上場企業数減で変わる証券取引所の役割とその対応
―「取引機会多様化」の米国、「質」向上の日本―

林　宏美、西山　賢吾

▌要　約▐

1. グローバルな取引所間の競争と再編が起こる過程で、先進国を中心とした証券取引所では、新規公開、増資といった発行市場における「資金調達」の役割が低下し、株式の売買などの流通市場における「取引」の役割がより重視されるようになった。一方で有形無形のコスト負担増等に伴う世界的な上場企業数の減少が見られる中、存在感と競争力を高めるための取り組みが各国の取引所で行われている。
2. 米国では、ニューヨーク証券取引所（NYSE）、Nasdaq、Cboe という三大証券取引所グループに属さない、第三極の証券取引所を設立する動きが複数見られる。投資家のニーズに応えることを追求する会員制組織のメンバーズ取引所（MEMX）、長期志向の企業と長期志向の投資家を結ぶ場を提供するロングターム証券取引所（LTSE）、高頻度取引（HFT）の影響を少なくする工夫をし、公正な取引所を目指すインベスターズ取引所（IEX）等がある。
3. 日本では、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」の公表や市場区分の見直しなどにより、グローバルな取引所間競争に打ち勝つとともに、日本企業の競争力も高めるという「ウインウイン」の達成に向けた、上場企業の「質」向上に対する働きかけの積極化が注目される。
4. その一方で「ウインウイン」を達成するためには、独自の取り組みを進めている米国、さらにはここまで日本での取り組みにおいて参考としていた英国等、他国の動向にこれまで以上に注意を払いつつ、歩みを進めていく必要があるだろう。

野村資本市場研究所　関連論文等

・西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』－改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』－」『野村サステナビリティクォータリー』2024 年秋号。
・岡田功太「非伝統的ビジネスを推進する ICE 及びナスダック」『野村資本市場クォータリー』2022 年秋号。

Ⅰ　資金調達市場としての役割縮小と変化する証券取引所

１．グローバルな取引所の合従連衡とその背景

2000 年代初頭からおよそ 20 年にわたり、世界の証券取引所ではいわゆる「取引所間競争」が繰り広げられ、その中でグローバルベースでの取引所再編が行われてきた。主に G7 諸国に関連したものだけでも、図表 1 に掲げたように合従連衡の動きが見られた。

図表 1　G7 を中心とした証券取引所合従連衡の動き（主に G7、2000 年以降）

2000年	パリ、アムステルダム、ブリュッセル証券取引所が統合、ユーロネクスト誕生
2004年	ドイツ証券取引所、ロンドン証券取引所へ統合提案（失敗）
2006年	Nasdaq、ロンドン証券取引所へ敵対的TOB（株式公開買付）（失敗） ドイツ証券取引所、ユーロネクストへ統合提案（失敗）
2007年	NYSE（ニューヨーク証券取引所）とユーロネクストが経営統合、NYSEユーロネクストに Nasdaq、OMX（北欧・バルト諸国の取引所連合）と統合 ロンドン証券取引所、イタリア証券取引所を買収
2011年	ロンドン証券取引所、トロント証券取引所との合併構想（失敗） ドイツ証券取引所、NYSEユーロネクストとの合併合意（2012年断念）
2012年	カナダの銀行・保険・年金基金連合（メープル・グループ）、トロント証券取引所を買収
2013年	米国インターコンチネンタル取引所（ICE）、NYSEユーロネクストを買収 東京証券取引所と大阪証券取引所が経営統合、日本取引所グループ発足
2014年	NYSEユーロネクストを買収したICE、ユーロネクストを売却（名称をNYSEに変更）
2016年	ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所、経営統合に合意（2017年断念）
2019年	ロンドン証券取引所、香港取引所から買収提案（拒否）
2021年	ロンドン証券取引所、イタリア証券取引所をユーロネクストに売却

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

２．取引所間競争の主題は「取引の場としての存在感拡大」へ

前述した国境を越えたグローバルかつ巨大な証券取引所再編の動きの背景としては、証券取引を含む金融取引の電子化とグローバル化に伴う取引所ビジネスの競争、すなわちグローバルな取引所間競争の激化がまず考えられる。さらに、電子化とコンピューター技術の進化、そして規制緩和が、私設取引システム（PTS）など従来の伝統的な取引所とは異なる電子取引システムである代替的取引システム（ATS）の活用を促したことも競争激化の要因と考えられる。その結果、伝統的な証券取引所は取引シェアの低下に直面し、手数料を引き下げる必要に迫られた。

こうした環境変化への対応から、「取引の場としての存在感拡大」を目指して利便性を高め、選ばれる市場となって証券取引所間競争に打ち勝つことが求められるようになった。そこで、システム投資の拡大や経営の効率化が喫緊の課題となり、グローバルな証券取引所の再編が促進されるようになったのである。

さらに、1990 年代後半以降証券取引所が相次いで株式会社化し、自ら開設する株式市場に上場するようになったことも、再編の要因の一つと見られる。上場により証券取引所を含むグループ全体の実力が株価や時価総額により評価、可視化されて比較しやすくなったこともまた、グローバルベースでの再編を促進したものと考えられる（図表 2）。

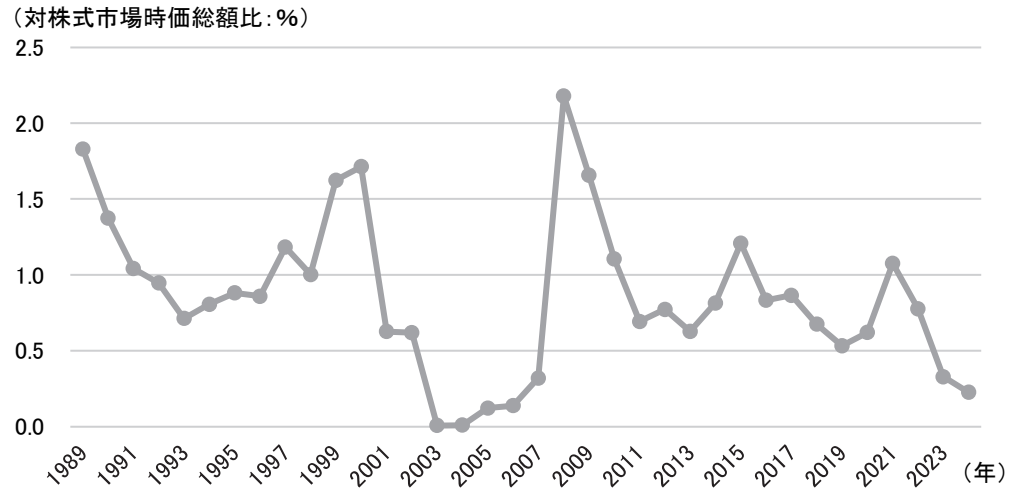
図表 2　G7 諸国の証券取引所グループの状況

名称	上場市場	時価総額（10億米ドル）	PER（倍）	上場企業時価総額（10億米ドル）	上場企業数（2024年）	上場企業数（2021年）
インターコンチネンタル取引所（NYSE）	NYSE	97.0	30.8	31,576	2,131	2,496
Nasdaq	Nasdaq	41.6	34.3	30,610	3,289	3,678
ロンドン証券取引所	ロンドン	77.3	87.1	4,404	1,848	1,995
ドイツ取引所	フランクフルト	54.2	24.6	2,044	477	493
ユーロネクスト	パリ	14.2	22.0	5,836	1,848	1,995
TXMグループ（トロント証券取引所）	トロント	9.8	27.4	3,365	3,528	3,504
日本取引所グループ	東証	11.2	26.9	6,311	3,977	3,824

（注）　1. 時価総額は 2025 年 3 月 12 日現在。
　　2. 上場企業時価総額は 2024 年末現在。
（出所）世界取引所連盟（World Federation of Exchanges、以下 WFE）、ロンドン証券取引所グループ公表資料、および Bloomberg より野村資本市場研究所作成

一方、先進国を中心に経済成長率の鈍化や資金調達手段の多様化、さらには世界的な金余りを背景にした金利の低下もあり、株式市場の重要な役割である資金調達機能を担う株式の発行市場としての機能、存在感が低下している。実際に、世界の株式市場を通じた資金調達（新規公開〔IPO〕や既上場企業の増資〔PO〕）の世界の株式市場の時価総額に対する比率は低下基調にある（図表 3）。

