

参議院常任委員会調査室・特別調査室

論題	東京証券取引所の市場構造の見直し
著者 / 所属	渡邊 将史 / 財政金融委員会調査室
雑誌名 / ISSN	立法と調査 / 0915-1338
編集・発行	参議院事務局企画調整室
通号	441号
刊行日	2021-12-17
頁	27-37
URL	https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/rip_pou_chousa/backnumber/20211217.html

※ 本文中の意見にわたる部分は、執筆者個人の見解です。

※ 本稿を転載する場合には、事前に参議院事務局企画調整室までご連絡ください (TEL 03-3581-3111 (内線 75013) / 03-5521-7686 (直通))。

東京証券取引所の市場構造の見直し

渡邊 将史

(財政金融委員会調査室)

1. はじめに
2. 市場区分の見直し
 - (1) 現在の市場区分の成り立ち
 - (2) 東証及び金融審議会における検討経過
 - (3) 市場区分見直しの概要
3. TOPIX（東証株価指数）の見直し
 - (1) 日本の株価指数
 - (2) TOPIX 見直しの概要
4. 主な論点
 - (1) 市場構造の見直し関係
 - (2) 東証をめぐる諸課題

1. はじめに¹

東京証券取引所（以下「東証」という。）は、日本最大の証券取引所である²。東証の市場第一部で株式が取引される会社は「東証一部上場会社」と言われる。東証一部上場会社に対しては、我が国トップクラスの会社というイメージを持つ人が多いのではないだろうか。また、東証の株価指数「TOPIX」についても耳にしたことのある人が多いと思われる。

東証は 2022 年 4 月、市場第一部を含めた現在の五つの市場区分を新たな三つの市場区分に再編することとしている。市場区分再編に伴い、TOPIX の段階的な見直しも行われる。こうした市場構造の見直しにより、東証一部上場会社という用語は姿を消し、TOPIX の位置付けもこれまでと変わるものとなる。

本稿では、東証が行う市場区分の見直し及び TOPIX の見直しについて概説し、主な論点を紹介するとともに、最近の東証をめぐる諸課題について整理する。

¹ 本稿は、2021 年 11 月 18 日までの情報を基に執筆している（以下、URL の最終アクセス日も同日である。）。

² 我が国は東証のほか、名古屋証券取引所（名証）、札幌証券取引所（札証）、福岡証券取引所（福証）の計 4 証券取引所を有しているが、2020 年の株式売買高・売買代金の 99.9%以上は東証が占めている。

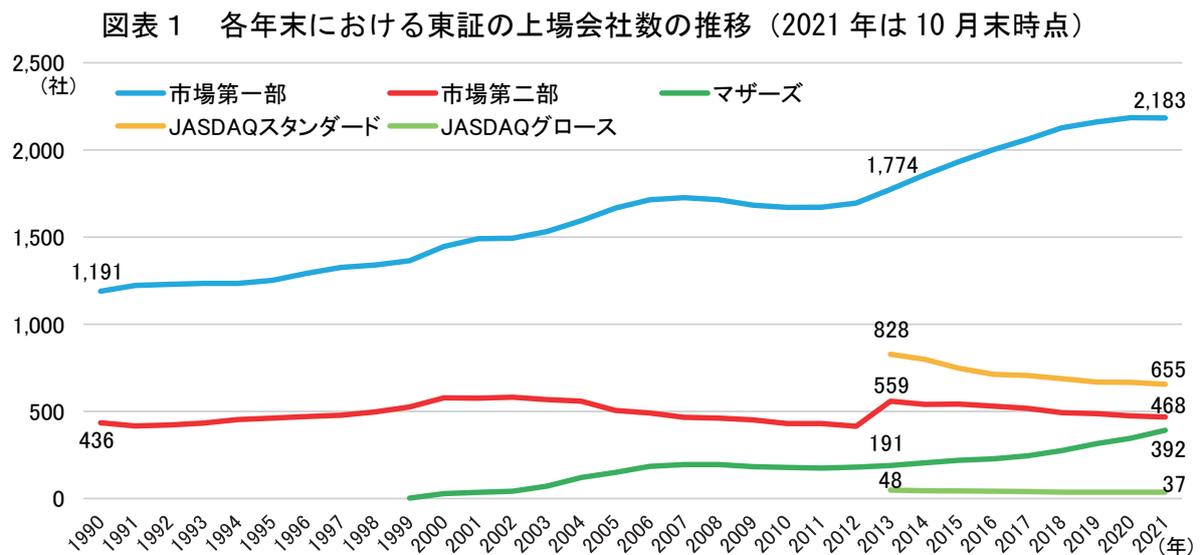
2. 市場区分の見直し

(1) 現在の市場区分の成り立ち

2013年1月、我が国資本市場の国際競争力強化を目指すため、東証と大阪証券取引所(以下「大証」という。)³が経営統合し、日本取引所グループ(以下「JPX」という。)が発足した。経営統合前、東証は現物株式市場として市場第一部、市場第二部のほか、新興企業向け市場のマザーズ⁴を有していた⁵。一方、大証は、市場第一部、市場第二部に加え、JASDAQ⁶(スタンダード、グロース)を有していた。

