

シカゴ・マーカント取引所（CME）の株式会社化

2000年11月13日、米国の先物取引所であるシカゴ・マーカント取引所（CME）は、従来の会員組織形態を改め、株式会社組織に再編された。最近、欧州を中心に証券取引所の株式会社化が相次いでいるが、CMEの株式会社化は、米国の取引所による最初の本格的な組織再編の事例として注目される。

1. 世界的に進む取引所の株式会社化

近年、経済統合が進む欧州諸国を中心に、伝統的に会員組織形態をとってきた証券取引所や先物取引所を株式会社組織に変更しようとする動きが広がっている。営利を目的とする株式会社組織へと転換することで、激化する市場間競争に対応しようとしているのである。既にオーストラリア証券取引所、香港証券取引所などが自市場に株式を上場しているほか、フランクフルト証券取引所の運営主体であるドイツ取引所会社も2001年2月に株式を上場すると表明した（表1）。

表1 各国における証券取引所株式会社の動き

組織形態	証券取引所名	内容		
会員組織形態	ニューヨーク証券取引所	個人会員制の非営利法人。99年9月、理事会において株式会社化計画を推進することを決議。		
	東京証券取引所	99年2月の報告書で株式会社化検討の可能性に言及。2000年7月、「組織形態のあり方に関する特別委員会」を設置。		
株式会社組織形態	株式保有を一般にも開放	ロンドン証券取引所	86年に株式会社化。2000年3月、会員外への株式開放を決定。	
		ストックホルム証券取引所	92年に株式会社化し、94年以降、株式の自由な譲渡が可能となっていた。98年1月にOMグループにより買収された。現在OMグループの株式は上場されている。	
		フランクフルト証券取引所	運営主体であるドイツ証券取引所は93年に株式会社化。2001年2月には株式上場へ。	
		ヘルシンキ証券取引所	95年に株式会社化。	
		コペンハーゲン証券取引所	96年に株式会社化。	
		アムステルダム証券取引所	97年に株式会社化し、会員外へ株式を開放。	
		オーストラリア証券取引所	98年10月に株式会社化し、株式を自らの市場に上場。	
		香港証券取引所	2000年3月に先物取引所とともに持株会社HKEXの傘下に入った。同年6月、HKEXが株式を自らの市場に上場。	
		シンガポール証券取引所	99年12月に先物取引所（SIMEX）とともに持株会社SGXの傘下に入った。2000年11月、SGX株は子会社であるシンガポール証券取引所に上場された。上場により、発行済み株式の32%が一般投資家に保有されている（一般投資家には5%の上限あり）。	
		ナスダック市場	NASDAQが100%株式を保有してきたが、2000年4月に外部出資の容認を総会にて決定。同年6月に行なわれた増資（フェーズ1）により株式の約40%が外部の投資家に保有されることとなった。同年秋にはフェーズ2を実施。	
		その他	パリ証券取引所	88年に株式会社化。2000年9月、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの3取引所が合併し、新市場ユーロネクストが誕生。ユーロネクストは株式を自らの市場に上場する予定。
		アメリカン証券取引所	98年11月にNASDAQの傘下に入った。NASDAQが全ての持ち分を保有。	
トロント証券取引所	2000年4月に株式会社化。株式は会員に割り当てられ、株式会社後2年間は取締役会の同意なしには譲渡できない。			

（出所）野村総合研究所

2. CME の株式会社化とその背景

一方、米国においても、証券会社によって運営されるコンピュータ・ネットワーク上の擬似的な証券取引所である電子証券取引ネットワーク（ECN）との競争が激化していることなどから、1999 年半ば以降、ナスダック市場の運営主体である全米証券業協会（NASD）がナスダック市場の独立取引所化をめざし始めるとともに、ニューヨーク証券取引所（NYSE）も株式会社化の可能性を検討し始めた。

その後、ECN による NYSE 上場銘柄の取引が思ったほど急速に進展しなかったことや自主規制機能を担う証券取引所が営利を目的とする株式会社によって運営されることの難しさが再認識されたことなどから、NYSE の株式会社化検討は、事実上いったん棚上げされた¹。これに対して、シカゴの有力な先物取引所であるシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）は、1999 年 10 月、理事会で株式会社組織への転換を決議し、2000 年 6 月 6 日の会員総会で会員の 98.3% による支持を得たのである。その後、内国歳入庁（IRS）が、この組織変更に伴って会員に対する課税関係が生じないことを確認し、11 月 13 日、正式に株式会社組織に転換した。こうして、CME は、米国で最初の本格的な株式会社組織取引所となったのである²。