図表 3　IPO・PO による資金調達額の対株式市場時価総額比の推移

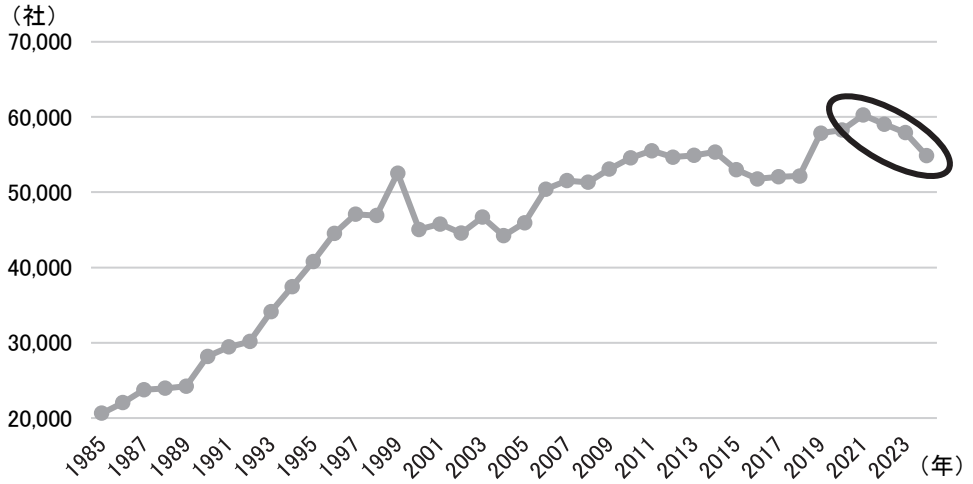


（出所）WFE およびロンドン証券取引所グループ公表資料より野村資本市場研究所作成

他方、前述の電子化やグローバル化に伴うグローバルな取引所の競争と再編は、株式市場がもう一つの重要な役割である株式の売買・取引機能を担う流通市場としての役割を強めている証左といえるであろう。

このように、資金調達の場としての株式発行市場の役割が低下し、流通市場の役割がより重視されるとともに、世界的なコーポレートガバナンス強化や情報開示の拡充の動き、株主の企業経営に対する要請の高まりなどにより、企業が株式市場に上場する有形無形のコスト負担が重くなり、いわゆる「上場することの意義や効用」が薄れてきた。その結果、先進国を中心に上場企業数が低下に転じている（図表 4）。取り巻く環境の大きな変化の中で、証券取引所に求められる役割もまた大きく変化しているのである。

図表 4　減少する世界の上場企業数



（出所）WFE およびロンドン証券取引所グループ公表資料より野村資本市場研究所作成

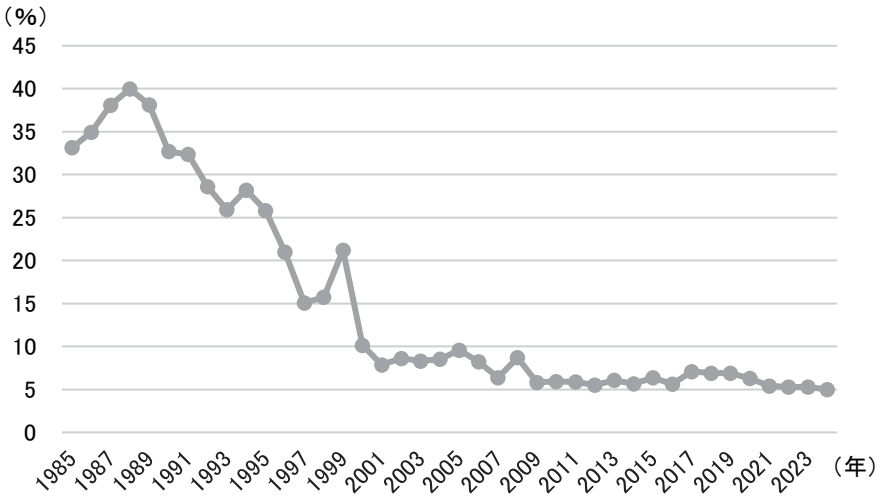
３．「数」より「質」の日本、多様な取引機会を提供する米国

上場企業数の減少は証券取引所において流通する商品数が少なくなることを意味する。流通市場としての役割の重要度が証券取引所において高まる中では、上場企業数の減少が続くと、市場参加者の商品選択肢が少なくなり、取引所としての魅力が減じかねない。そうした中、英国などでは、これまで強化、拡充してきた情報開示の負担を軽減して競争力を高めようとする動きも見られて来た。

一方、東京証券取引所（以下、東証）と大阪証券取引所（以下、大証）が経営統合する形で 2013 年に発足した日本取引所グループは、ここまでグローバルベースでの取引所再編からは、やや距離を置いた立ち位置にあるように見える。実際に、世界の株式市場（時価総額ベース）でのシェア停滞も続き（図表 5）、取引所としての国際的なプレゼンス（存在感）低下を危惧する声も聞かれていた。そのような状況下で、世界的に上場企業数が減少する中でも、東証の上場企業数は 2024 年までは増加が続いていた。

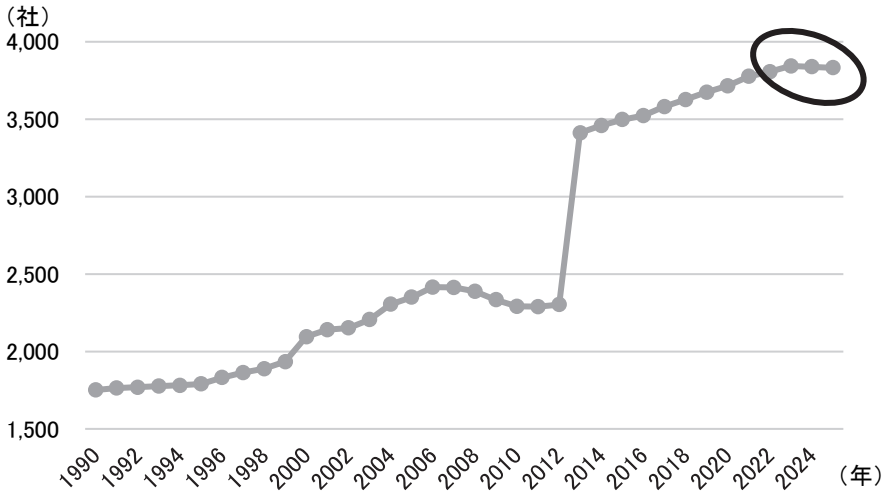
そうした中、2023年3月にプライム、スタンダード上場企業に対し要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」をきっかけに、東証はこれまでのスタンスを変え、上場企業の「数」より「質」を重視する方向を明確にした。市場参加者の間では、証券取引所としての国際的なプレゼンス向上に向け、東証が市場改革に積極的に取り組むことへの期待が高まっている。実際に世界的に上場企業数が減少する中、図表6に示すように、東証に上場する企業は、2024年までは増加が続いてきたが、2025年に入り減少に転じ、東証のいう「数」より「質」を重視する方向が現実のものになってきた。

図表5　低下する世界の株式市場における東証のシェア（時価総額ベース）



（出所）WFEおよびロンドン証券取引所グループ公表資料より野村資本市場研究所作成

図表6　2025年に入り減少傾向が見られ始めた東証の上場企業数



（注）　2013年に上場企業数が急増しているのは大証との統合によるもの。
（出所）日本取引所グループ資料より野村資本市場研究所作成

一方、米国では、NYSE や Nasdaq といった従来の証券取引所とは一線を画する考え方に基づく、第三極の証券取引所を設立し、投資家をはじめとした市場関係者のニーズに対応するため、多様な取引の場を提供する動きが見られている。こうした米国の動きは日本（東証）の「質」重視の方向とは対照的な動きとも言える。

以下では、国際的な証券取引所、さらには証券取引所ビジネスを取り巻く環境の変化に対応し、プレゼンスを高める戦略において対照的に見える動きを示す日本と米国の状況を取り上げる。

Ⅱ 米国における第三極の証券取引所設立をめぐる動き

１．米国における証券取引所の実情：三大証取グループ＋第三極

１）米国で相次ぐ証券取引所の新設

米国では最近、証券取引所の新設に向けた取り組みが相次いで見られる。2025 年 1 月 31 日には、テキサス証券取引所（TXSE）グループが、テキサス州ダラスに完全に電子化された証券取引所を新設する申請書を米国証券取引委員会（SEC）に提出した。TXSE グループは、米国の大手資産運用会社であるブラックロックやシタデル・セキュリティーズをはじめとした 25 超の投資家が出資している。この動きに対抗するかのごとく、インターコンチネンタル取引所（ICE）の傘下にある NYSE が、2025 年 2 月 12 日、完全に電子化された証券取引所となる NYSE テキサスをダラスに設立する計画を公表した[1]。NYSE は、傘下に有する NYSE シカゴの拠点をダラスに移転させたうえで、NYSE テキサスに名称を変更して証券取引所を運営する方針である。

また、英国領バミューダ諸島のフィンテック企業である 24 エクスチェンジ（24 Exchange）は 2024 年 11 月 27 日、一日あたり 23 時間の取引を可能とする 24X ナショナル取引所（24X National Exchange）の新設に関して、SEC の承認を取得した旨を公表した。24 エクスチェンジは、実現すれば、アジア太平洋地域（APAC）の投資家を含めて、米国内外からの米国株式取引への拡大する需要に応えることができる、と説明している。実際、米国株式を保有する海外投資家の状況を概観すると、2024 年 6 月時点で、日本（第 6 位）やオーストラリア（第 9 位）、シンガポール（第 10 位）、韓国（第 12 位）など、APAC の国々も上位に入っており、こうした実情を捉えての戦略と考えられる（図表 7）。

[1] NYSE, “The New York Stock Exchange to Launch NYSE Texas,” February 12, 2025.

