合にも表示しするもので、価格の急激な変動を抑えることを意図している。

本年央には、大阪取引所のデリバティブ取引の取引システムである次期「J-GATE」を稼働させるなど、投資家の信頼性を引き続き確保し、流動性を獲得するため、取引所関連システムのリニューアルと高度化、柔軟化を進めていく所存である。

（図表３）リニューアル後のarrowheadのリスク管理策

①キャンセル・オン・ディスクコネクト
取引所システムとの間の接続の異常切断時に利用が想定されるもので、取引参加者と取引所システムとの接続の異常切断時に、既に発注された注文を取引所システム側で自動的に取り消すもの。
②キルスイッチ
アルゴリズムの誤動作等による不測の注文発注があったときになどに、取引参加者からの指示により、指定したサーバからの注文を抑止し、既に発注された注文を取引所システム側で自動的に取り消すもの。
③ユーザ設定型ハードリミット
一定の基準を超えた注文を抑止するため、取引参加者が注文を抑止する閾値（注文あたりの代金、単位時間あたりの注文・約定代金の上限）をサーバ毎に設定できるリミッター機能を設けるというもの。
④ダミーシンボル
取引参加者の側で、システムの設定値等の修正後、実際の銘柄に発注する前に、本番マーケットに登録されたテスト用銘柄を利用し、確認を行うことを可能とするもの。

4．最後に

株式市場は売買代金ベースで、海外投資家の比率が6割、保有株式でも3割を超えるなど、投資家のグローバル化が一層進展しているが、他方で、日本国内では、年金積立金管理運用独立行政法人、いわゆるGPIFが2014年10月に運用方針の見直しと株式運用比率の引上げを行い、個人投資家についてはNISAの導入と拡充が進められ、また日本郵政三社の上場が新しい投資家の参入の契機となるなど、これまで慎重だった国内投資家にも動きがでている。上述の取引所機能の強化により、こうした動きをサポートしつつ、投資家の裾野拡大にも貢献して参りたい。

また、今回取り上げなかったが、今後の日本取引所グループのみならず、金融資本市場全体の国際競争力の観点からは、デリバティブ市場の活性化、具体的には新たなアセットクラスへの進出や、OTCデリバティブの清算に代表される新しい取引所サービスの拡充も取引所の重要な課題として認識している。

引き続き皆さまのご指導ご鞭撻を賜れれば幸いである。