

# 我が国における「新しい証券市場」に向けて

株式会社東京証券取引所グループ 取締役兼代表執行役社長 さいとう あつし 齊藤 惇

## はじめに

2012年もあとわずかとなった。この時期になると、年末のテレビの番組ではないが、やはり、今年の出来事を振り返りつつ、新たな年への飛躍を誓うものであるが、ここ最近では暗い出来事が目につく。一昨年の東日本大震災からの復興や原発問題の解決を果たせていないばかりか、今年は韓国・中国との領有権を巡る摩擦問題も発生している。

今年、株式市場はTOPIX（東証株価指数）が6月4日にバブル崩壊以降の最安となる695.51ポイント（終値）を付け、売買代金も、東証一部の一日平均で約1兆2千億円にとどまりそうである。ただし、これはこの一年、二年の問題ではない。日本経済と日本企業は、バブル崩壊後の1990年以降の長引くデフレに加え、最近では、リーマンショックによる世界的な不況の影響から脱せない中、欧州ソブリン危機による景気後退と新興国への波及により世界経済の低迷の余波を受けている。特に、企業業績については、円高や中国・韓国の企業とのグローバルな競争の激化によるところも大きいだろう。

日本の証券市場も例外なく、日本経済、そしてグローバルな競争の渦中に巻き込まれているが、手をこまねいてみている訳にはいかない。その中で、東京証券取引所グループは、来年1月1日に大阪証券取引所（大証）と経営統合を行い、新たに「日本取引所グループ」として船出することになった。この経営統合の狙いと今後の展開と共に、証券市場として、自身の活性化と共に日本経済、企業の成長にどう貢献できるのか述べていきたい。

なお文中の意見に関する部分は筆者の私見である。

## 1. 大証との経営統合について

### (1) 背景

東証の株式市場は、かつては「世界の三大市場」と称されアジア地域内で圧倒的な存在感を誇っていたが、アジア諸国の経済成長と相俟って、香港、シンガポール、上海などが世界でも有数の証券市場として成長しており、アジアにおいても競争力を保ち続けるのは難しい状況にある。

しかも、東証市場の主な参加者を投資家の種類ご

とに見てみると、海外投資家は6割弱になる一方、証券会社（自己勘定）や個人投資家は16、17%前後、国内法人は7、8%程度にとどまるのが現状である。流動性が高く、価格形成が効率的な市場は企業の資金調達場所としても選ばれられることから、国際的な投資マネーにとり魅力的な市場であり続けることは取引所の命運を左右するといっても過言ではない。東証も、こうした状況を十分に認識して、低レイテンシー（システム処理所要時間）の株式売買システム「arrowhead」の導入を始めとする取引所のインフラ整備、取扱い金融商品やサービスの多様化等の様々な方策を実施してきた。

その結果、市場インフラは、諸外国に比べても相当なレベルにあると自負しているが、今後のグローバルな取引所間競争が一層激しくなると想定される中、もはや国内で争っている場合ではなく、「オールジャパン」の態勢をもって競争に挑まなければ、将来、世界における日本の証券市場の競争力は保てないという危機感があった。それを大証と共有できたことが、今回の統合の原動力になり、昨年11月22日、両取引所の間で経営統合に関する合意に至ったのである。

東証は東証一部に代表されるように、グローバルでも有数の規模、国内では約9割のシェアを保持する株式市場とTOPIXと国債先物等のデリバティブ商品を有する総合取引所であり、上場、売買から清算・決済、さらに自主規制に至るまでの垂直統合されたグループ体制を有している。一方、大証は日経225の先物やオプション取引に代表される、国内最大のシェアを誇るデリバティブ市場を持ち、また新興企業向けのJASDAQも有している。お互いに補完的な強みを持つこの両社が経営統合することにより現物取引とデリバティブ取引の双方において、国際的な観点で十分に競争力を発揮し得るとというのが統合の狙いである。

### (2) 統合に関する基本方針

昨年の合意以降、今年に入り、【図表1】のとおり、公正取引委員会の審査、TOB等の手続きを進め、10月29日の両社の取締役会において、新しい統合持株会社のガバナンス体制、目指すべき方向性、市場機能の集約やシステムの統一化に関する基本方針

図表1 日本取引所グループの発足に向けたスケジュール

2011年11月22日	統合契約の締結
2012年1月4日	公正取引委員会による企業結合審査開始
7月5日	公正取引委員会による承認
7月11日～8月22日	公開買付け
10月29日	合併契約等の締結
11月20日	臨時株主総会で、合併契約等の承認を付議
12月11日	合併及び上場（東証一部）の認可
2013年1月1日	合併等の効力発生日 ⇒ 日本取引所グループの発足