図表 7　海外投資家による米国株式の保有状況

順位	国名	金額	順位	国名	金額
1	ケイマン諸島	1,868	14	スウェーデン	396
2	英国	1,811	15	オランダ	381
3	カナダ	1,790	16	中国本土	360
4	ルクセンブルク	1,232	17	クウェート	340
5	アイルランド	1,153	18	デンマーク	231
6	日本	974	19	香港	213
7	スイス	792	20	アラブ首長国連邦	212
8	ノルウェー	689	21	サウジアラビア	202
9	オーストラリア	597	22	台湾	138
10	シンガポール	562	23	バミューダ	135
11	ドイツ	504	24	ベルギー	115
12	韓国	485	25	インド	22
13	フランス	469	その他の国々		1,318
			合計		16,988

（注）　2024 年 6 月末時点（速報値）。単位は 10 億米ドル。APAC 諸国を網掛け。
（出所）US Treasury, “Preliminary Report on Foreign Holdings of U.S. Securities at End-June 2024,” February 28, 2025 より野村資本市場研究所作成

2024 年 7 月 17 日には、グローバルなグリーン経済に特化した米国初の証券取引所として、グリーン・インパクト証券取引所（Green Impact Exchange、GIX）の設立に関する申請書が SEC に提出されたことが明らかになった[2]。GIX に上場する企業は、サステナビリティ目標の設定、実施、計測、達成を約束し、目標に向けた進捗状況を投資家に対して分かりやすく開示することが想定されている。また、GIX では、主たる上場先を維持しながらの重複上場が容認されている。

２）第三極の証券取引所の位置づけ

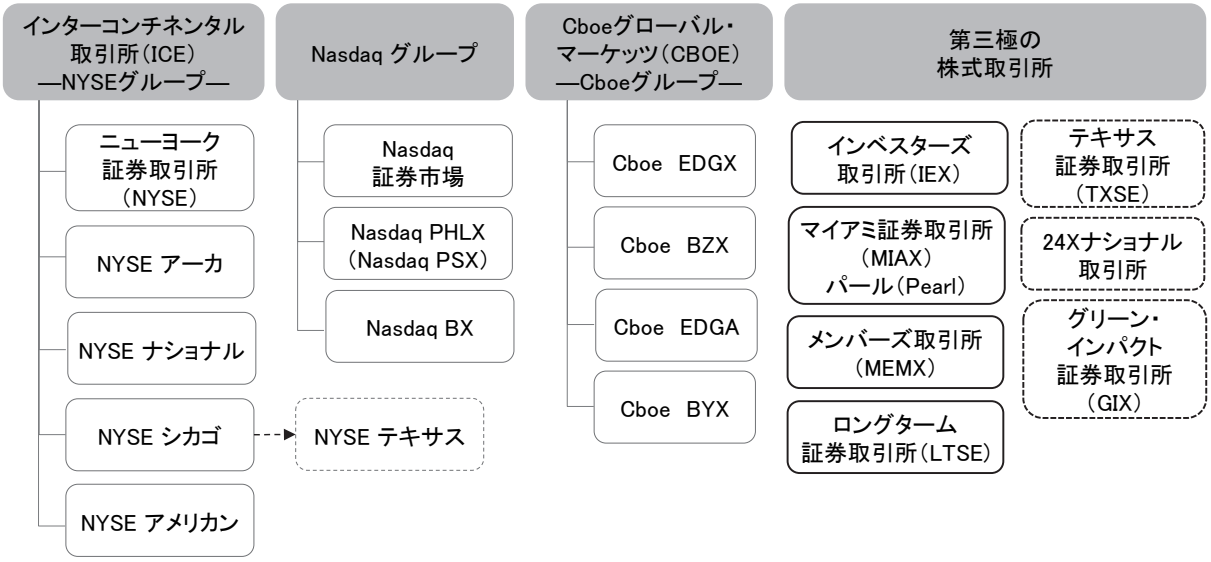
株式現物を取引する米国の証券取引所は、2025 年 3 月 10 日時点で米国内に計 16 存在している。このうちの 12 の証券取引所については、ICE 傘下の NYSE グループ、Nasdaq グループ、Cboe グローバル・マーケッツグループ（以下 Cboe グループ）の三大証券取引所グループのいずれかに属している（図表 8）。三大証券取引所グループの傘下にある証券取引所には、ボストンやフィラデルフィアといった、かつての地方証券取引所に加えて、1990 年代後半以降に台頭した電子取引ネットワーク（ECN）であるアーキペラゴや BATS 等が取引所に転換しているものが複数含まれている（図表 9）。地方証券取引所や ECN の三大証券取引所グループへの再編は、2006 年頃から 2018 年頃までの 10 年強にわたって行われた。

他方、三大証券取引所グループに含まれない、いわゆる第三極の証券取引所設立の動きは、2016 年頃から活発化している。ダークプールとして設立されたインベスターズ取引所（IEX）は 2016 年に証券取引所に転換し、翌 2017 年に取引を開始した。

[2] Green Impact Exchange, “Green Impact Exchange Files With S.E.C. to Become the First Green Securities Exchange in the U.S.,” July 14, 2024.グリーンを含むサステナブル・ファイナンスに特化した証券取引所としては、ルクセンブルク・グリーン取引所（Luxembourg Green Exchange、LGX）がある。LGX について、詳細は、林宏美「サステナブル・ファイナンスに特化したルクセンブルク・グリーン取引所」『野村サステナビリティクォータリー』2020 年夏号を参照。

2020 年 9 月には、ロングターム証券取引所（LTSE）、メンバーズ取引所（MEMX）、マイアミ国際証券取引所（MIAX）パール（Pearl）の 3 つの証券取引所が相次いで取引を開始した。

図表 8　米国の株式現物を取引する証券取引所の勢力図（2025 年 2 月末時点）



（注）　1. NYSE シカゴがテキサス州ダラスに移転して電子証券取引所を開設し、NYSE テキサスに名称変更する方針であることを公表。
2. TXSE グループは、2025 年 1 月 31 日、SEC にテキサス証券取引所（TXSE）設立を申請。
3. 24X ナショナル取引所の設立については SEC が承認済み、2025 年後半に開設予定。
4. 点線枠の証券取引所については準備段階。

（出所）野村資本市場研究所作成

図表 9　米国三大証券取引所グループ傘下の株式取引所

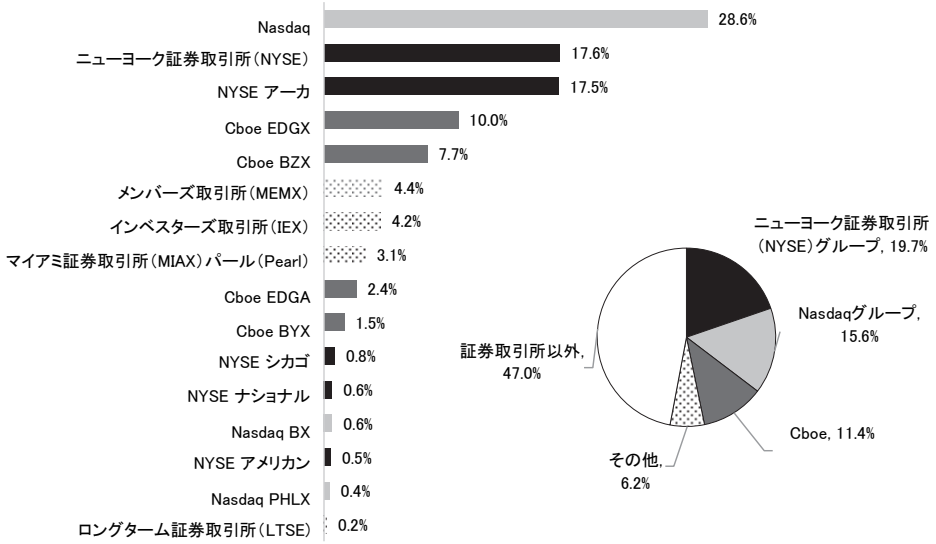
	株式取引所	前身	備考
NYSE	NYSE	—	
	NYSEアーカ	アーキペラゴ（Archipelago）	2006年にアーカEx(ArcaEx)を買収。アーカExの前身であるアーキペラゴは1997年に米国で初めて認可を受けたECN。株式取引所およびオプション取引所を運営していたパシフィック取引所（Pacific Exchange、於サンフランシスコ）を2005年に買収したことを契機に取引所に転換。米国のETF（上場投資信託）の大部分が上場
	NYSEナショナル	ナショナル証券取引所	2017年に買収。拠点はニュージャージー
	NYSEシカゴ	シカゴ証券取引所	2018年に買収。拠点はシカゴ
	NYSEアメリカン	アメリカン証券取引所	2008年に買収。拠点はニューヨーク
Nasdaq	Nasdaq 証券市場（Nasdaq）	全米証券業協会（NASD）が開設した世界初の電子証券市場	電子証券市場の開設は1971年。2006年に取引所に転換
	Nasdaq PHLX	フィラデルフィア証券取引所	2008年に買収。通称はNASDAQ PSX
	Nasdaq BX	ボストン証券取引所	2007年に買収
Cboe	Cboe EDGX	EDGX(BATS傘下)	2017年に買収。ダイレクトエッジ（Direct Edge）が運営していたECNであるEDGXが2010年に取引所に転換
	Cboe BZX	BATS	2017年に買収。ECNであったBATS（当時）が2008年に取引所に転換
	Cboe EDGA	EDGA(BATS傘下)	2017年に買収。ダイレクトエッジが運営していたECNであるEDGAが2010年に取引所に転換
	Cboe BYX	BATS	2010年にBATS傘下の第二の株式取引所として開設。2017年に買収

