

ニューヨーク証券取引所のガバナンス改革をめぐる動き

ニューヨーク証券取引所（NYSE）のリチャード・グラッソー前会長（2003年9月17日に辞任）が高額の報酬を得ていた事実が公表されたのをきっかけに、NYSEのガバナンスを見直すべきとの意見が強まっている。本稿では、最近数ヶ月に起きたNYSEの組織運営に関する問題をレビューし、今後、解決が求められる論点について整理してみたい。

1. グラッソー会長辞任前後のNYSEに関する動向

1) 経緯と背景

NYSEのガバナンスに対して注目が集まったのは、2003年の3月頃からである(図表1)。この数ヶ月の動向を振り返ると、当初は理事の改選をめぐる、次に会長の報酬が開示されたことを契機に、批判が高まっていったことがわかる。また、この間、NYSEを監督する立場にある証券取引委員会（SEC）は、たびたび書簡を発して、NYSEからの説明を求めている。8月末にNYSEとグラッソー会長との契約内容が詳細に公表されると、機関投資家やスペシャリストからの批判が相次ぎ、グラッソー氏は辞任に追い込まれた。その後、2人の理事が辞任する一方、ジョン・リード氏（シティグループ前会長）が暫定会長に就任し、組織運営の見直しに着手するとともに、後継会長の選出にあたっている。

図表 1 NYSE のガバナンス・役員報酬をめぐる経緯 (2003 年)

月 日	出来事
2 月 6 日	NYSE のガバナンスに関する特別委員会が発足。
3 月 12 日	NYSE が 2003 年 6 月からの新任理事候補リストを公表。サンフォード・ワイル氏 (シティグループ会長) が非証券業界の理事候補として推薦されたことが話題となる。
3 月 23 日	ワイル氏が理事就任辞退をグラッソー会長に伝える。ニューヨーク州のエリオット・スピッツァー司法長官などによる反発を考慮したものとされた。
3 月 26 日	ウィリアム・ドナルドソン SEC 委員長が、NYSE に対しガバナンスに関する状況の報告を求める。
5 月 7 日	ウォール・ストリート・ジャーナル紙が、初めてグラッソー会長の報酬に関する報道を行う。会長への報酬が 2002 年に 1,000 万ドルを超えていたことが指摘された。また退職金・年金のパッケージが総額 8,000 万ドルから 1 億ドル程度になっていることも明らかとなる。
6 月 5 日	NYSE のガバナンスに関する特別委員会が第一次報告書を公表。財務・監査委員会の分割、人事・報酬委員会からの証券業界代表排除などについて触れる。6 月以降、特別委員会は公聴会を数度開催したが、スペシャリストなどから報酬問題に対する批判が表明された。
8 月 27 日	NYSE が会長との契約内容・報酬を公表。グラッソー会長との契約は 2007 年 5 月までであること、またグラッソー会長が退職金として 1 億 3,950 万ドルを受け取ることが明らかとなる。
9 月 2 日	ドナルドソン SEC 委員長が、グラッソー会長の報酬決定に関する経緯などを報告するよう NYSE に求める。
9 月 9 日	NYSE はグラッソー会長がさらに 4,800 万ドルの退職金を得る資格があることを公表したが、グラッソー会長自身は給付の辞退を表明。一方、NYSE は報酬関連の資料を開示し、その中でグラッソー会長が 2001 年 9 月の同時多発テロ直後の職務に対して 500 万ドルの特別ボーナスを支給されていたことが明らかとなる。
9 月 16 日	カリフォルニア州の財務長官 (Treasurer) フィリップ・アンジェリデス氏が、グラッソー会長の辞任を要求。全米最大の 4 公的年金 ¹ の代表も同様の声明を発表。
9 月 17 日	理事会がグラッソー会長の辞任を承認。筆頭理事のカール・マッコール氏が会長代行となる。
9 月 21 日	暫定会長 (Interim Chairman) にジョン・リード氏 (シティグループ前会長) が指名される。
9 月 25 日	マッコール筆頭理事がリード暫定会長に書面で辞意を表明。ユルゲン・シュレンプ理事 (ダイムラークライスラー CEO) も 9 月 22 日に辞意を表明していたことが 28 日に明らかになる。
10 月 3 日	次期会長候補の選定にあたるサーチ委員会 (議長: ローレンス・フィンク理事 (ブラックロック社 CEO)) が発足。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

