

米国の株式取引所の上場基準は多様化するか

米国では上場株式の取引は多数の取引所等で分散的に行われているが、IPOはNYSEとナスダックに集中している。最近、2大取引所とは異なるガバナンス基準の上場基準を定め、IPOを誘致しようとする動きが現れた。ガバナンス像をめぐる競争の行方が注目される。

分散的な米国株式市場

日本では、上場株式の取引は、ほぼ東京証券取引所（以下、東証）の市場に集中している。名古屋、札幌、福岡の3取引所にも株式が上場され、東証との重複上場銘柄だけでなく各取引所の単独上場銘柄もあるが、東証市場が全国取引所取引高の99.9%を占めている。

証券取引所の市場外で上場株式を取引する私設電子取引システム（PTS）や証券会社による店頭取引も存在する。PTSを含む取引所外取引の売買高は近年増加傾向にあり、上場株式売買高全体の概ね15~20%程度で推移している。つまり、上場株式取引全体の80~85%が東証市場で行われていることになる。

これに対して米国では、日本とは対照的に上場株式の取引の場がかなり分散化している。上場株式の取引を行う取引所の数は16。そのほか証券会社が運営し、売買気配が一般に公表されないダークプールなど、証券法の規制上は代替取引システム（ATS）に分類される電子取引システムが多数存在する。取引所外で上場株式のマーケットメイクを行うマーケットメーカーもあり、同じ銘柄の取引が40~50か所にも上る多様な場で行われているのである。

分散的な市場構造の下で、主要取引所の取引シェアは大きく低下している。かつては、ニューヨーク証券取引所（NYSE）上場銘柄の取引の8割以上がNYSE市場に集中していたが、現在ではNYSEのシェアは上場株取引の18%に過ぎない。NYSEと並ぶ2大株式取引所の一つとされるナスダックも同様で、取引シェアは14%にとどまる。

IPOは2取引所に集中

このように分散的な市場構造をもつ米国株式市場だが、市場が分散化・多様化しているのは、株式の流通市場だけである。株式新規公開（IPO）が行われるのは、ほぼ100%NYSEとナスダックの2大取引所のいずれかであり、それ以外の取引所への株式の新規上場は極めてまれである。

ちなみに米国には、非上場取引特権（UTP）という制度が存在し、証券取引所は、自市場に上場していない銘柄の取引も取り扱うことができる。NYSE、ナスダックに上場された株式は、上場直後から16の取引所すべてで取引される。このため上場企業数がゼロに近い取引所も一定の取引高シェアを確保できるのである。

米国でもかつては、全国各地に地方取引所が存在し、IPOを希望する地元企業にとっての上場先の選択肢の一つとして機能していた。しかし、現在では、地方取引所は、すべてNYSEとナスダックを中核とする2大取引所グループのいずれかの傘下に組み込まれており、独自の市場審査を行うことはない。

第三の取引所グループとしてCboeグローバルマーケット傘下の4つの電子取引所があり、IPO企業の獲得を目指すとしているが、少数のカナダ企業を除けば、実績はほとんどない。

なお、未公開企業のIPO以外では、NYSE、ナスダック両取引所以外の取引所でも新規上場が行われることがある。例えば上場投資信託（ETF）は、NYSEグループのNYSEアーカ取引所やCboeグループのBZX取引所で新規上場されることが多い。

IPO独占打破の動き

最近、NYSEとナスダックのIPO独占に風穴を開けようとする動きがある。その先鞭をつけたのは、2020年9月開業のロングターム証券取引所（LTSE）だ。

LTSEは、近年の株式市場は短期志向化しているという見地から、長期的な視点に立った企業の成長支援こそが取引所の使命だと主張する。そして、自市場への上場企業に対して、長期志向の投資家とのエンゲージメント（建設的な対話）を充実させることなど、5つの基本原則を尊重するよう求め、各原則への対応方針を公表するよう取引所規則で義務づけた。

これまでのところLTSEへの上場企業は2社にとどまり、2社ともNYSEまたはナスダックとの重複上場である。上場企業側は、長期志向の経営姿勢を投資家にアピールできるし、取引所側は上場手数料を獲得できるので、重複上場にも一定の意義はある。とはいえ、現状ではIPOの場としての選択肢の一つとなったとまでは言えない。

2024年6月には、独自の上場基準によるIPO獲得を目指すテキサス証券取引所（TXSE）設立構想が発表された。構想の推進者は、従来の取引所の上場基準は、いわゆるESGの観点からの対応やコンプライアンスの強化を企業に求めている負担が重いと、上場コストの引下げを図るといふ。

確かに、取引所の上場基準強化への反発はある。例えば、ナスダックは2021年8月、新規上場企業に対して取締役会に女性を1名とヒスパニックやアジア系など過小評価されている社会的少数者やLGBTQ+を1名選任す

るよう求める規則改正を実施した。これに対しては政治的保守派の論客が規則の無効確認を求める訴訟を提起する事態となっている。

保守派に後押しされるTXSEとは逆にリベラル派の立場から、ESGの観点を一層強調する新取引所構想も動き出した。2024年7月にSECが取引所登録認可に向けたパブリック・コメント募集手続きを開始したグリーン・インパクト取引所（GIX）である。

GIXはサステナビリティの観点を取り入れたガバナンス体制の構築を求める上場基準を設け、上場企業に対してそれらの基準の遵守状況を示す情報開示を求めるといふ。米国外では、ルクセンブルグ証券取引所などが既に類似の市場を設けている。

取引所の上場基準には、株主数や浮動株比率のように株式の円滑な流通を確保するための項目だけでなく、上場企業にふさわしいガバナンスのあり方を示すという機能もある。会社法が州ごとに異なる米国では、この点はとりわけ重要である。

しかし、何が優れたガバナンスかは自明ではない。望ましい社外取締役の人数や資質一つをとっても様々な見解がある。米国では従来、NYSEとナスダックの2大取引所が望ましいガバナンス像を提示してきたが、新しい取引所は、それに異論を唱える。異なるガバナンス像の間の競争が始まるわけで、新取引所が支持を拡大できるかどうか、今後の動向が注目される。

Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は資本市場法
focus@nri.co.jp