

### ニューヨーク証券取引所の新たな統治機構とスペシャリスト問題

リチャード・グラッソー前会長の高額報酬問題に端を発したニューヨーク証券取引所（NYSE）の統治機構改革を巡る議論は、グラッソー氏辞任後も新たな展開をみせている。本稿では、2003年11月以降の議論を概観し、理事会機構の抜本的な改革とスペシャリストへの批判について紹介したい<sup>1</sup>。

#### 1. リード暫定会長が示した新たな統治機構

グラッソー時代の2003年2月に活動を開始した「NYSEのガバナンスに関する特別委員会」は、当初、理事会改革に関する第二回目の提言を2003年10月初めに行う予定でいたが、ジョン・リード暫定会長（元シティグループ会長）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カール・マッコール理事（元ニューヨーク州会計検査官）が退任したことなどから中止された。次に、就任直後のリード暫定会長は、ガバナンス改革を最重要課題として、特別委員会の第一次報告にこだわらない改革案策定を目指した。この検討に基づく新たな統治機構案は、2003年11月5日に、NYSE規約（Constitution）の大幅な改正案として特別総会の議案書（Proxy Statement）の形態をとって公表された。

NYSEの新たな統治機構のポイントはまず、従来、定員27名の理事で構成された理事会を、理事会（Board of Directors）と経営諮問委員会（Board of Executives）とに分けるデュアル・ボード・システムを採用したことである。

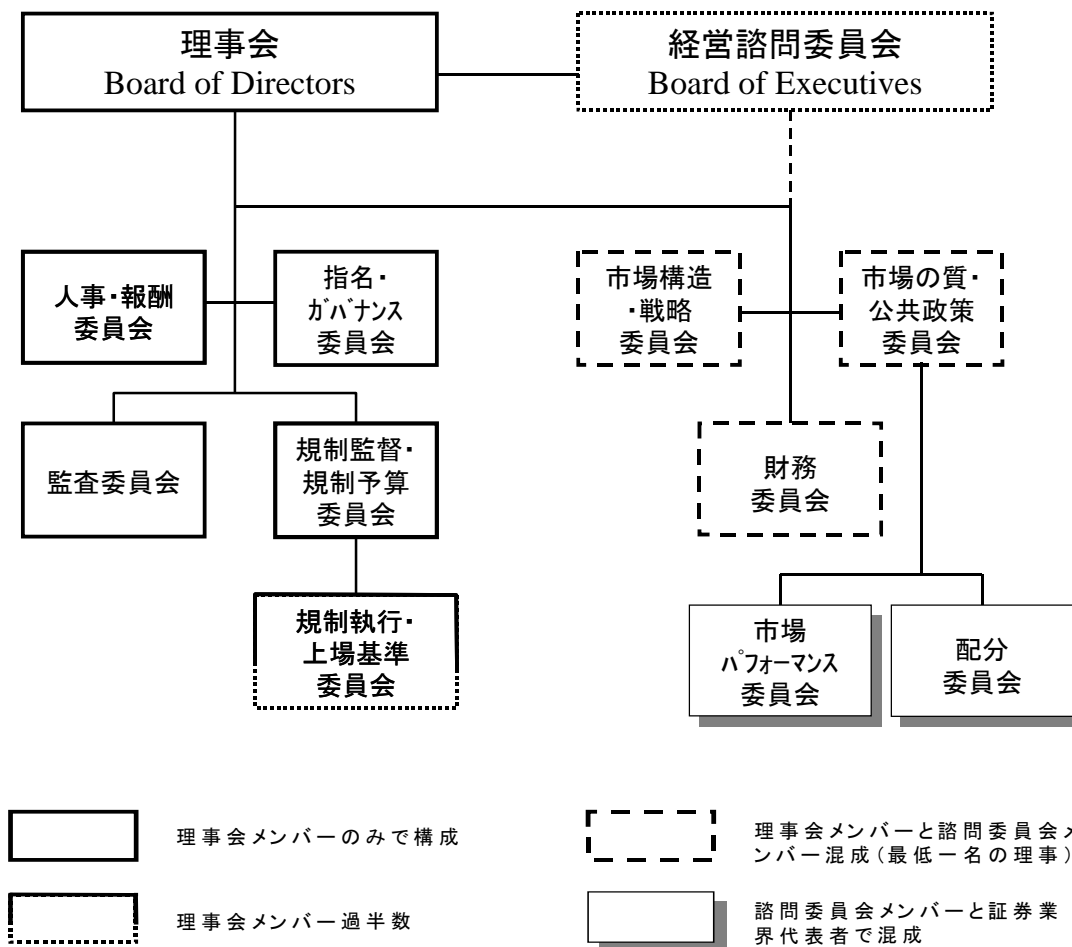
新しい理事会は、6～12名の外部理事とNYSE会長・CEOで構成され、証券業界代表者は排除されることとなった。また、同時に理事候補も示された。マドレーヌ・オルブライト氏（元国務長官）、ハーバート・アリソン氏（TIAA-CREF会長）、ユアン・ベアード氏（ロールスロイス社会長）、マーシャル・カーター氏（ステートストリート銀行会長兼CEO）、シャーリー・ジャクソン氏（レンセラー・ポリテクニク研究所総裁、元連邦原子力規制委員長）、ジェームズ・マクドナルド氏（ロックフェラー社社長兼CEO）、ロバート・シャピロ氏（元モンサント社会長）、デニス・ウエザーストーン卿（元JPモルガン銀行会長）の8名で、オルブライト氏とアリソン氏以外の6氏は新任となった。

