

自主規制機能への純化を進める全米証券業協会（NASD）

ーアメリカン証券取引所売却をめぐる動きー

2002年3月7日、全米証券業協会（NASD）が、傘下に置くアメリカン証券取引所（Amex）をニューヨーク証券取引所（NYSE）に対して売却する交渉に入っているとの報道がなされた¹。NASDは、このために大手投資銀行ソロモン・スミスパーニーをアドバイザーに指名したとも報じられている。今回の動きの背景には、有力なETF（上場投資信託）の市場としてAmexに魅力を感じているNYSEと、2000年以降実施してきた組織再編を完成させ、自主規制機能に徹したいNASD両者の思惑があるものと考えられる。

1. 市場運営機能の分離を迫られるNASD

そもそもNASDは、1938年に制定された「マロニー法」に基づき、株式の店頭取引における取引の公正の確保と投資者保護の確立を図る目的で設立された自主規制機関である。

当初、NASDの規制対象となった株式店頭市場では、「ピンクシート」と呼ばれる日刊の気配表に掲載された業者間取引の気配に基づいて取引が行われていた。その後、1971年に「全米証券業協会自動気配表示システム（National Association of Securities Dealers Automated Quotations: NASDAQ）」が稼働し、米国の株式店頭市場は、世界で初めての立会場を有しない組織化された株式市場である「ナスダック市場」へと変貌を遂げた²。

ナスダック市場は、1980年代以降、新興ベンチャー企業の株式新規公開（IPO）の場として飛躍的な発展を遂げ、アップル・コンピュータ、マイクロソフト、インテル、シスコ、サン・マイクロシステムズ等、世界的なハイテク企業を次々に輩出した。他方、ナスダック市場の存在感が高まるとともに、あらゆる業務分野にわたる証券業者が参加する自主規制機関としてのNASDの機能とナスダック市場の運営機能が併存することの難しさも深まっていった。NASDの会員証券業者の中には、債券ビジネスに専念する業者なども少なくないが、こうしたナスダック市場に係わりを有しない業者は、存在感の大きくなったナスダック市場とNASDが同一視されるようになったことで、次第にNASDのあり方に対する不満を抱くようになっていったのである。この矛盾は、1994年に噴出したナスダック市場の

¹ Wall Street Journal, March 7, 2002

² 詳しくは、大崎貞和『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）、第1章

マーケット・メーカーに対する「談合疑惑」とともに、一挙に噴出した³。

マーケット・メーカー談合疑惑をきっかけとして設置されたラドマン委員会は、1995年9月、報告書を提出し、証券業者の自主規制機関であるNASDが、同時にナスダック市場というニューヨーク証券取引所と並ぶ世界最大級の証券市場の運営主体にもなっているという実態に対して疑問を投げかけた。そして、NASDの運営が一部のナスダック市場マーケット・メーカーによって歪められているといった疑惑については否定しながらも、NASDの市場運営機能と自主規制機能を分離するなど、運営のあり方を大きく改めるべきとの提言を行ったのである。

この提言に基づき、1995年11月には、自主規制機能を担当するNASDレギュレーション(NASD-R)がNASDの子会社として設立され、ナスダック市場の運営を担当するNasdaq Stock Market Inc.と対置されることになった。

しかし、その後も、NASDの市場運営への係わりは続き、ナスダック市場は、アメリカン証券取引所との事実上の合併や、欧州、日本における市場の開設など、国際的な市場間競争の展開に対処するための戦略的な動きを進めた⁴。ラドマン委員会が提言した市場運営機能の分離は、自主規制機能と市場運営機能を異なる会社が担うという形だけは整えられたものの、両社の理事会メンバーの多くがNASD理事会のメンバーと共通とされるなど、実質的には大きく進展しなかったのである。

2. 独立へ向かうナスダック市場

こうした中、2000年4月14日のNASD会員総会で、84%の賛成を得てNASDの機構改革が実施されることになった。NASDはナスダック市場の運営会社であるNasdaq Stock Market, Incの株式を売却することとし、自主規制機関としての機能への純化を図るという方向性が改めて打ち出されたのである。

