

研究報告

全球证券交易所系列研究之 日本交易所集团

陆佳仪

资本市场研究所
2020年10月

内容摘要

在日本经济发展与增长、日本证券交易所行业发展均落后于全球先进之列之际，为扭转颓势，日交所集团于 2013 年成立。日交所集团的成立开启了日本交易所市场的几大改革：

其一，日交所集团通过资源整合与利益再分配以实现范围经济与规模经济。一方面，日交所集团通过合并东京大阪两大交易所，缓解了日本各家证券交易所之间的严重内耗，实现强强联合；另一方面，通过合并同类市场使多层次市场的重复建设导致市场分层过细、定位不清晰的问题得到较大改善。

其二，在交易业务上，日交所集团实现了从封闭市场向国际开放市场方向转变，并不断提升基础设施建设。在交易业务方面，随着日交所国际化战略的不断推进，日交所集团的现货市场和衍生品市场中国际投资者，特别是国际机构类投资者的占比显著提升，成为了市场交易的主力军。此外，交易基础设施也不断完善。日交所的部分核心信息系统由纯粹的自主开发逐步转变为引进国际先进交易所的成熟技术进行二次开发。

其三，在上市业务上，日交所集团通过法规调整与公司治理结构调整等方式提升竞争力。日本交易所集团的发展实现了由制度约束重、系统容量低向市场体系健全方向转变。随着上位法的逐步完善，日本追随欧美先进国家的体制创新步伐，其金融监管法规从制约证券交易所的组织形式、管理体制和市场结构等逐步过渡到允许综合化经营和市场分层。在上市业务上，东交所对发行上市和转板

制度进行了根本性的变革，实现了发行注册制和自由转板。此外，日交所集团在引进国际战略投资者方面进展与成果颇丰。

通过改革，日交所集团的全球地位得到了稳固与提升。其一，现货市场交易活跃度保持高位，仅次于美国与中国大陆市场。其二，IPO 数量较集团成立前增长显著，融资功能增强。其三，外国投资者占比大幅提升，国际化程度加强。

尽管如此，日交所改革带来的制度红利有限。**在交易业务上**，日交所的衍生品交易规模与现货市场不成比例，尤其是在全球交易所大行其道的股指期货交易量微乎其微。**在融资功能上**，相较于东亚地区的中国大陆与香港市场，日交所在筹资数量与筹资额上均不占优势。**在互联互通与国际化业务上**，在产品双向挂牌、信息数据共享、教育培训、技术输出与共同开发等方面都存在很大不足，没有形成国际金融中心所需的专业平台和业务模式。**在信息技术业务上**，尽管加大了系统开发与升级力度，日交所集团的系统故障率仍然在全球处于高位，具有较高的安全隐患，技术水平与管理能力均有待加强。

究其原因，一方面，日交所集团的发展扎根于日本经济的土壤，也依托于东京、大阪等重要城市在全球金融中心建设中的地位。在日本实体经济发展与增长长期落后于世界领先水平、长期低利率以及日元疲软的背景下，日本资本市场的全球吸引力下降，削弱其投资功能。另一方面，日交所改革起步较晚，日交所集团在系统技术水平、交易制度、市场服务与产品创新上仍然与成熟市场有一定差

距。

根据日交所集团的发展经验、所获成就与面临的挑战，本报告对我国资本市场建设建议如下：

其一，应当加大制度建设与系统开发力度，完善多层次市场保障体系。一是加快金融监管体制的变革，完善上位法、部门规章和交易所自律规则。二是加快发行、上市、交易、转板与退市制度的变革。在适当时机推出转板制度，优化退市制度，促进上市资源有效流动；并进行交易时段、竞价方式、市场稳定机制（涨跌幅限制、断路器/熔断、持仓限制）等交易机制改革。三是优化和升级信息系统。完善交易系统、电子投票系统、监察系统和市场信息分发系统等基础设施平台，形成现货和衍生品两个并行、专业的竞价交易系统和大宗交易平台。

其二，应当明晰市场分层结构，组建全产业链、价值链交易所集团。一是实现中国证券登记结算有限公司、中央国债登记结算有限公司、上海清算所等下游产业的合并，完成组织、系统、资产与人员的整合。二是确定明晰的市场分层结构。将现货市场、衍生品市场、清（结）算和自律监管等业务和职能在各家交易所和法人机构间进行重新布局。三是构建多层次资本市场生态圈。完善与投资者、发行人、中介机构（证券公司和信息资讯机构）等的客户关系网络，并与行政监管部门、行业协会、非证券业金融机构等利益相关方建立良好的关系，维护各方合法权益，实现社会利益最大化。

其三，应当高效有序推进资本市场双向开放，提升国际综合竞

争力。一是加大跨国投资（股权、债权），并引入战略投资方（国际股东）。利用一带一路的发展契机，兼并发达、新兴经济体的战略性交易所，并与欧美先进交易所建立商业联盟，实现各方数据信息、人员物资与技术系统等核心资源的共享和增值，服务于国家战略，提升国际视野。二是双向开放交易场所和设施。引入境外成熟机构投资者，为境内成熟投资者开通海外投资绿色通道，以及实现产品的双向挂牌，倡导价值投资，提升股票（存托凭证）、债券（熊猫债）、基金、衍生品等各类产品的流动性和稳定性。三是建立专业化的国际业务平台与协作模式。加快沪伦通、自贸区金融资产交易平台、国际板等国际业务平台的建设，提升国际合作的专业化水平和创新效率。

目录

一、总体情况	8
(一) 经济背景	8
(二) 发展历程	12
(三) 战略布局	18
(四) 组织管理	21
(五) 股权结构	22
(六) 产品结构	24
二、业务分析	26
(一) 上市业务	26
(二) 交易业务	35
(三) 交易后业务	42
(四) 信息技术业务	43
三、经营业绩	45
(一) 盈利规模	45
(二) 资产规模	47
(三) 现金流规模	47
四、结论与启示	48
(一) 结论	48
(二) 启示	50
附录 1 日交所集团发展历程	52

附录 2 形式标准	53
附录 3 实质标准	54
附录 4 转板至市场一部标准	55
附录 5 转板至市场二部标准	56
附录 6 东交所交易参与非收费标准	57

日本交易所集团研究

日本交易所集团(以下简称日交所集团)下辖东京证券交易所、大阪交易所和日本证券清算机构、日本交易所两家辅助机构;并入股日本证券存管机构,通过下属机构间接控股多家信息公司、技术公司;进而形成了上市、交易、清算、结算、信息服务、技术服务等全产业链、价值链的综合化经营模式。同时,日交所构建了市场一部、市场二部、创业板、专业投资市场等多层次股票市场分层体系,积极发展债券、指数基金等不同类型的现货交易和期货、期权等衍生品交易,构建了横跨期现、风险匹配的多层次资本市场体系。

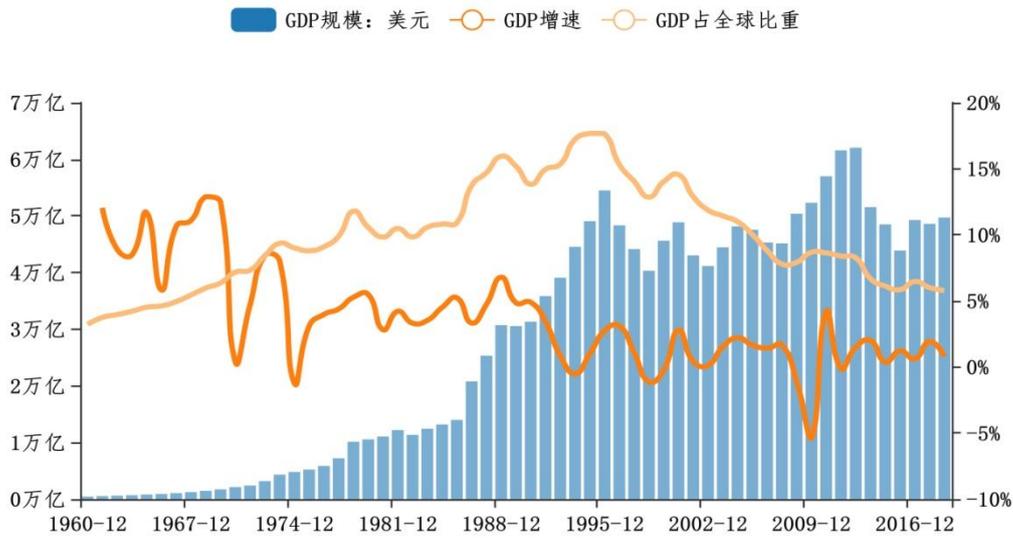
一、总体情况

(一) 经济背景

日交所集团是日本最大的全国性证券交易所。2013年1月由东京证券交易所与大阪证券交易所合并成立。东京交易所、大阪交易所乃至日交所集团的诞生与发展,与二战后日本产业经济的兴衰史一脉相连。

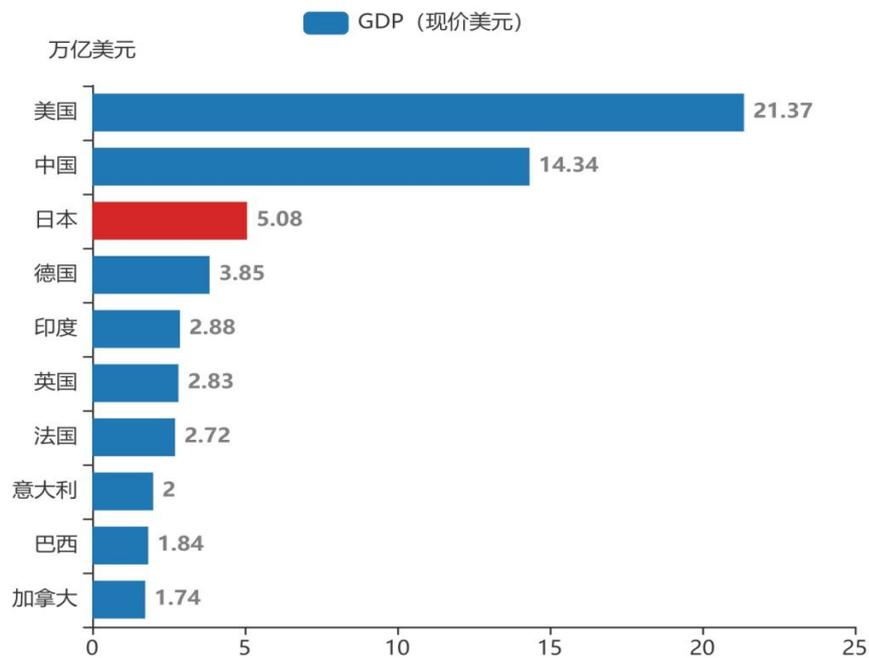
二战结束至今,日本经济先后经历了50年代的战后复苏、60-70年代的经济腾飞、80年代泡沫经济膨胀,以及90年代泡沫破灭后一个又一个的“失落的十年”,长期陷于低增长、低利率、低通胀的宏观环境中。经过近三十年的起起落落,2019年日本GDP规模约为5.8万亿美元,全球占比从巅峰时期的17.7%降至5.8%,列全球第三。

图 1 日本 GDP 规模、增速及全球占比



数据来源：WIND

图 2 2019 年日本经济规模及全球排名

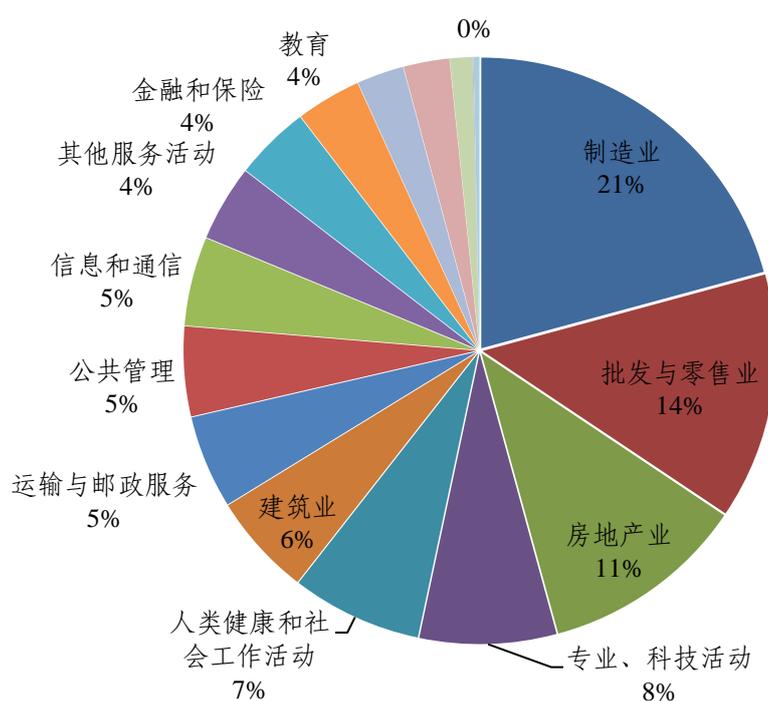


数据来源：World Bank

在不同的发展时期，日本的优势产业不断转型升级。在高速发展的 60-70 年代，制造业产量快速增长，掀起了建设高潮，同时带

动了钢铁、石油化工等产业的蓬勃发展。到了日本经济发展进入超
速快车道的 80 年代，汽车和半导体产业飞速发展，超越美国成为世
界产量第一，成为了一个时代的注脚。然而在 90 年代后，全球范围
内同时出现了新兴经济体的工业化发展、信息通信技术革命以及由
此导致的商业模式的深刻变化。这些经济条件的变化动摇了日本经
济的根基。日本式的企业组织模式、产业金融体系无法适应 80 年代
和 90 年代诞生的新兴信息通信技术体系，产业转型升级缓慢，并未
享受到 IT 革命这一重大技术进步所带来的好处。

