

# 世界の証券取引所の 潮流と東証改革の評価

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. 世界で進行する証券取引所改革

世界的に、証券取引所は成長産業である。規制緩和、情報通信技術の進化、業界内外の合従連衡などによって、成長が加速している。証券取引所改革は、日本は金融庁など政府主導だが、米国では民間主導であるという違いがある。以下は、国際比較を踏まえて、日本における証券取引所改革のあるべき姿を検討する

米国では、規制緩和に伴い、経営統合や新規参入が相次ぎ、取引所間の競争が激化している。取引所ビジネスの特徴は、幅広いプロダクトを網羅する総合取引所が成長していることである。

全米では23の国法証券取引所があるが、CMEグループ（主要な取引所はシカゴ・マーカントイル取引所）、インターコンチネンタル取引所（同ニューヨーク証券取引所（NYSE））、ナスダック（同ナスダック）、Cboeグループ（同シカゴオプション取引所）が有力である。16の株式証券取引所があるが、そのうち、ICE、ナスダック、Cboeグローバル・マーケットの3大総合取引所運営グループが合計12株式取引所を運営している。ただし、株式取引では、NYSE、ナスダックが有力である。

(図表1) 世界の主要な証券取引所 (上場企業対象)

	(10億円)	国	時価総額	純利益	株価騰落率 (10年)
1	CMEグループ	米国	10,259	316	311.1%
2	インターコンチネンタル・エクスチェンジ	米国	8,885	487	380.7%
3	香港取引所	香港	7,214	194	184.6%
4	ロンドン証券取引所グループ	英国	6,998	517	736.4%
5	ドイツ証券取引所	ドイツ	4,119	172	223.1%
6	ナスダック	米国	3,516	142	588.0%
7	B3ーブラジル・ボルサ・バルカオン	ブラジル	2,430	105	319.3%
8	Cboeグローバル・マーケッツ	米国	1,464	63	302.6%
9	ASX	オーストラリア	1,424	43	150.3%
10	日本取引所グループ	日本	1,208	51	397.5%

(注) 2022年3月末現在、1ドル120円で換算。純利益は、2021年中決算。

(出所) ブルームバーグ

## 2. 米国では証券取引所の総合化が進む

NYSE (1792年発祥) は、主に伝統的な大企業が上場する。国内上場株式時価総額は3,100兆円 (26兆ドル)、上場会社数は2,529社である (外国企業含む、2022年2月、以下同)。ナスダック (1971年開設) は、ハイテク企業を中心に若い成長企業が上場している。上場株式時価総額は2,600兆円 (21兆ドル)、上場会社数は3,755社である。

株式市場の時価総額増大、高頻度取引 (HFT) の増加、ITコストの低下など、取引所業務の魅力は増しているため、米国では新規参入が活発化している。Cboeグローバル・マーケッツ、IEXグループ、そして、欧米の大手金融機関が支援するメンバーズ・エクスチェンジなどが新規参入した。

さらに、取引所間のM&Aが活発化している。2007年に、NYSEはユーロネクストを買収し、NYSEユーロネクストが誕生した。2013年に、インターコンチネンタル取引所 (ICE) がこれを買収し、NYSEを残してユーロネクストを売却した。こうして、ICEは、エネルギー、農産物、貴金属、排出権、株価指数、外国為替、金利、デリバティブなど多様な金融商品を扱う総合取引所となった。

CMEグループは、世界最大級の総合デリバティブ市場であり、1898年にバター・鶏卵業者たちが設立したシカゴ・マーカントイル取引所を源流とする。M&Aを積極的に活用しており、2007年にシカゴ商品取引所 (CBOT)、2008年にニューヨーク・マーカントイル取引所 (NYMEX)、2018年に英国のNEXグループを買収した。

(図表2) 東証上場企業数

	第一部	第二部	マザーズ	JASDAQ スタンダード	JASDAQグロース	Tokyo Pro Market	合計
3月31日時点	2,176	475	432	652	34	52	3,821
	プライム	スタンダード	グロース	Tokyo Pro Market	合計		
4月4日時点	1,839	1,466	466	52	3,823		

(出所) 日本取引所グループ

2008年に、ナスダックは北欧の取引所OMXを買収した。欧州では、ユーロネクスト（フランス、オランダなど）、ドイツ証券取引所、ロンドン証券取引所の3大市場があるが、これらも他の取引所買収を試みている。

2000年代は、証券取引所のクロスボーダーの買収が増えた。しかし、各国の規制や株式取引のスタイルの違いがあるため、規制や資本市場の構造が比較的近い欧州域内を除き、国際的な経営統合は成功しているとは言い難い。その点、米国内は、規制や資本市場の構造が同一であり、かつ、証券、コモディティなどの市場が急拡大しているために、統合が比較的スムーズに進みやすい。