このNASDの機構改革は、フェーズⅠおよびフェーズⅡからなる。フェーズⅠでは、それまでナスダック市場とともに市場運営会社の傘下に組み入れられていたAmexが分離され、NASDの直接傘下に置かれることになった。NASDは、保有するナスダックの株式およびワラントをフェーズⅠ、フェーズⅡを通じて売却し、また、ナスダック自身も第三者割当増資を行ってNASD以外からの出資を受け入れた。出資に応じたのは、NASD会員、ナスダックのマーケット参加者、ナスダック市場上場会社、及び機関投資家等の戦略的なパートナーである。この結果、NASDによるナスダックの持分は約74%に低下した。更に今後、2002年から2006年までにかけて実施されるワラント保有者による新株の引き受けを経ると、NASDの持ち分は40%にまで低下することになる。

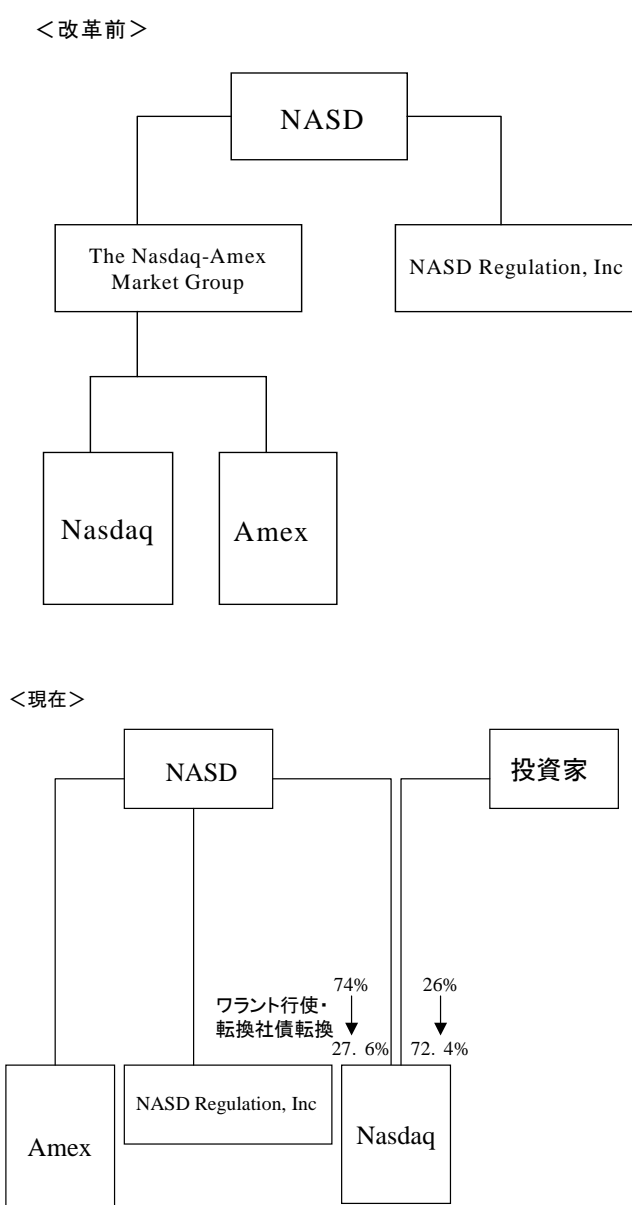
³ 詳しくは、大崎、前掲書、第2章

⁴ 詳しくは、大崎、前掲書、第6章。

自主規制機能への純化を進める全米証券業協会（NASD）
 -アメリカン証券取引所売却をめぐる動き-

また、2001年5月にNASDは2億4千万ドルの株式をナスダック自身に対して売却したが、ナスダックはそのための資金を調達するために、投資会社 Hellman&Friedman に2006年を行使期限とする株式転換権を付した同額の転換社債を引き受けてもらった。このため、NASDの持分は27.6%にまで低下する余地が生じた。こうしたナスダック株式、ワラント、転換社債の売却等により、NASDは4億2,560万ドルの利益を得、ナスダックは3億1,700万ドルの資金を調達することとなった(図表1、2)。更にNASDは、2002年1月、残る27.6%分の株式についても、将来的に売却することを承認している。