一方、経営諮問委員会メンバー（計20～25名）は、理事会から任命され、①会員証券会社（最低6名）、②スペシャリスト（最低2名）、③フロアブローカー（最低2名）、④

<sup>1</sup> グラッソー氏辞任前後の経緯、批判の論点について関雄太「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」『資本市場クォーターリー』2003年秋号参照。

レジャーメンバー(証券会社と関係がなく証券会社に会員権を貸しているもの、最低2名)、⑤機関投資家(最低4名、うち最低1名は公的年金受託者であること)、⑥上場企業(最低4名)の代表者によって構成される。経営諮問委員会の責任は、NYSEの運営、市場構造、NYSE会長の対外発言に関する助言を行うことなどとされている。

図表1 NYSEの新しい統治機構



(出所) NYSE 特別総会議案書より野村総合研究所作成

理事会傘下に設置される常設委員会(Standing Committee)の構成も大きく変わった。理事会メンバーのみで構成される委員会が4委員会指定された一方で、経営諮問委員会メンバーが参画できる委員会は制限されることとなった。新しい常設委員会の中では、従来、理事以外のNYSE会員で構成していた指名委員会が廃止され、理事会メンバーのみで構成される「指名・ガバナンス委員会(Nominating and Governance Committee)」に統合される点が注目される。また「規制監督・規制予算委員会(Regulatory Oversight and Regulatory Budget Committee)」も新設される。当委員会の役割はNYSEの規制の実効性などを確保すること、NYSEの規制部門・上場審査部門などの予算を決定すること、証券業界関係者も参加する

「規制執行・上場基準委員会 (Regulatory Enforcement and Listing Standards Committee)」を監督すること、の3点とされている。

また、NYSE 規制部門の責任者として、最高規制責任者 (Chief Regulatory Officer : CRO) という役職が新たに設置された。CRO は規制監督・規制予算委員会に対する報告義務を持ち、会長・CEO から独立した存在としての位置づけを狙っている。

NYSE の統治機構改革は、元々は、会長が報酬決定・理事選出プロセスに対して過度な影響力を持ちえないようにというのが狙いであったが、徐々に、規制を受ける側である証券業界の理事会に対する関与という問題に焦点が移っていた。証券業界選出の理事を排除すべきとの意見もあった中で、「2つのボード」という折衷案ともいえるアイデアが採用されたとみることができよう。