（注）　NYSE シカゴがテキサス州ダラスに移転して電子証券取引所を開設し、NYSE テキサスに名称変更する方針であることを公表。

（出所）野村資本市場研究所作成

第三極の証券取引所が米国の取引所取引に占める割合は、MEMX の 4.4%が最大であり、4つの第三極取引所の合計は11.9%であった（図表10）。MEMX、IEX、MIAX パールの市場シェアは、Nasdaq や NYSE、NYSE アーカのシェアからは大きな乖離があるものの、たとえば、NYSE テキサスへの移転計画が公表されている NYSE シカゴのシェア（0.8%）を上回っている。

図表 10　米国の株式現物を取り扱う証券取引所に占める市場シェア（左）ならびに株式市場に占める市場シェア（右）



（出所）SIFMA, “SIFMA Insights: Equity Market Structure Compendium,” February 2025 より野村資本市場研究所作成

３）第三極の証券取引所の実例

以下では、現在取引が行われている第三極の証券取引所の概要を紹介する。

（１）会員制組織を採用するメンバーズ取引所（MEMX）

MEMX は、大手金融機関グループやオンライン証券会社、資産運用会社に加えて、マーケットメーカーとして市場に参加する高頻度取引（High Frequent Trade、以下 HFT）トレーダーも含む、様々な業態の市場参加者 9 社が 2019 年 1 月に設立した。具体的には、商業銀行のバンク・オブ・アメリカや UBS、投資銀行のモルガン・スタンレー、オンライン証券会社のチャールズ・シュワブや E トレード、TD アメリトレード、資産運用会社のフィデリティ・インベストメンツ、マーケットメーカーのシタデル・セキュリティーズとバーチュ・フィナンシャルである。設立後も MEMX の出資者は増加しており、2025 年 3 月現在、ブラックロックやゴールドマンサックス等を含む 21 社まで拡大している[3]。

[3] MEMX のウェブサイト（2025 年 3 月 10 日閲覧）。

MEMX の最大の特徴は、MEMX の出資者で構成する会員制組織の証券取引所という設計であり、その出資者には上記の通り、米国の株式市場における主要な市場参加者が名前を連ねている。MEMX のミッションは、健全な競争を創り出し、すべての投資家にとって、より効率的かつ合理的な取引の実績を積み重ねることができる市場構造改革の擁護者となること、とされている。言い換えれば、MEMX は、シンプルかつ低コストで、透明性が高い方法を用いて、幅広い市場参加者が流動性にアクセスできる市場を目指している。この点に鑑みると、同取引所の目指すところは、市場参加者ひいては投資家の取引ニーズに対応すること、と捉えられる。

MEMX の第二の特徴として挙げられるのは、MEMX が構築する高性能なテクノロジーを活用した、シームレスな取引プラットフォームを外部にも販売している点である。MEMX は、提携関係を構築している LTSE（後述）に対して自社の取引プラットフォームを提供しており、LTSE の日中売買高の増加に寄与している[4]。また、MEMX は、米国株式の夜間取引 ATS を運営するブルーオーシャン・テクノロジーズと提携し[5]、MEMX がマーケット・アズ・ア・サービス（MaaS）として提供する取引システムをブルーオーシャンの ATS が採用している。なお、SEC が 2024 年 11 月に承認した 24X ナショナル取引所も、MEMX が提供するプラットフォームを用いる方針を公表した[6]。

2020 年 5 月に SEC の承認を受けて証券取引所となった MEMX は、同年 9 月、MEMX 証券取引所（MEMX Equities）における取引を開始した[7]。MEMX は、当初のフェーズ 1 では、7 証券に絞った取引を扱っていたが、その後は、NYSE や Nasdaq 等に上場するすべての米国株式の取引を扱っている。米国では、非上場取引特権（Unlisted Trading Privileges、UTP）の制度のもと、証券取引所に上場する株式は、上場をしていない他の証券取引所でも取引が可能である[8]。なお、MEMX への上場企業は、これまでのところ見られない。

（２）公正な取引所を目指すインベスターズ取引所（IEX）

IEX は、元カナダロイヤル銀行（Royal Bank of Canada、RBC）でグローバル電子取引チームを率いていたブラッド・カツヤマ氏らが 2012 年に設立し、2013 年 10 月に運営を開始したダークプールが前身である。その後、2016 年に証券取引所に転換した。

IEX は、ダークプールとして設立された当初から、証券取引所が、HFT トレーダーによる「略奪的取引（predatory trading）戦略」を容認し、投資信託や年金基金といった長期投資家に不利な取引を強いることになりかねない状況を変えるべく、「より公

4 LTSE が 2020 年に取引所を開設した当初は、日中最大売買高が約 500 万株であったが、2024 年に MEMX の取引システムにアップグレードした後、2 週間弱で日中最大売買高は 3,000 万株を超えた。

5 MEMX, “Blue Ocean Technologies Selects MEMX As Technology Partner to Power Blue Ocean ATS,” January 25, 2024.

6 24 Exchange, “24 Exchange Receives SEC Approval of its New National Securities Exchange, ‘24X National Exchange’,” November 7, 2024.

7 MEMX は、MEMX Equities の他に、MEMX Options という取引所も運営している。

8 日本の証券取引所においては、当該取引所の上場株式しか取引をすることができない。

正な証券取引所（a fairer stock exchange）」の構築を掲げてきた。証券取引所に転換した後も、一貫してこの方針を維持しており、HFT トレーダーの優位な状況に対処するため、注文の到達から執行までの時間を意図的に遅らせるスピード・バンプをはじめとした、テクノロジーを活かした取引プラットフォームの改善を継続的に行っている。

IEXは、取引所に転換してからしばらくの間、NYSEやNasdaqの上場企業をIEXに誘致する方針を採り、2018 年には、Nasdaq 上場企業であったオンライン証券会社のインタラクティブ・ブローカーズ（Interactive Brokers）をIEXに上場させた。しかしながら、同社の他にIEXに鞍替えをする企業が出現しなかったことから、IEXは2019年に上場ビジネスから手を引くこととした[9]。そして、MEMX 同様、NYSE や Nasdaq 等に上場する株式の取引を行っている。

（３）低コストでの取引を実現したマイアミ国際証券取引所（MIAX）のパール（Pearl）

マイアミ国際証券取引所（MIAX）のパール（Pearl）は、ニュージャージー州に本拠地を置く取引所グループであるマイアミ・インターナショナル・ホールディングス（MIH）傘下の子会社の 1 つであり[10]、2017 年より株式オプションの取引を行ってきた。その後、2020 年からは、MIAX パールが証券取引所としての運営を開始した。

完全に自動化された電子株式取引プラットフォームであるMIAXパールの証券取引所では、MEMX や IEX 等と同様、NYSE や Nasdaq 等に上場する米国株式取引が可能である。現時点では、米国株式の取引を上場市場よりも低コストで取引できることをメリットとして打ち出しており、MIXAパールの上場企業は存在していない。

（４）長期志向の企業と長期志向の投資家とを結ぶロングターム証券取引所（LTSE）

LTSE は、スタートアップ企業の新たなマネジメント手法を提唱した起業家のエリック・リース氏[11]が 2020 年 9 月に創設した証券取引所である。リース氏は、米国の金融資本市場において長年にわたって追求されてきた株主利益至上主義が企業経営の短期志向につながっていると捉え、株式保有期間の長さに比例して議決権が増える仕組み（Tenure Voting）をLTSEの上場規則に盛り込もうとした。

この仕組みの導入についてはSECの承認を得られなかったものの、LTSEは、長期志向の企業と長期志向の投資家とをつなぐ場としてLTSEを構築するべく、上場企業に対して、長期的な価値創造を目指す方針の公表を求める5原則の遵守を要請している（図表 11）。証券取引所の上場基準としては、流通株式数や時価総額、事業継続年数をはじめとした一律の要件が提示されるのが一般的であるのとは対照的に、

[9] IEXが上場ビジネスから手を引く決断をしたことに伴い、インタラクティブ・ブローカーズは、上場先市場をNasdaqに戻した。

[10] MIHは、MIAX Pearlの他に、MIAXオプションズ、MIAXエメラルド、MIAXサファイアという計4つの株式オプション取引所を米国に有している。

[11] エリック・リース氏の著書として、無駄を省きながら、顧客ニーズを満たすビジネスモデルについて論じている（リック・リース著、井口耕二訳、伊藤穣一解説『リーン・スタートアップ　ムダのない起業プロセスでイノベーションを生みだす』日経BP、2012年4月）。