図表1 機構改革によるナスダックの持分の変更計画



(出所) NASD プレスリリースなどより野村総合研究所作成

図表 2 フェーズ I、フェーズ II によるナスダック株式の放出

	NASDの利益	Nasdaqの資金調達額	(単位百万ドル) 総資金調達額
フェーズI(2000年6月)			
Nasdaq株式の売却	\$ 3.5	\$ -	\$ 3.5
Nasdaq株式のワラントの発行	68.7	-	68.7
Nasdaq株式の新規発行	-	253.3	253.3
フェーズ II (2001年1月)			
Nasdaq株式の売却	\$ 53.5	\$ -	\$ 53.5
Nasdaq株式のワラントの発行	59.9	-	59.9
Nasdaq株式の新規発行	-	63.7	63.7
NASDからNasdaqへの Nasdaq株式の交付(2001年5月)			
Nasdaq株式転換権を伴う転換社債の発行	\$ -	\$ 240.0	\$ 240.0
Nasdaq株式の交付	240.0	-240.0	-
	<u>\$ 425.6</u>	<u>317.0</u>	<u>742.6</u>

(出所) NASD アニュアルレポートより野村総合研究所作成

この機構改革の一環として、ナスダックは、これまでの自主規制機関が運営する店頭市場という性格を捨て、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 等と同じ国法証券取引所として証券取引委員会 (SEC) に登録されることになった。ナスダックが正式に国法証券取引所となるまではナスダックの議決権の過半数は NASD によって維持され、登録後、NASD は少数株主となることとされている。ナスダック側は 2002 年中の登録手続き完了を望んでいる。

一連の機構改革は、ナスダックの保有者を再編成し、市場を運営するナスダックと自主規制機能を担う NASD Regulation, Inc が同一の親会社 (NASD) によって支配されていることによる利益相反の可能性を最小化するとともに、株式市場としてのナスダックが技術進歩や金融市場のグローバル化に対応するためになされるものであるとされる。

しかし、機構改革においてナスダックと Amex が分離されたため、同じ市場運営機関でありながら、Amex が NASD の 100% 子会社であり続けるのに対し、ナスダックは NASD から独立するという異なった道を歩むことになった。

3. NASD による Amex 売却の動き

1) NASD 側からみた売却の狙い

ナスダック市場の分離を進める NASD が、ナスダック市場に続いて、Amex をも売却する方向で動き始めたことの狙いは、自主規制機能と市場運営機能の分離というラドマン委員会勧告の趣旨に合致しているという意味で理解できないわけではない。とはいえ、ラドマン委員会による勧告後も、NASD はナスダック市場の国際的な展開を進めてきた。Amex の

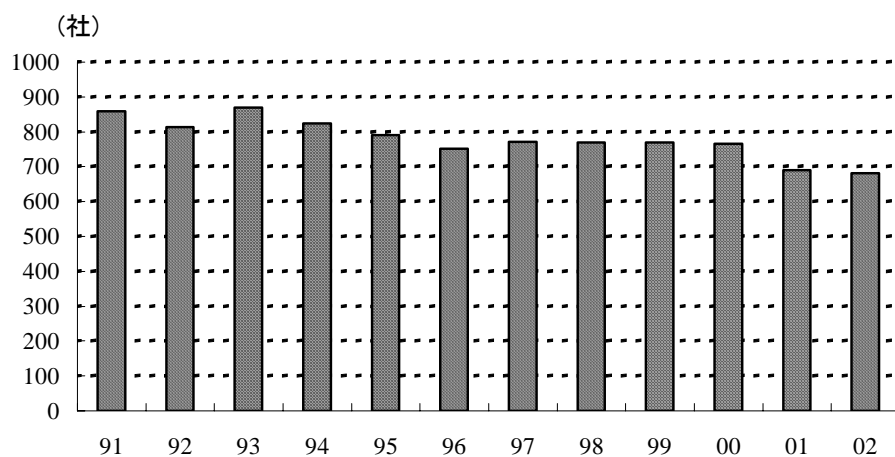
買取自体、委員会による勧告後に行われている。自主規制機能と市場運営機能の分離を掲げつつも、現実の NASD は、むしろ市場運営機能の強化を図ってきたのである。

その NASD が、最近になって、Amex の売却を真剣に検討し始めたのは、かつて Amex 統合時に想定されていたようなメリットが十分に実現せず、NASD にとって、Amex を保有し続けることの合理性が薄れてきたからである。