## 2. 理事会改革に対する反応と新たな経営陣

上記のリード案に対し、全米最大の機関投資家であるカリフォルニア州職員退職年金基金 (カルパース) は、本案では問題解決には不十分、投資家の声をもっと反映した機構にせよと公に批判した<sup>2</sup>。具体的には、外部理事で構成される理事会の3分の1を投資家代表が占めること、単独の理事会構造にもどし、かつ外部理事・常設委員会の独立性を高めること、監査・人事報酬・指名ガバナンスの3委員会に投資家代表を入れること、会長とCEOの分離、などを提案している。リード案では、理事会メンバーに機関投資家代表を入れる規定がないこと、会長とCEOを明確に分離していないことなどを反映した批判といえよう。他の公的年金基金は、カルパースほど明確な意見を表明していない。

しかし、リード案はおおむねの会員に支持が得られた模様で、11月18日に開催された特別総会において、改正案は圧倒的多数 (有効投票 1,136 票中約 98% が賛成) で可決された。11月24日には、新しいメンバーによる初めての理事会が開催された。理事会では、個人投資家代表を経営諮問委員会メンバーに加えることなどを決めると同時に、グラッソー前会長の報酬に関する内部調査委員会 (通称ウェブ委員会)<sup>3</sup>の調査経過が報告された。

その後、12月17日には、証券取引委員会 (SEC) が、NYSE の理事会改革案を承認した。同日付けのウォール・ストリート・ジャーナル紙によれば、リード暫定会長がNYSEの会長とCEOとの兼任の廃止に同意したことが、SECの承認を取り付けることができた要因とされた<sup>4</sup>。このことを裏付けたのが、翌12月18日にNYSEがゴールドマン・サックスのジョン・セイン社長を次期CEOとすると発表した一方で、リード氏は後継会長の決定まで会

<sup>2</sup> カルパースのプレスリリース (2003年11月5日付け)、カルパースからSECコミッショナーへの書簡 (2003年11月6日付け) など (www.calpers.ca.gov 参照)

<sup>3</sup> 前連邦検察官のダン・ウェブ弁護士を中心とし、9月24日から内部調査を開始した。

<sup>4</sup> Judeith Burns, "SEC Approves NYSE Plan To Reform Governance", *The Wall Street Journal*, December 17, 2003

長職にとどまると表明したことである。リード氏は、就任時に自らの任期を2003年内としていたが、退任は2004年にずれこむこととなった。また、セイン氏のCEO就任発表と同時に、経営諮問委員会のメンバー19名と、5つの常設委員会のメンバーが発表された。個人投資家代表としてカート・ストッカー氏（ノースウエスタン大学名誉教授）が経営諮問委員会に加わることとなり、常設委員会のメンバーでは、監査・人事報酬・指名ガバナンスの主要3委員会すべてに機関投資家代表といえるアリソン理事が加わるなど、カルパースの批判にも一部対応した形となっている。

さらにNYSEは、2004年1月8日に開催された理事会で、CROにリチャード・ケッチャム氏を選出した。ケッチャム氏は、SECの市場規制部門の責任者をつとめた後、1991年にナスダックに移籍（その後社長）、2003年6月にナスダックを離れてシティグループの顧問（General Counsel）に就任していた<sup>5</sup>。会長職は、一度はウエザーストン理事に決定したとの報道もあったが、まだ正式に発表されていない<sup>6</sup>。なお、1月8日にNYSEは、グラッソー前会長の報酬に関して、ウェブ委員会の報告に基づき、SECおよびニューヨーク州司法長官に、公式の調査としかるべき対応を依頼している。SECは、連邦証券法およびNYSE規則に照らしてグラッソー氏に違法な行為があったかどうかを、ニューヨーク州司法当局は非営利団体（NYSEが非営利の会員組織であるため）に関する州の法規制に照らして違反があったかどうかを検証することとされている。