图 3 日本各产业 GDP 占比（2018 年）



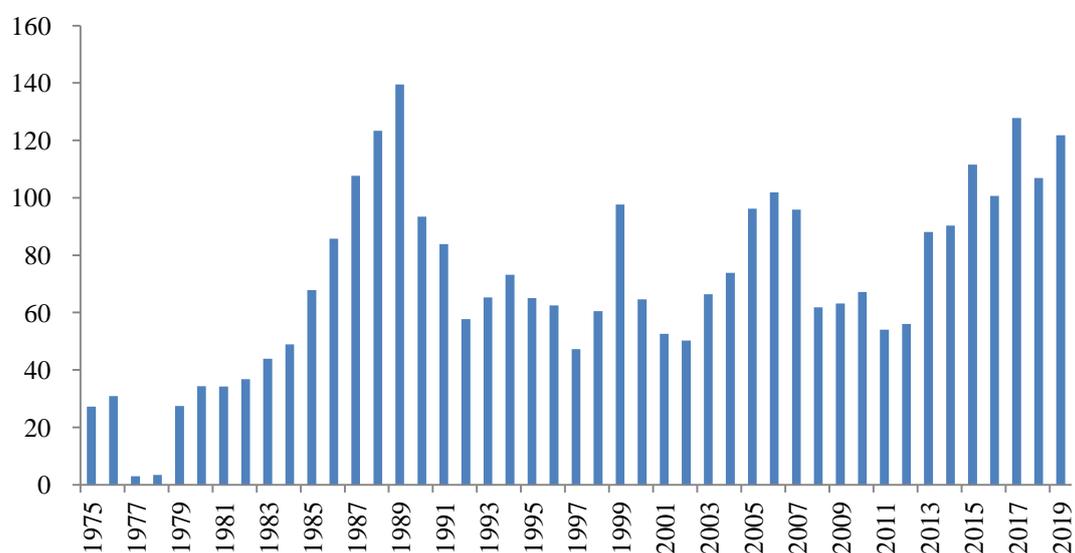
数据来源：WIND

从 2018 年日本各产业 GDP 占比来看，制造业（21%）、批发
与零售业（14%）和房地产业（11%）分列三甲，总计占比 46%。
除金融业占比较低外，整体产业结构与中国相似。近年来，专业、

科技活动产业 GDP 占比持续稳定提升，目前已成为仅次于三大传统行业外对 GDP 贡献最大的产业，占比近 8%。

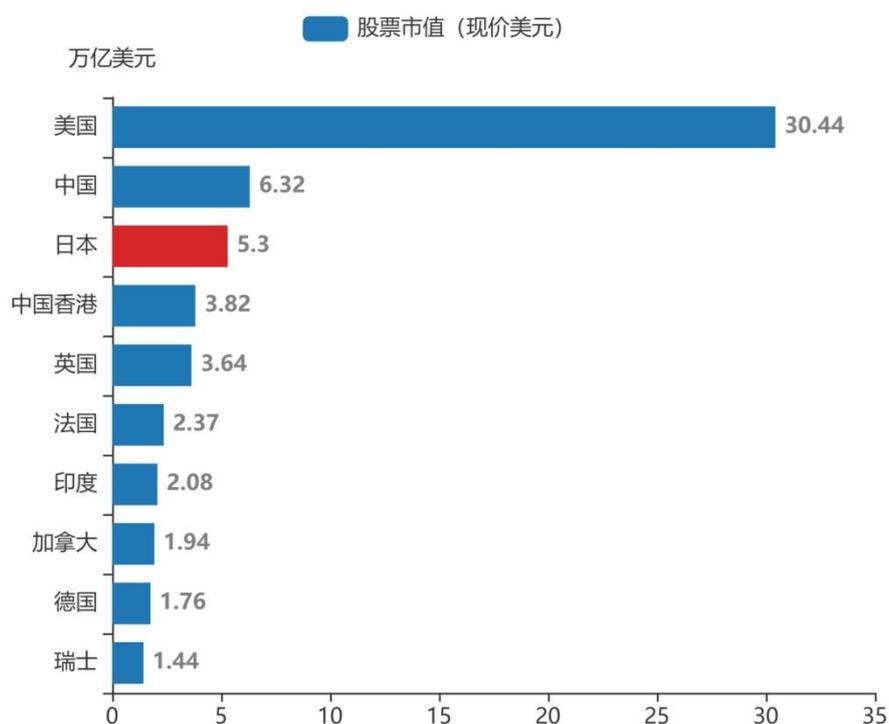
与日本企业组织模式相适应的，日本自 1942 年制定《日本银行法》开始，金融体系始终以间接融资为主体，目的是为了以更低的利率向政策目标产业供给资金。因此，日本债务杠杆率长期维持高位，而资本市场却难有长足发展，证券化率始终难以有质的提升。泡沫经济破灭后至日交所集团合并前，日本的证券化率长期在 60% 上下波动。在东亚地区，相比于中国大陆、中国香港市场，日本股票市场的 IPO 数量及筹资额也不占优。但得益于较大的经济体量与历史积累，日本目前仍然是全球第三大股票市场。

图 4 日本证券化率（1975-2019）



数据来源：WIND

图 5 2018 年全球前十大股票市场（按市值规模排序）



数据来源：WIND，WFE

（二）发展历程

日本证券交易所的发展历程以明治维新为起点，以二战为分水岭，至 2013 年集团化合并后进入新阶段。

明治维新后至第二次世界大战结束，日本的交易所制度大体经历了殖产兴业、产业革命、经济萧条、战时经济与金融统制五个历史阶段的演进。从 1870 年开始，明治政府推行殖产兴业政策，从西方引进交易所这一新型市场组织，建立适应资本主义经济发展需要的统一商品市场和资本市场。1878 年，东京股票交易所与大阪股票交易所相继成立，从事有价证券交易。此后，日本交易所在二战前经历了产业革命时期的蓬勃发展与经济萧条时期的整顿。

随着日本对外发动侵略战争，实施战时经济计划化和经济统制政策，排斥市场机制的作用，日本交易所丧失了赖以生存的土壤。1943年7月1日，日本政府依法合并国内所有的证券交易所，采用了营团的特殊法人组织，扮演了为战争服务的战时金融角色。随着日本的战败，这家证券交易所于1946年被美国占领军解散，直至1949年1月美方才同意设立东京证券交易所与大阪证券交易所。两大交易所作为会员制组织成立并在当年5月开始交易。

此后，两大交易所的发展以五大标志性事件为分野，经历了以下六个阶段。

图6 日本交易所集团战后发展历程



数据来源：WIND

1. 初创期：（1949-1960）

战后，在美国“道奇计划”的援助下，日本实行了一系列改革措施，经济快速恢复。1955后，日本开始以购买专利的方式推动技

术进步，并启动大规模的经济建设，有效地带动了经济增长。随着经济腾飞，股票市场规模也日益扩大；伴着盐户景气的热潮，交易变得活跃，四大证券公司的市场占有率不断扩大，日本证券交易所也迎来了较快的发展。

2. 多层次资本市场建设初期（1960-1973）

东交所市场二部的诞生，是日本多层次资本市场建设的开端。此前，东交所只有市场一部主板市场，主要为国内大型企业提供上市融资渠道。1960年，市场二部设立，类似于我国的中小板，其服务对象为中型企业。代表大型企业的市场一部是日本资本市场融资主体，市值占比高达96.4%；相较而言，市场二部市值占比较低，仅占1.14%^①。

市场二部尽管规模较小，却有着灵活的转板机制，流动性非常高的上市企业可以申请转板到市场一部，交易所将根据证券上市规则以及上市审查标准等对其审核。此后创设的 Mothers 和 JASDAQ 的上市企业在经历成长发展后可以转板至市场二部。

3. 国际化业务加速期（1973-1989）

上世纪70年代，日本金融结构虽以间接融资为主，但已开始**鼓励直接融资**。大藏省鼓励企业发行债券、股票等**有价证券**，放松发行标准，简化发行手续，直接融资得到较大发展，十年间融资比例从11.9%上升至27.0%。**同期的另一大转变是资本账户逐渐对外开放**，日本放宽外国居民兑换日元额度、放开外国居民购买日本证

^① 截至2019年年末。

券数额的限制，实施外国居民投资信托自由化，增批一般投资者可自由购买国外证券。1980年12月，日本全面修订《外汇法》，原则上取消外汇管制，实现资本项目下可自由兑换。

在全球交易所激烈竞争、日本资本市场逐步对外开放的背景下，东京交易所为增强综合竞争能力，实现快速发展，做了以下改革：**第一，在产品国际化方面**，允许境外公司境内发行武士债，首次实现了武士债的场内交易；1980年东交所实现了产品交叉挂牌，在推出10年日本国债期货时，实现了分别在美国芝加哥期货交易所（CBOT）和伦敦国际金融交易所（LIFFE）上市。**第二，在上市公司国际化方面**，1973年设立国际板，吸引境外著名公司境内第二上市。**第三，在会员国际化方面**，1985年东交所接纳美林等外国证券公司在日本的6个分公司为正式会员。

这一时期，日本经济的全球竞争力不断提升，日元持续升值。为日本上市公司股价带来了持续增长动力，境外公司上市数量也不断攀升。1985年广场协议签订后，日本央行大量印发基础货币后流入房地产与股票市场，资产泡沫吹起，日本证券市场进入前所未有的繁荣期。

4. 失去的十年（1989-1999）

泡沫经济破灭后，日本经济进入衰退期。此后，投资者对市场更为谨慎。1989年的最后一个交易日，日经225指数达到了38957点的历史峰值，此后一路下跌。东京交易市场的高市盈率在惨淡的经济面前暴露无遗，股价接连受挫。大藏省为支撑市场，一方面鼓

励主力机构如保险公司等入市，另一方面在共同基金中投资数十亿日元，也仅为权宜之计。

股价的一蹶不振和上市成本的居高不下，使许多外国公司对东京交易所退避三舍，东交所国际板从巅峰时期的 125 家公司下降至 11 家。尽管东交所此后不断改善国际板上市条件，但收效甚微，逐渐失去其在亚洲的市场份额与影响力。日本经济繁荣期，前景良好的亚洲公司均把东交所作为 IPO 的首选，在泡沫破灭后这些公司逐渐将目光转向香港、伦敦和纽约。

为挽回败局，东交所于 1994 年修改了上市规则，大幅放宽外国企业上市条件、简化审核流程并降低企业上市成本，大力开展国际交流与合作，吸引外国企业上市。如 1994 年与中国证监会达成协议，协助中国建立存管机构，为中国企业日本上市创造条件。

5. 交易所改革深化期（1999-2013）

随着亚洲金融危机的余波散去，1999 年东京交易所扬帆再起。面对互联网、文化、环保等高增长行业的上市融资需求，东交所设立了除市场一、二部以外的 Mothers 板块，为高增长和新兴公司提供了全新的上市平台。以此为契机，面对全球交易所行业激烈竞争的大潮，**两大交易所开启了兼并收购、公司治理、业务整合等一系列系统性改革**，包括两大交易所公司化改制、清算结算与存托管整合、交易系统升级等。相较于其他市场，日本交易所在各方面的改革整体较为迟缓。

表 1 改革深化期两大交易所大事记

	东京交易所	大阪交易所
1999	Mothers 板块设立	—
2000	—	纳斯达克日本市场设立
2001	公司化改制	公司化改制
2002	出资日本证券存管中心股份有限公司； 日本五大证券交易所和日本证券交易商协会（JSDA）同意成立日本证券清算公司（JSCC）作为中央对手方清算所。	纳斯达克日本市场改名为日本新市场——“Hercules”（大力神）
2006	—	设立自律委员会； 日经 225 迷你指数开始交易。
2007	收购新加坡交易所有限公司股份； 通过东京证券交易所股份转让成立东京证券交易所集团公司，过渡到控股公司结构； 东京证券交易所自律法人成立。	晚间交易开始
2009	与伦敦证券交易所合资成立的东京 AIM 公司开始运营。 （2012 年并入东京证券交易所公司）	外汇保证金交易（OSE-FX）启动
2010	新的现货交易系统 ARROW 启动。	与 JASDAQ 交易所合并； 新 JASDAQ 综合运营 Hercules、JASDAQ 和 NEO 三大市场。
2011	—	新的衍生品交易系统“J-GATE”启动
2011	东京证券交易所集团公司和大阪证券交易所股份有限公司同意进行企业合并。	

尽管如此，日本主要证券交易所仍然无法避免在 2008 年金融危机后在全球交易所行业的滑坡趋势。例如，2007-2008 年，东交所现货交易量始终位列全球第三，但在 2009 年后不断下滑至全球第六位，被芝加哥期货交易所集团、沪深交易所等所超越。

6. 集团化时期（2013-）

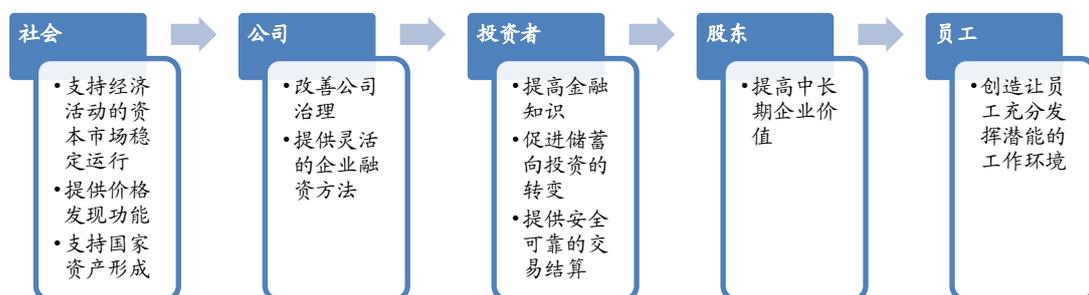
2013年1月1日起，东京证券交易所与大阪证券交易所合并组建日本交易所集团，东京证券交易所和大阪证券交易所各自运营的股票现货市场于2013年7月起并入东京证券交易所，股指期货等金融衍生品市场在2014年3月前并入大阪证券交易所。