### ■ 3. 成長力が高まる世界の株式指数サービス企業

世界では、株価指数サービスにおいて、MSCI（親会社はMSCI）、FTSEラッセル（同ロンドン証券取引所グループ）、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス（同S&Pグローバル）の3社による寡占が進んでいる。これらが様々な指数を開発し、激しい競争の中で高成長している。これらが算出する指数は、インデックス・ファンドのベンチマークとして設計されているため、世界的に広く使われている。各社とも指数の特徴が明確であり、ある程度、棲み分けができています。

世界の株式指数では、MSCIが最も有力であり、特に米国に強い。日本株に投資する海外のインデックス・ファンドのベンチマークは主にMSCIやFTSEの指数であり、TOPIXをベンチマークにする例は少ないと推測される。

金融情報サービスの様々な分野に進出し、フィンテック企業となったS&PグローバルとMSCIは高成長を続け、株価は大きく上昇している。S&Pグローバルの時価総額は17兆円、純利益（2021年度）は3,630億円であり、過去10年間の株価上昇率は746.3%（S&P500は221.7%）と高い。MSCIの時価総額は5兆円、純利益は1,100億円であり、同株価上昇率

---

は1,266.2%である。

日本では、東証の算出するTOPIXと、日本経済新聞社の算出する日経平均株価が代表的な株価指数である。年金基金運用管理行政独立法人(GPIF)と日銀の上場投資信託(ETF)がTOPIXを主なベンチマークとしている。この影響が大きく、国内の機関投資家は時価総額加重平均であるTOPIXをベンチマークとすることが多い。

ただし、TOPIXの銘柄数は今年3月末に2,176と多く、流動性の低い小型株を多く含むため、ベンチマークとして適切でないという指摘がある。簿価ベースで、GPIFの日本株保有額は50.0兆円(2021年末時点)、日銀は37.0兆円(2022年3月末時点、ETF含む)と投資金額が大きいと、これらが多額の投資を行うと株式市場が歪むおそれがある。

他の主要先進国では、これほどの巨額の株式を中央銀行や政府系機関が購入する例はないため、こうした弊害は起きない。また、大手投資家が、証券取引所が直接算出する株式指数を、インデックス・ファンドのベンチマークに採用する例はほとんどないと見られる。たとえば、ニューヨーク証券取引所にも、全上場銘柄によって構成されるNYSE総合指数があるが、一般に、これがベンチマークとされることはない。

## ■ 4. 厳しい評価を受ける東証改革

今年4月に、東京証券取引所の大改革が実施された。コーポレートガバナンス改革において、株式市場や株主の役割は大きい。これに対して、市場関係者やマスコミから「市場改革が骨抜きである」といった批判的な声がある。

東証の現物市場は3区分された。プライム市場は、高い時価総額・流動性、より高いガバナンスを備え、投資家との建設的な対話を中心に据える企業を対象とする。

もう一つの改革は、TOPIXの構成銘柄、入れ替えルールを変更することである。構成銘柄は、主に、プライム市場から選定され、流通時価総額100億円以上を目途とする。4月1日時点の旧TOPIX構成銘柄について、市場区分に関わらず継続採用する。プライム市場への新規上場・市場区分変更銘柄については、新TOPIXに追加される。

今年4月1日時点の旧TOPIX構成銘柄について、市場区分に関わらず継続採用するが、流通時価総額100億円などの基準を満たさない企業は、2025年までに段階的に除外される。ただし、TOPIXから除外される銘柄の時価総額の合計は小さいため、新旧指数はそれほど相違が生じないであろう。

これらに対する批判の代表例は、「プライム市場企業の数が多すぎ、玉石混交である。上

---

場基準を厳しくして、衰退企業を市場から退出させるべき」というものである。

しかし、プライム市場の上場社数を絞っても、日本企業全体の成長力が高まって株価が上がるとは考えられない。構成銘柄数が違っても、日本の株式指数のパフォーマンスに大きな違いはない。TOPIX（銘柄数2,176）の過去10年の株価騰落率は127.8%である（2022年3月末時点）。これは、TOPIX100（同100）127.1%とほぼ同じである。TOPIXコア30（同30）の上昇率は116.9%とそれらより落ちる。

「プライム市場は玉石混交」と言われるが、そもそも「玉」の数は少ない。世界の時価総額上位100社に含まれる日本株はトヨタ自動車1社に過ぎない。日本で2位のソニー・グループでも世界では105位である。ちなみに、米国は63社、中国は11社である。このため、プライム市場の上場企業数を、3月までの2,176社から、たとえば300社に減らしたとしても、株価指数の上昇率に大きな違いはないと思われる。