NYSE に対する批判が多岐に渡っていった背景として、いくつかの事情に注目する必要がある。まず、NYSE が自取引所の上場企業に対してコーポレート・ガバナンスの強化を求めている最中であったことである。NYSE は、2003 年 4 月に採択された企業改革法 301 条を受けて、今年末までに、監査委員会の独立性確保、機能強化を盛り込んだ上場規則の改定を実施する見込みである²。近年発生した会計操作事件などに対する自主規制機関としての対応の一環であり、新たな上場規則を満たさない企業は上場禁止となる。このような厳しい姿勢を企業に示している一方で、NYSE 自身のガバナンスは経営トップの暴走を防ぎ得るものになっているのかどうか、という点について徐々に関心が集まっていたといえ

¹ カリフォルニア州職員退職年金基金 (カルパース)、カリフォルニア州教職員退職年金基金 (カルスターズ)、ニューヨーク州職員退職年金基金、ノースカロライナ州職員退職年金基金

² 企業改革法 301 条について、平松那須加・大崎貞和「進展する米国企業改革法下の規則整備」『資本市場クォーター』2003 年冬号などを参照。その他、エンロン・ワールドコム事件後の NYSE 上場規則改定の動きについて、淵田康之・大崎貞和編『検証・アメリカの資本市場改革』(日本経済新聞社、2002 年) 第 3 章などを参照。

よう。NYSE は、こうした疑念に応える形で、2003 年 2 月にガバナンスに関する特別委員会（The Special Committee on Governance of the NYSE）を発足して適切な改革のための議論を行うとし、6 月には第一次報告書も公表していた（報告書内容については後述）。

また、NYSE の所有者である 1,366 社の会員の中には、スペシャリストや小さな証券会社があり、2000 年以降の株式市場の不振や、呼び値の 10 進法への移行（デシマライゼーション）によって、収益環境は悪化していた。強いリーダーシップで NYSE を発展させたとの評価を受けてきたグラッソー会長の報酬問題に対して、身内である会員や証券業界からも批判が出た背景といえよう。

2) グラッソー前会長の報酬問題

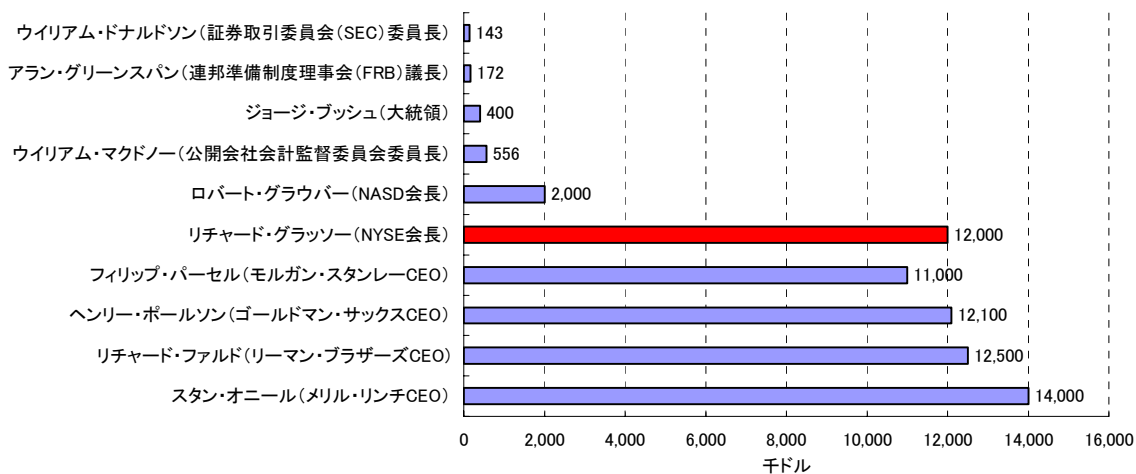
グラッソー前会長に対する報酬の内訳は、毎年の役員報酬と、会長退任時に予定されていた退職金報酬とに分けられる。

問題の発端となったのは、2002 年の役員報酬が 1,000 万ドルを超えていたとの報道である。この役員報酬の水準は、図表 2 にみられるように、大手証券会社のトップとほぼ同程度とすることができるが、政府や他の証券市場監督機関の役員への報酬金額としては、桁違いに大きい。また、2002 年の NYSE の業績と比較した時の違和感も指摘された。2002 年のアニュアルレポートによれば、NYSE の純利益は 2,810 万ドルで、対前年比で 11.6%減、4 年前（1998 年）の純利益からは 72%もの減少となっていたからである。