合并后，日交所集团在组织机构整合、系统技术升级、产品业务创新、国际合作等方面都进行了革新。**在组织机构方面加强业务链条整合**，除两大交易所的整合外，2013年10月日本证券清算公司也与日本国债清算公司合并。**在系统技术方面不断提升现货与衍生品市场交易清算系统**，分别于2015年和2016升级了现货市场与衍生品市场的交易系统，2018年更新了衍生品清算系统。**在产品业务方面加快新产品推出**，2014年发布了日经400指数；2015年建立了建立基础设施基金市场；2016年发布了JPX/S&P资本支出和人力资本指数；2017年发布了S&P/TOPIX 150环境指数；2018年发布JPX/S&P碳效率指数。**在国际合作方面加强多边与双边合作**，2017年加入了联合国的可持续证券交易计划；2018年与伦敦证券交易所集团就可持续发展相关领域的相互合作达成协议，与上海证券交易所签署促进ETF上市合作协议。

（三）战略布局

日本交易所集团的发展目标是**实现证券市场的可持续发展，并为创造一个更加富裕的社会做出贡献**。为此，日交所集团努力确保证券市场的可靠性，并以公众利益为出发点，持续致力于建立一个方便、高效、透明的市场，并通过富有创意和吸引力的服务提供高

附加值。其核心价值目标如下所示：



自 2013 年组建后，日本交易所集团便制订了第一个中长期发展战略，设定在 2015 财年前实现五个短期目标。此后又分别于 2016、2019 年制订了第二个、第三个中长期发展战略，其时间跨度分别为 2016-2018 年、2019-2021 年。三个战略规划的内容主要涵盖市场建设、业务拓展。财务目标和国际合作四个维度。

在市场建设方面，日交所一方面不断推进现货与衍生品市场建设，尤其是促进公司治理水平提升与 IPO 增长、ETF 市场与指数追踪产品规模扩容以及提升交易与结算系统在发展战略中贯穿始终。另一方面，日交所日益重视金融基础设施建设，不断提升自身技术水平与前沿接轨。

在业务拓展方面，第一个规划期的重点落在场外衍生品清算，第二个规划期的重点在于拓展新的柜台业务，第三个规划期的重点是建设综合性交易所和拓展数据业务，层层递进，有序扩展业务链条与业务范围。

表 2 日交所集团中长期发展战略汇总

	第一个中长期发展战略 2013-2015	第二个中长期发展战略 2016-2018	第三个中长期发展战略 2019-2021
市场建设	<ul style="list-style-type: none"> ● 建立一个新的日本股票市场。引入公司治理准则，推出日经 400 指数，促进 IPO 增长和扩充 ETF 市场。 ● 扩充衍生品市场。推出日经 400 指数期货，开发新一代衍生品交易系统 J-GATE，及与日本电信签署完成系统供应协议。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 满足不同类型投资者需求、鼓励中长期资产配置。实现 ETF 持有量、追踪日本指数的资产管理规模和上市资产净值的大幅提升。 ● 支持上市企业增加企业价值。督促每家上市公司任命至少两个独立董事（上市一部），实现年均 IPO 数量的稳定增长。 ● 加强市场基础设施建设。实现世界先进水平的清算服务，缩减清算和结算周期（柜台国债和股票交易）。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 追求面向新一代的市场形态。在 2019 财年和 2020 年更新升级现货与衍生品交易系统；缩短结算周期至 T+2；达成每年约 100 次 IPO。 ● 加强金融基础设施建设。从 2021 财年开始分阶段启动关西备份中心，在 2021 财年建立行业共享区块链/DLT 基础设施；通过普及金融知识，使 NISA 和 iDeCo 分期付款用户每年增长 10%。
业务拓展	<ul style="list-style-type: none"> ● 扩充交易所业务种类。扩充场外衍生品清算业务，实现日本证券清算机构和日本国债清算机构的合并。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 开拓交易所业务形式的新局面。将柜台业务拓宽到新的资产类型，通过新型业务稳定收入来源。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 建设综合交易所。尽快实现与全商品交易所的整合，实现清算一体化，通过创造协同效应提高交易量。 ● 推进数据服务多样性。构建下一代信息传播系统，将 API 和云计算结合起来，推出 10 项新服务，吸引 150 个新客户。
财务目标	<ul style="list-style-type: none"> ● 提早实现整合效益。实现合并后的成本节约 8.5 亿日元，完成主要机构职能、监管和 IT 系统的整合。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 实现新的财务战略。增加收入和利润，通过主动性的增长性投资提高财务稳定性。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 财务目标。截至 2021 年前实现营业收入 1300 亿日元，净收入 500 亿日元，ROE 达到 15.0% 以上。
国际合作	<ul style="list-style-type: none"> ● 提升在亚洲的影响。为在缅甸建立证券交易所提供支持，与台湾证券交易所实现 ETF 和期货 		

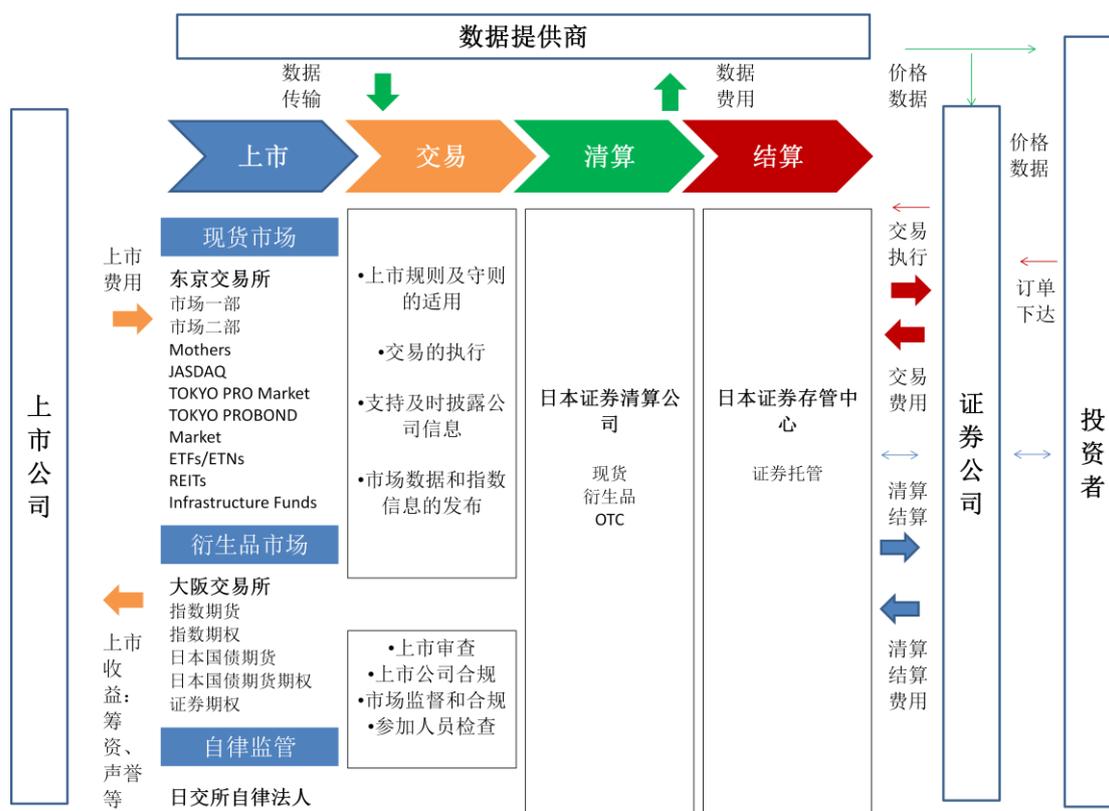
	产品的交叉挂牌,与新加坡交易所建立互联互通机制等。		
--	---------------------------	--	--

(四) 组织管理

日本交易所集团(以下简称日交所集团)下辖东京证券交易所、大阪交易所和日本证券清算机构、日本交易所两家辅助机构;并入股日本证券存管机构,通过下属机构间接控股多家信息公司、技术公司;进而形成了上市、交易、清算、结算、信息服务、技术服务等全产业链、价值链的综合化经营模式。同时,日交所构建了市场一部、市场二部、创业板、专业投资市场等多层次股票市场分层体系,积极发展债券、指数基金等不同类型的现货交易和期货、期权等衍生品交易,构建了横跨期现、风险匹配的多层次资本市场体系。

日本交易所集团的上市交易场所主要包括东京证券交易所的现货市场与大阪证券交易所的衍生品市场。现货市场包括了市场一部、市场二部、Mothers 与 JASDAQ 四大核心股票市场以及专业投资股票市场——TOKYO PRO 市场,债券投资市场 TOKYO PROBOND 市场,ETF/ETNs 市场,REITs 以及基础设施基金市场。衍生品市场则交易股指期货/期权、国债期货/期货期权以及其他证券期权等。

图 7 日本交易所集团商业模式

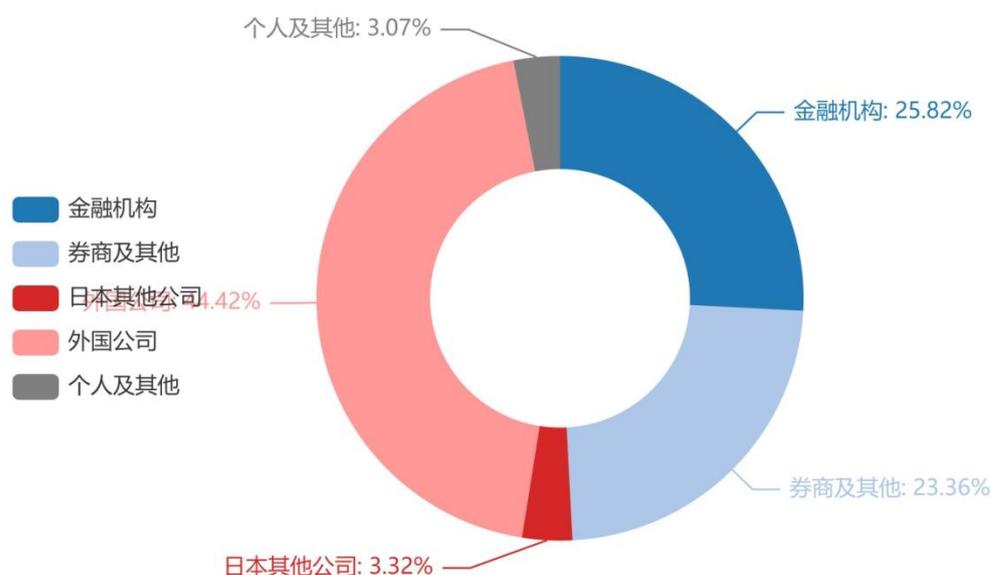


资料来源：日本交易所集团 2019 年报

(五) 股权结构

日交所集团于 2013 年 1 月 1 日正式合并,同年 1 月 4 日在东交所主板市场上市。其股权结构以公司及机构为主,其中占比最高的是外国公司 44.42%。这反映了日交所集团在引进国际战略投资者方面进展与成果颇丰,有效提升了交易所基础设施的国际化、规范化水准。其次为金融机构 25.82%,再次为券商 23.36%;个人投资者仅占 3.07%。

图 8 日交所集团股权结构（2019 年）



数据来源：日交所集团 2019 年年报

日交所集团股权集中度较低，前十大股东仅占 24.69%，且绝大多数为国内外主要银行的投资信托账户。这与日本证券市场投资者投资信托基金的习惯有关。

表 3 日交所集团前十大股东

	股东名称	持股数量	持股份额 (%)
1	日本主信托银行 The Master Trust Bank of Japan, Ltd. (Trust Account)	24,341,000	4.54
2	日本信托服务银行 Japan Trustee Services Bank, Ltd. (Trust Account)	20,389,400	3.80
3	日兴证券股份有限公司 SMBC Nikko Securities Inc.	19,586,900	3.65
4	北方信托公司 NORTHERN TRUST CO. (AVFC) SUB A/C NON TREATY	12,348,458	2.30
5	日本信托服务银行 Japan Trustee Services Bank, Ltd. (Trust Account7)	10,762,000	2.01

6	日本信托服务银行 Japan Trustee Services Bank, Ltd. (Trust Account 5)	10,465,400	1.95
7	纽约银行 THE BANK OF NEW YORK	9,809,900	1.83
8	瑞穗证券股份有限公司 Mizuho Securities Co., Ltd.	8,407,800	1.57
9	摩根大通银行 JP MORGAN CHASE BANK	8,356,207	1.56
10	道富银行西客户协议 STATE STREET BANK WEST CLIENT-TREATY	7,924,296	1.48