なお、CME は、ユーロ・ドル先物や S&P500 株価指数先物などを取引する世界的な先物取引所である。最近では、電子取引システム GLOBEX2 を通じた国際的なネットワーク形成にも力を入れている。

CME は、株式会社化に踏み切った目的として、次のような点をあげている³。

①意思決定の迅速化

CME には、これまで 100 以上にも上る多くの委員会が設置され、取引所の意思決定に関与してきた。これらの委員会は、いずれも CME の会員によって構成されていたが、議事進行や準備を行うスタッフの負担は重く、非能率な機関として批判されていた。株式会社化

¹ NYSE 関係者の発言では、株式会社化の検討を進めていない大きな理由は、当面、呼び値の 10 進法への移行（decimalization）という課題を処理する必要があるためだとされる。NYSE が株式会社組織への転換を検討し始めた背景には、スペシャリストと一般会員の利害対立から取引システムの改革が進みにくいことに対する苛立ちがあったと言われる。呼び値の 10 進法への移行は、一見、技術的で些末な問題のようにも思えるが、10 進法が定着すれば、スペシャリストが享受できる最小限の売買スプレッドは、現在の 1/8 ドルもしくは 1/16 ドルから 1 セントに縮小する。これは、スペシャリストの既得権を事実上奪うことになり、取引システム改革を促進する効果があるので、NYSE としても株式会社化の必要性の有無は 10 進法が定着してから再検討しても良いと考えているとの見方も成り立ち得る。

² 1998 年にアメリカン証券取引所（AMEX）が会員組織から有限責任会社（LLC）へ組織形態を変更したが、これはナスダック市場の運営主体である全米証券業協会（NASD）に統合されるための措置であった。新しい AMEX 会社の持ち分は全て NASD が保有しており、一般的な株式会社化とは異なる。なお、NASD による AMEX 統合については、大崎貞和『株式市場間競争』（ダイヤモンド社、2000 年）、128 頁以下参照。

³ 以下の記述は、主に 2000 年 4 月 25 日付けの CME の組織変更に関する目論見書及び野村総合研究所が 2000 年 12 月に行ったインタビューに基づいている。

決定後の2000年8月、一般の株式会社に設けられる監査委員会、役員指名委員会、報酬委員会が設けられるとともに、委員会の数は14にまで減らされた。また、従来の理事会が株式会社の取締役会へと移行したが、取締役の数は2年間で39人から19人に減らされることになっている。多数の委員会の整理と役員会の規模縮小によって、意思決定の迅速化が図られるものと期待されている。

CME職員の間では、これまではスタッフは会員に仕える召使いのような位置づけであったという不満が少なくなく、こうした意思決定方法の変更により、スタッフがより積極的に取引所運営に参加し、意思を反映させることができるようになったと評価しているようである。日常の業務運営においては、従業員が自主的に意思決定を行うという点で一般の会社と同じようになったのだとする見方が強い。

②ビジネス・パートナーとの戦略的提携の促進

会員組織の取引所であっても、外国の取引所など戦略的なパートナーと様々な提携関係を結ぶことは不可能ではない。しかし、株式会社形態をとれば、戦略パートナーに株主として出資をしてもらったり株式の持ち合い関係を結ぶことで、より密接な関係を形成することができる。また、配当や株価という客観的な指標を通じて提携ビジネスの成果を図ることができるので、事業がより効果的に進められるとも考えられる。CMEは、2000年9月、インターネット上で化学品のB2B取引システムを運営するケムマッチ・ドット・コム（CheMatch.com）との提携を発表したが、こうしたパートナーに対して株式を割り当てるといった展開を考えている。

③株主価値増大を目標とする経営感覚の導入

営利を目的とする株式会社に転換し、株主価値の増大を目標とすることで、取引所の運営が効率化されると期待している。事実、CMEは、株式会社化決定後の2000年2月、投資銀行ウォーバーグ・ディロンリードのコーポレート・ファイナンス部門出身のジェームズ・マクナリー氏を社長兼CEOとして招聘するなど、プロの経営者をトップに据えての経営改革を進めている。マクナリー氏は一種の経営チームとして多数の幹部社員を採用し、CMEの組織目標（Mission Statement）を改定するとともに「顧客第一主義」から始まる価値宣言（Value Statement）を制定するなど、民間企業としての取引所にふさわしい社風の定着に努めている⁴。