後に明らかになったグラッソー前会長が過去に受け取った役員報酬（図表 3）と 8 月に更新された雇用契約によれば、基本給（Base Salary）は年 140 万ドルで、ボーナス（Incentive Compensation Program）は理事会の人事・報酬委員会が定めた業績基準（暦年ベース、詳細は不明）に照らして支払われる（ただし最低でも 100 万ドルとされる）。また、グラッソー会長の役員報酬は、2001 年には任期中で最高の 2,555 万ドルに達していたことが明らかとなった。しかも、同年 9 月 11 日に同時多発テロが発生した際には、グラッソー会長が主導した市場の復旧・再開への努力に対して、500 万ドルの特別ボーナスが支払われたため、2001 年の報酬総額は 3,000 万ドルを超えるものとなった。これは 2001 年の NYSE 純利益（3,179 万ドル）とほぼ同額であり、類似業界の CEO 報酬平均（1,346 万ドル）³の 2.3 倍に達していた。

³ 類似業界の CEO の平均報酬額は人事コンサルティングのヒューイット社によるもので、ベダープライス社（NYSE 理事会のコンサルタント）が 2002 年 10 月の人事・報酬委員会に提出した参考データ。

図表2 グラッソー前 NYSE 会長の報酬水準の比較 (2002 年分)



(出所) ウォール・ストリート・ジャーナル紙 2003 年 5 月 7 日記事、同 9 月 19 日記事を基に野村総合研究所作成

図表3 グラッソー氏が NYSE 会長として受け取った報酬

(千ドル)

暦年	給与	インセンティブ報酬 (ICP)	長期インセンティブプラン (LTIP)	資産形成プラン (CAP)	合計
1995	1,265	900	—	—	2,165
1996	1,400	1,600	—	—	3,000
1997	1,400	3,800	—	—	5,200
1998	1,400	4,204	396	—	6,000
1999	1,400	5,652	948	3,300	11,300
2000	1,400	12,519	1,081	6,800	21,800
2001	1,400	16,100	—	8,050	25,550
2002	1,400	7,067	—	3,533	12,000

(注) LTIP (Long Term Incentive Plan) は約 3 年の NYSE の業績に連動した報酬プログラム (2001 年に中止)。CAP (Capital Accumulation Plan) は各年の ICP に対して一定割合を貯蓄プログラム (年利 8%) に拠出する報酬プログラムで、グラッソー会長の場合には ICP (1999 年と 2000 年に関しては ICP と LTIP の合計額) の 50% が拠出されていた。2001 年に支給された特別ボーナス 500 万ドルは含まれない。1995 年は 5 ヶ月の副会長としての期間を含む。

(出所) 2003 年 9 月 9 日付でマッコール理事がドナルドソン SEC 委員長に宛てた書簡より野村総合研究所作成

一方、退職の際の一時金は「繰延報酬・貯蓄・退職金プラン (deferred compensation and savings and retirement plan)」と呼ばれており、複数の退職金給付プログラムから構成される。2003 年 8 月 27 日に NYSE が公表したところによれば、①貯蓄口座の残高：4,000 万ドル、②退職給付プログラムの残高：約 5,160 万ドル、③インセンティブ報酬として過去に発生した給付の積立残高：約 4,790 万ドルとなっており、上記を合計すると 1 億 3,950 万ドル (1 ドル=110 円で換算すると約 153.5 億円) に達する。各プログラムにおける積立額の算定式は、複雑なものとなっているが、おおむね過去 3 年間の報酬にスライドして積立金が決まるとされており、1999 年以降のボーナスが急増したことともなっており、退職金の積立も加速度的に増大したのではないかと考えられる。

人事・報酬委員会のメンバーの中には、グラッソー会長の退職金は、NYSE が株式会社でないため株式やストックオプションを活用した業績連動報酬体系が組みにくいことから、上記のようなパッケージになったとし、報酬を繰延べたという意味合いが強いとする者もいた⁴。ところが、9月9日になって、約1.4億ドルのパッケージとは別に、グラッソー会長の将来の勤務に対する報酬として4,800万ドルが支払われることがすでに決まっていること、一部の理事には知らされていなかったことが判明した⁵。

上記の報酬内容および経緯に関して、SECは会長の報酬額の決定過程、理事会での議事録などの資料提出をNYSEに求めた。SECの調査結果は明らかにされていないが、グラッソー会長が人事・報酬委員会に対して強い影響力を持っていた可能性も指摘されている⁶。報酬額自体が莫大であることに加えて、このような不透明な経緯が垣間見られたことで、機関投資家や会員からの不信感が高まっていったといえよう。グラッソー会長辞任以降も、報酬問題に対する批判は高まっており、10月10日には、リード暫定会長から会員への情報開示という形式をとって、2人の共同COOを含む6人の上級役員の報酬（過去5年分）が公表された。

