

チャールズ・シュワブの NYSE 会員権返上をめぐる

大崎 貞和

要 約

1. 2004 年 12 月、米国の大手証券会社チャールズ・シュワブが、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の会員権を返上する意向であることを発表した。
2. この背景としては、シュワブが事業リストラを推進中であるという事情もあるが、米国の株式取引システムが変化し、NYSE の立会場がかつてほどの重要性を失いつつあること、最良執行義務が強化され、トレーディング能力が重要になってきていること、などが指摘できる。
3. NYSE 会員権価格は、ここ数年下落基調であり、シュワブの会員権返上発表の直後には、100 万ドルの大台を割り込むという事態も生じた。その後、価格は若干持ち直しているようである。

れることになる。

I. はじめに

2004 年 12 月 23 日、米国の大手証券会社チャールズ・シュワブが、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の会員権を返上する意向であることを発表した。同社は、発表時点で NYSE の会員権を 3 口保有していたが、それら全てを 2005 年 3 月末をメドに売却するというのである。

シュワブによれば、これは、10 月末に機関投資家向けのリサーチ、トレーディング・サービスを提供していたシュワブ・サウンドビュー・キャピタル・マーケットを UBS に売却したことをきっかけとして、株式等の売買注文を UBS を通じて執行するとの方針を固めた結果だという。もちろん、インターネットやコールセンター、支店を通じて株式取引を行うシュワブの顧客が、NYSE 上場銘柄を取引できなくなるわけではない。全ての注文処理は、シュワブから NYSE 会員である UBS セキュリティーズ LLC を経由して行わ

II. 事業リストラを進めるシュワブ

シュワブの今回の決定は、昨年 7 月に創業者であるチャールズ・シュワブ氏が CEO に返り咲いて以降進められてきた事業見直しの一環である。

もともと個人投資家向けに手数料を割り引くディスカウント・ブローカーとして出発したシュワブは、90 年代後半の IT ブーム（あるいはバブル）に乗って急成長を遂げたが、2000 年のネット・バブル崩壊後は、それほど成長が期待できなくなった伝統的なリテール・ブローカレッジ業務以外のビジネスを強化する業務多角化に乗り出していた。

その旗振り役を務めたのが、7 月 20 日に解任されたデービッド・ポトラック前 CEO である。同氏は、シュワブ氏の下で COO を務めた後、1998 年 1 月から共同 CEO に就任、2003 年 5 月にシュワブ氏が CEO を辞任した後は単独 CEO として名実ともに経営トップ

となっていた。

10月に売却されたシュワブ・サウンドビュー・キャピタル・マーケッツは、対機関投資家ビジネスの強化を狙って昨年1月に買収したばかりであった。買収価格は2億8,900万ドル。その大きな買い物を、ポトラック氏の解任からわずか1カ月後の8月末には、買値よりも1割近く安い2億6,500万ドルでUBSに売却することが決まったのである。

ちなみに、このサウンドビューの歴史は、ここ10年ばかりの米国証券市場の有為転変ぶりを象徴するものとして、それ自体興味深い。

同社は、もともと金融関連のITコンサルティングやソフトウェア開発を行うガートナー・グループからスピン・オフしたメンバーが創立したもののだが、99年には、世界初のインターネット・ファイナンスを実施して名を上げたアンドリュー・クライン氏が経営する投資銀行ウィット・キャピタルと合併した。そして、社名をウィット・サウンドビュー・グループと改め、ウィット側の構想に基づいてIT銘柄に特化するインベストメント・バンクをめざしたものの、ネット・バブル崩壊によって頓挫。その後、社名を再びサウンドビュー・テクノロジーと改め、Eオフリングを買収したり、Eトレードとの提携を図って失敗したりするといった経緯を経て、結局、シュワブに買収された。この間、サウンドビューの強みは、一貫して、ITをフル活用した機関投資家向けトレーディング・プラットフォームの提供とIT関連のリサーチであり続けた。