経営統合後の2013年7月には現物株式市場が統合された。その際、上場会社の負担や投資家の混乱が生じないように、統合前の市場構造が基本的に維持された。大証の市場第一部及び市場第二部上場会社が、東証の市場第一部及び市場第二部にそれぞれ上場するとともに、JASDAQの運営主体が大証から東証に変わった⁷。

上記の経緯を経て、現在の東証の一般投資家向け市場は、市場第一部、市場第二部、マザーズ、JASDAQスタンダード及びJASDAQグロースの五つの区分となっている。各市場における上場会社数の推移は図表1のとおりである。



(出所) JPX資料を基に筆者作成(外国会社及びTOKYO PRO Marketを除く。)

³ 大証は、東証、名証と並び、日本の三大証券取引所の一つとされていた。大証は2014年3月、東証・大証の金融デリバティブ市場の集約に伴い、「大阪取引所」に商号変更した。

⁴ 「Market of the high-growth and emerging stocks: Mothers」が由来であり、東証が1999年11月に開設した。会社の収益性・継続性等が審査される市場第一部等に対し、マザーズでは事業計画等を基にした成長可能性が審査される。日本の新興企業向け市場には、マザーズ、JASDAQグロースのほか、名証のセントレックス(2022年4月に「ネクスト市場」に見直し予定)、札幌のアンビシャス、福証のQ-Boardがある。

⁵ 東証は2012年7月にプロ向け市場の「TOKYO PRO Market」を開設している。本稿はプロ向け市場を除く一般市場を中心に論じる。

⁶ かつては日本証券業協会の店頭売買有価証券市場であったが、2004年12月に業態転換し「株式会社ジャスダック証券取引所」となった。2010年10月には、大証の新興企業向け市場であったヘラクレス(旧ナスダック・ジャパン)、NEOと統合し「新JASDAQ市場」が開設された。

⁷ 2013年7月16日の現物株式市場の統合に伴い東証に上場した会社数は、市場第一部37社、市場第二部162社、JASDAQスタンダード851社、JASDAQグロース49社及び外国会社1社の計1,100社であった。

（２）東証及び金融審議会における検討経過

経営統合によって東証が五つの市場区分になった後、市場構造や関連する上場制度に係る改善すべき課題が顕在化してきた。これを受け、東証は2018年10月、「市場構造の在り方等に関する懇談会」を設置し、市場構造をめぐる諸問題等に関する検討を行った。東証は同年12月、金融審議会⁸に対して検討経過を報告⁹するとともに、「市場構造の在り方等の検討に係る意見募集（論点ペーパー）」を公表し、意見募集を行った。2019年3月には、その結果等を「市場構造の在り方等に関する市場関係者からのご意見の概要」として公表し、「現在の市場構造を巡る課題（論点整理）」を取りまとめた¹⁰。

経過報告を受けた金融審議会は2019年5月、東証を始めとする取引所の在り方が我が国市場の在り方に直結することから、市場ワーキング・グループの下に「市場構造専門グループ」を設置し、継続的かつ専門的に議論を深めることとした。同グループは、投資家や企業を含めた市場参加者からのヒアリングを含む計6回の審議を行い、同年12月に「市場構造専門グループ報告書¹¹」（以下「報告書」という。）を取りまとめた。報告書では、東証の市場構造について、上場会社やベンチャー企業の持続的な成長と企業価値の向上を促し、内外の投資家にとって魅力あふれる市場となるよう見直しを行うこととされ、現在の五つの市場区分から三つの市場区分への再編、市場区分とTOPIXの切離しが提言された。

（３）市場区分見直しの概要

報告書では、現在の市場区分に係る課題として、コンセプトが曖昧で投資家にとっての利便性が低い点、中小企業や新興企業に係る市場が複雑である点¹²が指摘された。また、上場基準に係る課題としては、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けとなっていない点が指摘された¹³。

こうした課題に対応するため、東証は2020年2月に新市場区分の概要、移行のプロセス及びスケジュールを公表し、2022年4月4日から明確なコンセプトに基づいた三つの市場区分に見直す方針を示した（図表2）。「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、「スタンダード市場」は、公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場、「グロース市場」は、高い成長可能性を有する企業向けの市場と位置付けられた。