今後、役員報酬の見直しについては、リード暫定会長と証券業界からの理事を排除した人事・報酬委員会（ハリソン理事など4名の外部理事で構成）を中心に、検討がすすむものと考えられる。

2. 現在のNYSEのガバナンスと課題

1) NYSEの理事会構成と課題

NYSEの経営に当たる理事会は、27名の理事で構成される。うち3人はNYSEの執行責任者、すなわち会長兼CEOと共同COO（2名）である。残り24名のうち、12名は証券業界を代表する理事、12名は公共の利益を代表する外部理事（Public Directors）とされる。また理事職の任期は2年で、最大3期まで務めることができる（一度に全員を改選するのではなく約半数ずつに改選期を分けている）。理事候補は、理事以外のメンバーから構成さ

⁴ 2003年6月までNYSE理事で人事・報酬委員会メンバーを務めたコマンスキー氏（メリル・リンチ前CEO）のコメント（C. Gasparino, K. Kelly and S. Craig, “Dick Grasso is \$10 Million Man for the NYSE, in Terms of Pay,” ウォール・ストリート・ジャーナル紙2003年5月7日）。今年5月まで人事・報酬委員会の議長だったランゴーン理事も同様のコメントをしている（Gary Weiss, “The 140,000,000 Man,” ビジネスウィーク誌2003年9月15日号）。

⁵ グラッソー会長は4,800万ドルの追加報酬については、存在を公表すると同時に受取の辞退を表明した。4,800万ドルのうち約1,212万ドルは、4回に分け2003～2006年のグラッソー会長の誕生日に支払われるものとされていた。

⁶ S. Craig, T. Francis and I. Dugan, “Grasso May Have Influenced Details of NYSE Pay Package,” ウォール・ストリート・ジャーナル紙2003年9月11日など参照。

■ 資本市場クォーター—2003 年秋

れる指名委員会 (Nominating Committee) が推挙し、会員 1,366 社の投票を経て選出される。ちなみに、理事の報酬は年間 3 万ドル、加えて理事会 1 回につき 2,000 ドルが支払われる⁷。

また、米国企業の取締役会が監査・報酬などに関する内部委員会を設置するのと同様に、NYSE 理事会にも多くの委員会が設置されている (図表 4)。

図表 4 NYSE 理事会に設置された委員会 (2003 年 10 月現在)

	議長	委員の数 (議長含む、カッコ内は外部理事の数)
経営委員会 (Executive Committee)	ケイン理事 (証券業界)	8 (1)
監査委員会 (Audit Committee)	ラーソン理事 (外部)	3 (3)
検査委員会 (Committee for Review)	ゾンシーニ理事 (外部)	8 (5)
市場構造・ガバナンス・会員権に関する特別委員会 (Special Committee on Markets Structure, Governance and Ownership)	レビン理事 (外部)	11 (11)
企業責任・上場基準委員会 (Corporate Accountability and Listing Standards Committee)	レビン理事 (外部) パネッタ氏 (元理事)	11 (3) *ただし 6 名は外部からのアドバイザー。
財務・業務監督委員会 (Financial and Operational Surveillance Committee)	グッタグ氏 (非理事)	9 (0) *ただし 6 名は外部からのアドバイザー。
ガバナンス委員会 (Governance Committee)	—	3 (2)
市場の質委員会 (Quality of Markets Committee)	レビン理事 (外部)	10 (3)
公共政策委員会 (Public Policy Committee)	オルブライト理事 (外部)	6 (3)
人事・報酬委員会 (Human Resources Policy and Compensation Committee)	—	4 (4)
財務委員会 (Finance Committee)	サマーズ理事 (証券業界)	6 (1)

* 最近まで監査委員会と財務委員会はひとつの委員会であったが分割された。ガバナンス委員会も最近組織されたもの。人事・報酬委員会の議長はマッコール理事の辞任後空席だが、ハリソン理事が議長に内定した模様である。また、上記の他に、外部専門家で構成される諮問委員会 (Advisory Committee) がいくつかある。