Ⅲ. 魅力を失うNYSE会員権

1. 下落する会員権価格

このように、今回のシュワブによるNYSE会員権返上は、同社が進めるリストラの一コマに過ぎないとみることもできる。それにし

ても、米国で株式を取り扱う業者にとって、NYSEの会員権を保有することは、必須の資格ではないのだろうか。

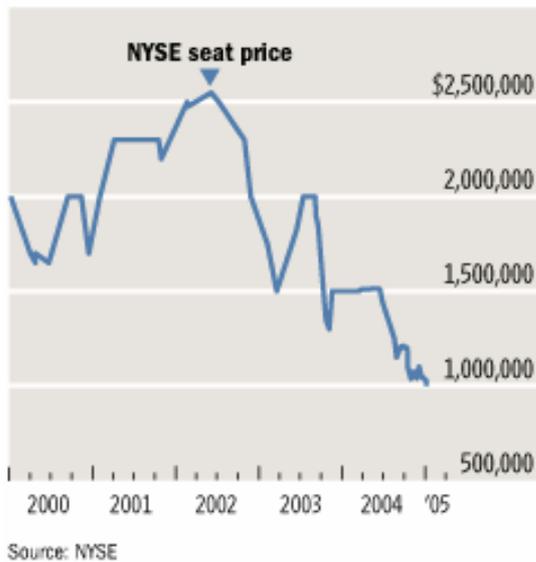
確かに、わが国にも、取引所非会員の証券会社は存在する。しかし、シュワブのようにリテール向けの株式ビジネスを大規模に展開している証券会社が、東証の取引参加権を有しないなどということが考えられるだろうか。実際、シュワブも、事業多角化のために会員権を取得したわけではなく、ずっと以前から保有してきたのである。

しかも、わが国の取引所が、1980年代前半の会員権開放以降、取引参加者の数を柔軟に増加させてきたのに対して、NYSEの会員権の数は、1953年以来、1,366に固定されている。新たに会員となるためには、既存会員から会員権を買い取るしか方法がない。いったん会員権を手放せば、再取得が容易でないのは明らかで、今回のシュワブの動きは、NYSE会員権は将来も不要と断じたに等しい。

事実、NYSE会員権の取引価格は最近著しく下落している。1998年頃まで150万ドル程度で推移していたNYSE会員権は、ネット・バブルの高まりとともに急騰し、99年8月23日には、265万ドルという空前の価格での売買が行われた。その後、いくぶん落ち着いたものの、2003年になっても200万ドル前後で取引されていた。

それが、2004年12月には、103万~105万ドルという水準にまで下落した。更に、年が明けて1月6日には、101.5万ドルと100万ドルという安値で2件の売買が相次いで成立した(図表1)。まだ、有力会員による会員権売却が相次ぐという状況にこそなっていないものの、シュワブがNYSEの会員権の価値に見切りをつけたのも、さして意外でもないのかも知れない。

図表 1 下がり続ける NYSE 会員権価格



(出所) Wall Street Journal (online ed), January 7, 2005.

2. 会員権価格下落の背景

では、なぜ会員権の価格はこうも下がるのか。その理由を探る上では、まず、NYSE 会員権の意義を再確認しておく必要がある。

各銘柄に一人ずつが任命される特別な会員であるスペシャリストの場合は別として、一般の会員権とは、NYSE の立会場（フロア）にフロア・ブローカー（あるいはトレーダー）を配置する権利を意味している。会員権一口でフロア・ブローカー一名である。実際、特定の証券会社に所属することなく個人で会員権を取得し、立会場で様々な証券会社からの注文を受けて売買を成立させる独立フロア・ブローカーも存在する。つまり、会員権とは、いわば立会場への入場資格なのである。

NYSE では、立会場におけるスペシャリストを通じた取引のほかに、NYSE ディレクト・プラスと呼ばれる自動執行システムを通じた取引も行われている。現状では、自動執行による取引は、取引高全体の 10%程度を占めるだけで、依然として立会場の存在は大きい。ところが、今年 8 月、NYSE は取引シ

ステムの大幅な改革構想を発表し、立会場の廃止にこそ踏み込まないものの、自動執行システムだけでほとんどの取引をカバーできるような仕組みへの移行を表明したのである¹。

この改革が全面的に実施されれば、証券会社にとって、立会場に自社のフロア・トレーダーを置いておくことの意義は格段に小さくなる。ましてやシュワブは、小口注文主体のリテール・ビジネスを中核とする証券会社である。サウンドビューを売却して機関投資家向けサービスから基本的に撤退したのであれば、改革の実施前であっても、自社のフロア・トレーダーを失うことのデメリットはそれほど大きくないとみることができる。同社としては、そのデメリットと会員権を保有し続けて、更に会員権価格が低下した場合に生じる機会損失とを秤にかけて、ここが潮時とみたのであろう。