数据来源：日交所集团 2019 年年报

（六）产品结构

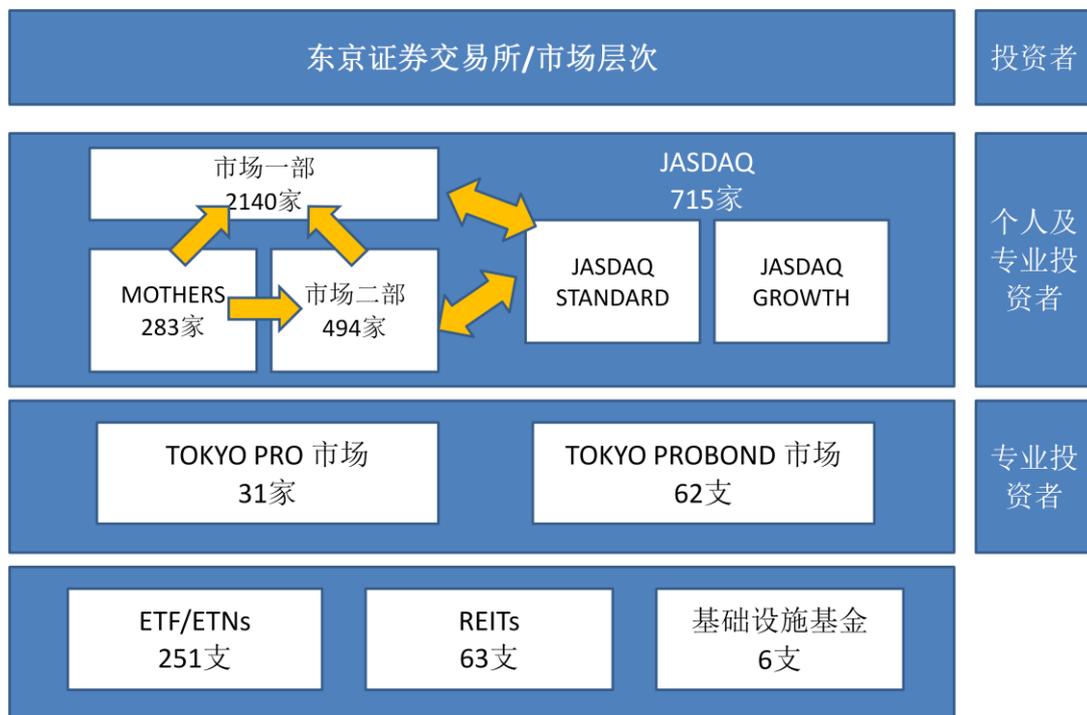
日交所集团作为一站式现货市场和衍生品市场，向投资者提供各种国内外横跨期现与风险匹配的金融产品和服务。

现货方面，东京交易所作为专营的现货市场，经营着四个核心股票市场——市场一部、市场二部、Mothers 和 JASDAQ，以及一个专业投资股票市场——TOKYO PRO 市场。市场一部代表主板市场，面向在全球范围内开展业务的大型企业。市场二部作为主板中的中小板市场，面向已经具有一定知名度和业务基础的中坚企业。Mothers 和 JASDAQ 共同构成了东交所的创业板，面向具有较高成长潜力并拥有独特、优秀的专有技术或知识的新兴企业。其中，新 JASDAQ 市场并列设立了两类市场：“JASDAQ 标准”市场以拥有一定的事业规模和业绩、预计将扩大业务的企业为对象；“JASDAQ 成长”市场以拥有特殊技术或商业模式、将来富有成长可能性的企业为对象。TOKYO PRO 市场作为专业投资市场，面向各类国内外企业，但仅供专业投资者参与交易；与其它市场相比，在披露语言、

披露文件、会计准则等方面的限制比较宽松。

东京交易所同时运营债券、基金等其它几个类型的现货市场。债券市场方面，东京交易所形成了普通投资者可以参与的可转债市场和限定为专业投资者参与的专业投资债市场两层结构，提供可转债和国债等多种类型的产品服务。基金市场方面，东京交易所提供一系列指数化产品，包括 ETFs、ETNs、REITs 和基础设施产业投资基金等。指数类型较为丰富，既有按照市场规模和市场分层划分的规模指数和分层指数，也有按照行业和产品类型划分的行业指数和品种指数。

图 9 日交所现货市场体系



资料来源：日本交易所集团 2019 年报及网站。

在衍生品市场方面，大阪交易所作为专营的衍生品市场，提供指数期货交易、指数期权交易、国债期货交易、国债期货期权交易、

个股期权交易等服务，相应业务对应的基础资产覆盖范围广，包括国内外发达市场和新兴市场的股票和国债的主要价格指数和波动率指数。

表 4 日交所衍生品市场体系

标的资产		期货				期权	
指数	本国股指	TOPIX 期货 TOPIX mini 期货	东证 Mothers 期货	日经 225 期货 日经 225mini 期货	日经 400 期货	日经 225 期权	日经 400 期权
	外国指数	DJIA 期货	印度 Nifty50 期货	台证期货	富时中国 50 期货		
	波动率	日经 225VI 期货					
个股						个股期权	
国债		国债期货				国债期货期权	

资料来源：根据日本交易所集团 2019 年报整理。

二、业务分析

（一）上市业务

日交所集团共有四个核心股票市场，分别为市场一部、市场二部、Mothers 和 JASDAQ 市场，另有以及一个专业投资股票市场——TOKYO PRO 市场。不同市场间的上市标准不同（详见附录 2 和附录 3），在满足一定要求的情况下，上市公司可选择转板（详见附录 4 和附录 5）。

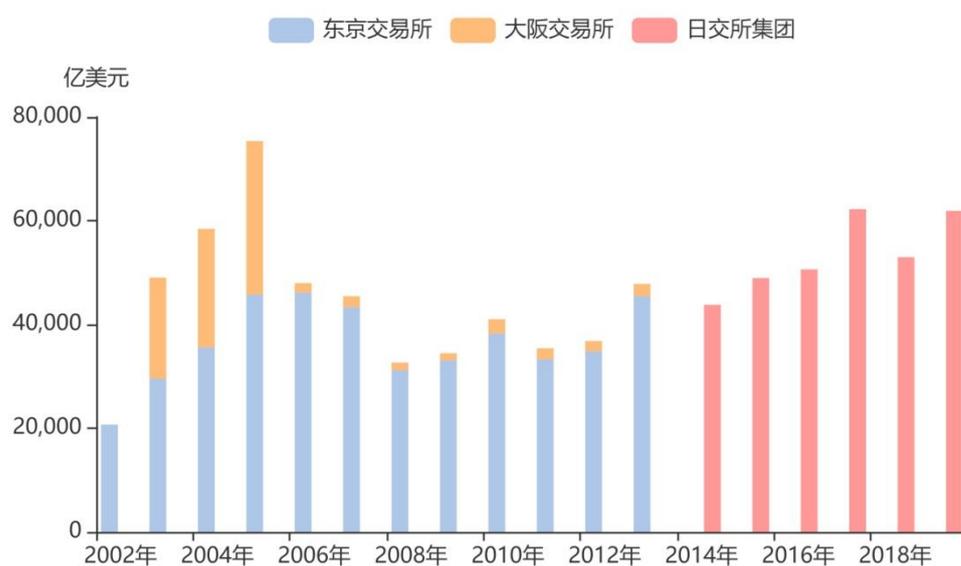
1. 上市公司总览

自 2013 成立以来，日交所市值规模与上市公司数量均稳中有升，且在多年来全球排名保持稳定，分列全球交易所的第二位和第三位。截至 2019 年年末，日交所集团上市公司总数共计 3708 家，

总计市值 6.19 万亿美元。

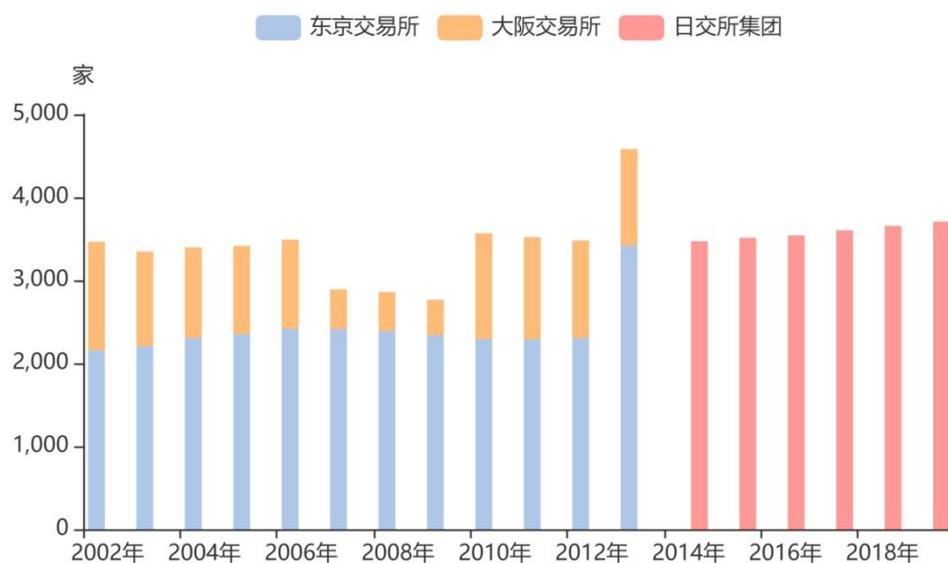
整体来看，日交所上市公司盈利能力与中美市场相比差距较大。根据 2019 年财务报告披露信息，日交所全部上市公司的整体净资产收益率为 5.71%，而同期中国全部 A 股上市公司的整体净资产收益率为 8.48%，全部美股上市公司整体净资产收益率为 11.17%；相比之下，日交所上市公司盈利能力较低。

图 10 日交所集团总市值规模



数据来源：WFE

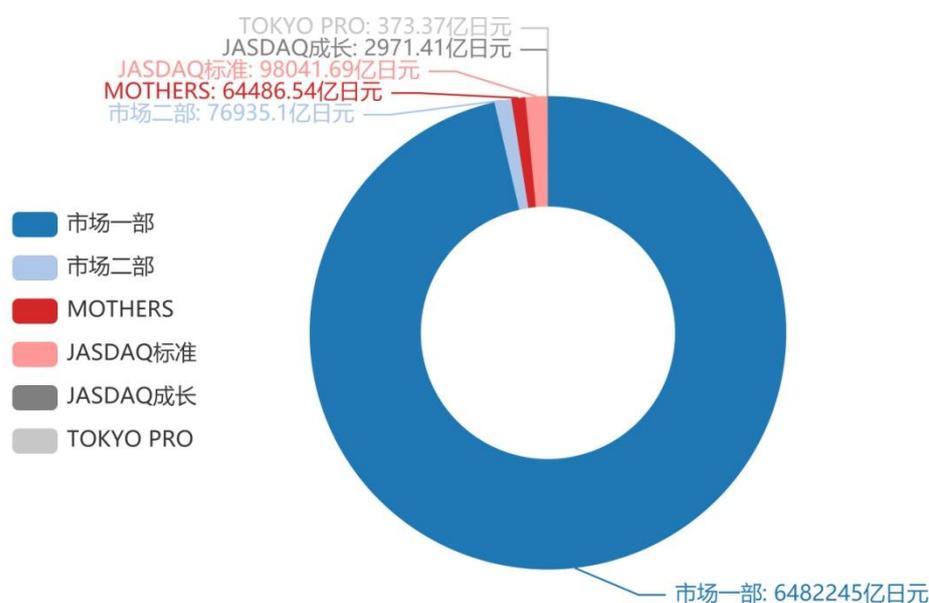
图 11 日交所集团上市公司数



数据来源：WFE

从各股票现货市场市值结构来看，代表大型企业的市场一部是日本资本市场融资的主体，市值占比高达 96.3%。同为主板市场，市场二部的服务对象为中型企业，占比明显偏低，仅为 1.1%。而主要服务对象为创新创业型企业的 Mothers 和 JASDAQ 占比合计也仅为 2.4%。外国企业在各个板块中的占比微乎其微。

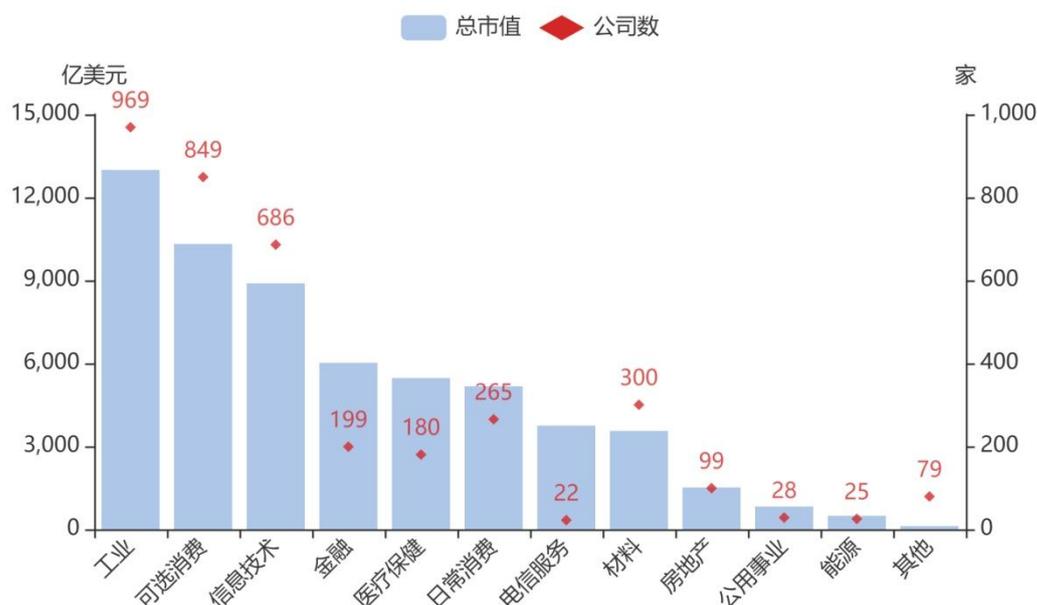
图 12 日交所股票市场市值结构



数据来源：日交所官网

从上市公司行业分布来看，工业、可选消费和信息技术占据了总市值和公司数量规模的前三甲，与日本国民经济产业结构相匹配。其中市值最大的前五大公司分别为丰田汽车、NTT DOCOMO、软银、索尼和基恩士（KEYENCE），其中丰田汽车和索尼属可选消费，NTT DOCOMO 和软银属电信服务，基恩士为信息技术公司，生产传感器、测量系统等设备，近年来市值规模增长较快。尽管 Mothers 和 JASDAQ 发展平稳，但整体来看，日交所上市公司中科创行业占比不高，在排名前列的大公司中占比也较低。