(出所) NYSE ホームページより野村総合研究所作成

今回の一連の動向で、最初に指摘された NYSE の課題は、外部理事の適格性と独立性である。まず、2002 年 10 月には、6 月に就任したばかりのマーサ・スチュワート理事が、インサイダー取引疑惑の責任をとり辞任している。次に、2003 年の改選期を迎えるにあたって、シティグループのサンフォード・ワイル会長が新任外部理事の候補となった時には、シティグループ傘下に有力証券会社スミス・バーニーがありワイル氏が証券業界外の人間とは言い難いこと、またソロモン・スミス・バーニー (現シティグループ・グローバル・マーケット) が IPO 銘柄のスピンングに関する問題で SEC の調査を受けている最中であったことから、世論の反発を招いた⁸。ワイル氏は推薦の辞退を迫られ、NYSE 側はニューヨーク連銀のウィリアム・マクドノー総裁を代替りの理事候補としたが、マクドノー氏が公

⁷ S. Craig and K. Kelly, "Heat Shifts to Board of Leaderless NYSE," ウォール・ストリート・ジャーナル紙 2003 年 9 月 19 日。マッコール理事 (当時) が開示した。

⁸ ソロモン・スミス・バーニーなどによる IPO 銘柄の不正な割当と NYSE を含む規制当局の対応について野村亜紀子「米国の IPO 手続をめぐる諮問委員会報告書について」『資本市場クォーター』2003 年夏号参照。なお、ソロモン・スミス・バーニーに対する SEC の民事訴訟は 2003 年 4 月に和解に至っている。

開会社会計監督委員会（PCAOB）の委員長に就任したため、理事会は1人空席のまま2003年度を迎えた。

理事の指名プロセスをグラッソー会長がほぼコントロールし、指名委員会（理事以外の社外専門家が新任理事の候補を選ぶ）が形骸化していたことも指摘されている。2003年5月7日に催された上院銀行委員会において、グラッソー氏は指名プロセスと会長とは切り離されていると証言したが、実態としては、会長が指名委員会に意見を述べる場が毎年与えられ、会長はそこで5~7名の候補者の名前に言及していたといわれている⁹。指名委員会は会長の意見に従う義務はないが、事実上、会長の選んだ候補者が選ばれていたという。

理事会構成（図表5）に関しては、NYSEに監督される立場にある証券会社の代表が多すぎるとの批判もある。とりわけ、会長の報酬を決める人事・報酬委員会のメンバーに、証券業界の代表が入ることは潜在的な利益相反になるのではないかの懸念を生んでいた。後述するNYSEのガバナンスに関する特別委員会の提言に従って、人事・報酬委員会から証券業界代表の理事が外れるなどの措置がすでにとられている。

図表5 NYSEの理事会構成

2003年初		2003年改選後		2003年10月10日現在
■NYSE経営陣				
リチャード・グラッソー	会長兼CEO	リチャード・グラッソー	会長兼CEO	→ (解任)
ロバート・ブリッツ	上級副会長兼共同COO	ロバート・ブリッツ	上級副会長兼共同COO	
キャサリン・キニー	上級副会長兼共同COO	キャサリン・キニー	上級副会長兼共同COO	
3		3		(暫定) ジョン・リード 元シティグループ会長
■証券業界				
ジェームズ・ケイン	ベア・スターンズ	ジェームズ・ケイン	ベア・スターンズ	
ジェームズ・デュレイア	JMデュレイア	ジェームズ・デュレイア	JMデュレイア	
ウイリアム・ハリソン	JPモルガン・チエース	ウイリアム・ハリソン	JPモルガン・チエース	
デビッド・コマンズキー	メリル・リンチ	→ (交代)	スタンレー・オニール	メリル・リンチ
ケネス・ランゴーン	インベメッド・アソシエイツ	→ (退任)	ケネス・ランゴーン	インベメッド・アソシエイツ
ロバート・マーフィー	ラブラッシュ	→ (再選)	ジョージ・マクネーミー	ファースト・アルパニー
ジョージ・マクネーミー	ファースト・アルパニー	→ (再選)	ジョージ・マクネーミー	ファースト・アルパニー
ジョン・マック	CSFB	→ (再選)	ジョン・マック	CSFB
ジョセフ・マホニー	ベア・ワーグナー・スペシャリスト	→ (再選)	ヘンリー・ポールソン	ゴールドマン・サックス
ヘンリー・ポールソン	ゴールドマン・サックス	→ (再選)	クリストファー・クイック	フリード・スペシャリスト
クリストファー・クイック	フリード・スペシャリスト	→ (再選)	ウイリアム・サマーズ	マクドナルド・インベストメンツ
ウイリアム・サマーズ	マクドナルド・インベストメンツ	→ (再選)	フィリップ・バーセル	モルガン・スタンレー
		→ (新任)	ロバート・ファーゲンソン	ヴァン・デル・モーレン・スペシャリスト
12		12		
■機関投資家				
ローレンス・フィンク	ブラックロック	ローレンス・フィンク	ブラックロック	
		→ (新任)	ハーバート・アリソン	TIAA-CREF
1		2		
■その他				
キャロル・バーツ	オートデスク	キャロル・バーツ	オートデスク	
メル・カーマツイン	バイアコム	→ (再選)	メル・カーマツイン	バイアコム
ピーター・ラーソン	元ブルンズウイック	→ (再選)	ピーター・ラーソン	元ブルンズウイック
ジェラルド・レビン	元AOLタイムワナー	→ (再選)	ジェラルド・レビン	元AOLタイムワナー
カール・マッコール	元ニューヨーク州会計検査官	→ (再選)	カール・マッコール	元ニューヨーク州会計検査官
レオン・パネッタ	パネッタ公共政策研究所	→ (再選)	ユルゲン・シュレンプ	→ (解任)
ユルゲン・シュレンプ	タイムラークライスラー	→ (再選)	ユルゲン・シュレンプ	タイムラークライスラー
ラリー・ゾンシーニ	ウイルソン・ゾンシーニ・グッド	→ (再選)	ラリー・ゾンシーニ	ウイルソン・ゾンシーニ・グッドリック
	リッチ&ロサーチ法律事務所			チ&ロサーチ法律事務所
(マーサ・スチュワート: インサイダー取引疑惑で2002年10月に辞任)				
		→ (新任)	マドレーヌ・オルブライト	元国務長官
		→ (新任)	アンドレア・ジャング	エイボン・プロダクツ
8		9		
理事人数計		理事人数計		24
24		26		24

