

金融・資本市場制度改革の潮流

Nasdaq 市場とアメリカン証券取引所の合併

98年6月25日、アメリカン証券取引所（AMEX）の会員総会は、先に理事会で承認されていた Nasdaq 市場との合併合意を支持する決定を下した。これにより、世界最大の組織的な株式店頭市場である Nasdaq 市場と全米第二位の証券取引所である AMEX が、年内にも、全米証券業協会（NASD）という一つの組織の下に置かれることになった。

1. 合併承認に至る経緯

今回の合併計画が表面化したのは、98年3月のことである。報道によれば、昨年夏頃から構想が持ち上がり、NASD のフランク・ザーブ会長と AMEX のリチャード・サイロン会長が何度か会談するなど、具体的な検討を進めていたという。3月18日には、NASD、AMEX それぞれの理事会が、合併の暫定合意を了承したと正式に発表された。その後、4月8日の AMEX 理事会、翌9日の NASD 理事会において、合併合意が全会一致で正式に承認された。

これによって、NASD 側の手続きは、合併に伴って必要となる一部の規則改正に関する決議を除いて完了したが、会員が取引所の所有者でもある AMEX では、会員総会で会員権総数の3分の2以上の承認を得るという手続きが残された。

当初、この承認を得るための臨時会員総会は、5月28日に予定されていたが、立会場の存在しない Nasdaq 市場との合併によって立会場取引の将来が不透明になることを懸念するフロア・トレーダーや会員権の価値下落を恐れる「不在会員」（absentee seatholders、実際には取引に参加せず、会員権を資産として保有する）の反発が強いことなどから、6月に延期された¹。

結局、6月25日になって臨時会員総会が開催されたが、会員権の買い取りのために用意されるファンドの規模が当初案よりも増額されたこともあって、会員権総数 864（一般会員 661、オプション会員 203）のうち賛成 622、反対 206 という圧倒的多数で、合併合意が承認された。また、これに先立つ6月9日には、フィラデルフィア証券取引所（PHLX）が、

¹ フロア・ブローカーは、立会場のポストにいるスペシャリストに注文を取り次ぐ役割を果たしている。AMEX の独立フロア・ブローカー101名のうち会員権を保有するのは28名、スペシャリスト198名のうち会員権を保有するのは66名に過ぎない。他のフロア・ブローカー、スペシャリストは、不在会員から会員権のリースを受けて取引に参加している。リース契約の内容によっては、議決権が取引参加者に与えられている場合もあるが、ほとんどの場合は、不在会員が議決権を保持している。不在会員は、一般会員権 295席、オプション会員権 128席を保有している。

この合併に参加することで原則的に合意したと発表された。

今後、証券市場の規制・監督機関である証券取引委員会（SEC）の認可と独禁法の観点から行われる司法省による審査を経て、実際の合併へ向けての手続きが進められることになる。この点の見通しについて、元 SEC 委員の一人は、合併計画のなかで膨大なシステム投資による効率向上がうたわれていることもあり、投資者保護の観点から合併が問題視されることはないだろうという見解を示している²。

表1 Nasdaq 市場と AMEX の比較

	Nasdaq 市場	AMEX
創立年	1971 年	1911 年（ニューヨーク・カーブ協会として）
上場株式時価総額	1 兆 8,348 億ドル	1,622 億ドル
上場会社数	5,487	771
一日平均株式売買高	6 億 4,600 万株	2,400 万株
一日平均オプション売買高	取引なし	348,252
新規株式公開件数	475	22
直近の会員権売買価格	会員資格は売買できない	48 万ドル
最も取引の盛んな銘柄	インテル シスコ・システムズ 3 コム マイクロソフト オラクル	SP 指数預託証書（SPDR） ヴァイアコム（B 株） XCL ハーケン・エナジー TWA
年間収入（96 年）	5 億 5,610 万ドル（NASD）	1 億 7,030 万ドル
年間純収入（96 年）	5,480 万ドル（NASD）	650 万ドル

注）原則として 97 年の計数。

（出所）Wall Street Journal Interactive Edition, March 12, 1998.