について決定したところであり、以下それらを紹介していきたい。

まず、目指すべき方向性については、企業理念と将来ビジョンに表れている。

■企業理念

- ・私たちは、公共性・信頼性の確保、利便性・効率性・透明性の高い市場基盤の構築、創造的・魅力的なサービスの提供により、市場の持続的な発展を図り、豊かな社会の実現に貢献します。
- ・私たちは、これらを通じて、投資者を始めとする市場利用者の支持及び信頼の増大が図られ、その結果として、利益がもたらされるものと考えます。

■将来ビジョン

Your Exchange of Choice ～創造性豊かで、公共性・信頼性のある質の高いサービスを提供するアジア地域でもっとも選ばれる取引所～

そして、これらを踏まえて決定した今後の市場集約等のスケジュールは【図表2】、集約に伴う組織再編後のイメージは【図表3】のとおりであるが、市場機能の集約とシステムの統一化に関する基本方針は具体的には以下のとおりとした。

①現物市場

2013年7月を目途に東証に統合するが、上場制度に関連する事項について、両社の本則市場の市場第一部・第二部は、基本的なコンセプトが共通していることも踏まえ、東証の制度に合わせる。一方、マザーズ、TOKYO PRO Market 及び JASDAQ については、それぞれ異なる市場コンセプトを有しており、拙速な統合は、既存の上場会社や上場準備会

社に不利益や混乱をもたらす懸念があること等から、当面、市場の統合は行わない。なお、その他、外国株やETFなどの株式以外の商品については、本則市場同様に、市場の統合を行うこと、上場会社による適時開示については、既に一本化が図られている「TDnet」を利用すること、上場会社とのインターフェースシステムは、東証の「Target」に統合することとした。また、売買制度・システムに関連するものについては、原則、東証の売買制度、システム（arrowhead）に一本化し、また、現在、東証の現物取引の資格を持っていない大証の取引参加者には、新たに現物取引の資格を付与する。

②デリバティブ市場

2013年度中を目途に大証に統合する。具体的には、原則、大証の売買制度、システム（J-GATE）に一本化しつつ、今まで大証で取り扱われていなかった、日本国債先物・先物オプション等への対応や、取引参加者制度等の対応について、引き続き検討を続けていく。

③自主規制機能

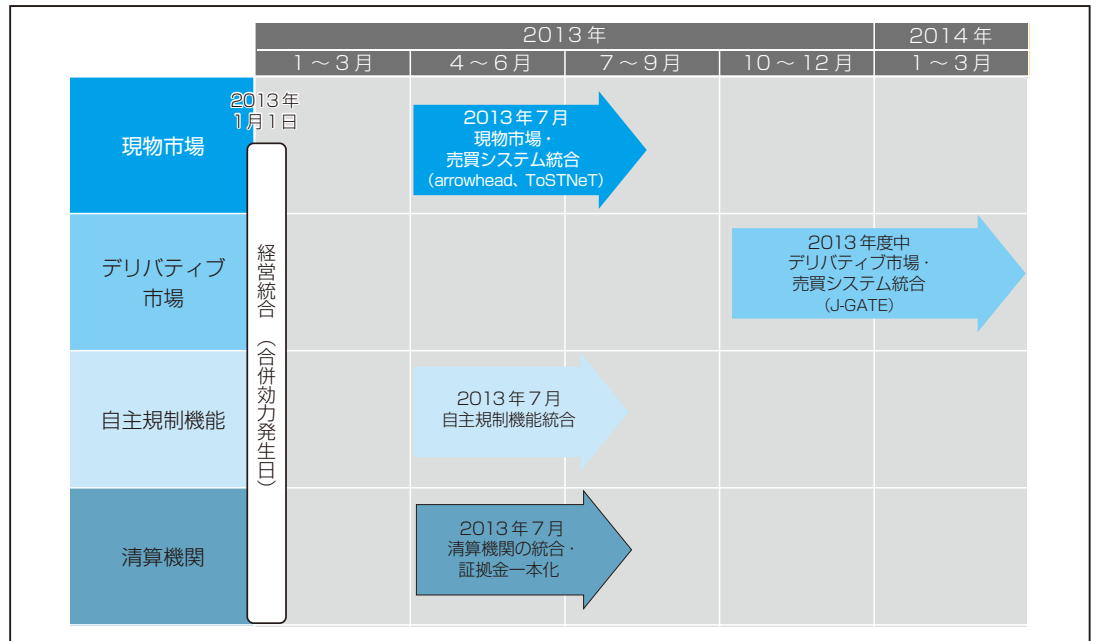
現物市場の統合と併せて、2013年7月を目途に、東証自主規制法人に統合する。この方針のもと、今後、上場審査、上場管理、考査・参加者監理及び売買・取引審査といった自主規制部門について、円滑な統合に向けた実務レベルでの協議を行っていく。