⁸ 金融制度や資本市場など国内金融等に関する重要事項の調査審議等のため、金融庁設置法（平成10年法律第130号）第6条及び第7条に基づき金融庁に設置された内閣総理大臣等の諮問機関。

⁹ 金融審議会「市場ワーキング・グループ」（第18回）（2018.12.17）

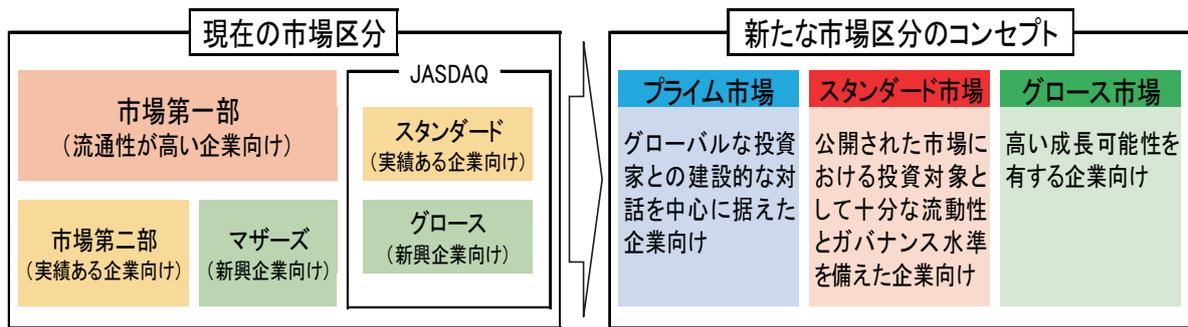
¹⁰ 市場関係者からの指摘として、①各市場区分のコンセプトが曖昧であり、多くの投資者にとって利便性が低い、②上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けの点で期待される役割を十分に果たせていない、③投資対象としての機能性と市場代表性を備えた指数が存在しない等が挙げられた。

¹¹ 金融審議会市場ワーキング・グループ「市場構造専門グループ報告書—令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて—」（2019.12.27）

¹² 実績ある企業向けの市場第二部とJASDAQスタンダード、新興企業向けのマザーズとJASDAQグロースの位置付けの重複。

¹³ 新規上場基準よりも上場廃止基準が大幅に低く、上場後の水準維持の動機付けとなっていない点や、市場第一部への新規上場基準よりも他の市場区分から市場第一部へ変更する際の基準の方が緩和されており、上場後の積極的な企業価値向上を促す仕組みとなっていない点など。

図表 2 市場区分見直しのイメージ



(出所) J P X 資料を基に筆者作成

東証は、新市場区分のコンセプト等を踏まえ、流動性やコーポレートガバナンス（企業統治）等に係る新たな上場基準を設けた（図表 3）。見直しにより東証の各市場区分の新規上場基準と上場維持基準が原則共通化されることとなったため、上場後の水準維持の効果が期待される。また、上場会社が他の市場区分に変更する場合、変更先の市場区分の新規上場基準と同等の基準での審査を受け、同基準に適合することが求められることとなった。これらの上場基準等の算出に用いられる流通株式¹⁴の定義は厳しくなり、安定株主の保有分については、原則、非流通株式とみなされる。いわゆる政策保有株式（持ち合い株式など）は、保有割合が上場株式数の 10% 未満であっても、流通株式から除外されることとなった。

また、2021 年 6 月にはコーポレートガバナンス・コード¹⁵が再改訂され、上場会社に対して、取締役会の機能発揮、企業の中核人材における多様性の確保等に係る対応が求められることとなった。特に、プライム市場上場会社に対しては、取締役会の 3 分の 1 以上を独立社外取締役¹⁶とする、気候変動による事業への影響を国際標準に基づいて開示する、必要とされる情報を英語で開示・提供するなど、従来よりも厳しい定量的・定性的な要件が課せられた。

上場会社は 2021 年 9 月 1 日から 12 月 30 日の間に、移行先の新市場区分を選択し申請する。なお、上場会社が申請時に新市場区分の上場維持基準を満たしていない場合、「上場維持基準への適合に向けた計画書」を開示し、改善に向けた取組を図ることにより、当分の間、緩和された上場維持基準が適用される経過措置が設けられている。東証は、2022 年 1 月 11 日に上場会社による新市場区分の選択結果を公表する予定であり、同年 4 月 4 日を一斉移行日としている（図表 4）。