2. 合併のスキーム

今回の合併のスキームは、以下の通りである。

- ①NASD の子会社として新たに NASD Market Holding Co. (仮称) を設立する。同社は、Nasdaq 市場の運営会社である The Nasdaq Stock Market, Inc. 及び AMEX の運営会社となる Amex Corp. (仮称) の親会社となる（図 1）。Amex Corp. は三つのクラスに分かれた株式を発行するが、議決権を有する普通株は、全て親会社である持株会社に割り当てられる。他の二つのクラス株式（一般会員向けとオプション会員向け）が AMEX 会員に割り当てられる。
- ②NASD は、AMEX の活性化のために以下の投資を進める。

² Dow Jones Newswire, June 26, 1998.

- ・5年間で1億1千万ドルを投じ、AMEXの取引システムを拡張する。
- ・2年間で3千万ドルを投じ、共同のマーケティング活動を行う。
- ・AMEX 会員権の価格は、経営参加権が失われることと新たな会員募集が行われる可能性があることから下落するおそれがある。この下落分を補償するためのファンドとして4千万ドルを拠出する。このファンドは、5千万ドルもしくはそれ以上まで増額されることがある。

③AMEX における株式取引は、引き続きスペシャリストが介在するオークション方式の取引で行われる。同時に、新しい自動執行を可能としたオーダー・ドリブン方式の電子取引システムを導入し、指値注文保護の向上を図る。

④AMEX におけるオプション取引は、従来通りの方法で行われる。

⑤AMEX の会員は、会員権に伴う取引参加権、会員権をリースしたり売却したりする権利、AMEX が解散する場合の残余財産請求権を従来通り保持する。

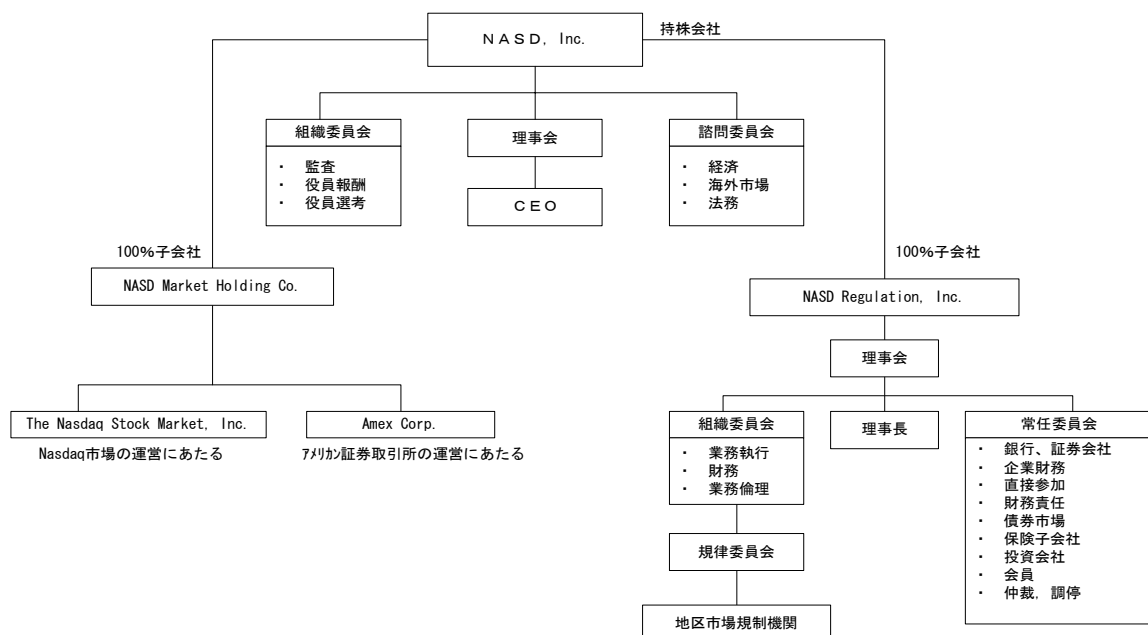
⑥AMEX 運営会社の役員会は18名で構成され、うち6名は、AMEX 会員から選出される。この6名中4名はフロア・ブローカーまたはスペシャリストから選出される。