もともと、NASD が Amex を傘下に組み入れた背景には、IPO の場としての地位をナスダックに奪われた Amex 側の生き残り策が要請されたという事情とともに、マーケット・メーカーが気配を提示して売買を行うクォート・ドリブン方式の市場であるナスダックと NYSE や東京証券取引所と同じオーダー・ドリブン方式の市場である Amex が相互補完機能を発揮することを期待する NASD の思惑があった。ところが、ナスダックに対する NASD の影響力が低下する中で、2002 年 4 月には Amex が非上場取引特権を利用してナスダックに上場している 120 銘柄の取引を計画していると認めた⁵ように、現実にはナスダックと Amex の提携関係やシナジー効果は生まれず、両者は再び競争関係に入ろうとしているのである。

また、市場としての Amex そのものが大きな収益を生んでいないという実情もある。現物株式市場としての Amex は、上場企業数が次第に減少するなど大きな発展が望みにくい(図表 3)。収支面においても、Amex は 1998 年には赤字を計上するなど、NASD にとって魅力的な存在ではない。その後、99 年、2000 年と黒字を確保してはいるものの、Amex の純収入は、自主規制部門である NASD-R をも下回る程度に過ぎないのである(図表 4)。

図表 3 Amex の上場株式銘柄数



(注) 2002 年は 2 月末の数字

(出所) Nasdaq ホームページより野村総合研究所作成

⁵ Wall Street Journal, April 9, 2002

図表4 NASDのセグメント情報(2000年)

	Nasdaq	Amex	NASD	(単位千ドル) 連結
粗収入(売上高)	852,822	270,431	431,343	1,554,596
営業費用	638,821	260,209	338,485	1,237,515
営業による純収入	214,001	10,222	92,858	317,081
営業による純収入/売上高(%)	25.1	3.8	21.5	20.4

(出所) NASD アニュアルレポートにより野村総合研究所作成

2) ニューヨーク証券取引所にとっての意義

一方、Amexの取得に前向きと報じられているNYSEにとって、Amexとの市場統合には様々なメリットが期待できる。

第一に、NYSEは、Amexの現物株式市場を統合することで、これまで十分ではなかった中堅企業株式の市場を取り込むことができる。もともとAmexは、NYSE上場基準を満たさない中堅・中小企業にとってのIPOの場として重要な役割を担ってきた。ナスダック市場の発展で優位性は失われたものの、依然として700社近い上場企業を有する(図表5)。しかも、両市場は、ともにスペシャリストの仲介するオーダー・ドリブン方式による取引を行っており、統合にそれほど大きな困難はないものと考えられる。

図表5 NYSE、ナスダック、Amexの上場銘柄数、売買高(2001年)

	Nasdaq	NYSE	Amex
上場銘柄数	4,033	2,791	691
売買高(単位10億ドル)	471	308	16

(出所) Nasdaq ホームページより野村総合研究所作成

第二に、Amexは、近年拡大の著しい上場投資信託(ETF)の取引にいち早く取り組み、大きな成功を収めている。

Amexは、93年のSPDRS(S&P500指数に連動)の上場からETFの上場を開始した。また、99年3月に上場したNasdaq-100 Index Tracking Stock(ナスダック100指数に連動)はSPDRSを大きく上回る出来高を誇る。この2つのETFに出来高で続くのがダウ工業株30指数に連動するDIAMONDSである。これら3つのETFは、株式市場などを含めたAmexの市場全体でみてもトップクラスの出来高となっている。

ETFの銘柄数は、2002年4月23日現在、100となっている。これらは、前述の3つのインデックスを含むブロード・ベースト・インデックス(マーケット全体の指数に連動)と、セクター・インデックス(特定セクターの銘柄の株価に連動)、インターナショナル・イン

デックス（世界各国のインデックスに連動）、からなる。さらに、ETF に類似する商品として 17 の HOLDRS（持株会社預託証券）⁶が Amex で取引されている。

これに対して、遅ればせながら ETF 市場の重要性を認識し始めた NYSE は、2000 年 12 月に iShares S&P Global 100 ETF を上場した。更に、2001 年 7 月 31 日には、Amex に上場されているトップ 3 のブロード・ベースト・インデックスである SPDRS、Nasdaq-100 Index Tracking Stock、DIAMONDS の自市場での取引を開始した。これは、地方取引所などが主に用いる非上場取引特権⁷を利用するもので、ETF を自市場には正式には上場せず取引だけを行うものである。従来、非上場取引特権は、競争力の低い地方取引所が、NYSE やナスダック市場に対抗するために活用するものと考えられてきただけに、この決定は意外感をもって受け止められた。