### 3. 批判高まるスペシャリスト問題

#### 1) 不正な取引介入への懸念

このように、NYSEの理事会改革は、後継の会長が未定である点を除いては、新たな方向性がおおむね見えてきたといえよう。一方で、徐々に批判が高まってきたのが、スペシャリスト問題である。

スペシャリストは、NYSEから割り当てられた特定の銘柄を専門に取引する会員である。立会場に設置された20の取引ポストに立ちブローカーを相手に売買を行う、というNYSEの伝統的な取引システムを支えてきた存在といえる。

現在、7つの会社が443名のスペシャリストを抱えている。その中でも、ラブランチ、スピア・リーズ・アンド・ケロッグ（ゴールドマン・サックス系列）、フリート・スペシャリスト（フリートボストン系列）、ヴァン・ダー・モーリン（オランダのヴァン・ダー・モーリン・ホールディング傘下）、ベア・ワグナー（ベア・スターンズが少数持分を保

<sup>5</sup> ナスダックとの間で「退社後一定期間は競合先に転職しない」との合意があるため、2004年6月に正式就任する見込みである。

<sup>6</sup> Kate Kelly and Susanne Craig, "NYSE's Choice is Weatherstone", *The Wall Street Journal*, January 6, 2004

有)の大手5社は、それぞれ300を超える取引銘柄数を指定されており、NYSEの売買高・売買代金の95%強を握っている。

図表2 NYSE スペシャリストの状況

	集中度*1				株価指数採用銘柄の取引			
	取引銘柄数 (シェア%)	売買高上位250 銘柄のシェア	売買高 シェア	売買代金 シェア	DJIA*2 30	S&P 100	S&P 500	
ラブランチ	578	22.4	28.4	28.3	26.9	9	30	102
スピア・リーズ & ケロッグ・スペシャリスト	567	22.0	22.0	20.8	23.4	3	20	101
フリート・スペシャリスト	432	16.8	20.4	18.1	19.2	9	18	86
ヴァン・ダー・モーリン・スペシャリストUSA	383	14.9	10.4	12.6	11.8	3	8	47
ベア・ワグナー・スペシャリスト	339	13.1	15.2	15.8	14.9	4	17	67
パフォーマンス・スペシャリスト・グループ	154	6.0	0.0	1.5	1.5	0	0	8
SIGスペシャリスト	123	4.8	3.6	2.9	2.3	0	0	13
合計	2,576	100.0	100.0	100.0	100.0	28	93	424

(注) 1. 取引銘柄数と銘柄数シェアは2003年12月31日時点。売買高シェア、売買代金シェアは2003年12月31日時点で上場していた銘柄に対する過去12ヶ月のシェアを示す。

2. DJIAはダウ・ジョーンズ工業平均の略。

3. 表中7社の他に、ETFの取引を専門に行うスペシャリスト3社(ベア・ハンター・ストラクチャー・プロダクツ、SLKインデックス・スペシャリスト、SIGインデックス・スペシャリスト)がある。

(出所) NYSE 資料<[http://www.nyse.com/pdfs/specialist\\_list.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/specialist_list.pdf)>より野村総合研究所作成

スペシャリストは、担当銘柄について、価格の連続性を維持するとともに、公正・競争的・効率的で秩序ある市場を維持する義務を負っている。そのためスペシャリストは、他の会員が投資家から受けた指値注文を当該会員からの委託に基づいて執行する機能を持つと同時に、必要に応じて自己売買を行う。市場の流動性を高めるために重要な存在であるが、一方で、スペシャリストが自らの地位と情報を不当に利用した場合、顧客注文を優先しなければならない時に自己売買を行う(インターポジショニング)、未公開の情報に基づいて(顧客を出し抜く形で)自己売買を行う(フロントランニング)といった行為が起きる可能性がある。

NYSE規制部門は、スペシャリストの取引内容などについて2002年から調査を開始していたが、2003年10月16日になって、大手スペシャリスト5社が不当に顧客取引に介入していたため、罰金や損害賠償を含む制裁措置をとることを通知したと発表した。