⑦AMEX の運営に関して意見を述べる AMEX 委員会が設けられる。

⑧AMEX 会員権の増加には、会員の承認が必要とされる。

なお、6月9日に暫定合意が発表された PHLX の合併計画への参加が実現すれば、PHLX 運営会社も NASD Market Holding Co.の子会社となる。合意によれば、PHLX は AMEX との取引システム統合を進めるが、今後5年間はフィラデルフィアでの取引を続ける。また、現在の PHLX 会員は、PHLX で現在取り引きされている商品及び今後追加される商品についての取引参加権を12年間にわたって維持できるとされている。

図1 合併成立後の NASD の機構



(出所) NASD 資料等から野村総合研究所作成。

3. 今回の合併のねらい

1) NASD 側のねらい

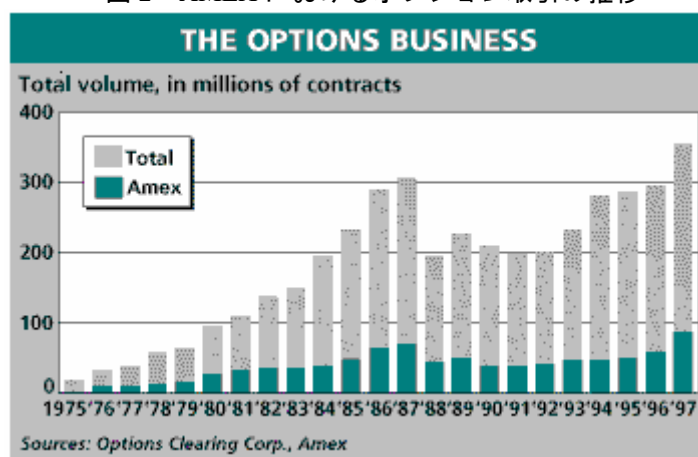
NASD は、証券取引所法に基づく唯一の証券業協会として、SEC の下で自主規制機能を担うとともに、事実上ニューヨーク証券取引所 (NYSE) に次いで全米第二位の株式市場である Nasdaq 市場の運営主体という二重の機能を果たしている。95 年 9 月に提出されたラドマン委員会報告は、こうした二重性がはらむ問題を指摘し、自主規制機能と市場運営機能の分離を促した³。この勧告に基づいて、96 年 1 月には自主規制機能を担う NASD Regulation, Inc. が設立されたのである。

97 年 2 月に就任したフランク・ザーブ NASD 会長は、フォード政権下で連邦エネルギー機関長官を務め、証券界ではスミスバーニーの会長兼 CEO を務めたという経歴を活かした強力なリーダーシップを発揮し、マーケット・メーカー談合疑惑以来、Nasdaq 市場の活況にもかかわらず事業展開という面では停滞気味であった NASD の地位向上に向けて活発に動き始めた⁴。AMEX を事実上傘下に収めるという合併計画は、ザーブ会長が進める事業拡大路線の表れといえることができる。

市場運営機関としての NASD の事業という観点からすれば、AMEX を傘下に収めることには次のようなメリットがあると考えられる。

第一に、AMEX は、オプション取引の場としては一定の評価とシェアを得ており (図 2)、これまでデリバティブ取引を行っていなかった NASD に新たな商品が加わることになる。NASD のライバルである NYSE のオプション取引は失敗と評価されている。

図 2 AMEX におけるオプション取引の推移



(出所) Wall Street Journal Interactive Edition, March 13, 1998.

³ 大崎貞和、落合大輔「欧米ベンチャー株式市場の新潮流」『財界観測』97年7月号、124頁以下参照。

⁴ 大崎貞和「NASDの機構改革」『資本市場クォーターリー』97年夏号参照。

第二に、オーダー・ドリブン方式の株式取引を行う AMEX を傘下に収めることで、NASD による統一的な管理の下で、上場希望企業に対して、取引仕法の選択肢を提示することが可能となる。このことは、オーダー・ドリブン方式に慣れた外国企業の誘致や NYSE への移行を希望する Nasdaq 上場企業のつなぎ止めを図る上で、大きなセールス・ポイントとなり得る可能性がある。

もっとも、既に触れた合併合意の内容からも明らかなように、NASD にとって、合併に伴う負担は小さくない。それだけのコストをかけてまで、AMEX を傘下に収めることの意義を疑問視する向きもないわけではない。