また、TOPIX改革に対する批判もある。2025年以降も、TOPIX構成銘柄数は1,500前後になると予想される。このため、「TOPIXに流動性の低い銘柄や時価総額が小さい銘柄が多く含まれる」と言われる。

TOPIXの目的は株価全体の動きを表すことであり、インデックス・ファンドのベンチマークとして設計されているわけではない。株式指数にとって重要であるのは連続性であるため、TOPIXの基本設計を大きく変えることは好ましくない。TOPIXが適当でないのであれば、MSCI JapanやTOPIX100のように大型株のみで構成されている指数をインデックス・ファンドのベンチマークにすれば済むはずである。

以上を総合すると、市場区分の整理を中心に、東証改革は前向きに評価すべきものと考えられる。

## ■ 5. 米国の成功から学ぶもの

資本市場やガバナンスの改革は可能な限り市場原理に委ね、政府の関与は最小限にとどめることが望ましい。米国では、取引所や指数の運営は民間企業に委ねられている。日本のように政府の審議会の答申を反映して、取引所区分を決定することはない。また、株価指数サービス会社が、指数の構成銘柄や基準などにおいて、政府の影響を受けることはない。

そもそも、メジャーな株価指数の構成銘柄は、取引所の区分とは関係ない。米国の時価総額上位10社のうち、7社（アップル、マイクロソフト、アルファベット、アマゾン、テ

---

スラ、エヌビディア、メタ・プラットフォームズ) がナスダックに上場している。残りの3社はNYSEに上場している。

一方で、日本の資本市場やコーポレートガバナンスに関して、政府の介入が大きい。今回の取引所、株式指数改革も、金融庁など政府主導によるものである。国内の株式取引所は4つ存在し私設取引所(PTS)もあるが、東証が株式取引を寡占している。また、GPIFや日銀の株式保有額が大きいため、政府の方針が株式市場に大きな影響を与えることがある。

コーポレートガバナンスが導入されて7年経つものの、政府主導のガバナンス改革では限界がある。過去7年間(3月末)の株価上昇率は、米国(S&P500) 119.1%、日本(TOPIX) 26.1%と大差がついた。自己資本利益率(今期ブルームバーグ予想)は、米国22.6%、日本9.3%である。最近も、大手電機メーカー、大手銀行、大手証券などの大型不祥事が相次ぐ。

日本企業の低成長の原因は、①世界的な成長分野であるデジタル・トランスフォーメーションに弱い、②ベンチャー企業育成が十分でなく古い企業が多い、③年功序列、終身雇用制が色濃く残っており労働の流動性が低い、などが代表的なものである。これらが、取引所の上場基準や株価指数を変更する程度の戦術論で抜本的に改善できるとは考えにくい。

日本企業の成長力を高め、ガバナンスを強化するためには、米国同様、政府に頼らず、民間のダイナミズムを最大限活用することが必要である。世界的なベンチャー企業育成のための構造改革を実行し、世界レベルの「玉」を増やすことによって、真の「東証改革」が実現できるであろう。

## ■ 6. 世界の株式市場をオーナー企業が牽引する

最後に、東証改革に関連し、日本企業の成長を促進するような改革案を提示したい。若いオーナー系企業の育成には、多くの手段は必要であるが、証券取引所ができる範囲としては、議決権種類株式発行会社の上場促進が挙げられる {拙稿「世界の成長企業は種類株式を使いこなす」(月刊資本市場385号、2017年9月)参照}。

世界の株価上昇を牽引しているのが米国の巨大IT企業である。過去10年間の世界の時価総額増加額上位企業10社の9社が米国企業、うち、7社がオーナー系IT企業である(2022年3月末時点)。時価総額増加額2位のマイクロソフトも、創業者ビル・ゲイツが2020年

(図表 3) 過去10年間世界の時価総額増加額上位10社 (オーナー系企業太字)

(兆円)	国名	セクター	時価総額	増加額
1	米国	IT	341.9	274.9
2	米国	IT	277.4	244.9
<b>3</b>	<b>米国</b>	<b>通信サービス</b>	<b>221.1</b>	<b>196.0</b>
4	米国	一般消費財・サービス	199.1	188.0
5	米国	一般消費財・サービス	133.6	133.2
6	米国	IT	82.2	81.0
7	米国	通信サービス	72.6	72.6
8	米国	金融	93.5	69.4
9	台湾	IT	64.9	55.9
<b>10</b>	<b>米国</b>	<b>ヘルスケア</b>	<b>57.6</b>	<b>50.2</b>