一方、グラッソー前会長への批判が高まった2003年夏頃から、SECもスペシャリストのフロントランニングに関する調査を強化していることが明らかとなった。しかも、SECはスペシャリストだけではなくNYSEの監督・規制が十分であったのかを検討しようとしているのだと説明する報道もでてきた<sup>7</sup>。そして、2003年11月初旬に「過去3年間に計22億株がスペシャリストによって不正に取引され、投資家の受けた損害は1.5億ドルにのぼる」としたSECの機密調査報告の存在をウォール・ストリート・ジャーナル紙が暴露した<sup>8</sup>。機

<sup>7</sup> Kate Kelly and Susanne Craig, "SEC Intensifies Its Inquiry At NYSE of Trading Firms", *The Wall Street Journal*, September 22, 2003

<sup>8</sup> Deborah Solomon and Susanne Craig, "SEC Blasts Big Board Oversight of 'Specialist' Trading Firm", *The Wall Street Journal*, November 3, 2003

密調査の存在と影響については、SEC・NYSEともコメントを出していないが、スペシャリストとNYSEに対する外部からの批判が高まる契機となった。

そうした中、12月16日に、カルパースがNYSEとスペシャリスト7社を相手どって民事訴訟を起こした<sup>9</sup>。カルパースは、その訴状で、NYSEとスペシャリストはフロントランニング、インターポジショニング、フリージング<sup>10</sup>を行って投資家に損害を与え、その行為は証券取引法・SEC規則などに違反するとしており、プレスカンファレンスでは、他の投資家に対して当該訴訟（クラスアクションとすることを目指している）に参加するよう求めている。

上記のように、スペシャリストの不正取引に関しては現在、SEC対NYSE・スペシャリスト、NYSE対スペシャリスト、投資家対NYSE・スペシャリストという対立構造が同時並行的に表面化しつつある状況といえよう。NYSEにとっては、自主規制機能の分離論につながりかねない問題であり、今後の動向が注目される。

## 2) スペシャリストの必要性を問う論議

NYSE スペシャリストについては、不正取引の問題とは別に、取引執行コストを高めてしまう不効率な存在として、スペシャリスト制度自体の廃止、もしくはスペシャリストの影響力の背景となっている「トレードスルー」ルールの廃止を求める意見もあることに留意しなければならない<sup>11</sup>。

### (1) フィデリティの提言

2003年10月に、大手投信運用会社のフィデリティはNYSEの市場構造改革に関する声明を発表し、スペシャリスト制度への不信を強調して注目を集めた<sup>12</sup>。声明の中で同社は、以下の4点を提言している。

- ① スペシャリストの取引上の特権を廃止すること：立会場において競争的なマーケットメイキングの仕組みを導入し、上場株式の価格形成の継続性を確保するために自己の

<sup>9</sup> カルパースのプレスリリース<<http://www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2003/1216b.htm>>およびNYSE問題に関する意見ページ<<http://www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/newscenter/nyse-landing.htm>>を参照。

<sup>10</sup> スペシャリスト自身が一般投資家からの注文より優先的に取引を行うために、ディスプレイ・ブック（スペシャリストの電子ワークステーション、約定した売買のデータはディスプレイ・ブックから取引所の市場データ・システム（MDS）に伝送されて取引の有効性がチェックされた後、総合テープシステムCTSを通じて各種の価格表示システムに表示される）を停止すること。

<sup>11</sup> 「トレードスルー（Trade-through）」ルールとは、ITS（市場間取引システム）を通じて取引される証券の注文は、最良価格が提示されている市場で執行されなければならないというもので、NYSE上場銘柄の取引の約8割がNYSEで執行されていることの要因とされている。

<sup>12</sup> Fidelity Investments, “Statement on Reforming The Market Structure of the New York Stock Exchange” <<http://personal.fidelity.com/myfidelity/InsideFidelity/index.html>>およびJ. Hechinger, “Fidelity Urges NYSE to Revamp Trading Operation”, *The Wall Street Journal*, October 14, 2003 参照。