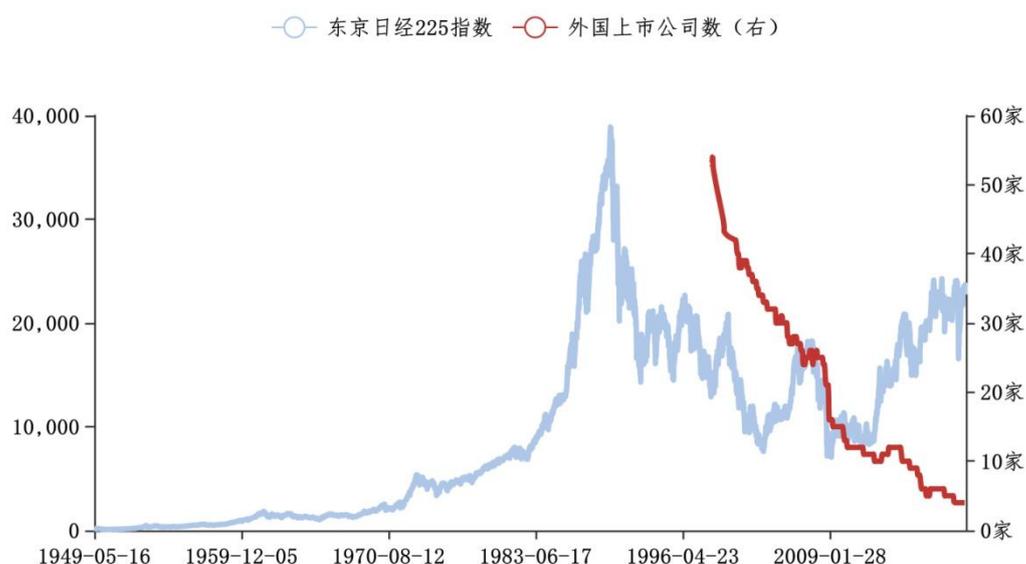
图 13 日交所集团公司行业分布



数据来源：WIND

从外国公司上市数量来看。泡沫经济刺破后，东京证券交易所吸引力下降，外国上市公司数量快速跳水。1991 年在东京证券交易所上市的外国企业曾达到 127 家，但到 2019 年仅剩 4 家。

图 14 日本股票市场外国上市公司数量



数据来源：WIND

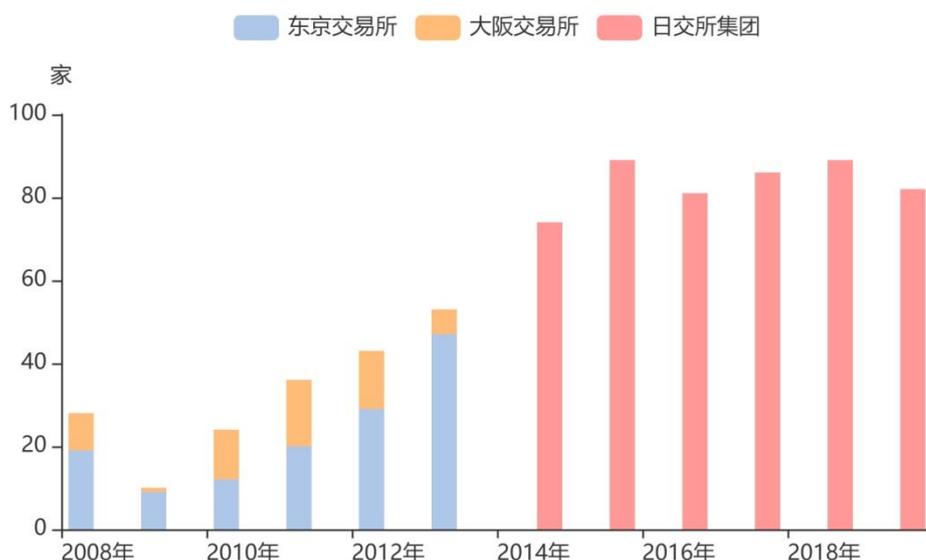
从 IPO 融资情况来看，日本市场明显逊于亚洲其他成熟或新兴市场。2019 年日交所集团 IPO 家数为 82 家，IPO 筹资额为 29.7 亿美元，分列全球第五位和第十三位，其中筹资规模较上年大幅下降，在亚洲范围内被港交所、上交所、深交所、印尼交易所和韩国交易所超越。筹资规模在不同年份间的波动较大，整体来看日交所集团成立后规模较合并前有所上升。IPO 数量则呈现稳定上升趋势，集团合并前后差异较为显著，合并后 IPO 数明显提升。

图 15 日交所集团 IPO 筹资规模



数据来源：WFE

图 16 日交所集团 IPO 数量



数据来源：WFE

2. 上市标准

日本在股票发行上实行注册制，依据《金融商品交易法》，有意愿上市的企业达到监管部门以及交易所公布的条件即可上市，同时也对满足转板条件的股票提供转板，并制定了相应的退市制度。

日交所集团的发行与上市制度相对独立。日本股票发行的主管机关是日本金融厅（简称 FSA），并主要由金融厅下设的督察局负责。上市审查工作由日本交易所自律法人负责，主要看企业是否符合上市条件。

企业拟上市须达到上市审查标准，包括形式标准和实质标准，日本交易所集团将会根据实质标准对满足形式标准的企业进行确认。形式标准包括股东数、公开发行人股数量、流通股票数量等要求，以及对企业利润额、资产额等要求，而实质标准则主要对企业

整体盈利性、管理健全性等相关方面进行确认，主要包括企业的持续的盈利能力、能够公正、诚实地开展业务具有稳定的收入基础、保证公司治理以及健全内部风险控制、及时准确披露企业信息，其他从保护公众和投资者角度出发认为必要的事宜等（上市标准详见附录 2 和附录 3）。

对于提交申请准备在市场一部、市场二部、Mothers 和 JASDAQ 发行上市的拟上市企业，达到“形式标准”后，日本交易所集团通过日本交易所自律法人对其进行“实质标准”的审查。如上市股票发行方是外国企业，日交所在进行上市审查时，将对该国或地区的法律、规章制度等进行调查。而对打算在专业投资市场 TOKYO PRO 市场挂牌的拟上市企业，由于采用保荐人制度，由 J-Adviser（由交易所指定，包括法律顾问和专业会计师）代替日本交易所自律法人进行资格审查。在 TOKYO PRO 市场上市的企业可以自行决定披露季度报告和内部控制报告，信息披露标准较低。对于准备在日交所发行和交易股票的拟上市企业，首先由其提交上市申请（需要提交主要文件），由日交所开展第一次面谈及资料审核，通过后由日交所开展第二次面谈及资料审核，并对企业进行实地考察，如果一直顺利则由日交所开展第三次面谈及资料审核，约谈董事长、监事及审计法人，直至批准上市（公告）。整个流程大约需要三个月，而简化的日程仅需要大约两个月。

此外，上市企业可以在日交所市场的主板（市场一部和市场二部）和创业板（Mothers、JASDAQ Standard and Growth）内、外部

之间进行转板。在市场二部流动性非常高的上市企业可以申请转板到市场一部，日本交易所自律法人将根据证券上市规则以及上市审查标准等对其进行审核。Mothers 和 JASDAQ 的上市企业在经历成长和发展后也可以申请转板至市场一部或者市场二部。对于拟转板到市场一部的已上市企业，转板所需程序和时间等与企业申请上市时一样。同时参考“距离 IPO 的时间不超过三年，且申请人的组织结构以及业务范围没有发生实质性的变化”的原则。日本交易所自律法人将重点询问上市后所发生的事件。从 Mothers 和 JASDAQ 转板到市场二部没有时间要求，但从 Mothers 和 JASDAQ 转板到市场一部分别需要满足上市一年和 6 个月以上的时间条件，而从市场二部转板到市场一部也需要满足上市一年以上的条件（上市时间可以从 Mothers 和 JASDAQ 上市时间起算）。同时，当上市年度和结算年度是同一年度的时候，不能转板至市场一部。

3. 持续监管与退市

日本交易所集团对于在一定期间内不能满足维持上市条件的企业制定了退市制度。交易所于股票退市颁布了详尽的标准，退市标准主要有股本总额和股权结构、企业经营状况、股息分配请、企业债务情况、履行信息披露义务等。在退市程序上，交易所认定公司不能达到上市标准时，限其在规定期限内重新满足上市标准，如果在规定期限内仍不能满足上市标准，则将终止其上市，在终止上市后 3 个月内其股票仍可在交易所内进行交易，3 个月后正式退市。

（二）交易业务

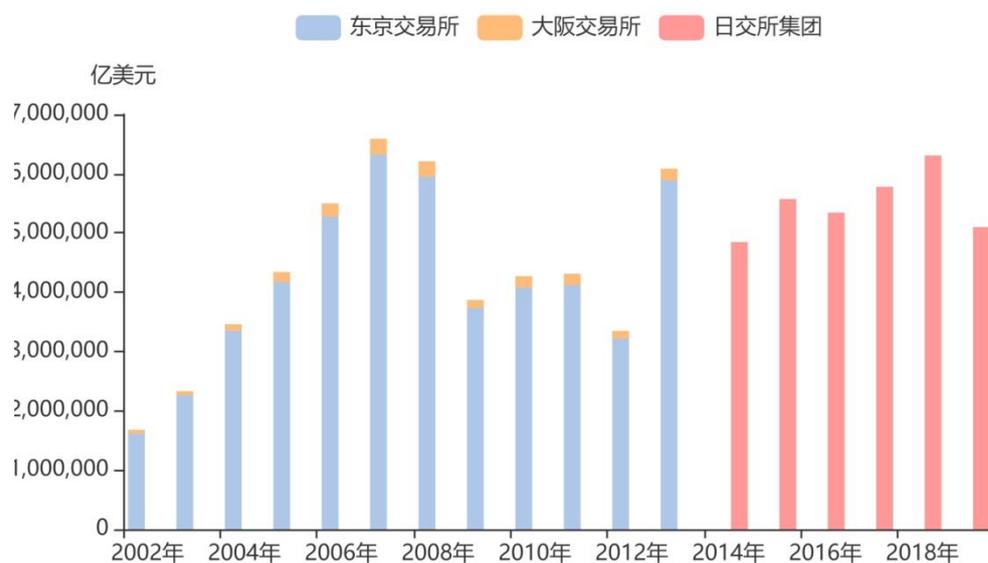
日本交易所集团的现货市场排名居前，但衍生品市场排名与其大国地位不太相称。根据上市公司市值估算，日本交易所集团位列全球第3名，根据现货市场交易量估算，日交所集团位列第5位。而在衍生品领域，日交所交易量仅列世界第16位。

1. 现货交易

日交所集团现货市值规模较大，交易活跃，尤其是在日交所集团合并成立后，交易额提升显著。2019年，日交所现货市场成交额为5.88万亿美元，其中电子订单交易5.08万亿美元，大宗交易约为0.8万亿美元。其中，指数化产品交易较为活跃，有利于对冲不同融资企业的异质性风险，是个股交易的主要替代品。此外，指数型基金的份额显著高于债券，可转债交易占比均微不足道。

尤其值得注意的是，在金融危机发生后至日交所成立前的2009-2012年间，东京交易所的现货交易量处于低位并呈现下降趋势，全球排名从2007-2008年的全球第三下滑至第4位-第6位。此后即便交易额回升，但全球排名仍长期维持在这一区间。

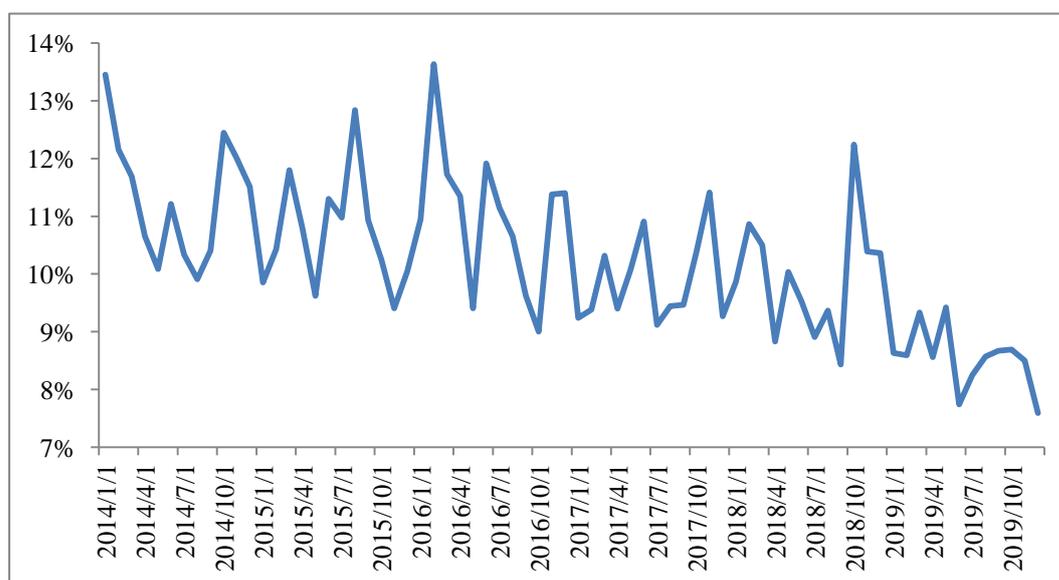
图 17 日交所集团现货交易额



数据来源：WFE

从流动性来看，自 2013 年日交所集团成立以来，日本现货市场流动性有所降低。至 2019 年 12 月月度成交额约为总市值的 7.6%，大幅低于同期中国股票现货市场的 19.05%，但高于中国香港市场的 3.98%。