LTSE は 5 原則について長期的価値を創造するためのプリンシプルベースの開示を求めている。LTSE によれば、関連会社である LTSE サービスが 2024 年 1 月に行った分析の結果、米国の 4,000 超の上場企業のうち、LTSE への重複上場基準を満たす企業は 15%に満たないことが明らかになったという。

LTSE に上場する企業は、2025 年 3 月 10 日時点で、人工知能（AI）を駆使した業務管理プラットフォームを提供するアサナ（ASANA）と、衣料品や靴、アクセサリーの中古品販売プラットフォームを提供するスレッドアップ（ThredUp）の 2 社にとどまっている。なお、ASANA は NYSE に、スレッドアップは Nasdaq にそれぞれ上場しており、LTSE には重複上場している。

図表 11　LTSE が上場企業に方針の公表を求める 5 原則

原則の項目	概要
原則 1: ステークホルダー	長期志向の企業は、幅広いステークホルダー・グループに配慮し、そうしたステークホルダーと企業が互いの成功で重要な役割を果たすことを考慮しなければならない。 ・企業の長期的な成功に必要と考えるのは、どのステークホルダー・グループなのか ・環境ならびにその地域社会に対して、企業が及ぼす影響 ・多様性および包摂に対する企業のアプローチ ・従業員への投資に対する企業のアプローチ ・企業の長期的な成功に寄与する従業員ならびにその他のステークホルダーに報いる企業のアプローチ
原則 2: 戦略	長期志向の企業は、年単位、十年単位で成功を計測し、長期的な意思決定を重視しなければならない。 ・企業が長期と捉えるのは、どの時間軸なのか ・企業は、どのようにして、成功を測る指標を長期的な時間軸に合わせるのか ・上記の（長期的な）時間軸と企業の戦略計画との間には、どのような関連性があるのか ・企業は、組織全体としてどのように長期的な優先順位付けを実行に移すのか
原則 3: 報酬	長期志向の企業は、経営陣の報酬ならびに取締役会の報酬を、長期的なパフォーマンスと整合的なものにしなければならない。
原則 4: ガバナンス	長期志向の企業の取締役会は、長期的な戦略の策定に従事し、明示的に長期的戦略の監督を行わなければならない。
原則 5: 投資家	長期志向の企業は、長期保有株主との建設的な対話（エンゲージメント）を行わなければならない。

（出所）LTSE, “Listing Standards”（LTSE ウェブサイト）より野村資本市場研究所作成

２．第三極の証券取引所の意図：NYSE、Nasdaq との差別化

近年、第三極の証券取引所の設立が相次いでいる背景としては、第三極の証券取引所が、NYSE や Nasdaq が採る戦略との差別化を図ろうとしているスタンスが指摘できる。その差別化の着眼点としては、大きく以下の 4 点を挙げることが出来る。

第一に、第三極の取引所は、証券取引所としての重要な役割とされてきた「資金調達」の場としてよりも、「株式取引」の場としてのブランドを構築する点に重点を置いている。だからこそ、取引所の目指すところが、幅広い投資家のニーズに迅速に対応できる透明性

が高い公正な取引所である、と捉えられる。伝統的な証券取引所における注文方法が複雑すぎることに加えて、超高速取引の拡大に歯止めをかけつつ、シンプルかつ低コストの取引方法が目指されている。そして、テクノロジーを進化させた取引プラットフォームへのアップグレードを継続的に実施することによって、公正な取引所を持続的に目指している。

第二に、LTSE に見られるような、長期志向の企業と長期志向の投資家とを結びつける場としてのブランド力の構築が挙げられる。上場企業を証券取引所が求めるクオリティに合わせるための要件を上場基準に組み込んだりする動きはこれまでも見られた。例えば、Nasdaq による取締役の多様性要件を上場基準に盛り込み[12]、環境・社会・ガバナンス（ESG）に積極的な企業を誘致しようとする取り組みなどである。そうした中、LTSE では、長期志向の企業と長期志向の投資家とを取引所の場でマッチングさせることに主眼が置かれている。上場企業に加えて、投資家サイドのクオリティにも着目した取引所は、第三極において初めて出現したと捉えられる。

第三に、上場企業の経営陣の立場を重視した、最高経営責任者（CEO）フレンドリーな観点に重きを置くことが挙げられる。ESGの観点も含み証券取引所への上場に伴う規制遵守コストが拡大している点に鑑み、CEO フレンドリー、すなわち企業が規制遵守の対応をしやすいよう、上場企業の視点を重視している。

第四に、ビジネスの本拠地としての物理的な場所にフォーカスを当てる観点である。これは、SEC 申請中の TXSE 設立に向けた計画に窺われる。TXSE は完全に電子化された証券取引所を想定しているものの、本拠地としてテキサス州ダラスに物理的な社屋を設置する方針である。各州の会社法が適用される米国では、企業がビジネスを展開するうえで、州レベルの規制や税制が企業にとって対応しやすいかどうかが、物理的な拠点を決定する重要な観点の 1 つである。

たとえば、2023 年の実質国内総生産（GDP）ベースで見た州の経済力がカリフォルニア州に続いて第 2 位、同成長率でも第 2 位であるテキサス州では、州法人所得税や個人所得税が課せられていない（図表 12）。同州の人口が全米で第 2 位の 3,185 万人となるなど、テキサス州には、潜在的な労働力も豊かにある。そうした観点で事業機会が豊かな州として高く認知されている州に、証券取引所を設置することの意義が見出されているのであろう。加えて、テキサス州には、プライベート・エクイティが出資する企業が 2022 年末時点で 624 社あり、全米でカリフォルニア州に次いで多いこと[13]から、企業のエグジット先として TXSE を視野に入れることも出来よう。

[12] SEC は、2021 年 8 月、ナスダックが取締役会の多様性要件を上場規則に盛り込むことについて承認した（詳細は、林宏美「僅差で認可された取締役会の多様性要件を含むナスダックの改正上場規則」『野村サステナビリティクォータリー』2021 年秋号を参照）。しかしながら、2024 年 12 月 11 日、米国の第五巡回区控訴裁判所が SEC による承認は違法で無効である、とする判決を下した（The United States Court of Appeals for the Fifth Circuit, “Alliance for Fair Board Recruitment; National Center for Public Policy Research v. SEC, No.21-60626,” December 11, 2024）。

[13] American Investment Council, PitchBook, “Top States & Districts in 2022,” March 20, 2023.

図表 12　実質 GDP（実額）が上位 10 位に入る米国の州の実情

順位	州名	実質GDP（10億米ドル）	実質GDP成長率（%）	実質GDP成長率の順位（位）	人口（万人）
1	カリフォルニア州	3,249	2.0	35	3,966
2	テキサス州	2,097	7.4	2	3,185
3	ニューヨーク州	1,791	1.5	43	2,000
4	フロリダ州	1,293	4.3	11	2,384
5	イリノイ州	886	1.0	49	1,278
6	ペンシルバニア州	799	2.5	28	1,314
7	オハイオ州	710	2.1	34	1,194
8	ジョージア州	678	1.9	38	1,130
9	ワシントン州	677	5.1	7	806
10	ニュージャージー州	664	2.1	33	962

（注）　実質 GDP は 2017 年基準連鎖ウェート方式で算出。
（出所）米国経済分析局（BEA）、世界人口レビュー（World Population Review）より野村資本市場研究所作成

３．NYSE や Nasdaq の戦略

第三極の証券取引所が増えているなかで、NYSE や Nasdaq も手をこまぬいているわけではない。以下では、NYSE ならびに Nasdaq の戦略について説明する。

１）テクノロジーとデータのグローバル・プロバイダーを標榜する NYSE グループ

NYSE グループは、既述したように、2025 年 2 月、傘下にある NYSE シカゴをテキサス州ダラスに移転し、NYSE ダラスに名称変更した証券取引所を設立する計画を公表した。NYSE グループのリン・マーチン社長は、テキサス州に拠点を置く企業が NYSE 上場企業の中で最多であり、その時価総額が 3.7 兆米ドル強である点に言及したうえで、米国経済のドライバーとして大きな役割を果たしているテキサス州へのプレゼンス拡大に積極的なスタンスを表明した。2024 年におけるフォーチュン 500 企業を見ると、57 企業を有するカリフォルニア州に続いて、テキサス州とニューヨーク州がそれぞれ 52 企業で第 2 位となるなど、テキサス州は、企業がビジネス展開をしやすい州としても定評がある。

また、NYSE グループは、米国内外のグローバルな投資家を視野に入れた取引拡大を目指し、2024 年 10 月 25 日には、NYSE アーカの取引時間を 1 営業日当たり現行の 16 時間から 22 時間に延長する計画[14]を公表していた。

[14] NYSE は現在、平日の午前 9 時 30 分から午後 4 時までの取引時間（米国東部時間、ET）に加えて、傘下の NYSE アーカ等において、午前 4 時～9 時 30 分および午後 4 時～8 時（ET）の時間外取引を行っており、平日の取引時間は 16 時間となっている。公表された計画では、時間外取引において、午前の部の開始時間を午前 1 時 30 分に、午後の部の終了時間を午後 11 時 30 分とする、とされている。同計画の対象は、米国上場株式および ETF である。