④経営参加権と取引参加権の分離

従来の会員組織取引所では、会員は、取引所での取引に参加するとともに取引所の経営に参画する権利を当然に有した。株式会社化によって、経営参加権と取引参加権は分離さ

⁴ この組織目標と価値宣言は、CMEの全職員が常時携帯する身分証明書の裏にも記載されている。

れ、取引参加者は、取引参加権を保持したままで、持ち株を売却して経営参加権を放棄し、現金化する途が開かれることになった。もっとも、この点については、後述のように、経過措置が設けられており、現時点で経営参加権と取引参加権の分離は行われていない。

3. CME の株式会社化にみられる特色

取引所の株式会社化は、取引所運営の効率化や資金調達手段の多様化といった目的を掲げて進められるが、他方、これまで取引所の経営に参画するとともに取引参加者として市場を支えてきた会員の既得権を侵害する側面も有する。とりわけ、経営権と取引参加権の分離は、市場を実質的に支える取引参加者と取引に参加せず取引所の企業としての収益向上のみに期待する外部株主との利害対立という新たな問題を生みかねない。CME の株式会社化にあたっては、こうした問題点を意識し、取引参加者の権利を擁護するための仕組みを整えるとともに、急激な変化をできるだけ避けるという配慮が示されており、注目される。

①取引参加者による役員選任権の確保

CME が会員組織から株式会社組織への転換にあたって発行した株式は、大きく取引参加権のない A 株と取引参加権のある B 株の二種類に分けられる。A 株は 1 億株、B 株は 5,332 株 (B1 : 625 株、B2 : 813 株、B3 : 1,287 株、B4 : 467 株、B5 : 2,140 株) まで発行できるものとされた。この B 株の種別は、従来の CME 会員に設けられていた会員権の種類に対応している。もともと、会員権の種類によって会員総会での投票数にも差がつけられるなど、権利の違いがあったのである。

表 2 会員権種類別の割当て株式と割り当て株数

会員権種類別	A株(割当て株数)	B株		独自に選出できる取締役の数	1株に相当するA株数
		株式の種類	割当て株数		
CME	16,200	B-1	1	3	1,800
IMM	10,800	B-2	1	2	1,200
IOM	5,400	B-3	1	1	600
GEM	-	B-4	1	0	100
GEM Fractions	-	B-5	1	0	10

(注) CME は正会員、IMM は国際金融市場会員、IOM は指数オプション市場会員、GEM は成長市場会員をそれぞれ指す。割当て株数は 1 会員権当たりの数字。2000 年 11 月 3 日以前は、B5 株 10 株を以って B4 株 1 株に転換することができるものとされ、転換されなかった B5 株は 2000 年 11 月 4 日を以って、B5 株 1 株当たり A 株 10 株に自動的に転換された。

(出所) CME 目論見書より野村総合研究所作成

株式会社化後の CME の取締役会は、上述のように将来的には 19 人で構成されることになるが、B-1、B-2、B-3 株主は、それぞれ 3 人、2 人、1 人の取締役を当該クラス株主の投票のみによって選出する権利を保持する。残り 13 人の取締役は、A 株、B 株全ての株主の投票によって選出されるが、その際、B 株一株は、B-1 は 1,800 株、B-2 は 1,200 株、B-3 は 600 株、B-4 は 100 株の A 株に相当するものとして投票が行われる（表 2）。

例えば、A 株 16,200 株と B-1 株 1 株を割り当てられた正会員は、3 人の取締役を B-1 株主のみの投票によって選出する権利を有するとともに、13 人の取締役選任に際して 18,000 株分の投票権を行使できるのである。なお、この B 株の A 株への換算値は、配当の分配や会社解散時の残余財産の分配にあたっても適用される。

②取引参加者への「中核的権利（Core Rights）」の付与

取引参加権を有する B 株主は、取引所の定款に基づいて、次のような事項に関しては、B 株主のみの投票によって決定するという「中核的権利」を有する。

- ・取引参加者が取引できる商品の決定。
- ・立会場への入場権及び立会場取引の廃止に関する決定。
- ・B 株の発行株式数に関する決定。
- ・B 株の各クラスで要求される取引参加基準の決定。