④清算機能

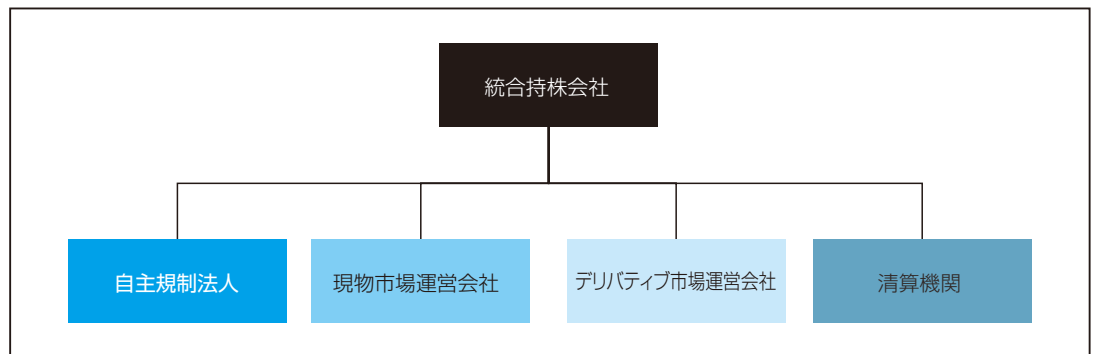
現物市場の統合と併せて、2013年7月を目途に、日本証券クリアリング機構に統合する。このタイミングにおいて、証拠金の一本化を実現し、投資家の資金効率の向上に貢献したいと考えている。

これらの市場機能等の集約の実現にあたっては、市場利用者の方々の意見を十分に踏まえ、円滑かつ早期に実現することで、収益面及び費用面におけるシナジーが最大限に発揮されると考えている。

図表2 日本取引所グループにおける統合に向けたロードマップ



図表3 各機能の統合後の日本取引所グループ全体のイメージ



### 3. 上場会社の魅力向上について

取引インフラをいくら良くしても、やはり上場商品に魅力がないと流動性の確保という点で画竜点睛を欠くことは論を待たないところである。

#### (1) コーポレートガバナンスの向上

この点で、おそらく最初に読者の方が思い浮かべるのは、上場会社のコーポレートガバナンスの充実ではないだろうか。昨年、上場会社の経営者による企業価値の重大な毀損行為が相次いで発覚したことを受け、長年にわたって問題点が指摘されてきた日本のガバナンス・システムに対して、改めてその実効性が批判に晒されたことは記憶に新しいところである。私も海外の投資家から厳しい批判をたくさん聞いてきた。

ガバナンス・システムは企業の事業内容や規模などによって決まるもので、制度上の自由度の確保が重要という意見に同意できる部分もある。しかし、

少なくとも、経営層の違法行為や不正行為、過度なリスクテイクやレピュテーションを損なうような事態を防止し、少数の株主である一般株主の利益を保護する観点から、経営の近くで経営をモニタリングする仕組みがあることは、企業の持続可能性に資し、ひいては、投資家からの信頼を確保するものと言える。また、一般株主の利益に配慮する良質なガバナンス・システムは企業価値の向上にも貢献すると考えられる。

東証もこれまでコーポレートガバナンスの浸透や改善のため、様々な施策を打ってきたところであり、2009年12月からは「独立役員制度」を導入し、企業行動規範の遵守事項として、国内上場会社に対し、一般株主保護のため、独立役員（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）の1名以上の確保を求め、その確保状況の報告や開示を求めている。これについても昨今の不祥事を踏まえて、2012年5月には、独立役員及び社

外役員の独立性に関する情報開示の拡充等の見直しを行ったところである。

これに関連して、法制審議会会社法制部会における会社法制の見直しの議論においても、社外取締役の選任や、社外役員の独立性の強化を主要なテーマのひとつとして議論が行われてきた。そして2012年8月に「会社法制の見直しに関する要綱案」が取りまとめられた際には、以下の内容の附帯決議が行われている。