图 18 日交所集团股票市场换手率（市场一部）

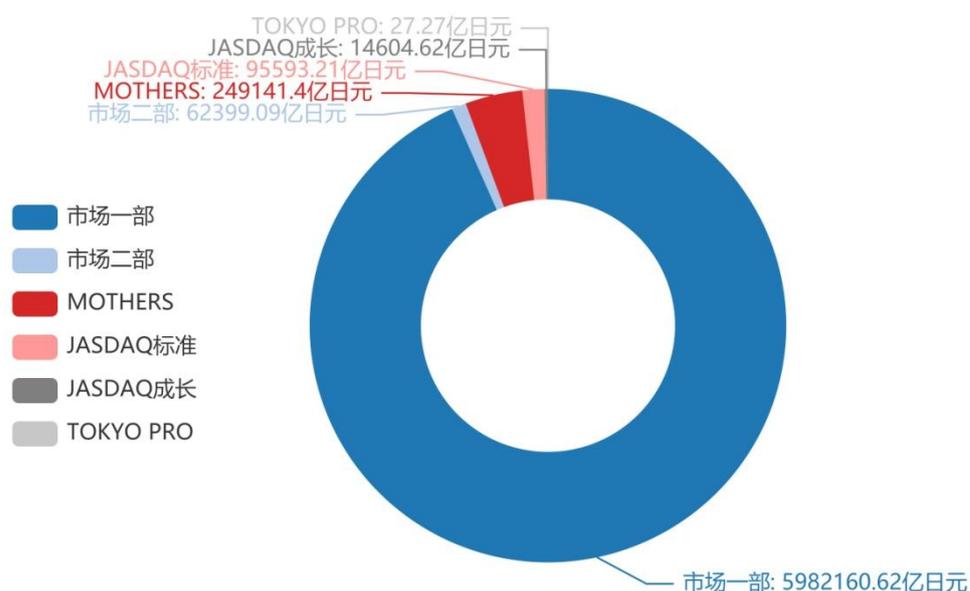


数据来源：日交所官网

东京证交所提供现货产品，其交易由两个独立的系统处理：ARROW 系统和 ToSTNeT 系统。交易现货产品时，参与者需要连接到 ARROWNET 网络，该网络连接交易参与者用户系统，以及东京证交所的交易和市场信息系统。

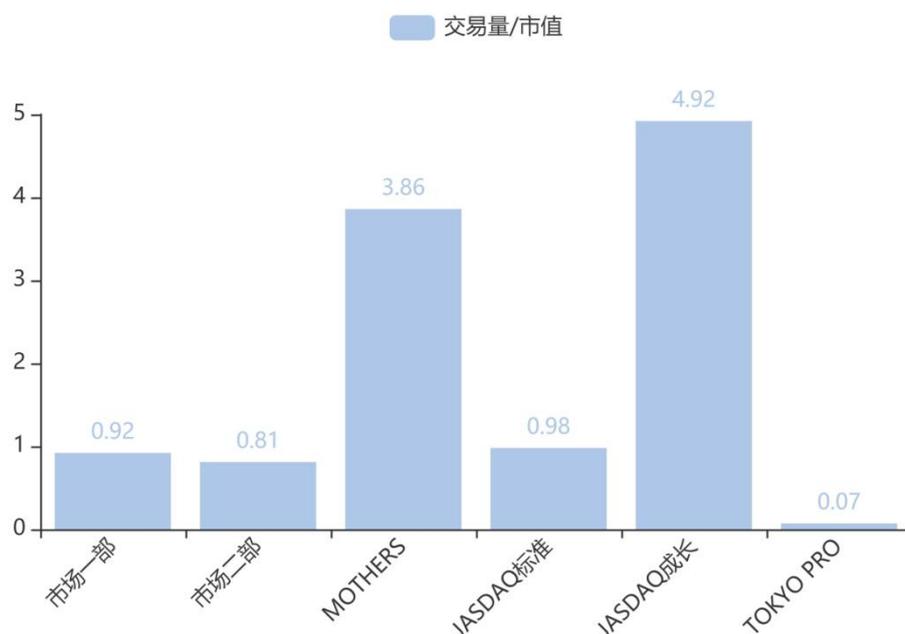
从交易结构来看，股票交易市场中市场一部的交易占比最高为 93.41%，其次为 Mothers 占比 3.89%，再次为 JASDAQ 标准占比 1.49%。从换手率来看，四大核心市场中，市场二部的交易活跃度最低，2019 年交易量市值比仅为 0.81；JASDAQ 成长板块活跃度最高，交易量市值比为 4.92，其次为 Mothers，该比例为 3.86。

图 19 日交所股票市场交易量结构



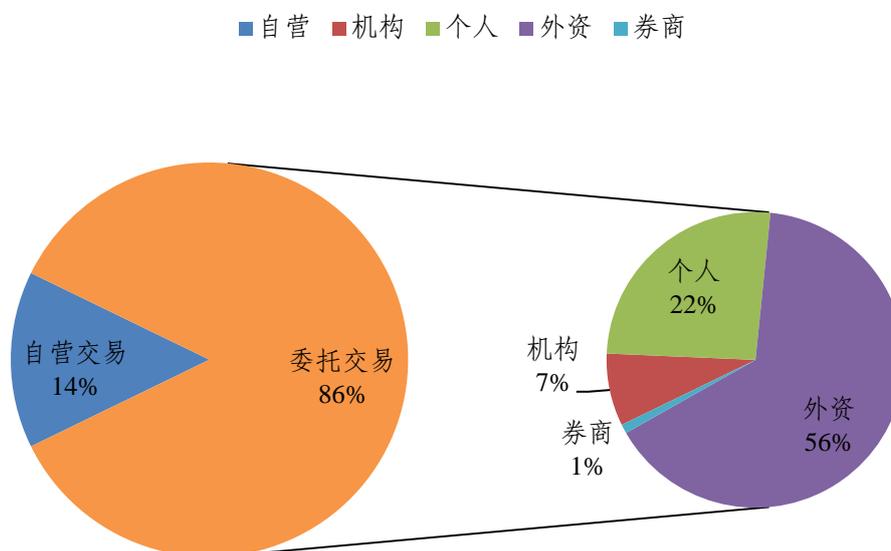
数据来源：日交所官网

图 20 日交所股票市场交易活跃度



数据来源：日交所官网

图 21 交易额结构按投资者类型划分（2019 年 12 月 30 日）



数据来源：日交所官网

现货市场方面，股票交易的参与主体主要为外国投资者和个人投资者，国内机构投资者和证券公司的参与程度相对较低。其中，

外国投资者遥遥领先于其它类型的投资者，是现货交易的主力，占比高达 56%。同时，国内个人投资者也对股票交易行为有重大影响，占比约为 22%，远远高于机构投资者的 7%和证券公司的 1%。

2. 衍生品交易

从历史发展来看，战后日本最早从国债期货入手构建金融衍生品市场。1985 年 10 月，东京证券交易所正式推出了年期日本国债期货。随后，1987 年 6 月 9 日，大阪证券交易所正式推出了国内第一个指数期货合约；次年 9 月东京证券交易所和大阪证券交易所分别推出了著名的东京证券股指期货和日经平均股价期货。此后，此后，日交所又陆续推出了股指期货、外汇衍生品等金融衍生产品。

至今，日交所集团金融衍生品市场在股指交易等金融领域和贵金属交易等商品领域中实现一站式交易。股指期货交易等以日本国内外指数为对象，其中日经平均股价期货交易、日经 225mini、日经平均股价期权交易及 TOPIX 期货交易是日本代表性的衍生产品。此外，国债期货交易中的长期国债期货交易因其高流动性而成为长期利率市场的指标。另外，日交所商品市场发展也成果斐然，其中黄金市场已成为东亚规模最大，白金市场在世界范围内流动性最高，橡胶市场价格正成为全球性指标。在 TOCOM 设立的金融衍生品市场可进行原油期货和电力期货等能源衍生品交易。

从交易规模来看，日本金融衍生品的交易曾经历辉煌时期，但泡沫经济的破灭成为日本衍生品市场由盛转衰的拐点。日本构建国际金融中心地位的基础随着泡沫的破裂而动摇，日本衍生产品市场

失去了吸引国外投资者投资欲望的能力。此后，日本金融衍生品交易量占全球的交易总量从 1990 年 12% 的开始逐步下降。直至 2008 年，日本交易所的交易量水平才开始趋于稳定，但此时世界各国的金融衍生品市场都出现了不同程度的发展。由于日本金融衍生品市场的发展速度落后于世界的平均速度，国内的衍生品的总交易量仅仅占全球交易量的 1.6%，下降态势明显。

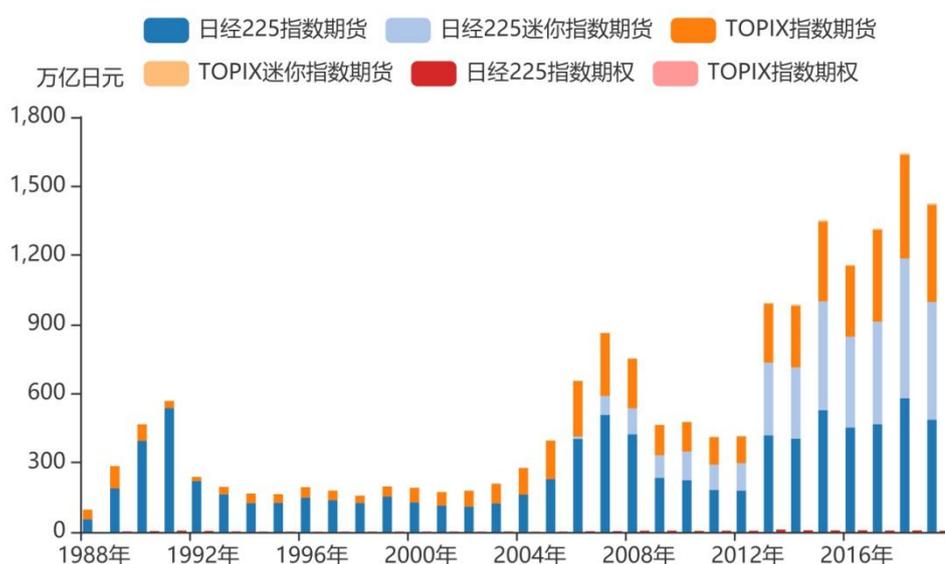
造成这一局面的主要原因有：第一，日本经济发展的停滞，削弱了支撑的力量，直接导致资本市场规模的萎缩。第二，长期以来，日本央行采用了零利率政策，针对利率风险的套期保值变的无足轻重，针对利率的套期等投机活动也无处着手，使其需求大大减少，从而导致利率期货等金融衍生品的成交量出现大幅减少。第三，日本交易所吸引力不足，外资进入日本金融衍生品市场进行交易存在困难。尤其是衍生品电子化交易更新过慢，以及市场全球化不足，导致外国投资者在日本衍生品市场难以获益。

此后，为了提升日本交易所在衍生品交易市场的竞争力，日本政府一方面通过推广新技术，推行新政策，推出新的金融衍生工具来吸引投资者进入市场，另一方面通过交易所整合，以实现做大做强。

从现状来看，衍生品交易量要明显低于现货，而衍生品中期权的交易量又明显低于期货。在金融衍生产品中，交易额最高的要属 10 年期国债期货，2019 年交易额占比达到金融衍生品的 50.54%。此外，在股指期货中，日经 225 指数期货、日经 225 迷你指数期货与 TOPIX 指数期货交易最为活跃，在同类产品中交易额最高。尤其

是在 2013 年两大交易所集团化合并后，股指期货交易量快速上升，
 日经 225 迷你指数期货交易量与交易金额因其较低的交易费用占比
 快速提升。2019 年日经 225 迷你指数期货、日经 225 指数期货和
 TOPIX 指数期货分别占日交所衍生品交易额的 17.53%、16.66%和
 14.41%，合计占 48.59%。相比之下，日经 225 指数期权和 TOPIX
 指数期权等股指期权的交易量不成规模。

图 22 日交所主要股指衍生品交易额



数据来源：日交所官网

衍生品市场方面，不论是期货交易还是期权交易，外国投资者
 都是市场交易的主力，占比分别为 51%和 62%。在期货市场，第 2
 大参与者证券公司的交易规模显著大于紧随其后的机构投资者，占
 比分别为 38%和 11%。但在期权市场，两者的差别并不显著，占比
 分别为 16%和 22%。个人投资者在衍生品市场的参与度很低，基本
 可以忽略不计。

（三）交易后业务

在日本，包括东京证券交易所（TSE）在内的四家证券交易所负责现金产品的交易。清算业务由日本证券清算公司（JSCC）对在这些市场上交易的股票和固定收益产品进行。过去，每个交易所市场都有自己的结算机构。然而，自 2003 年 1 月 14 日起，交易所委托 JSCC 进行交易清算，JSCC 提供跨市场清算业务。