すなわち、これら取引参加者の取扱商品、参加資格や取引参加者数の拡大に係わる意思決定は、外部株主を排除し、取引参加権者のみによって行うものとされているのである。

③漸進的な変化

CME は、株式会社化にあたって、経営陣の刷新と委員会の合理化を除いては、急激な変化をできるだけ避けようとする意向を示した。ちなみに、経営陣の入れ替えはかなり大胆に行われたようであり、現在では、常勤の役員であるマネジング・ディレクター 8 名のうち、10 年以上取引所に勤務している者は 2 名のみに過ぎない。

例えば、A 株と B 株が創設されたことで、経営参加権と取引参加権は分離されることになったわけだが、当初 6 カ月間は、A 株と B 株を別々に譲渡することは認められないものとされた。これによって、株式会社に転換してから実際に外部の株主が登場するまでの過渡期間を設けたのである。6 カ月経過後は、A 株の 25%までを分離して譲渡することが可能となる。この割合は、3 カ月ごとに 25%ずつ引き上げられ、15 カ月経過後（2002 年 2 月以降）は一切の譲渡制限が廃される。

なお、A 株を証券取引所に上場するかどうかといった点については、現時点では決まっていなかった。取引参加権を伴う特殊な株式である B 株については、上場は行われずと予想されている。

また、理事会の規模を縮小して意思決定を効率化することが株式会社化の重要な目的の一つであるにも関わらず、役員数の削減は段階的に行われることになっており、19 人と

るのは2002年の株主総会後である。この19人という取締役の人数自体、米国の株式会社の取締役会としては例外的に多い。これは、取引参加者が独自に選出する取締役の数とそれが取締役会に占める相対的な地位に配慮した結果であるとCME関係者も認めている。

取引所が株式会社化し、外部株主が参加するようになると、取引に伴うデフォルト・リスクをどのような形で処理するのかが大きな問題となる。

通常、取引所取引におけるデフォルトによって生じた損害は取引参加者が積み立てている基金によって処理し、基金が枯渇する場合には参加者から新たに資金を集めるという相互扶助の考え方に基づいた無限責任の仕組みがとられている。これは、会員制取引所では当然のこととして許容されるが、株式会社形態の取引所では、取引参加者が無限責任を負い、株主が取引に伴うリスクを負わないのは不自然であるとの見方が生じる。

しかし、CMEでは、あえてこの点に関する仕組みを大きく変えることなく、清算会員によるデフォルトが発生した場合には、①まず破綻会員の積立金及び会員権を処理に充て、②それでも足りない場合にはCMEの剰余金、③更に他の会員の積立金を充て、④それでも未処理額が残る場合には会員に対して臨時の拠出を請求する、という手順で処理を行うこととしている。株式会社形態へ移行し、外部株主が生まれた後も、株主資本から生み出された利益の一部が剰余金に含まれているのだから株主が何らのリスクも負わないというわけではない、という理屈である。

このように、CMEが株式会社化にあたって、できるだけ会員組織形態の下で形成された仕組みを急激に変えないという方針をとった背景には、株式会社組織の下で取引所の仕組みを大幅に変更するのであれば、その意思決定は新しい株式会社の経営陣（究極的には株主）に委ねるべきだとの考え方があったようである。

4. わが国への示唆

わが国においても、2000年5月に成立し12月から施行された証券取引法改正によって従来の会員制組織形態をとる証券取引所に加えて、株式会社組織をとる証券取引所の開設が認められることになった。会員証券取引所が株式会社証券取引所へ組織形態を変更することや会員証券取引所と株式会社証券取引所が合併することも可能となった⁵。

これを受けて、2000年7月には、東京証券取引所が「組織形態のあり方に関する特別委員会」を設置し、株式会社組織への転換の可能性をも視野に入れた検討を開始しているほか、大阪証券取引所も早期に株式会社化する方針を打ち出している。わが国の証券取引所、とりわけ東証が早期に株式会社組織へ転換することには疑問も少なくない⁶。しかしながら、仮に、株式会社化のメリットが大きく、激化する国際的な市場間競争に対応するためにも

⁵ 大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

⁶ 大崎貞和「市場間競争と証券取引所のあり方」『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。

早期の組織変更が必要であると判断されるのであれば、本稿で紹介した CME の事例なども参考にしつつ、取引参加者の観点を十分に取り入れつつ、使い勝手の良い市場を形成していくよう工夫を凝らしていくべきではなかろうか⁷。

（大崎 貞和）

⁷ なお、CME の株式会社化をめぐっては、自主規制機能と営利追求が矛盾するといった問題はほとんど意識されなかったようである。この背景には、インサイダー取引等の不正が大きな問題となる現物株式市場を運営していないといった事情も働いているかも知れない。