- 1 社外取締役に関する規律については、これまでの議論及び社外取締役の選任に係る現状等に照らし、現時点における対応として、本要綱案に定めるもののほか、金融商品取引所の規則において、上場会社は取締役である独立役員を一人以上確保するよう努める旨の規律を設ける必要がある。
- 2 1の規律の円滑かつ迅速な制定のための金融商品取引所での手続において、関係各界の真摯な協力がされることを要望する。

既に、東証の上場会社の半分超が社外取締役を採用するなどコーポレートガバナンスへの意識の変化は進んできているように思われる。上場会社のコーポレートガバナンスの充実に向けて、関係各方面と連携しつつ、必要な制度・運用の見直しや実効性を高めるような取組みを進める所存である。

## (2) IPOの推進

リスクマネーの提供により、企業の成長を支えるという証券市場の機能からは、新規公開（IPO）によってフレッシュな企業が上場されることも重要な点であると認識している。

この点で、東証は、特に日本経済を支える中小・中堅企業の成長を支援することでIPOを促進していくことに取り組んでいる。日本でも会社のうち実に99%超が中小企業であり、雇用者数も日本の全従業員数の7割超が中小企業である。無名ながら世界トップクラスの技術を持つ企業もあるなど、今後の日本経済の再生、発展には日本経済を根っこから支えている中小企業や起業家がどれだけ活躍できるかにかかっている。しかし、中小企業の数も過去10年で484万社から419社に減少するなど、厳しい状況にあるのが現状である。

日本においても政府の成長戦略で中小企業やベンチャーの育成が掲げられているが、こうした企業の成長に必要な資金として、借入以外の、リスクマネーとしてのエクイティ資金が必要になってくると認識しているところである。

このIPO推進の基礎となる取組みとして、まず制度面について、東証は、IPO活性化のための上場

制度の整備を行ってきた。まず、2011年3月31日に施行したマザーズの信頼性向上及び活性化に向けた制度の見直しにおいて、新規産業育成の観点から、財務諸表の信頼性向上のための対応と共に、事業計画の合理性の審査方法及び標準的審査期間（2か月）の設定等による、審査期間の適正化並びに上場時期の予見可能性の向上を図ったところである。さらに、2012年3月9日に施行した東証一部・二部の上場審査基準等の見直しにおいては、既存産業の活性化の観点から、中堅・中小企業の新規上場を推進するため、企業の収益性の審査の見直しや純資産額基準の見直し等を行ったところである。詳しくはそれぞれ、本誌2011年3月号、2012年4月号での解説を参照されたい。

また、サービス面として、2011年4月に新設した上場推進部が中心となり、新興企業や中堅・中小企業へのプロモーションをさらに積極化するため、引受証券会社や監査法人といった従来からのIPO関係者に加え、国や地方公共団体等の資本市場関係者以外にも連携先を拡大していき、それを全国で展開しているところである。また、「上場準備企業への問題解決型サポート活動」として、上場申請前の段階で、新規上場にあたっての課題・論点をIPO関係者・上場準備会社と共に検討し、取引所側から解決へ向けた提案を行う活動も行っている。

日本のIPO市場は、2009年の19（うち東証10）を底に、2010年から回復基調に入り、22（同12）、37（同21）そして2012年48（同32）（予定を含む）となっており、これには上述のような制度面、サービス面での取組みの効果もあるのではないかと自負している。2013年度以降毎年60社以上の新規上場という目標達成に向け、上場準備会社へのプロモーション等を継続的かつ積極的に行っていく所存である。

## (3) プロ向け市場

最後にもう一つ取り上げたいのは、プロ向け市場である。2008年の金融商品取引法改正により導入された「プロ向け市場制度」に基づき設立された市場であるが、現在、東京証券取引所の中の市場として、2009年6月にスタートした株式市場の「TOKYO PRO Market」、2011年5月にスタートした債券市場の「TOKYO PRO-BOND Market」の二つがある。制度として浸透していない可能性もあるので、若干紹介も含めてご説明したい。