勘定で取引することをスペシャリストの義務 (Affirmative obligation) とする現行の NYSE 規則は廃棄されるべきである。

- ② すべての注文に厳格な時間優先・価格優先の原則を適用すること：現在の NYSE 規則は、ある指値注文が、スペシャリストまたはフロアブローカーが後から同じ価格でビッド・オファーを示した時にも優先するという原則を確立しておらず公平ではない。
- ③ 指値注文控え (Limit Order Book) を公開すること
- ④ 市場間の「トレードスルー」ルールを改正すること：SEC は注文が NYSE から競合市場へ離れることを妨げている「トレードスルー」ルールを廃止もしくは改正すべきである。

## (2) AEI カンファレンスにおける議論

また、2003年10月21日にシンクタンクのAEI (アメリカン・エンタープライズ研究所) が開催した証券取引に関するカンファレンスで、グリニッチ・アソシエイツ社が主要機関投資家103社のトレーダーに対して9月に実施したアンケート調査を発表した。4分の3以上の回答者が「NYSE スペシャリストおよびナスダックのマーケットメイカーが大型で流動性の高い銘柄の取引には付加価値を生んでいない」と答えたこと、半数近い回答者 (47%) が取引所外での取引をより好んでおり、その理由のうち最も多かったのがスペシャリストへの不信であったことが注目された。

一方で、取引所外の取引を好まない回答者 (44%) は、集中化によるメリット (売り手と買い手が合致しやすくなるなど) を指摘した。また、グリニッチ社の調査は NYSE のライバルと言える ECN のインスティテュート社の依頼によるものであった点には留意する必要がある。ちなみに、グリニッチ社のプレゼンテーションに対する討論者として発言したケネス・リーン氏 (ピッツバーグ大学教授) は、調査対象の偏り (主要機関投資家数社がもれている) を指摘し、また市場改革は大規模な機関投資家以外の投資家の便益をもあわせて考える必要があるとしている。

## (3) エルキンス・マクシェリー社の執行コスト調査

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズの子会社で金融関係のコンサルティングを行っているエルキンス・マクシェリー社 (Elkins/McSherry) は、NYSE 上場銘柄の取引執行コストが中期的に低下していない、時価総額の大きな主要銘柄ほどコスト高となっているとの調査結果を公表した<sup>13</sup>。同社は、約220社の主要機関投資家における実際の取引データを収集し、大量の取引が株価に与える影響も加味した執行コストを分析しており、1996年からは世界の株式市場の執行コストを比較調査も行っている。

2002年調査における NYSE の合計執行コストは 29.30 ベーシスポイント (約 0.29%) と、

<sup>13</sup> Justin Schack, "Trading Places", *Institutional Investor* (November, 2003)

■ 資本市場クォーター—2004年冬秋

2001年から9.3ベースポイントの低下となった（図表3参照）。NYSEのコストは、他の先進国市場の中でも相対的に低いが、1999年調査時点のコスト（24.55ベースポイント）よりも高く、調査対象国の平均コストが着実に低下している（1996年73.2ベースポイント、1999年60.84ベースポイントから2002年は54.25ベースポイントへ）ため、優位性は顕著なものではなくなりつつある。

図表3 主要国株式市場の取引執行コスト

	平均手数料 (bp)	その他フィー (bp)	マーケット インパクト (bp)	合計執行コスト 2002年調査 (bp)	合計執行コスト 2001年調査 (bp)
米国NYSE	18.06	0.60	10.64	29.30	38.60
米国ナスダック	15.62	0.59	24.15	40.36	32.18
カナダ	19.92	1.35	11.35	32.62	45.15
フランス	19.04	0.92	11.90	31.86	36.95
ドイツ	19.42	0.91	9.78	30.11	30.67
香港	23.30	10.70	13.10	47.10	47.61
イタリア	19.33	0.67	13.46	33.46	37.24
日本	13.40	0.25	8.12	21.77	19.92
オランダ	18.88	0.78	8.62	28.28	34.19
シンガポール	26.39	1.88	16.14	44.41	56.74
スイス	18.40	0.96	15.08	34.44	36.65
英国(買い)	14.61	49.45	8.41	72.47	69.01
英国(売り)	13.72	0.56	17.27	31.55	35.93
調査対象45市場平均	27.24	6.85	20.16	54.25	54.71