翻って、NYSE グループの事業セグメント別収益の推移を見ると、取引所サービスに加えて、モーゲージ・テクノロジー・セグメントの収益が、2020 年の 6 億ドルから 2024 年には 20 億ドルに急拡大するなど、伝統的な取引所ビジネス以外の収益を拡大する動きが見てとれる（図表 13）。同セグメントには、住宅ローンの契約が成立に至るまでの手続きをオンライン上で一元化するサービスや、住宅ローン契約成立後の手続きをオンライン上で一元化するサービスが含まれる。2020 年に住宅ローン情報システムを提供する米国のエリーメイ（Ellie Mae）、2022 年にオンライン完結型の住宅ローンデータ分析ツールを提供する米国のブラックナイト（Black Knight）等を買収したことが、モーゲージ・テクノロジー・ビジネスの拡充につながっている。

NYSE の親会社である ICE は、テクノロジーとデータの主導的なグローバル・プロバイダーと称しており、モーゲージ・テクノロジー・セグメントに代表されるように、伝統的な取引所ビジネスを超えた事業展開にも積極的である。ICE は 2000 年の設立以来、エネルギー・コモディティ市場において、幅広い市場参加者を誘致し、効率的に売り手と買い手をつなぐオンライン・プラットフォームの構築を進めた結果、エネルギー取引インフラを確立した実績がある。この実績から、モーゲージにおいても契約前後の手続きをオンライン上ですべて完結させるビジネスを視野に入れた、と捉えることができよう。

２）テクノロジーと資本市場の接点を追求する Nasdaq グループ

Nasdaq グループも、Nasdaq 市場において、1 週間当たり 5 営業日について米国株式の取引を 24 時間可能とすることを計画していることが、2025 年 3 月 7 日、表面化した[15]。Nasdaq の計画では、2026 年下半期にも 24 時間取引を開始する方針である。Nasdaq のタル・コーエン社長は、米国の資本市場に対する投資家の信頼を強化できるような 24 時間取引を可能にする市場を構築することができるかが重要なポイントである、と述べている。NYSE グループ同様、取引時間を延長することで、APAC を含むグローバルな投資家による米国株式の取引機会を増やすことを目指している。

こうした取引の場の拡充という証券取引所としての役割を超えて、Nasdaq は、とりわけ 2020 年以降、様々な金融テクノロジー企業の買収等を通じて、幅広いサービスを自市場の上場企業以外にも提供している。実際、Nasdaq は、「テクノロジーと資本市場の接点に位置しており、比類のないテクノロジー、洞察、市場の専門知識を用いて、グローバルな資本市場およびそれ以外の分野に向けた優れたプラットフォームとサービスを提供する」企業として、自社を位置付けている[16]。

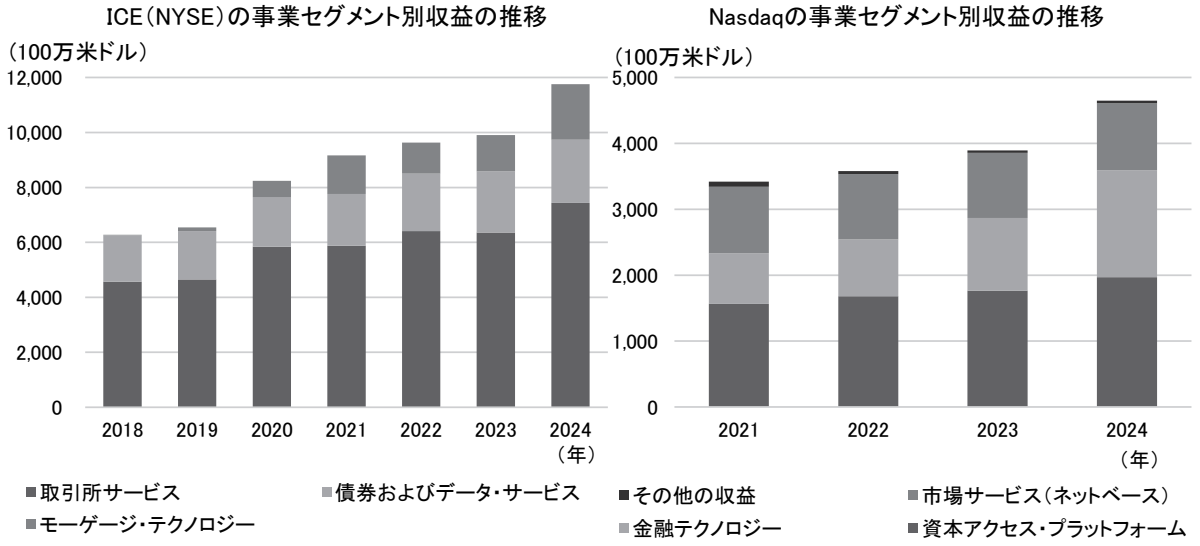
Nasdaq の事業セグメント別収益の推移を見ると、たとえば金融テクノロジー関連収益が 2021 年の 7.8 億ドルから 2024 年には約 16.2 億ドルとなり、3 年間で約 2.1 倍まで拡大した（図表 13）。金融テクノロジー関連収益には、金融機関向けに不正検知

[15] “Nasdaq joins in race to offer 24-hour equity trading,” *Financial Times*, March 7, 2025.
[16] Nasdaq のウェブサイト, “About NASDAQ”（2025 年 3 月 10 日閲覧）。

やアンチマネーロンダリング（AML）対策ソフトを提供する、カナダのヴェラフィン（Verafin）等を買収したことが奏功している。クラウドベースのプラットフォームである Nasdaq・ヴェラフィン（Nasdaq Verafin）が提供するサービスを活用することによって、金融機関がマネーロンダリングや金融詐欺を検知、調査し、報告することが容易になっている。北米で約 2,500 の金融機関が Nasdaq・ヴェラフィンを利用しており、2024 年は年間で 211 の中小銀行も新たに契約を締結した。

Nasdaq は、発行体である企業によるコーポレートガバナンス基準の管理を支援し、企業と投資家との橋渡しを行う「資本アクセス・プラットフォーム」のセグメント収益を着実に増やしながら、テクノロジーを活かしたサービスの拡充を進めている。

図表 13　NYSE、Nasdaq の事業セグメント別収益の推移



（注）　2024 年の Nasdaq の数字は未監査ベース。
（出所）NYSE、Nasdaq より野村資本市場研究所作成

Ⅲ　「質」の向上で存在感増大を図る東京証券取引所

１．「成果」と「課題」を残すコーポレートガバナンス改革

2013 年に発足した第二次安倍政権は「稼ぐ力を取り戻す」を目標に、コーポレートガバナンスを成長戦略の重要な柱とし、2014 年制定の日本版スチュワードシップ・コード、2015 年制定のコーポレートガバナンス・コードを理論的支柱として、コーポレートガバナンス改革をスタートした。それからおよそ 10 年が経過し、社外取締役の設置の浸透や政策保有株式の縮減、株主還元の拡大といった「成果」をもたらした。

その一方で、ROE（自己資本利益率）の改善は小幅であり、コーポレートガバナンス改革が企業価値向上に結びついているとは言い切れないことや、企業の保有する現預金は改革期間中も増加を続け、企業の得た利益、キャッシュが設備投資や人的資本投資、研究開

発投資といった企業価値の向上に十分に振り向けられていないという「課題」も残している[17]。

２．２つのコードが浸透した背景とその副作用

コーポレートガバナンス改革はなぜ一定の成果を上げたのであろうか。そして、なぜ課題を残しているのであろうか。それを考える上では、法的な拘束力のないソフト・ローであるスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードがなぜ日本の企業や機関投資家などにここまで根付いたのかということが重要である。この点について、経営学者であるウリケ・シェーデ氏が 2022 年に著した『再興：THE KAISHA』[18]において展開された議論をベースとしながら、筆者の見解を示したい。

ウリケ氏の指摘によれば、日本には 2 つのコードのようなソフト・ローが浸透しやすい文化的な背景がある。それは、日本は社会的規範が強く、そこからの逸脱はほぼ許容されない「タイトな文化[19]」であるからとのことである。これに加え、コーポレートガバナンス改革が「国の重要な成長戦略」、すなわち国の施策と位置づけていたことが大きいのではないかと推察する。日本が「稼ぐ力」を取り戻し、インベストメント・チェーンを高度化し、さらに国際的な競争力を高めて持続的に成長することは基本的に望ましいことであり、そうした望ましいことを国が施策として率先して実施しようとしているのであれば、「タイトな文化」である日本ではそこから逸脱することは非常に難しいため、結果としてソフト・ローが浸透し、コーポレートガバナンス改革も一定の成果を得ることが出来たと考えられる。