NYSE は、2002 年 4 月 15 日には、同じく非上場取引特権を用いて新たに Amex で取引される 27 の ETF および HOLDRS の取引を開始すると発表している。この結果、NYSE では合計で 31 の ETF およびその関連商品が取引されることになった。今後、更にダウ指数ベースの NYSE ブランドのインデックスを開発し、それをもとにした ETF を上場する計画も明らかにしており、ETF 取引への取り組みを本格化していることは明らかである。

このような NYSE にとって、ETF 取引の元祖とも言うべき Amex 市場との統合を実現できれば、ETF 取引の中心市場としての地位を一気に確立することが可能となる。

第三に、Amex は、個別株オプションの取引でも大きな地位を占めている。NYSE は、97 年にオプション市場部門を CBOE（シカゴオプション取引所）に売却しているが、Amex の市場を取り組むことができれば、この分野でも中心市場としての地位を確保できる。

こうした Amex の新商品市場としての魅力から、NYSE は Amex 買収に高い関心を持っていると考えられる。

図表 6 Amex における ETF の出来高上位を占める取引銘柄

取引銘柄	売買高(単位シェア、 2002年4月23日)	NYSEでの非上場取引 特権を利用した取引
Nasdaq-100 Index Tracking Stock	72,946,400	○(2001年7月より)
SPDRS	16,964,700	○(2001年7月より)
DIAMONDS	4,235,600	○(2001年7月より)
iShares MSCI-Japan	1,243,600	×
Select Sector SPDR-Financial	1,177,500	×
iShares MSCI-Brazil	1,070,200	×
iShares Russell 2000	899,100	×
MidCap SPDRS	796,400	○(2002年4月より)
Select Sector SPDR-Basic Industries	766,600	×
iShares S&P SmallCap 600	626,700	×

(出所) Amex ホームページより野村総合研究所作成

⁶ 特定の産業やセクターの複数の株式や ADR（米国預託証券）の価格変動に連動する証券。

⁷ 非上場取引特権について詳しくは、清水葉子「アメリカの地方証券取引所と非上場取引」『証研レポート』1999年11月を参照。

4. おわりに

今回の NASD による NYSE への Amex 売却が実現すれば、米国の株式関連商品市場の構造は、大きな変化を遂げることになる。

第一に、ナスダック市場の運営に長く係わり、Amex 買収で複数の市場の運営へとビジネスを拡大してきた NASD が、一転して市場の運営から手を引き、自主規制機関としての役割に純化することになる⁸。わが国では、戦後、米国の証券法にならって証券取引法が制定されたことから、自主規制機関である証券業協会が株式店頭市場を運営するという米国と同じ仕組みがとられてきた。そのお手本となった米国の仕組みが大きく変化することは、わが国における自主規制機関のあり方をめぐる議論にも影響を与える可能性がある⁹。

第二に、国際的な優良企業を中心とする現物株式の取引を大きな柱としてきた NYSE 市場の構成が、Amex 上場の中堅企業株式やETF、個別株オプションの取引を取り込むことで、急速に多様化することになる。このことは、激化する市場間競争の中での NYSE の競争力を更に強化することにもつながるものと予想される。また、Amex 買収資金を調達するために、いったんは棚上げされている NYSE の株式会社への組織変更の議論が再燃するといった可能性もある。

もちろん、現段階では、NYSE と Amex の統合が実現するかどうかは不透明である。自主規制機能への純化を進める NASD の動向ともども、今後の展開が注目されよう。

(大崎 貞和、吉永 秀樹)

⁸ もっとも、ナスダック市場で上場廃止となった銘柄等を取引するための仕組みである OTC ブリティンボードの運営は引き続き行うことになる。

⁹ わが国においても、米国にならって市場運営機能と自主規制機能の「分離」を進めるとして、株式店頭市場の運営業務を行うジャスダック社の資本構成の見直しなどが進められている。しかし、見直し後、ジャスダック社は、自主規制機関である日本証券業協会が過半数の株式を保有する子会社となっており、むしろ、自主規制機関がビジネスとしての市場運営に携わるという色彩が強まる結果となった。