(注) 「bp」はベースポイント。「マーケットインパクト」は取引が執行された実際の価格から取引高加重平均価格（Volume-weighted Average Price）を控除することによって算出される潜在的なコスト。

(出所) エルキンス・マクシェリー

また、注目されたのは、NYSE 銘柄を時価総額の大きさで分けると、本来流動性が高いはずの大型株ほど潜在的な執行コストが大きく、売買高の少ない小型株を大きく上回っていると示されたことである（図表4）。

図表4 NYSE 上場株式：時価総額別にみたマーケットインパクト

時価総額区分		取引高加重平均価格との 格差(セント、1株当たり)	
		NYSE	店頭
超大型株	Giant Cap 250億ドル超	1.9	1.5
大型株	Large Cap 50-250億ドル	1.6	1.9
中型株	Midcap 10-50億ドル	1.3	1.9
小型株	Small Cap 2.5-10億ドル	0.6	1.5
超小型株	Microcap 2.5億ドル以下	0.5	0.8
平均		1.2	1.5

(出所) エルキンス・マクシェリー



#### (4) 取引システム改革の可能性

スペシャリスト制度が NYSE 上場株式の執行コストをどの程度押し上げているかを実際に証明するのは容易なことではない。学界でも、NYSE の現行の取引システムは執行コストと価格発見機能で優れているという実証研究に基づき、スペシャリスト制度の存在価値を排除しない見解も多いとされる<sup>14</sup>。また、研究者の間には、取引の最小の刻み (increment) を、現行の 1 セントから 5 セントに引き上げるといったことで、スペシャリストの不正な介入を抑制できるのではないかという指摘もある<sup>15</sup>。

しかしながら、運用パフォーマンスを厳しく評価され、執行コストを引き下げようと躍起になっている年金基金や資産運用会社が、スペシャリスト制度に不満を抱いているのは事実であろう。証券会社やスペシャリストに強い影響力を有していたグラッソー氏が辞任したことなどもあり、NYSE 上場株式の取引が、今後は徐々に ECN など競合市場に流れる可能性も指摘されている<sup>16</sup>。

なお、NYSE の新 CEO となったセイン氏は、スペシャリスト制度は残しながら少額の注文を自動化するという「ハイブリッドな」取引システムに関心を抱いていることを、就任前から表明している<sup>17</sup>。また、就任直後の 12 月 18 日には「スペシャリストは今後も重要な役割を果たすが、競争相手を意識し、取引の自動化はますます進めなければならない」と発言した。スペシャリスト制度の見直しと何らかの形で自動化の推進は、新たな NYSE トップの直面する課題となることが明らかであり、しかも NYSE の向かう方向性は、米国株式市場の公正性と効率性という 2 つの観点で引き続き注目を集めると考えられる。

(関 雄太)

<sup>14</sup> AEI カンファレンスにおけるリーン教授の発言および Lynn Cowan, “Academics Defend NYSE Specialists”, *The Wall Street Journal*, October 16, 2003 などを参照。

<sup>15</sup> 同上。

<sup>16</sup> Greg Ip, Kate Kelly, Susanne Craig, “How Grasso’s Rule Kept NYSE on Top but Hid Deep Troubles”, *The Wall Street Journal*, December 30, 2003 参照。

<sup>17</sup> CEO 指名を受ける約 1 ヶ月前の時点で、金融業界のカンファレンスに出席したセイン氏は、個人的意見としてハイブリッド化を提案している。 *Securities Industry News*, November 20, 2003 参照。