此外，自大阪交易所股份有限公司（OSE）上市衍生品的清算功能于 2013 年 7 月 16 日并入日本证券清算公司（JSCC）后，日本证券交易公司（JSCC）已经开展了指数期货和期权（如日经 225 和 TOPIX）、个人期权和日本国债期货和期权的清算业务。此外，JSCC 还为 PTS 证券交易、场外衍生品交易和场外 JGB 交易提供清算服务。

在 JSCC 清算的交易在以下组织进行结算，其中股票和可转换债券等在日本证券存管中心结算，日本政府债券在日本银行，基金等在日本银行或 JSCC 指定为资金结算银行的商业银行。

日本证券存管中心股份有限公司（JASDEC）是根据《债券、股票等转让法》设立的记账式转让机构。2009 年 1 月，国内上市股票全部实现无纸化。JASDEC 提供以下服务：

- 股票等的帐簿分录转让。
- 商业票据的记账转让。
- 公司债券帐面划拨。
- 投资信托的账面转让。
- 用于场外交易交付的 DVP 结算服务

- 预结算匹配系统
- 外国股票托管服务
- 其他业务

日本证券存管中心在交易日（T+3）后的第三个营业日，通过 JSCC 账户与结算参与人在 JASDEC 的账户之间的记账式转账，对交易所市场上的常规股票交易相关证券进行结算。

（四）信息技术业务

东京证券交易所负责运营与维护现货交易系统 arrowhead, 并在交易时间段之外运营与维护现货大宗交易平台 ToSTNeT。其同时负责维护提供连接东京证券交易所、大阪交易所、日本证券存管机构、东京金融交易所和东京商品交易所的 arrownet 网络系统。而大阪交易所负责运营与维护衍生品交易系统 J-GATE, 并在交易时段之外运营与维护衍生品大宗交易平台 J-Net。日本证券清算机构负责运营与维护证券清算系统。日本交易所自律法人负责运营与维护市场监察系统。ICJ 公司负责运营与维护电子投票系统。信息服务公司和信息系统公司等分别为客户提供市场信息系统接入和主机托管等服务。

表 5 日交所集团主要信息系统

网络连接系统 arrownet							
交易系统			清算系统		市场信息 系统 (指数与 统计计 算) ISC	电子投票 平台 ICJ	托管服务 Co- location
现货交易系统	衍生品交易系统		证券清算 JSCC	场外清算 OTC			
arrowhead	竞价交易	J-GATE	国债清算 JGB				
ToSTNeT	大宗交易		J-NET	市场监察系统			

除此之外，日交所集团还向信息供应商提供数据产品与服务。信息服务收入包括与向信息供应商提供市场信息相关的收入等，即市场信息费、与指数业务相关的收入、与提供企业行为信息及其他信息相关的收入，目前已经成为日交所集团的第三大收入来源。2018 财年，信息服务收入同比增长 5.8%，达到 210.29 亿日元，主要原因是市场信息费和指数业务收入的增加。

日交所集团的信息技术系统历史上一共出现过四次重大系统性故障，“宕机”率在全球几大成熟市场内处于高位。2005 年 11 月，东京交易所曾出现 3 个小时系统性瘫痪；时隔两月 2006 年 1 月再次出现全面停摆。2010 年，东京交易所启动了新的交易系统 ARROW。然而在 2012 年 2 月，东京证券交易所因行情信息发布系统发生故障，约占总数一成的 241 个证券品种暂停交易，在 12 点半开始的午盘中才恢复了交易。2020 年 10 月 1 日，东交所时隔约 8 年再次出现了系统瘫痪，全天交易暂停的罕见事态。东交所对外宣布东京证券交易所所有股票停止交易的原因是“硬件(设备)故障”。

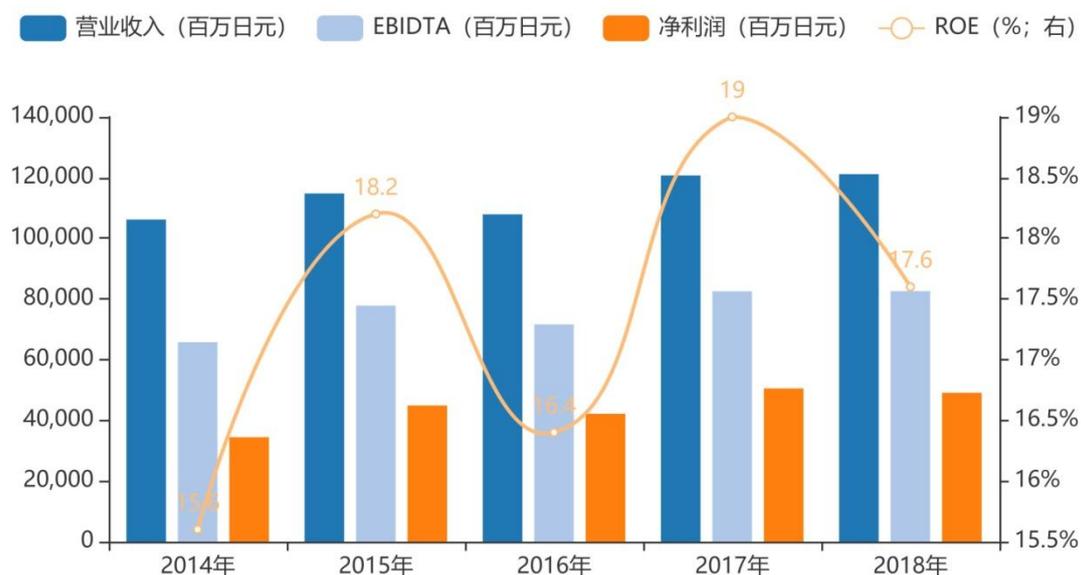
如此频繁的系统瘫痪，反映出了日交所在技术水平、硬件质量、管理机制等方面的漏洞，折射出日交所竞争力的缺口。

三、经营业绩

(一) 盈利规模

日交所集团的营收与盈利规模在成立后整体呈现出整体平稳、稳中有升的良好态势。2019年，日交所营业收入为1211.34亿日元，2014年来复合增长率为3.35%；净利润为490.57亿日元，2014年来复合增长率为9.26%。此外，历年投资回报率始终保持在15%以上。

图 23 日交所集团营收与盈利规模



数据来源：日交所历年年报

日本交易所集团的经营收入主要来源于现货市场的交易服务和清算服务。其中，近一半收入来源于现货和衍生品的交易服务收入，占比达到46%。交易收入小类按照占比排序，分别为交易费、准入

费、交易系统设施使用费和基本费等。其中，现货市场的交易费收入占比约为 70%。而衍生品占比不到 30%，显著低于欧美主要发达经济体同类市场占比。在衍生品交易收入中，期货收入占比高达 70%。其中，60%来源于日经 225 指数期货的交易，其后的 TOPIX 指数期货和 10 年期的日本国债期货的交易占比大致相当。排在第 2 位的大类收入为场内和柜台的清算服务收入，占比为 20%。其次为信息服务收入和上市服务收入，占比均略高于 10%。近年来，日交所集团收入中交易服务收入占比逐年递减，清算收入占比保持稳定，信息服务收入和其他收入占比上升趋势较为明显。这反映日交所集团在多元化扩展业务类型的战略实践上卓有成效。

图 24 日交所集团收入结构

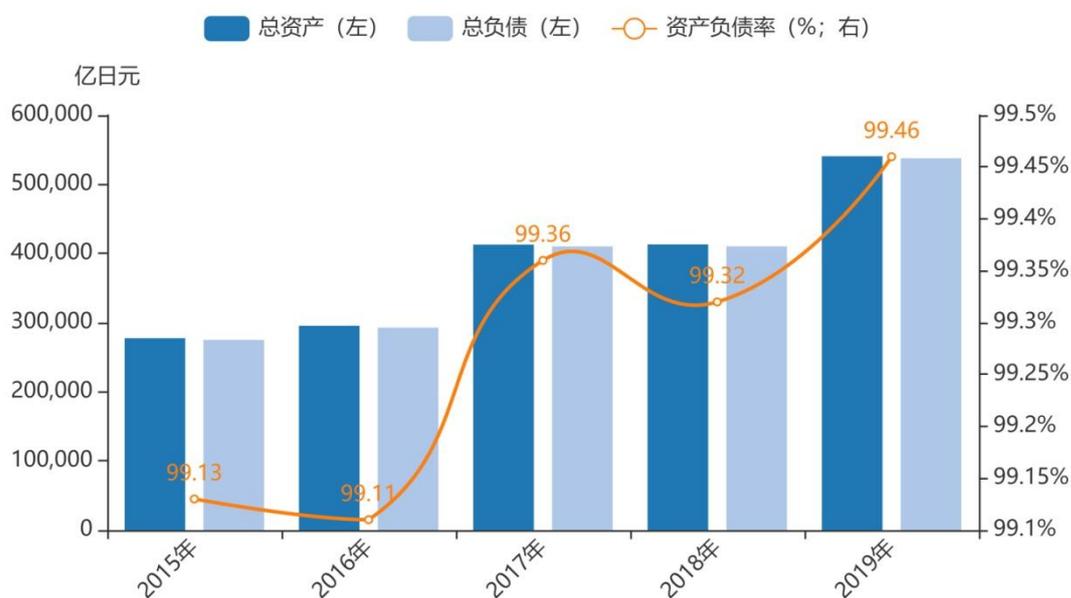


数据来源：日交所历年年报

（二）资产规模

日交所集团自成立以来，其资产与负债规模增速较快，资产负债率也逐步走高。日交所的资产负债率之所以居高不下，主要原因在于其大量流动资产/负债来自于清算业务金融资产/负债以及清算参与者预存的特定资产。

图 25 日交所集团资产负债规模与结构

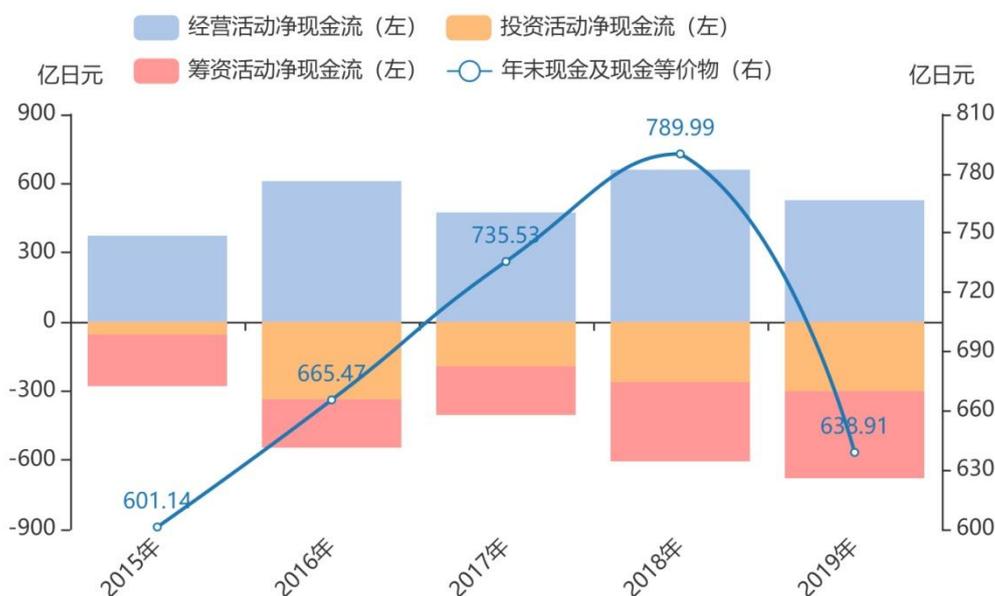


数据来源：日交所历年年报

（三）现金流规模

自成立以来，日交所集团经营活动现金流整体保持稳中有升，除 2019 年外净现金流始终为正，现金及现金等价物存量较为充裕。2019 年，日交所现金及等价物余额有所下降，一方面是由于交易量规模有所下滑造成经营性现金流下降，另一方面也是由于交易所投融资力度加大，投资与筹资活动现金流出加大。

图 26 日交所集团现金流规模与结构



数据来源：日交所历年年报

四、结论与启示

（一）结论

在日本经济发展与增长、日本证券交易所行业发展均落后于全球先进之列之际，为扭转颓势，日交所集团于 2013 年成立。日交所集团的成立开启了日本交易所市场的几大改革：**其一，日交所集团通过资源整合与利益再分配以实现范围经济与规模经济。**一方面，通过合并两大交易所，缓解了东京证券交易所、大阪证券交易所以及日本各家地方性证券交易所之间的严重内耗，实现强强联合；另一方面，通过合并同类市场使多层次市场的重复建设导致市场分层过细、定位不清晰的问题得到较大改善。

其二，在交易业务上，日交所集团实现了从封闭市场向国际开放市场方向转变，并不断提升基础设施建设。在交易业务方面，随

着日交所国际化战略的不断推进，目前日本交易所集团的现货市场和衍生品市场中国际投资者，特别是国际机构类投资者的占比已经较高，成为了市场交易的主力军。此外，交易基础设施也不断完善。日交所的部分核心信息系统由纯粹的自主开发逐步转变为引进国际先进交易所的成熟技术进行二次开发。

其三，在上市业务上，日交所集团通过法规调整与公司治理结构调整等方式提升竞争力。日本交易所集团的发展实现了由制度约束重、系统容量低向市场体系健全方向转变。随着上位法的逐步完善，日本跟随欧美先进国家的体制创新步伐，其金融监管法规从制约证券交易所的组织形式、管理体制和市场结构等逐步过渡到允许综合化经营和市场分层。得益于制度环境的优化，在上市业务上，交易所制度也逐步完善。东交所对发行上市和转板制度进行了根本性的变革，实现了发行注册制和自由转板。此外，日交所集团在引进国际战略投资者方面进展与成果颇丰。目前国际股东的占比已经很高，有效提升了交易所基础设施的国际化、规范化水准。