¹⁴ 上場有価証券のうち、大株主及び役員等の所有する有価証券や上場会社が所有する自己株式など、その所有が固定的でほとんど流通可能性が認められない株式を除いた有価証券（J P X 「用語集」〈<https://www.jpXC.co.jp/glossary/ra/463.html>〉）。

¹⁵ 東証「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2021.6.11)。コーポレートガバナンス強化に向けて企業が尊重すべき行動原則を定めた指針であり、五つの基本原則と 31 の原則、47 の補充原則から成る。上場会社にはコンプライ・オア・エクスプレイン（各原則を「実施するか」、「実施しない理由を説明するか」）が義務付けられる。

¹⁶ 東証は、一般株主と利益相反が生じるおそれのない社外取締役又は社外監査役を「独立役員」と定義し、上場会社に対して、同役員を 1 名以上確保することを企業行動規範の「遵守すべき事項」として規定している。

図表3 各市場への上場基準の比較

		市場第一部(直接上場)		プライム市場 (新規上場、上場維持)	スタンダード市場 (新規上場、上場維持)	グロース市場 (新規上場、上場維持)
		2020.10.31まで	2020.11.1から※			
流動性	株主数	2,200人以上	800人以上	800人以上	400人以上	150人以上
	流通株式数	20,000単位以上		20,000単位以上	2,000単位以上	1,000単位以上
	流通株式時価総額	10億円以上	100億円以上	100億円以上	10億円以上	5億円以上
ガバナンス	流通株式比率	35%以上		35%以上	25%以上	25%以上
	コーポレートガバナンス・コード	全原則適用		全原則適用(プライム市場向けの一段高い水準の内容含む)	全原則適用	基本原則のみ適用

※円滑な制度移行を実現するため、新市場区分の上場基準を見据えた第一次制度改正が実施された。

(出所) J P X資料を基に筆者作成

図表4 これまでの検討経過と今後のスケジュール

2020 (R2)	2/21	東証が報告書を受け「新市場区分の概要等について」を公表
	7/29	東証が「資本市場を通じた資金供給機能向上のための上場制度の見直し(市場区分再編に係る第一次制度改正事項)」を公表(意見募集期間:2020.7.29~9.11)
	11/1	市場区分再編に係る第一次制度改正を実施
	12/25	東証が「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改正事項)」を公表(意見募集期間:2020.12.25~2021.2.26)
2021 (R3)	4/7	東証が「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの一部改訂に係る上場制度の見直しについて(市場区分の再編に係る第三次制度改正事項)」を公表(意見募集期間:2021.4.7~5.7)
	6/11	東証が「コーポレートガバナンス・コード(2015.6.1施行、2018.6.1改訂)」を再改訂
	6/30	移行基準日
	7/9	東証が上場会社に対し、新市場区分の選択に際し必要な手続や提出書類等を通知
	9/1	上場会社による新市場区分の選択手続(2021.9.1~12.30)
2022 (R4)	1/11	移行日(4月4日)に上場会社が所属する新市場区分の一覧を東証が公表(予定)
	4/4	新市場区分への移行日(予定)

(出所) 筆者作成

3. TOPIX (東証株価指数)¹⁷の見直し

(1) 日本の株価指数

東証の市場第一部における2021年9月の売買高は約300億株、売買代金は約78兆円であり、立会日数(20日)で除した1日当たりの売買高は約15億株、売買代金は約3.9兆円であった。このように多くの取引が行われる株式市場の動向を見る際は、個別銘柄の値動きではなく、売買高や売買代金のほか、時価総額や株価指数等を用いて総合的に判断することが一般的である。

日本の代表的な株価指数には、日経平均株価とTOPIX(東証株価指数)がある。日経平均株価は、東証の市場第一部に上場する銘柄のうち市場を代表する225銘柄を対象とし、日本経済新聞社が算出・公表している¹⁸。これに対し、TOPIXは、市場第一部に上場する内

¹⁷ Tokyo Stock Price Indexの略。

¹⁸ 1950年9月の算出開始時は東証が算出・公表していたが、1970年7月から日本経済新聞社が引き継いだ。

国普通株式全銘柄を対象とし、東証が1969年7月1日から算出・公表している。TOPIXは、基準日の時価総額¹⁹を100ポイントとした場合に、算出日の時価総額がどの程度であるかを指数化したものである。日本経済の動向を示す代表的な経済指標として用いられるほか、ETF（上場投資信託）²⁰等の金融商品のベンチマーク（指標）として広く利用されている。