2) AMEX 側のねらい

これに対して、AMEX 側のねらいは、より明確である。

かつては、大企業中心の NYSE に対して、中小型株上場の場と位置づけられていた AMEX だが、最近では、ベンチャー企業の IPO に関しては、Nasdaq 市場に完全にお株を奪われている。失地回復をねらって 92 年 3 月に開設した ECM (Emerging Company Marketplace) も完全な失敗に終わった⁵。全米第二位の証券取引所と称するものの、NYSE に大きく水をあけられ、Nasdaq 市場との競争にさらされている AMEX にとって、NASD の傘下に入ることは、いわばじり貧の状態から脱却するために最も有効な手段と言える。合併決断の時期としても、米国証券市場が活況を呈しており、AMEX 自体も、オプション取引が好調で、株価指数連動型の預託証券のようなヒット商品がある現在は、好機だったと言えるのではなかろうか。

今回の合併が実施されることで AMEX が得られる直接的なメリットには、次のようなものがある。

第一に、NASD の豊富な資金力を活用することで、取引システムの高度化へ向けた投資を進めることができる。Nasdaq 取引システムの開発などで培われた技術力を活用することも可能となる。システムの高度化による取引コストの低下も予想される。

第二に、AMEX が最近力を入れている株価指数をトラックする預託証券商品 (S&P 指数の SPDR、ダウ工業株指数の Diamonds、外国株指数の WEBS) を Nasdaq 市場の指数を利用して開発することが容易になる。

第三に、NASD の支援を受けながら上場企業発掘活動を進めることで、Nasdaq 市場からの移行や新規上場などによる上場企業数の増加が期待できる。

第四に、既存の会員、特にフロア・トレーダーやスペシャリストの発言力が低下することで、取引システムのドラスティックな見直しが実行しやすくなるなど、取引所運営の自由度が高まる可能性もある。

⁵ この点については、前掲大崎・落合論文、注 15 参照。

3. 今後の展望

今後の焦点は、まず、SEC と司法省による審査に移ることになる。既に、今回の合併をめぐっては、元 NASD 職員の民間コンサルタントが、AMEX による上場手数料引き上げが予想され、中小企業の株式上場を阻害する要因となり得ると指摘する書簡を SEC、連邦取引委員会（FTC）、司法省に送るといった動きも現れている⁶。こうした指摘に対してどのような判断が下されるかが注目されよう。

今回の合併構想は、米国の他の取引所に大きな衝撃を与えた。米国では、取引所の合併そのものは決して目新しいことではない。1940 年代から 50 年代にかけて中小証券取引所の大合同が進められた結果、ミッドウェスト証券取引所（現在のシカゴ証券取引所）、フィラデルフィア・ボルチモア・ワシントン証券取引所（現在の PHLX）、パシフィック証券取引所などが誕生したという経緯もある。今回の合併が、地方証券取引所再編の新たな引き金となるという可能性も否定できない。既に触れたように、PHLX は、Nasdaq・AMEX 連合への参加を表明している。

今後は、市場間の合従連衡の動きが、世界的規模に広がる可能性が高い。とりわけ、欧州では、ドイツとスイスの先物取引所が進める EUREX、北欧の取引所合同へ向けた動きなど、具体的な取り組みが進んでいる。Nasdaq と AMEX の合併が表面化した後の動きをとってみても、6 月 22 日には、Nasdaq とドイツ証券取引所が、共同事業の可能性を探るワーキング・グループの創設に関して合意した。一方、7 月 7 日には、ドイツ証券取引所とロンドン証券取引所が、優良銘柄を取引する共通取引プラットフォームの創設を柱とする広範な提携に関する覚え書きを取り交わした。

我が国においても、先に成立した「金融システム改革法」によって、証券取引所の合併に関する規定が整備された⁷。市場間競争が激化し、世界的に取引所が公共機関から市場運営というサービスを提供するビジネスへと大きな転換を進めるなかで、我が国の証券取引所の対応が注目されている。

(大崎 貞和)

⁶ Wall Street Journal Interactive Edition, June 24, 1998.

⁷ 大崎貞和「我が国における証券取引所規制の見直し」『資本市場クォーターリー』本号参照。