(出所) NYSE アニュアルレポート、同プレスリリース、各種記事より野村総合研究所作成

今後については、リード暫定会長は、27名という理事の定員が適切かどうかも含めて再検討する意向とされる。さらに、一部の理事は、NYSEの統治機構を、外部理事による理事会と証券業界関係者から成る諮問委員会とに二分し、後者は専門家の立場から市場構造問題には意見を述べる一方、規制問題には決定権を持たないようにするアイデアを持って

⁹ Gary Weiss, "The 140,000,000 Man," ビジネスウィーク誌 2003年9月15日号

いとされている¹⁰。

2) NYSE 自身のガバナンス改革への取り組み

(1) ガバナンス改革の第一次提案

NYSE は、取引所におけるガバナンスをめぐる議論が活発になっていること、SEC からの要請を背景に、2003年2月6日にNYSEのガバナンスに関する特別委員会を組織し、自らのガバナンス改革について議論を開始していた¹¹。同委員会は、2003年6月5日に「第一次報告書 (Initial Report)」と、「暫定的なガバナンス原則 (Interim Governance Principles)」および「暫定的なNYSE理事の業務・倫理に関する行動規範 (Interim NYSE Code of Business Conduct and Ethics for Members of the Board of Directors)」を公表している。

「第一次報告書」における特別委員会の提言の骨子は、以下の通りであった。

- ① 外部理事が人事・報酬委員会のメンバーとなるよう、委員会の規約 (Charter) を修正すること。
- ② 理事・会長および最も報酬額が高い4人の役員の報酬を毎年開示すること¹²。
- ③ NYSE 上級役員が上場企業の取締役となることを禁止すること¹³。
- ④ 財務・監査委員会を2つに分割し、監査委員会のメンバーを外部理事とすること
- ⑤ 5人のメンバーから成るガバナンス委員会を創設し、3人のメンバーおよび委員長を外部理事とすること (残り2名はNYSE副会長とする)。
- ⑥ NYSE の自主規制部門を監督する検査委員会の権限に関して、投票メンバーの過半数を外部理事とすること。
- ⑦ 理事会の構成を検討する際に証券会社を傘下に抱える銀行持株会社の CEO を非証券業界のメンバーとみなさないこと。
- ⑧ 当委員会が『ガバナンス原則』 (後述) を採用すること。
- ⑨ NYSE 理事に求められる倫理規範を編纂し公表すること。
- ⑩ NYSE のウェブサイト上で各委員会の規約とメンバーを開示すること。

上記の中で①、④、⑤などがすでに実施に移されている。また⑦の規定は、サンフォード・ワイル氏を理事候補とした際の議論を反映したものと考えられる。

¹⁰ 例えばポールソン理事 (ゴールドマン・サックス CEO) 。S. Craig and K. Kelly, “Heat Shifts to Board of Leaderless NYSE,” ウォール・ストリート・ジャーナル紙 2003年9月19日など参照。