このようにして、日本では多くの煩雑な手続きを伴う法律（ハード・ロー）の改正を伴わずに、ソフト・ローによってある程度の行動変容を起こすことが出来ることが実証された。しかし、こうした規範的な動機に基づく行動変容は本質的なものではなく形だけの受け入れに陥りやすいという副作用をも有していることも同時に示された。コードの精神を腹落ちして受け入れ、企業価値の向上に力を注ぐ企業と、表面上コードを受け入れ、実質は何も変わらない企業とのギャップが拡大する中で、ROE の改善が小幅に留まる、現預金が企業のバランスシートに積み上がるといった改革の本質的な部分において課題が残ったと考えられる。そして、現在コーポレートガバナンス改革を形式から実質に進化させ、

[17] 詳細は西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』－改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』－」『野村サステナビリティクォータリー』2024 年秋号を参照。

[18] ウリケ・シェーデ著、渡部典子訳『再興：THE KAISHA』日本経済新聞出版、2022 年 8 月。

[19] ミシェル・ゲルファンド著、田沢恭子訳『ルーズな文化とタイトな文化』白揚社、2022 年 2 月によれば、日本は「タイトな文化」であるが、米国は社会的規範が緩く、逸脱に対し寛容である「ルーズな文化」である。「タイトな文化」と「ルーズな文化」との間に優劣や善悪はないものの、世間一般で発生する問題の多くはこのロジックで説明可能であるとしている。また、前述の米国における「第三極証券取引所」の動きについて、その背景を米国の「ルーズな文化」の文脈から考えることもできる。すなわち、「第三極証券取引所」は、NYSE や Nasdaq という既存、正統的な証券市場のコンセプトから逸脱し、その創造性が受容された市場と捉えることができるであろう（その観点からは、Nasdaq ももともと NYSE という「正統的」な証券市場から逸脱し、その創造性が受け入れられたともいえよう）。

残された課題を解決して当初の目的を達成するために、各所で様々な施策が打ち出されているのである。

３．変化する東証の上場企業、ステークホルダーに対する姿勢

１）姿勢変化を印象付けた「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」

東証は証券取引所という経済システム上重要な機関を運営し、その健全な運営を遂行するために、ソフト・ローに分類されるものの、上場企業に対し一定の拘束力を有する、上場規則や上場廃止規則、違約金制度といった実効性を確保する手段を有している。

東証は金融庁とともにコーポレートガバナンス・コードの作成に携わった。しかし、コーポレートガバナンス改革が実質的にスタートした 2014 年から 2023 年 3 月頃までは、前述で述べたような上場企業の行動変容を促すような働きかけを東証は積極的には行ってこなかったとの印象がある[20]。また、2022 年 4 月 4 日からスタートした市場区分の変更に伴い誕生したプライム、スタンダード、グロース市場についても、市場のコンセプトの明確化を意図したものであったが、従来の市場第一部、第二部、ジャスダック、マザーズと実質的に変わっていないとの指摘も聞かれた。

しかし、2023 年 3 月 31 日に東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」を公表して以降、上場企業に企業価値向上に向けた行動変容を積極的に促すようになってきた。市場関係者はこうした東証の姿勢の変化を概ね好意的に受け止め、「東証は今や最大のアクティビスト」と評する声さえある[21]。

２）「質」の保証から「質」の向上と市場コンセプト・上場の意義の明確化へ

このような姿勢の変化は何処から来ているのであろうか。図表 14 は東証の上場企業に対する姿勢を 3 つのフェーズに分けたものである。2014 年～2023 年 3 月までの姿勢がフェーズ A、2023 年 4 月以降の姿勢がフェーズ B、そして 2022 年 4 月に始まった市場区分の見直しがフェーズ C に相当すると考えられる。

[20] 当時筆者はコーポレートガバナンス改革に関し投資家と議論する機会があったが、特に外国人投資家から「コーポレートガバナンス改革において東証の果たしている役割が（外からは）あまりよく見えない」といった意見を聞くこともあった。

[21] ダルトン・インベストメンツ共同創業者ジェームズ・ローゼンワルド氏の発言「開示資料から解き明かす運用実態　東証改革が生む『倍々ゲーム』の熱狂」『日経ビジネス』電子版、2025 年 2 月 7 日）。

図表 14　東証の上場企業に対する姿勢

フェーズ A: 上場企業としての必要最低限の クオリティを保証	フェーズ B: 上場企業の「魅力向上」に関与	フェーズ C: 市場コンセプトおよび 上場の意義の明確化
上場規則の制定、実効性確保措置（上場廃止や違約金規定など）で、上場に値しない企業は退出。投資家、株主の対話などを通じた上場企業の自発的な行動変容に期待し、積極的な働きかけは行わない	企業の行動変容をより積極的に促すための対応の要請や情報の提供（会議資料の拡充、好事例の紹介、資本コストを意識した経営への対応要請など）を実施	市場区分を見直し、各市場のコンセプトを明確にするとともに、各市場に上場する企業が標榜する「上場の意義」も併せて明確にすることで市場の魅力向上を図る

（出所）野村資本市場研究所作成

証券取引所は市場の番人と言われることがある。その意味は、市場参加者が安心して参加できる公正で透明性の高い市場を確保し提供することが、証券取引所の役割であり、上場企業が市場の規律を逸脱し、市場としての権威が失墜することがないように上場制度の実効性確保措置を有しつつ市場の監視・監督を行うが、市場の規律を逸脱しない限りは上場企業の活動に特段働きかけを行わないというところにあるものと考えられる。こうした考え方が図表 14 のフェーズ A に相当する東証のスタンスと推察される。それゆえに、コーポレートガバナンス改革が進められる中で、東証の存在感を 2023 年 3 月まで積極的には感じられなかったのではないかと思われる。

2023 年 3 月 31 日の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」以降は、上場企業の魅力向上を目的に直接働きかけを行うフェーズ B に軸足が移ってきたように見える。コーポレートガバナンス改革が始まっておよそ 10 年が経過して一定の成果を上げ、日本ではソフト・ローに基づく行動変容を促す働きかけが比較的有効であることが示された。一方で、Ⅰ章で述べた国際的な証券取引所間の競争において日本のシェアは低迷しているため、証券取引所としての魅力付けを行って国際的な存在感を高めることが喫緊の課題となる中、上場企業の品質向上に積極的に関わる必要性を東証は意識したのではないかと考えられる。

そうした中で、コーポレートガバナンス改革を形式から実質へと高めていくこと、そして証券取引所としての国際的な存在感を高めていくことという課題に対し、一定の有効性が示されたソフト・ローによる上場企業に対する行動変容への働きかけをもう一段押し進めていく方向に進み、それとともに、企業や投資家をはじめとしたステークホルダーに対し積極的に情報発信を行うことで東証の姿勢を明確にしていくという変化につながったと推察される。

3）ソフト・ロー・ベースの施策としての「ナッジ」と「シェイミング」

ところで、前章で取り上げたウリケ氏によれば、日本のようなタイトな文化の国でソフト・ローの実効性を高めるには、強制することなく暗に示唆することで行動変容を促すナッジ（Nudge）と、恥をかかせることで、同調する方向に導いていくシェイミング（Shaming）が有効とのことである。上場企業の行動変容により積極的に関わ

るようになった東証において、前者は「好事例集」の発行、後者は「PBR（株価純資産倍率）1 倍未満企業への対応要請」が代表的な動きと捉えることが出来るであろう。

すなわち、「先進的な好事例」を示し、それに倣うことを暗に示唆して行動変容を図ることがナッジに相当し、PBR1 倍割れ企業は株式市場において解散価値を下回る評価しかされていないことに言及し、この状態を「恥ずかしいこと」と思ってもらい、解消に向けた施策の計画や実施を促して行動変容を図ろうとすることがシェイミングに該当するであろう。

4）東証の伝える姿勢に大きな変化

さらに、東証の姿勢変化は説明や情報開示の拡充にも表れている。「好事例集」の発行もその一つであるが、ここでは典型的な例として、東証が主催する会議や懇談会における情報開示の変化を取り上げたい。図表 15 は、東証の会議体の中でも開催回数の多い「上場制度整備懇談会」と「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」について、その概要をまとめたものである。双方とも東証が主催し、上場制度や上場のあり方といった取り組みに関し検討する会議体であるが、特に議事内容、配布資料の公表と、配布された資料内容に東証の情報開示、すなわち伝える姿勢の変化が顕著に表れている。

両会議体とも議事そのものは非公開である。しかし、議事の内容については、上場制度整備懇談会では A4 用紙 2 枚程度でまとめた議事要旨という形で公表されていたのに対し、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議では、会議における各メンバーの発言内容がほぼすべて記載された議事録という形で公表されている。さらに、会議に提出された資料についても、上場制度懇談会では非公表であったのに対し、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議では原則公開されて、広く参照、利用が可能になっている。このように、フォローアップ会議では会議の「見える化」を図っている点に東証の伝える姿勢の変化が現れているのである。

伝える姿勢が変わるとともに、こうした資料を利用しつつ、東証は投資家や株主とのコミュニケーションを深め、彼らからの意見やフィードバックを得ることに従来以上に積極的になっている。そして、集まった意見を「好事例集」等に反映させ、市場の意見を企業にも積極的に伝えながら上場企業の行動変容を促すという流れを作っていると考えることが出来るであろう。