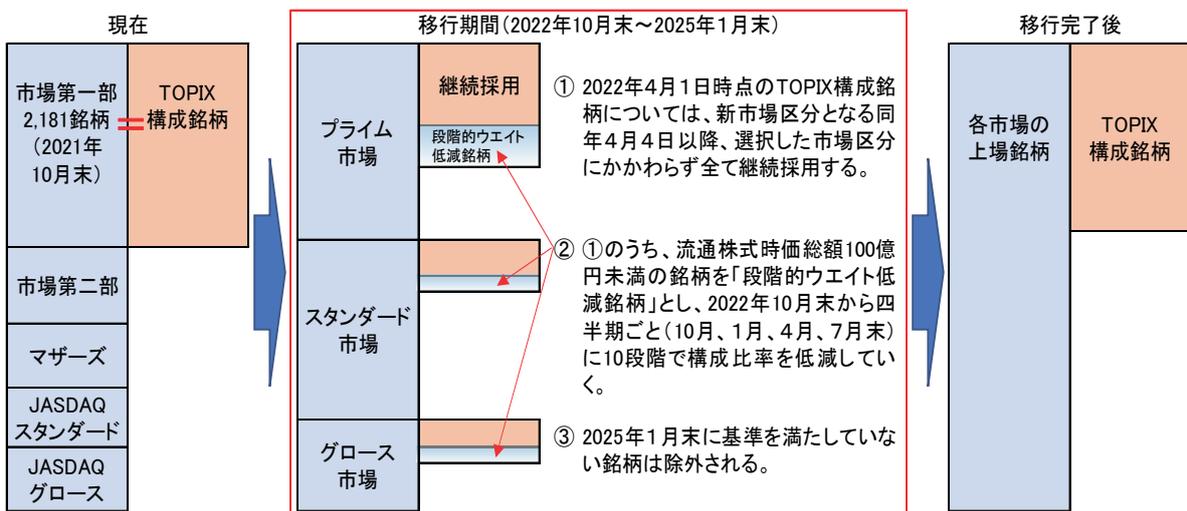
日経平均株価は、TOPIXに比べて対象銘柄が少なく、株価平均を基に算出されることから、株価の高い一部の銘柄の影響を受けやすいとされる。一方、TOPIXは、時価総額の大きい銘柄の影響を受けやすいとされるが、日経平均株価と比べて相場全体の動きを反映しやすいとも言われる。

（２）TOPIX見直しの概要

TOPIXの見直しは、東証の市場区分見直しを契機とし、市場代表性に加えて投資対象としての機能性を更に高めるために行われることとなった。現在のTOPIX構成銘柄は、前述のとおり市場第一部銘柄のみで構成されているが、見直し後は、プライム、スタンダード、グロースいずれの市場の銘柄も対象となる。

多額のTOPIX連動資産や市場への影響を考慮し、見直しは段階的に行われる（図表5）。まず、①2022年4月1日時点の構成銘柄については、新市場区分となる4月4日以降も選択市場にかかわらず継続して採用される。ただし、流通株式時価総額が100億円未満の銘柄については「段階的ウエイト低減銘柄」と判定され、その結果は同年10月7日に公表される。同銘柄については、②10月末から四半期ごとに10段階で構成比率を低減していき、③2025年1月末（最終営業日）に完全に除外されることとなる²¹。

図表5 TOPIX見直しのイメージ



(出所) J P X資料を基に筆者作成

¹⁹ 基準日は1968年1月4日であり、同日の時価総額は8兆6,020億5,695万1,154円であった。

²⁰ Exchange Traded Fundの略であり、TOPIXなど特定の指数等に連動する運用成果を目指す金融商品である。

²¹ 2023年10月に段階的ウエイト低減銘柄の再評価が行われる。①2022年10月判定翌期の流通株式時価総額が100億円以上、②年間売買代金回転率が0.2回転以上の2要件を満たせば同銘柄から除外され、低減されたウエイトが引き上げられた上でTOPIXに継続採用される。

移行完了後の TOPIX 構成銘柄の選定方法については、別途コンサルテーション²²を実施し、決定することとなっている。金融審議会の市場構造専門グループにおいては、①選定対象数に上限を設けて定期的に入替えを行うこと、②ガバナンスや環境等の観点での持続可能性など選定に当たって質的な要素を加味することを求める意見があり、報告書では、引き続き検討することとされている。

4. 主な論点

(1) 市場構造の見直し関係

ア 市場区分に係る経過措置の妥当性

図表 1 のとおり、東証一部上場会社の数は 30 年前と比べて 2 倍近くにまで増加し、最上位市場である市場第一部に全上場会社の約 6 割が集中する逆ピラミッド型の構造となっている。諸外国と比べると時価総額の中央値や上位 5% 平均が低く、時価額の小さい企業の割合が高い (図表 6)。2021 年 10 月末の市場第一部の時価総額は約 736 兆円であるが、このうちトップ 50 銘柄の時価総額合計は約 326 兆円 (平均は約 6.5 兆円) であり、上位 2% 程度の会社で時価総額の約 44% を占めている²³。