¹¹ 当委員会はマッコール理事とパネッタ理事 (任期は2003年5月で終了したが委員を継続) を共同議長とし、ランゴーン理事、ラーソン理事、レビン理事、マーフィー理事、ポールソン理事、ソンシーニ理事で構成された。その後、マーフィー理事は退任して代わりにオルブライト理事が委員となった。また、9月末にマッコール理事が辞任したため、現在は7名の委員会となっている。

¹² 2004年3月に発行される予定のNYSEの年次報告書 (アニュアルレポート) より適用する。

¹³ 本報告書が公表された時点でグラッソー会長はホームデポ社の取締役であった。また共同 COO のキニー氏、ブリッツ氏はそれぞれメットライフ社、スタンレーワーク社の取締役であった。

(2) 理事・委員会の役割を明確化する試み

「暫定的なガバナンス原則」は、理事の役割や目的などを明確化しようとしている。下記が主たる内容である。

- ① 理事の資格：理事は NYSE が憲章 (Constitution) に定める資格要件を満たさなければならない。理事が上場企業の取締役となるよう招聘を受けたときには会長とガバナンス委員会に事前に相談しなければならない。
- ② 理事の責任：理事は、NYSE の公共的な役割を理解し、NYSE の利益のために最善を尽くす。理事は必要なデータなどを理解した上で理事会および所属する委員会に出席することが求められる。会長は一年の目標、毎回の理事会におけるアジェンダを定めるが、各理事は自由にアジェンダを提案できる。
- ③ 委員会：各委員会は規約に目的、責任、メンバーの資格要件、任命プロセスなどを定める。委員会の議長は、会の頻度、アジェンダなどを決める。理事会・各委員会は必要に応じて法務・財務などのアドバイザーを雇うことができる。
- ④ 理事の役職員へのアクセス：理事は NYSE 役職員にいつでも自由にコンタクトし、会合をもつことができる。
- ⑤ 理事の報酬：理事の報酬の形態と金額は、ガバナンス委員会が決定する。
- ⑥ 理事の研修：新任理事は就任後 2 ヶ月以内にオリエンテーションプログラムに参加し、NYSE の経営戦略、自主規制機能、コンプライアンスなどに関するプレゼンテーションを受ける。
- ⑦ 会長の評価と経営の承継：人事・報酬委員会は委員会規約にしたがって会長の業績を評価する。理事会は、人事・報酬委員会の報告をレビューする。ガバナンス委員会は、後継問題の進捗について定期的に理事会に報告する。理事会は、ガバナンス委員会に協力して、後継会長の候補者の探索と評価を行なう。会長は自らの後継者について常に提案・推薦ができる。
- ⑧ 年次業績評価：理事会は毎年、自己評価を行なう。ガバナンス委員会は各理事の意見を受け取り、分析・評価とともに理事会に報告する。
- ⑨ 情報開示：各委員会の規約とメンバー、理事の倫理・行動規範、ガバナンス原則ウェブサイトを開示する。理事の報酬、会長および経営トップ 4 名の報酬を記載した人事・報酬委員会の年次報告を公表する。

会長の業績評価は人事・報酬委員会に残ったが、理事の報酬体系の決定・評価、後継会長候補の決定など、比較的広い権限をガバナンス委員会に与えようとしている点が注目される。

「暫定的な NYSE 理事の業務・倫理に関する行動規範」は、12 項目の簡潔な規定から成り、利益相反の回避、インサイダー取引規制や独占禁止法といった各種法規制の順守など

を理事に求める内容となっている。

NYSE のガバナンスに関する特別委員会は、当初、第二回目の提言を 2003 年 10 月初めに行うとしていたが、リード暫定会長の就任時期が重なったこと、特別委員会の共同議長だったマッコール理事が退任したことなどから延期された。リード暫定会長は、ガバナンス改革を最重要課題と見ており、第一次報告書の内容にこだわらずに新たな改革案策定を目指す可能性もあると伝えられている。今後の動向が注目されよう。

3. 今後の改革に関する論点

上記の他に、今後注目される NYSE の組織・ガバナンス上の論点には、以下のようなことがあげられよう。

1) 自主規制機能について

まず、今後の NYSE が、理事会などの改革にとどまらず、自主規制機能の一部あるいは全部を分離するような改革案を示すべきかどうかについて議論がある。一部の公的年金や国会議員などは、すでにリード暫定会長との懇談などの機会を通じて、NYSE が自主規制機能を兼ねることによる利益相反は投資家を害するとして分離を求めている。SEC の中でも、規制の執行力などの点で、NASD（全米証券業協会）に規制機能の一部を移管したナスダックのような体制の方が好ましいという考え方があると言われている¹⁴。