通过改革，日交所集团的全球地位得到了稳固与提升。其一，现货市场交易活跃度保持高位，仅次于美国与中国大陆市场。其二，历年 IPO 公司数量较集团成立前增长显著，融资功能增强。其三，外国投资者占比大幅提升，国际化程度加强。

尽管如此，日交所改革带来的制度红利有限。**在交易业务上**，日交所的衍生品交易规模与现货市场不成比例，尤其是在全球交易所大行其道的股指期货交易量微乎其微。**在融资功能上**，相较于东

亚地区的中国大陆与香港市场，日交所筹资金数量与筹资金额上均不占优势。**在互联互通与国际化业务上**，在产品双向挂牌、信息数据共享、教育培训、技术输出与共同开发等方面都存在很大不足，没有形成国际金融中心所需的专业平台和业务模式。**在信息技术业务上**，尽管加大了系统开发与升级力度，日交所集团的系统故障率仍然在全球处于高位，具有较高的安全隐患，技术水平与管理能力均有待加强。

究其原因，一方面，日交所集团的发展扎根于日本经济的土壤，也依托于东京、大阪等重要城市在全球金融中心建设中的地位。在日本实体经济发展与增长长期落后于世界领先水平、长期低利率以及日元疲软的背景下，日本资本市场的全球吸引力下降，削弱其投资功能。另一方面，日交所改革起步较晚，日交所集团在系统技术水平、交易制度、市场服务与产品创新上仍然与成熟市场有差距。

（二）启示

其一，对我国资本市场建设而言，应当加大制度建设与系统开发力度，完善多层次市场保障体系。一是加快金融监管体制的变革，完善上位法、部门规章和交易所自律规则。二是加快发行、上市、交易、转板与退市制度的变革。在适当时机推出转板制度，优化退市制度，促进上市资源有效流动；并进行交易时段、竞价方式、市场稳定机制（涨跌幅限制、断路器/熔断、持仓限制）等交易机制改革。三是优化和升级信息系统。完善交易系统、电子投票系统、监察系统和市场信息分发系统等基础设施平台，形成现货和衍生品两

个并行、专业的竞价交易系统和大宗交易平台。

其二，应当明晰市场分层结构，组建全产业链、价值链交易所集团。一是实现中国证券登记结算有限公司、中央国债登记结算有限公司、上海清算所等下游产业的合并，完成组织、系统、资产与人员的整合。二是确定明晰的市场分层结构。将现货市场、衍生品市场、清（结）算和自律监管等业务和职能在各家交易所和法人机构间进行重新布局。三是构建多层次资本市场生态圈。完善与投资者、发行人、中介机构（证券公司和信息资讯机构）等的客户关系网络，并与行政监管部门、行业协会、非证券业金融机构等利益相关方建立良好的关系，维护各方合法权益，实现社会利益最大化。

其三，应当高效有序推进资本市场双向开放，提升国际综合竞争力。一是加大跨国投资（股权、债权），并引入战略投资方（国际股东）。利用一带一路的发展契机，兼并发达、新兴经济体的战略性交易所，并与欧美先进交易所建立商业联盟，实现各方数据信息、人员物资与技术系统等核心资源的共享和增值，服务于国家战略，提升国际视野。二是双向开放交易场所和设施。引入境外成熟机构投资者，为境内成熟投资者开通海外投资绿色通道，以及实现产品的双向挂牌，倡导价值投资，提升股票（存托凭证）、债券（熊猫债）、基金、衍生品等各类产品的流动性和稳定性。三是建立专业化的国际业务平台与协作模式。加快沪伦通、自贸区金融资产交易平台、国际板等国际业务平台的建设，提升国际合作的专业化水平和创新效率。

附录 1 日交所集团发展历程

年份	日交所集团大事记
2013 年 1 月 1 日	日本交易所集团 (JPX) 成立
2013 年 1 月 4 日	日本交易所集团 (JPX) 在东京证券交易所 (TSE) 第一板块上市
2013 年 7 月 16 日	大阪证券交易所现金股权市场并入东京证交所 东京证交所的监管已纳入东京证交所监管 OSE 的衍生品清算业务已并入日本证券清算公司
2013 年 10 月 1 日	日本证券清算公司与日本政府债券清算公司合并
2014 年 3 月 24 日	阪证券交易所有限公司更名为大阪交易所股份有限公司。 东京证交所衍生品市场并入大阪证交所
2014 年 4 月 1 日	《东京证券交易所条例》更名为《日本证券交易所条例》

资料来源：日交所集团官网

附录 2 形式标准

	主板市场		Mothers	JASDAQ		Tokyo Pro 市场
	市场一部	市场二部		Standard	Growth	
股东人数	2200 人以上	800 人以上	200 人以上		-	
流通股数量	20000 单位以上	4000 单位以上	2000 单位以上	-		
流通股总市值	10 亿日元以上（不低于 1000 万美元以上）		5 亿日元以上（500 万美元以上）		-	
流通股比例	35% 以上	30% 以上	25% 以上	-		
公开发行人	-		500 交易单位以上	10%，或 1000 交易单位以上	-	
总市值	250 亿日元以上（2.5 亿美元以上）	20 亿日元以上（2000 万美元以上）	10 亿日元以上（1000 万美元以上）	-		
持续经营年数	3 年以上		1 年以上	-		
净资产额	10 亿日元以上（1000 万美元以上）		-	2 亿日元以上（200 万美元以上）	不为负	-
利润总额或总市值	【超常利润】 过去两个财年总额 5 亿日元以上（500 万美元） 【总市值】 总市值：500 亿日元以上（5 亿美元） 销售额：100 亿日元以上（1 亿美元）		-	【超常利润】 1 亿日元以上（100 万美元） 【总市值】 50 亿日元以上（5000 万美元）	-	

资料来源：日交所集团官网

附录 3 实质标准

主板市场		Mothers	JASDAQ		Tokyo Pro 市场
市场一部	市场二部		Standard	Growth	
1.企业的持续性 及营利性		1.企业信息、分享信息等披露的适当性	1.业务持续性	1.企业发展潜力	-
能够持续开展业务，并有稳定的收入急促		能够以适当方式披露企业信息、风险信息	在业务活动的持续性方面不存在障碍	具备发展潜力	-
		2.企业管理的健全性	2.不同发展阶段，稳健的企业治理以及内部管理制度的组建		-
公正且忠实地开展业务		已经根据企业的规模、职能，有效地组建了企业治理以及内部管理体制	已经根据企业的发展阶段，有效地组建了企业治理以及内部管理体制		-
		3.企业治理以及内部管理体制的有效性	3.企业行为的可靠性		-
保证公司治理以及内控制度健全并切实发挥作用		根据企业规模、企业成熟度，组建了企业治理以及内部管理体制，并有效发挥作用	预计不存在引起市场混乱的企业行为		-
4.企业信息等披露的适当性		4.商业计划书的合理性	4.企业信息等披露的适当性		-
能够适当的披露企业信息		上市申请人已经制作了合理、恰当的商业计划书，并已经具备了执行该商业计划书的运营基础，或者具备这种运营基础合理预期	有能力对企业信息进行适当披露		-
		5.从公众利益或投资者保护的观点出发，东交所认为必要的事宜			-

资料来源：日交所集团官网

附录 4 转板至市场一部标准

	市场二部	Mothers		JASDAQ
		根据销售额	根据总市值	
股东人数	全球 2200 人以上			
流通股	-			
a. 流通股数量	4000 交易单位以上	20000 交易单位以上		
b. 流通股总市值	20 亿日元以上		10 亿日元以上	
c. 流通股数量 (占上市股份总数的百分比)	35% 以上			
交易量	最近半年的月均交易量不低于 200 交易单位	-		
总市值	40 亿日元以上		250 亿日元以上	
持续经营年数	-	已设置董事会, 且持续经营年数 3 年以上		
净资产总额	10 亿日元以上 (各单独项目的净资产不能为负值)			
利润总额或总市值 (利润代表)	必须满足 a 或 b			
	a. 最近两年的利润总额达 5 亿日元以上;			
	b. 最近一年的销售额达 100 亿日元以上, 并且总市值超过 500 亿日元。			
虚假陈述或否定意见等	a. 最近五年的有价证券报告书等均无虚假陈述		a. 近两年的有价证券报告书中均无虚假陈述。	
	b. 最近五年的审计意见为适当	b. 最近五年有一个“无保留意见”或一个“带强调事项的保留意见”	b. 近两年每一个业务年度 (不包括最近一个业务年度) 的审计意见为“无保留意见”或“带强调事项的保留意见”。	
	-		c. 最近一个业务年度的审计意见为“无保留意见”。	
	申请人不能有如下(a)、(b)情形			
	a. 最近一个业务年度的内控报告书中有“对评估结果持保留意见”的陈述。			
	b. 最近一个业务年度的内部管理审计报告中有“无法发表意见”的陈述。			

附录 5 转板至市场二部标准

	Mothers	JASDAQ
股东人数	全球 800 人以上	
流通股	-	
a. 流通股数量	4000 交易单位以上	
b. 流通股总市值	10 亿日元以上	
c. 流通股数量	30% 以上	
交易量	-	
总市值	20 亿日元以上	
持续经营年数	已设置董事会，且持续经营年数 3 年以上	
净资产总额	10 亿日元以上 (各单独项目的净资产不能为负值)	
利润总额或总市值	满足 a 或 b	
	a. 近两年的利润总额达 5 亿日元以上。	
	b. 最近一年的销售额在 100 亿日元以上，并且总市值超过 500 亿日元。	
虚假陈述或非标准 审计意见等	a. 最近两年的有价证券报告书中均无虚假陈述	
	b. 最近两年每一个业务年度(不包括最近一个业务年度)的财务报表等的审计意见为“无保留意见”或“带强调事项的保留意见”	
	c. 最近一个业务年度的财务报表等的审计意见为“无保留意见”	
	d. (a)、(b)都不满足	
	(a)上一个业务年度的内控报告书中“保留对评估结果的意见”的陈述。	
	(b)上一个业务年度的内部管理审计报告中有“无表述意见”的陈述。	

附录 6 东交所交易参与非收费标准

表 东交所交易参与费收费标准

(1) 基本费用	分类	费用	
	一般交易参与者	50 万日元	
(2) 交易费用	交易方式	费用	
	股票拍卖交易（不包括在 JASDAQ、Mothers 和 TOKYO PRO Market 上市的股票）等（包括收盘价交易、非拍卖分销、非拍卖自有股份回购）	交易价值 × 交易费率	
		每月交易额	费率
		≤200 亿日元	0
		>200 亿并 ≤1 万亿日元	标准费率 X1
		>1 万亿并 ≤1.5 万亿日元	标准费率 X0.8
	>1.5 万亿日元	标准费率 X0.7	
标准费率在 0.2/10000~0.3/10000 之间浮动			
JASDAQ、Mothers 和 TOKYO PRO Market 上市股票的拍卖交易（包括收盘价交易、非拍卖分销和非拍卖自有股份回购）	每月交易额	费率	
	≤5 亿日元	0	
	>5 亿并 ≤1000 亿日元	标准费率 X3	
	>1000 亿并 ≤5000 亿日元	标准费率 X 2.7	
	>5000 亿并 ≤1 万亿日元	标准费率 X 2.4	
>1 万亿日元	标准费率 X 2		
股票非拍卖交易（仅限单次发行和篮子交易）	交易额 × 0.0006%		
(3) 准入费用	访问费应根据每月的订单数量收取，如下表所示。		
	股票等（限于拍卖交易）		
	订单量	费用	
	≤100 万	20 万日元+每订单 3 日元	
	>100 万并 ≤300 万	每订单 1.5 日元	
	>300 万并 ≤500 万	每订单 0.7 日元	
	>500 万并 ≤1000 万	每订单 0.4 日元	
	>1000 万并 ≤3000 万	每订单 0.2 日元	
	>3000 万并 ≤5000 万	每订单 0.1 日元	
	>5000 万	每订单 0.08 日元	
股票等（限于仅限 ToSTNeT 交易（仅限单期交易和篮子交易））			

	订单量	费用	
	<=2000	0	
	>2000 并<=3000	10 万日元	
	>3000 并<=5000	20 万日元	
	>5000 并<=1 万	30 万日元	
	>1 万并<=2 万	40 万日元	
	>2 万并<=3 万	50 万日元	
	>3 万并<=5 万	60 万日元	
	>5 万并<=10 万	90 万日元	
	>10 万并<=20 万	120 万日元	
	>20 万并<=30 万	150 万日元	
	>30 万并<=50 万	200 万日元	
	>50 万并<=100 万	250 万日元	
	>100 万	280 万日元加上超过 100 万日元的每额外 500000 份订单的 30 万日元	
(4) 交易系统设施使用费	交易系统设施使用费按交易系统服务器和/或终端数量等收取。 股票等（限于拍卖交易）		
	分类	收费	备注
	虚拟服务器（用于订单；每秒五个订单）	4000 日元每服务器	最多四台服务器免费
	虚拟服务器（用于订单；每秒六十个订单）	3 万日元每服务器	最多二台服务器免费
	虚拟服务器（用于订单；每秒 200 个订单）	9 万日元每服务器	
	虚拟服务器（用于查询）	1.5 万日元每服务器	最多二台服务器免费
	虚拟服务器（用于删除副本）	3 万日元每服务器	
	股票等（限于仅限 ToSTNeT 交易）		
分类	收费	备注	
虚拟服务器	8000 日元每服务器	最多二台服务器免费	

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市杨高南路 388 号东塔 26 楼

二维码：



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200127