図表 6 取引所の代表市場の国際比較

取引所名	東証	NYSE(アメリカ)	NASDAQ(アメリカ)	LSE(イギリス)	ドイツ取引所
最上位市場名称	市場第一部	NYSE	Global Select	Premium	Prime
コンセプト	曖昧と の指摘	大規模・中規模 企業向け市場	世界で最も上場 基準が厳しい市場	上場基準のより 厳格な市場	国際投資家 向け市場
社数 (下位市場との比較)	2,141 (約4.4倍)	2,419 (-)	1,480 (約1.7倍)	504 (約1.5倍)	307 (約2.1倍)
時価総額中央値	480億円	2,149億円	1,261億円	1,402億円	959億円
時価総額上位5%平均	1.2兆円	5.8兆円	2.5兆円	3.2兆円	4.6兆円
時価総額下位5%平均	62億円	119億円	80億円	58億円	42億円
2018年売買代金	740兆円	2,127兆円	1,846兆円	280兆円	200兆円
下位市場名称	市場第二部	市場に階層なし	Global	Standard	General
社数	492		856	346	147

※2019年4月末時点データ及び同年5月6日時点取得データ

(出所) 金融審議会市場構造専門グループ (第 1 回) (2019. 5. 17) 資料 2 - 2 を基に筆者作成

東証は 2021 年 7 月 9 日、新たな市場区分の上場維持基準に適合しているか否かを全上場会社に通知した。報道によれば、東証一部上場会社のうち 664 社がプライム市場の基準に不適合であった²⁴。政策保有株式の解消など基準達成に向け対応を進める企業がある一方、基準を達成できない企業の多くが前述の経過措置を活用するようでは、市場

²² 異なる専門性を有する複数の専門家が、一定の事柄について検討・協議し、指導・助言等を行うこと。

²³ 林史哉「東証再編へ、市場構造改革」『金融財政事情』(2020. 1. 20) では、「TOPIX は上位 1,000 社で時価総額の 96% を占める」と指摘されている。

²⁴ 『読売新聞』(2021. 7. 10)。同記事では、「プライムの基準を満たしていない企業の中には、スタンダードにもならないケースがあった」とも指摘されている。

再編の意義が薄れてしまう。海外投資家から更なる資金を呼び込むためにも、プライムの名にふさわしい魅力ある銘柄が並ぶよう厳格な選別が求められる。

また、経過措置の期間は「当分の間」となっており、明確な期限が定められていない。経過措置が長期化する懸念もあることから、経過措置の終了について「意思表示をしてほしい」、「骨抜き市場再編となれば意味がない」等の指摘がある²⁵。東証には、経過措置の活用実態やその後の基準達成の動向を注視するとともに、経過措置の期限を明確化することが求められる。

イ TOPIX 構成銘柄数の上限設定等の必要性

時価額の小さい企業が最上位市場に含まれる点は欧米においても同様であるが、欧米では株価指数の構成銘柄数に上限が設けられている（図表7）。こうした仕組みにより競争原理が働き、上場会社全体の価値向上に向けた取組が活性化しているとも言えよう。

今回の見直しでは構成銘柄数に上限が設定されていないため、今後は、上限設定を視野に入れた更なる検討が求められる。上限については、アメリカのS&P500が文字どおり500社であることから、「日本においても500社程度が目安」との指摘がある²⁶。我が国にも銘柄数に上限のあるJPX日経400やTOPIX500等の指数はある。しかし、報告書では、これらの指数をベンチマークとする機関投資家は少ないとされている。活用が進まない要因を分析し、その結果を今後の銘柄数の上限設定にいかす必要がある。

新たなTOPIXの市場代表性を移行完了後も維持していくためには、構成銘柄数の上限設定とともに構成銘柄の定期的な入替えが必要となろう。TOPIXの選定対象数に上限を設け、定期的に入替えを行うことについては、報告書において引き続き検討を行うこととされているが、その際は、市場関係者等との十分な対話を行うことが求められる。継続的な企業価値向上を目指して努力している銘柄がTOPIXに採用される仕組みとし、企業間競争が生まれることが望ましい。市場再編とTOPIX見直しが機能することで世界の投資マネーを呼び込むことができれば、我が国の国際金融センターとしての地位向上にもつながると考えられる。