なお、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」では、市場区分見直し後の経過措置適用会社の状況、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応だけではなく、社外取締役の在り方、株主との対話の推進と開示やグロース市場の機能発揮、親子上場や MBO（経営陣による買収）・支配株主による完全子会社化、投資者の目線とギャップのあるポイントとその事例など、多様なテーマが取り上げられている。

図表 15　東証の情報開示姿勢に変化

	上場制度整備懇談会	市場区分の見直しに関する フォローアップ会議
会議体の目的、位置づけと委員メンバーの数	・上場制度の整備にあたり、多様な利害関係者の意見を十分に踏まえ、透明性の高い検討を行うため、有識者によって構成された検討の場 ・委員 15 名で構成	・市場区分見直しの実効性向上に向けて、施策の進捗状況や投資家の評価などを継続的にフォローアップし、上場会社の企業価値向上に向けた取り組みや経過措置の取り扱い、ベンチャー企業への資金供給などに関する追加的な対応について東京証券取引所に対して助言を行う目的 ・メンバー9 名で構成
会議開催状況	第 1 回は 2006 年 9 月 11 日、2016 年 6 月 15 日まで 47 回開催	第 1 回は 2022 年 7 月 29 日、2025 年 2 月 18 日まで 20 回開催
議事内容、配布資料の公表	・懇談会及び分科会の議事及び配布資料は原則として非公開 ・事務局は、懇談会及び分科会の開催後、遅滞なく議事要旨をとりまとめ、東証のホームページにおいて公開	・議事は非公開 ・議論の透明性確保のため、資料及び議事録を開催後遅滞なく日本取引所グループウェブサイトを通じて公表
公開資料	・各回で配布された資料は原則非公開 ・主な発言内容を 2 ページ程度にまとめた議事要旨をウェブサイトで公開	・各回で配布された資料は原則公開 ・発言内容をほぼすべて記載した議事録をウェブサイトで公開

（出所）東京証券取引所のウェブサイト（2025 年 3 月 13 日閲覧）を基に野村資本市場研究所作成

５）市場のコンセプトとともに上場の意義も明確化

フェーズ C として示した市場区分見直しは 2022 年 4 月 4 日にスタートした。新しい市場区分により、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市場」と、そのコンセプトが明確にされた。また、各市場は以前のような市場第一部を頂点としたピラミッド型の構造ではなく独立しており、他の市場区分へ変更する場合は変更先の市場区分で新規上場と同様の審査を改めて受ける必要がある。

市場区分の見直しについては、経過措置（移行時に各市場に定められた上場基準に満たなくても一定期間は各市場に上場が可能）の終了時期が当初明確ではなかったことから、市場区分の見直しが形骸化するとの懸念があったが、2023 年 1 月に、2025 年 3 月末で経過措置が終了することが示された。措置終了に伴い、現在は本来の上場維持基準が適用され、2025 年 3 月以後に到来する基準日から 1 年間の改善期間を経ても基準に適合しなかった場合、監理銘柄・整理銘柄指定（原則 6 か月間）を経て上場廃止となる。よって、最短では 2026 年 3 月末から上場廃止になる企業が出てくる可能性がある。

上場企業の「質」という面でも市場区分の見直しは重要である[22]。市場区分を見直して各市場のコンセプトを明確にすることにより、改めて上場することで何を求めるのか、すなわち上場の意義とは何かを改めて企業が熟考した上で、市場を選択することを東証は意図していると考えられる。特にプライム市場上場企業は、国際的な競争にも対応できるような高いガバナンス水準や、投資家との対話を中心に据えるなど「市場を通じて成長し、企業価値を高める」ことを強く意識する点に上場の意義を見出すことが求められるであろう。

６）プライム市場には更なるコンセプトの明確化と質の向上に期待

上場企業の一段の「質」の向上に向けた行動変容を促す東証の動きの帰趨は今後さらに注目されるが、中でも国際的な証券取引所の市場間競争という観点では、プライム市場の「市場を通じて成長し、企業価値を高める」というコンセプトをより明確にして、同上場企業を中心にその「質」をさらに高めていくことも検討に値する。

例えば、2025 年 3 月 13 日時点で東証プライム市場の上場企業数は 1,635 社であるが、これを 300～500 社程度に絞り込むと同時に、同市場に上場する企業の国際比較を容易にすることが挙げられる[23]。そのために、取締役会が過半数の独立社外取締役で構成されるモニタリング・ボード型、すなわち指名委員会等設置会社の採用、国際会計基準の採用、英文開示をはじめとしたディスクロージャー（情報開示）のさらなる拡充と利便性の向上を要請することなどが考えられるであろう[24]。

Ⅳ　市場競争力強化と企業価値向上の「ウインウイン」を標榜

Ⅰ章で述べたように、特に先進国株式市場においては資金調達の場、すなわち発行市場としての役割が縮小し、株式の売買取引、すなわち流通市場としての役割が大きくなった。このような株式市場に期待される役割の変化に伴い、グローバルな取引所間競争の主題は「取引の場としての存在感拡大」となった。実際、米国では、取引所の目指すところ＝市場参加者や投資家のニーズ充足という構図から、MEMX のように会員制組織を取る取引所も出ている。2000 年代においては、従来の会員制組織を株式会社化する動きが相次いでいた点に鑑みると、改めて発想の転換がなされている側面も垣間見える。取引の透明性の高さ、コストの低さを売りにした取引所の設立は、市場参加者にとってフレンドリーな「取引の場」の整備ともいえる。また、米国を中心とした取引時間延長に向けた取り組みは、グローバルな投資家が株式にアクセスしやすくするための 1 つの工夫とも捉えられる。

[22] 別途行われている TOPIX（東証株価指数）の見直しにより、2026 年 10 月に構成企業数を 1,200 銘柄程度にする方向であることも上場企業の「質」という面で重要である。

[23] 株式の売買、取引の観点からは、先物市場が存在するインデックスである TOPIX の銘柄をさらに絞り込むべきとの意見もある。

[24] 一方で、プライム市場に上場することのメリットとして、年間の上場料を他の市場より安く設定する、スタンダードなど他の市場では一定以上の希薄化を伴うエクイティファイナンス時に株主総会決議を要するなどして、相対的に負担を低減する、なども考えられる。

さらに、成長戦略としてコーポレートガバナンス改革を進めてきた日本では、東証が上述の図表 14 に示したフェーズ A から、フェーズ B、C へと上場企業に対する姿勢を変えることで、上場する企業の企業価値を高めて国際的な競争力を高めるとともに、市場区分を見直して各市場のコンセプトを明確にし、投資家など市場参加者の利便性を高めることで取引所としての競争力を高める方向に進んでいるとみられる。すなわち国際的に選ばれる「企業」と「市場」作りという「ウインウイン」を目指すものである。長期志向の企業と長期志向の投資家とをつないで、長期志向のエコシステムを醸成しようとする LTSE の取り組みも、観点こそ異なるが、企業、投資家が求める「市場」づくりという意味で同様の動きとも捉えられる。また、適用される会社法が州ごとに異なる米国では、スタートアップ企業も含めたビジネス展開の重要な拠点であるテキサス州に着目して取引所の新設を目指す動きが、NYSE、第三極の両者から出ている。ビジネスが実際に展開されている場所に育まれているエコシステムを梃子に、米国の新たな金融センターを発展させようとする動きとも捉えられよう。

一方で、上場企業の品質を高める目的で国際的に行われてきたアカウンタビリティー向上とディスクロージャー強化、投資家との対話拡充などは有形無形の上場コストを高める一方、上場することの意義やメリットの一つである株式市場からの資金調達の必要が薄れていることも加わり、上場廃止を選択する企業が増えて先進国を中心に上場企業数が減っているという現実もある。

こうした中、ソフト・ローをベースにした 2 つのコードの制定など、日本がこれまで少なからず参考にしてきた英国では、上場企業数の減少とロンドン証券取引所上場企業の国際的な時価総額シェアの低下に直面し、負担軽減と利便性向上で取引所の国際的なプレゼンス向上を目指す方向に舵を切った[25]。他方、本稿で述べたように、米国では多様な投資家のニーズに応えるために第三極株式市場が創設されるという動きが見られる。グローバルな株式市場間での競争に打ち勝ってそのプレゼンスを高めるとともに、上場企業の企業価値を高めて日本企業の競争力をも高めるという「ウインウイン」を達成するためには、今後の英国、米国の動向にこれまで以上に注意を払いつつ、歩みを進めていく必要があるだろう（図表 16）。

図表 16　日本・米国・英国で証券取引所の方向性は異なる

日本	米国	英国
取引所が品質向上を積極的に関与、区分の見直しで各市場コンセプトも明確化。企業や投資家への要請事項はより高まる方向	多様な投資家のニーズにこたえるため第三極株式市場の創設、多彩な商品ラインナップで魅力向上を図る	説明や開示の負担が高まり競争力を阻害との批判、上場廃止企業も増える中、従来の路線を見直し、効率化や負担軽減を図り「使いやすく、魅力的な市場」に

（出所）野村資本市場研究所作成

[25] この点について詳細は林宏美「大幅に改正された英国上場規則 UKLR の導入－国際金融センターとしての市場活性化策－」『野村資本市場クォータリー』2025 年冬号を参照。