ちなみに、NYSE は、会員権価格の下落が、自らの取引システム改革に起因しているとの見方に対しては警戒的で、2005 年に入って 100 万ドルでの売買が成立した際にも、「会員権の価格は循環的で、市場や業界の全体的な状況を反映して決まる」とコメントしたそうである。もちろん、そのような見方は強弁に過ぎないだろう。事実、NYSE は、強気の発言の一方で、会員権数の削減や取引所の機構の見直しも含めた価格テコ入れ策を検討中とも報じられている²。

3. トレーディング能力の重要性

シュワブの会員権返上の背景として、近年の米国株式市場の構造変化というもう一つの要因も見逃してはならないだろう。

取引所や ECN（電子証券取引ネットワーク）による市場間競争が活発化し、同じ銘柄の取引が様々な場で行われるようになった米国では、いわゆる最良執行義務の重要性が一段と強調されるようになってきている。つまり、株式の売買注文を漫然と NYSE 等の伝

統的な注文執行の場に送るだけでは、顧客の利益を最大限に考えたとは言えないという考え方が強まっているのである。

しかし、複数の注文執行の場における秒単位で変化する気配や注文状況をリアルタイムで把握し、処理しようとする注文の大きさ、顧客の性質などに照らして最も適切な場へ回送するためには、高度なトレーディング・ノウハウと多額のシステム投資を必要とする。そのような要求に応えられる者はそれほど多くない。このことは、電子取引の急速な発達にもかかわらず、機関投資家同士が証券会社の頭越しに売買する、いわゆるディスプレイミディエーションが進行していないという事実にも表れている。

現在の ECN の元祖であるインスティネットが 1969 年に創業した際の基本コンセプトは、機関投資家による直接取引であった。そもそも「インスティネット」とは、「インスティチュショナル・ネットワーク」、つまり「機関投資家ネットワーク」なのである。

ところが、ECN が隆盛を極める今日、機関投資家は、ブローカーのトレーディング能力をリサーチ能力と共に最も重要な選択基準とし、それほど直接取引を多用してはいない。むしろ、最良執行を達成するためには、ブローカーに手数料を払って注文執行を任せの方が早いと考えているのである。機関投資家だけでなく、ブローカーも、自己の注文執行能力に自信がなければ、他のブローカーに執行を委ねるといった選択肢は十分にあり得る。NYSE 会員権の返上を決めたシュワブも、優秀なトレーダーの採用やシステム投資で自らの執行能力を高めるよりも、そうした能力の優れた他社に注文処理を任せの方が、結果的に効率的だと判断したのではなかろうか。

かつて証券会社は、顧客への情報提供、投資勧誘から売買注文の受け渡し・決済、口座管理まで、全ての機能を自社に抱え込もうとする傾向が強かったが、近年では、とりわ

け米国で、一部の機能を他社にアウトソースする「アンバンドリング」が進んでいると言われる。わが国でも、システム管理やバック・オフィスの事務処理などのアウトソースは一般的である。今回のシュワブの決断は、アンバンドリングが、そうしたどちらかといえば付随的なものとみられてきた機能だけでなく、遂に、売買注文の執行という多くの証券会社が最も重要と考えてきた機能にまで及び始めたことを象徴しているのではなかろうか。

IV. おわりに

2005 年 4 月 1 日時点で、NYSE の会員リストからチャールズ・シュワブの名前は消えており、会員権の売却は予定通り完了した模様である。1 月 11 日には 97 万 5,000 ドルとついに 100 万ドルの大台を割り込んだ会員権価格は、その後上昇に転じ、24 日には 120 万ドル、3 月に入ると 150 万ドル前後で立て続けに売買が成立した。3 月 29 日と 30 日には 155 万ドルで 2 件の売買が成立しており、シュワブの会員権放出が会員権相場の値崩れを招くには至らなかったようである。

なお、4 月 20 日、NYSE は、ECN が取引所化したアーキペラーゴ取引所 (ArcaEx) と合併し、新たに持株会社 NYSE Group, Inc. を設立すると発表した。これによって、NYSE は会員組織から株式会社へと歴史的な組織変更を実現することになるが、会員は、1 会員権当たり 30 万ドルの現金と新会社の株式を受け取ることになる見込みである。この条件は、会員にとってかなり有利なものを受け止められているようである。

¹ 詳しくは、拙稿「ニューヨーク証券取引所のハイブリッド市場構想」資本市場クォーターリー 2004 年秋号 12 頁以下参照。

² Wall Street Journal, Jan 7, 2005.