一方、リード暫定会長は、就任直後から「自主規制機能は分離しない」と発言している。また SEC のドナルドソン委員長も、NYSE の自主規制機能の分離については比較的慎重な姿勢を見せている。10 月 2 日に開催された上院銀行委員会の公聴会で、ドナルドソン委員長は、自らも 5 年間 NYSE 会長を務めた経験に基づいて「長年の間には動揺 (hiccups) もあったが、自主規制は良く機能してきた」「市場に関する専門知識を持つ NYSE だからこそ自主規制がきちんと機能する」との見解を示した。

自主規制機能の取扱いは、1995 年のラドマン委員会による提言などを踏まえて段階的に機構改革をしているナスダックや上場監督機能を政府（金融サービス庁）に移管したロンドン取引所など、世界中の取引所で大きな課題となってきた¹⁵。世界最大の株式市場を運営する NYSE がどのような方向性を示していくかが注目されよう。

¹⁴ D. Solomon, "SEC Won't Push Radical Change on the NYSE," ウォール・ストリート・ジャーナル紙 2003 年 10 月 1 日, D. Solomon, "SEC Is Looking To 'Nasdaq Model'" 同 14 日。

¹⁵ 井上武「香港取引所の上場監督機能をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2003 年春号など参照。

2) 株式会社化について

また、NYSE のガバナンスに関する特別委員会において、株式会社化構想が再び検討される可能性もあるといわれている¹⁶。取締役会の構成や情報開示において、上場企業と同程度の基準を適用すれば透明性の向上に役立ち、今回批判的となった不透明な「繰延べ報酬」ではなく株式を活用した業績連動報酬を仕組みやすいといった考え方が背景にある。

ただし、NYSE は、1999 年にいったん株式会社化・上場を打ち出したものの、後になって中止している。規制機能を失う可能性や、会員権を株式に転換する際のキャピタルゲイン税など、さまざまな事情が考慮されたとされており、NYSE を営利企業に変えるには相当の時間と労力が必要ともいわれている。

3) スペシャリストの問題

リード暫定会長を初めとする首脳陣は理事会の改革に追われているが、その一方で、NYSE の伝統的な取引システムを支えてきたスペシャリストの公正性に対して、外部からの批判・問題提起が起きている。

スペシャリストは、担当銘柄の円滑な売買を促進するのが役割であるため、買い注文と売り注文がうまくマッチングしないような時には自ら顧客と売買を行うが、投資家間で取引が成立するときには介入を避けなければならない。しかし SEC は、スペシャリストが顧客よりも自己を優先して売買を行っているのではないかとの疑念を抱き、現在、スペシャリストの大手 5 社の取引内容などについて調査を行っているとされる。また、会員・スペシャリストに絶大な影響力を持っていたグラッソー前会長が、保険大手 AIG のグリーンバーグ会長の要請に応じて、AIG 株担当のスペシャリスト（スピア・リーズ・ケログ社）に AIG 株を積極的に取引するように圧力をかけたという問題も最近になって指摘されている。今後、調査が進み、仮にスペシャリストの不正や異常な取引に対して NYSE の規制部門が十分に発見・対処できていなかったということになれば、今後の NYSE の改革や自主規制機能の取扱いにも影響がでてくる可能性がある¹⁷。

(関 雄太)

¹⁶ 9月の特別委員会に参考人として出席した会員、元トレーダーなどが株式会社化・上場を再検討するよう要望した経緯から注目されている。A. Postelnicu, “Calls for NYSE to demutualize,” フィナンシャル・タイムズ紙 2003 年 9 月 8 日, I. Dugan, “Some Members Resurrect Idea of a Big Board Public Offering,” ウォール・ストリート・ジャーナル紙 2003 年 9 月 16 日など。

¹⁷ なお、フィデリティなど大手投信運用会社は、注文処理のスピードを高める、不要な介入の可能性を排除するという観点から、NYSE に対して、スペシャリスト制度を廃止し、人の仲介なしに売買注文を処理できる自動取引への移行を求めているとされている。J. Hechinger, “Fidelity Urges NYSE to Revamp Trading Operation,” ウォール・ストリート・ジャーナル紙 2003 年 10 月 14 日参照。