(注) 2022年3月末時点、1ドル120円で換算。アラムコ除く。

(出所) ブルームバーグ

まで取締役であったので、実質的にはオーナー系企業に近い。

さらに、世界の時価総額上位10社中5社が1990年代以降に設立された若い企業で占められる。創業後の社歴は、アルファベット24年、アマゾン28年、テスラ19年、エヌビディア29年、メタ・プラットフォームズ18年である。

世界的に、ユニークな大型成長企業は種類株式を積極的に活用するが、それらの多くはオーナー系企業である。上場企業の種類株式には、優先株、無議決権株式、拒否権付き株式、複数議決権株式などがある。

そして、複数議決権株式にも、様々な種類がある。最も強力な支配権を持つものの一つが、非上場株式1株について10議決権を付与し、それを創業者や経営者が保有する形態である。そして、1株1議決権株式や無議決権株式を上場する。その結果、議決権は創業者や経営者に集中し、強力な経営のリーダーシップが形成される。

種類株式を発行する意義は、①メディアの独立性の維持(例: ニュース・コープ)、②ファッション業界などのブランド戦略(ラルフ・ローレン)、③テクノロジー企業の技術革新(アルファベット)、に類型化できる<sup>(注1)</sup>。いずれも、短期的な収益に左右されず、長期の視点を持って経営に当たることが重要な業界である。アルファベットなど複数議決権株式発行会社の例を見ても、ガバナンス上、問題があるとは思えないし、問題があるのであれば、投資家はそれに投資しなければ済む。

NYSEとナスダックは様々な種類株式上場を認めている。2004年のアルファベット上場以降、フェイスブック(現メタ・プラットフォームズ)、スナップ、エアビーアンドビー、ウィーワークなど、複数議決権株式発行による新規株式公開が目立つ<sup>(注2)</sup>。米国機関投

(図表 4) 世界の種類株式発行会社時価総額上位10社 (オーナー系企業太字)

会社	国	発行株式	時価総額 (兆円)	時価総額 順位
1 <b>アルファベット</b>	米国	<b>A、B (普通株)、C (資本株)</b>	<b>221.1</b>	<b>4</b>
2 <b>パークシャー・ハサウェイ</b>	米国	<b>A、B (普通株)</b>	<b>93.5</b>	<b>7</b>
3 <b>メタ・プラットフォームズ</b>	米国	<b>A、B (普通株)</b>	<b>72.6</b>	<b>9</b>
4 <b>ピザ</b>	米国	A、B、C (普通株)	57.6	11
5 <b>LVMHモエヘネシー・ルイヴィトン</b>	フランス	<b>普通株 (2重議決権)</b>	<b>43.6</b>	<b>19</b>
6 <b>マスターカード</b>	米国	A、B (普通株)	41.9	21
7 <b>サムスン電子</b>	韓国	普通株、無議決権優先株	41.1	22
8 <b>ロシュ・ホールディング</b>	スイス	無記名株式、無議決権株式証券	39.1	25
9 <b>アリババGH</b>	中国	普通株 (議決権種類株式構造)	35.4	29
10 <b>ノボ・ノルディスク</b>	デンマーク	<b>A、B株</b>	<b>30.9</b>	<b>35</b>

(注) 銀行除外。時価総額は、2022年3月末時点、120円で換算。

(出所) ブルームバーグ、各社資料

資家評議会 (CII) によると、2億ドル以上の時価総額の米国企業の中で、354社が複数議決権株式を導入している (2022年1月22日時点)。

IPO時に複数議決権株式を発行する企業は、2010年代以降増加傾向にあり、2021年に98件の史上最高を記録した。複数議決権株式を活用する上場企業の割合は、スウェーデン31%、デンマーク26%、フィンランド23%など北欧での活用が目立つ (2001~2016年上場、1億ドル以上の総資産、金融・公益除く)。米国は8%、フランス4%、ドイツ10%、英国2%である。

日本の複数議決権株式発行会社上場の例はサイバーダインのみである。現在、複数議決権株式発行会社上場には規制があるが、開示を十分に行うことを条件に、ある程度自由に上場させることが望ましい。取引所が規制緩和すれば、ロッテやサントリーホールディングスのような巨大オーナー企業が種類株式を用いて上場することも考えられる。東証改革をこれだけで終わらせずに、次々と改革を実施していくことを期待する。

(注1) Stephen I. Glover and Aarth S. Thamodaran, "Debating the Pros and Cons of Dual Class Capital Structures", Insights: The Corporate & Securities Law Advisor, Volume 27 Number 3, March 2013, pp.1-9

(注2) 佐賀卓雄「デュアル・クラス・シェア (DCS)・ストラクチャの論理と現実」(証券経済研究第111号、2020年9月) 1~19頁。