図表7 主要国の主な株価指数

	日本		アメリカ		イギリス	ドイツ ※2
株価指数名	TOPIX	日経平均株価	ダウ平均株価	S&P500	FTSE100	DAX40
構成銘柄数	2,181社 ※1	225社	30社	500社	100社	40社
対象	市場第一部 全上場銘柄	市場第一部 から選別	NYSE及びNASDAQから選別		LSE Premium から選別	ドイツ取引所 Prime等から選別
算出方法	時価総額 加重平均	価格平均	価格平均	時価総額 加重平均	時価総額 加重平均	時価総額 加重平均

※1 2021年10月末現在。

※2 2021年9月の制度改正により、10社追加され40社になる等の変更がなされた。

（出所）金融審議会市場構造専門グループ（第1回）（2019.5.17）資料2-2等を基に筆者作成

²⁵ 『朝日新聞』（2021.7.10）、『読売新聞』（2021.7.10）

²⁶ 井川智洋「東証の市場構造改革をいかに上場企業の価値創造につなげるか」『金融財政事情』（2021.5.25）。同論文では、「1,000社を超えるようではインセンティブとしての効果は期待できない」とも指摘されている。

ウ 地方経済への影響

東証一部上場会社という看板は、取引や資金調達において有利に働くだけでなく、人材採用面でも優秀な人材の確保等の効果を発揮すると言われている²⁷。大学生が就職活動の中心とする予定の企業規模に関する調査では、業界トップ企業と大手企業の合計で過半数を占めており、学生の大手志向は根強いと言える²⁸。

特に、地方に拠点を置く東証一部上場会社は、同地域の雇用の受皿となっており、消費等を支える地方経済の要であることが多い。市場区分見直しが地方の東証一部上場会社や経済に及ぼす影響については、中長期的な視点に立った分析を行う必要がある²⁹。

地域銀行の市場区分見直しに係る判断は分かれている。日本経済新聞社の集計によれば、2021年11月12日時点で、56行・グループがプライム市場を、3行がスタンダード市場を選択し、13行が検討中・態度表明なしとなっている³⁰。スタンダード市場を選択した富山銀行の中沖頭取は、プライム市場が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である点を踏まえ、「スタンダードの方が株主である地元の企業や個人と近づきながら地域経済の発展につなげられる」と述べている³¹。

地域銀行には、地域の実情・ニーズに応じた積極的な資金供給により、地域経済や地域の産業・企業の発展に貢献する役割が期待されている。こうした地域銀行の役割は、市場区分見直しに伴い選択した市場に応じて変化するわけではない。地域銀行の市場区分見直しへの対応については、地方創生の取組を加速させる必要があることを踏まえ、資金調達の円滑化など地域の金融機能の更なる強化との整合が求められる。

(2) 東証をめぐる諸課題

ア 東証の立会時間（取引時間）の延長

2020年10月1日、東証の現物売買システム「arrowhead」に障害が発生し、全ての取引開始が不可能となり、終日売買停止となった。障害発生後に東証が設置した再発防止策検討協議会³²では、レジリエンス向上の観点から立会時間の延伸に係る意見が出された。こうした意見や2024年度のarrowheadの更新予定等を踏まえ、東証は2021年5月に「市場機能強化に向けた検討ワーキンググループ」を設置し、取引時間の延長等について市場関係者等との検討を開始した。

検討を踏まえ、東証は2021年10月、「現物市場の機能強化に向けたアクション・プロ

²⁷ 報告書では、東証一部上場会社について、「国・地域における主要企業としてのブランドイメージが確立され、雇用や取引に当たっての信頼性・安心感を与える源泉となるなど、当該企業のステークホルダーに対して有形・無形の多大な価値を提供している」とされている。

²⁸ 株式会社ディスコ「キャリアタス就活2022学生モニター調査結果」(2020.10)では、業界トップ企業18.2%、大手企業37.3%、中堅中小企業9.4%、規模にこだわらない35.2%となっている(2022年卒者)。

²⁹ 唯一上場会社の本社がない長崎県では、人口減少が深刻であり若年層の流出に大きな影響を及ぼしているとの指摘がある(「市場再編ショック、地方に波及「上場ゼロ」長崎が示す未来」『日経ビジネス』(2021.10.4))。

³⁰ 『日本経済新聞』(2021.11.16)

³¹ 同上

³² 東証はシステム障害発生後、「システム障害に係る調査委員会(後に「システム障害に係る独立社外取締役による調査委員会」に名称変更)」、「再発防止策検討協議会」を順次設置した。同委員会は2020年11月30日に調査報告書を、同協議会は2021年3月25日に報告書をそれぞれ公表した。