まず「TOKYO PRO Market」については、投資家をいわゆるプロ投資家に限定する代わりに、【図表4】のような柔軟性を持った制度になっている。

大きな特徴は、「J-Adviser」制度である。J-Adviserは企業の上場適格性を調査・確認し、上場までのプロセスを統括し、上場後も企業が上場企

図表4 TOKYO PRO Marketの特徴

	既存市場	TOKYO PRO Market
開示言語	日本語	日本語または英語
会計基準	日本基準 (本国等で財務書類が 開示されていない場合)	・日本基準 ・国際会計基準 ・米国基準 ・その他 (J-Adviser と監査法人が、 合意の上で適切に判断し、取引所の認めた基準)
上場基準	株主数、時価総額、売上高、 利益等の数値基準あり	数値基準はなし J-Adviser が上場適格性を評価
上場申請から 上場承認までの期間	マザーズ：2か月 本則市場：4か月	原則 10 営業日 ※但し、申請前に J-Adviser に審査確認
監査証明	最近 2 年間	最近 1 年間
内部統制報告書	必須	任意
四半期開示	必須	任意
投資家	制限無し	プロ投資家 (注)

(注) プロ投資家

■ 特定投資家

- ✓ 適格機関投資家 (金融機関など)、上場会社、資本金5億円以上の株式会社
- ✓ 国・日本銀行、地方公共団体

■ 「みなし」特定投資家

- ✓ 上記以外の株式会社
- ✓ 3億円以上の金融資産及び純資産を持ち、金融商品について1年以上の経験を有する個人

■ 非居住者

業としての義務を継続的に履行するよう助言・指導を行う役目を担っている。現在8社がJ-Adviserであるが、特に注目すべきは、フィリップ証券株式会社をJ-Adviserとして国内企業の3社 (五洋食品産業株式会社、メビオファーム株式会社、株式会社新東京グループ) が上場を果たしていること、沖縄でビジネスをしていたり、事務所を置いたりしている企業が上場しやすいようにすることを目的として2012年7月に株式会社OKINAWA J-Adviserが設立され、同年11月にJ-Adviserになったことである。

他方、「TOKYO PRO-BOND Market」について、

こちらも英語での開示が可能であるが、J-Adviser制度を採用せず、上場の適格要件として、①当該債券が、信用格付業者による格付けを取得していること。②新規上場に係る債券を引き受ける主幹事証券会社が当取引所の「主幹事証券リスト」に登録されていることを求めている。また、もう一つの特徴として、海外のMTNプログラムと同様、発行体の財務情報や当年の起債予定額をTOKYO PRO-BOND Marketに登録 (プログラム上場) すると、その予定額の範囲内で随時債券を発行できる仕組みがあることである。現時点上場実績は以下のとおりである。

■ TOKYO PRO-BOND Marketの現状 (12月20日現在)

○ 上場銘柄数：3 (発行体名・債券の概要、発行年月)

ING Bank N.V.	2年固定利付債・ 507億円	(2012. 4)
	3年固定利付債・ 1,645億円	(2012.12)
	3年変動利付債・ 114億円	(2012.12)

○ プログラム数：3 (発行体名・登録額・登録年月)

Nomura Bank International plc Nomura Europe Finance N.V.	125億ドル 400億ドル	(2012. 7)
ING Bank N.V.	2000億円 ⇒ 4000億円に増額	(2012. 3) (2012.12)
SK Telecom Co., Ltd.	700億円	(2012.10)

以上のように、プロ向け市場は、制度の柔軟性が特徴の従来になく画期的な制度であるが、前例がないこと等もあり、市場開設以降しばらくは生みの苦しみともいうものを味わってきたといえる。しかし、地道な営業活動等の結果、上述のように、少しずつ制度の利用が増えており、このような事例の集積により関係者の注目が集まってくると期待している。今後、日本、海外を問わず、新しい資金調達手段の一つとして企業や関係者に提示し、利用の定着、拡大を図っていく所存である。

## おわりに

日本取引所グループの発足により、利便性の向上による流動性の拡大を通じ、企業への成長資金の供給と国民の資産運用という資本市場の機能を維持、発展させる、ひいては日本経済の再生につながればと考えている。ただし、市場活性化の本丸であ

る上場会社の魅力向上や新しい企業の発掘については、東証だけでなく、関係各方面の皆様の御協力が不可欠であることはいうまでもない。ご理解を賜われれば幸いである。

以上

さいとう あつし  
**斉藤 惇**

略歴

1939年生。熊本県出身。1963年、慶應義塾大学を卒業後、野村証券に入社、専務、副社長を歴任。その後、住友ライフ・インベストメント社長、産業再生機構社長を経て、2007年6月に東京証券取引所社長、同年8月より現職。現在に至る。2013年1月1日に日本取引所グループ取締役兼代表執行役グループCEO就任予定。