グラム」を公表し、2024年度後半を目途に現物株式の取引時間を30分延長する方針を表明した。JPXの清田CEOは、システム障害が発生した場合のシステム再起動に約3時間を要している現状を踏まえ、再起動に要する時間を半減するとともに、取引時間を30分延長することで、有事の際の取引時間確保が見込めるようになる旨説明している³³。

延長後の東証の取引時間は香港と並ぶ5.5時間となるが、欧米の取引所と比較するとなお短い(図表8)。昼休みの廃止等を含めた取引時間の更なる延長を求める意見がある一方、取引時間延長に伴う証券会社等の負担の増加等にも注意が必要との指摘がある³⁴。海外投資家からの資金を呼び込む観点では、時差を活用して欧米の取引時間の補完を行うことができれば、アジア市場における我が国市場の優位性が一層高められるだろう。

図表8 取引時間の国際比較(日本時間基準、冬時間)

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	取引時間	
東証																											5h→ 5.5h
韓国取引所																											6.5h
シンガポール証券取引所																											7h
香港証券取引所																											5.5h
Euronext(オランダ)																											8.5h
LSE(イギリス)																											8.5h
NYSE、NASDAQ(アメリカ)																											6.5h

(出所) JPX資料等を基に筆者作成

イ 四半期開示の見直し

東証は1999年11月、マザーズ市場において四半期情報の開示を義務付け、2003年以降、その他の市場においても段階的に義務付けてきた。ライブドア事件等を契機に四半期開示の法制化の機運が高まり、2006年6月の金融商品取引法(昭和23年法律第25号)(以下「金商法」という。)制定により四半期報告制度が法制化された³⁵。

四半期開示については、企業経営者や投資家の短期的利益志向を助長しかねない点や情報開示に膨大な負担を要する点などから廃止を求める意見がある³⁶。一方、経営者等の短期志向を助長するか否かについては海外の実証研究において意見が分かれており、我が国市場の実情を踏まえた議論が欠かせないとの指摘がある³⁷。

³³ JPX「記者会見要旨」(2021.10.27)

³⁴ 『日本経済新聞』(2021.10.28)、『毎日新聞』(2021.10.28)

³⁵ 金商法は、証券取引法の改正という形で2006年6月に成立し、2007年9月に施行された。四半期報告制度は、2008年4月1日以後に開始する事業年度から適用されている。上場会社は、金商法第24条の4の7に基づき、四半期報告書を作成し開示する。四半期報告書には、会社の基本的な情報、事業情報、四半期決算の情報など、投資家の投資判断に役立つ情報が記載されている。

³⁶ 関西経済連合会、中部経済連合会、九州経済連合会、北陸経済連合会「中長期的な企業価値向上に向けたコーポレートガバナンス体制の構築に関する意見」(2019.9.26)

³⁷ 『日本経済新聞』(2021.11.9)

岸田内閣総理大臣は、第 205 回国会における所信表明演説において、企業が長期的視点に立ち、株主のみならず従業員・取引先も恩恵を受けられる「三方良し」の経営を行うことが重要であるとし、「四半期開示の見直し」を行う方針を示した。政府は今後、金融審議会において検討を進めることとしている³⁸。

J P X の清田 CEO は、四半期開示が短期的利益志向を助長するという考えは否定しつつ、上場会社の実務負担を軽減する必要性を示した。また、日本の上場会社の多くは、義務が廃止されたとしても四半期開示を続けるとの見通しを述べている³⁹。

我が国では、金商法に基づく四半期報告書の開示に加え、取引所ルールに基づく四半期決算短信の開示があり、企業にとっては負担が重いと言われる。また、持続可能性をめぐる企業の取組とその開示の在り方等についても金融審議会でも議論されており、更なる負担増となる可能性がある。四半期報告書と四半期決算短信の重複する部分を整理することで企業の負担軽減につながる可能性もある。一方、企業にとっての負担の減少は、投資家にとっての情報の減少につながりかねないため、慎重な検討と対応が求められる。

(わたなべ まさふみ)

³⁸ 金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ報告―資本市場における好循環の実現に向けて―」（2018. 6. 28）では、「現時点において四半期開示制度を見直すことは行わず、今後、四半期決算短信の開示の自由度を高めるなどの取組みを進める」、「我が国における財務・非財務情報の開示の状況や適時な企業情報の開示の十分性、海外動向などを注視し、必要に応じてそのあり方を検討していく」とされていた。

³⁹ J P X 「記者会見要旨」（2021. 10. 27）。なお、イギリスやフランスで開示義務が廃止された後も、主要企業は自発的に四半期開示を継続している点等が例示された。