

会員組織へと逆戻りしたアメリカン証券取引所

大崎 貞和

要 約

1. 2004年12月23日、米国SECは、アメリカン証券取引所（AMEX）に対する持ち分権をNASDからAMEX会員が共同出資して設立した会社に譲渡することを承認した。これによってAMEXは、NASDの傘下を離れ、会員が持ち分権を保有する組織へと逆戻りすることになった。
2. 今回の変更の背景には、ネットバブルの崩壊やAMEX会員の抵抗などで、AMEXを傘下に収めたNASDの思惑がはずれてしまったという事情がある。
3. 世界的に取引所の株式会社化が進んでいるが、今回のケースは、不振に陥った取引所を建て直すために最も強いイニシアティブを発揮できるのは、取引に参加する会員だということを示している。しかし、会員のほとんどが複数の取引所で重複している日本では、同じような動きは期待しにくいであろう。

I. はじめに

2004年12月23日、米国証券取引委員会（SEC）は、アメリカン証券取引所（AMEX）に対する持ち分権（AMEXの法人形態はLLC）を全米証券業協会（NASD）からAMEX会員が共同出資して設立したThe Amex Membership Corporationに譲渡することを承認した。これによってAMEXは、NASDの傘下を離れ、会員が持ち分権を保有するかつての組織形態（会員組織と言ってよい）へと逆戻りすることになった。

II. 会員組織化の背景

1. NASD傘下となったAMEX

もともとAMEXは、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の上場基準を満たせない中堅企業の株式を上場する取引所として発展した。しかし、1980年代以降、NASDの運営するナスダック市場にお株を奪われ、次第に衰退

に向かう。失地回復をねらって1992年3月に開設したベンチャー企業向け新市場ECM（Emerging Company Marketplace）は、上場企業の相次ぐスキャンダルなどで、市場開設後3年で閉鎖に追い込まれ完全な失敗に終わった。個別株オプション取引や自ら開発したSPDR（S&P500連動型上場投信）などのETFの取引で独自性を発揮したものの力及ばず、1998年11月、NASDによって買収されることになった¹。

このNASDによるAMEX買収劇は、当時のフランク・ザーブNASD会長の拡大志向が遺憾なく発揮された一コマである。ザーブ会長の膨張主義は留まるどころを知らず、AMEX買収の翌年には、わが国へも上陸し、孫正義ソフトバンク社長と組んで、日本の株式市場を革新するために、「24時間グローバル取引」をめざすナスダック・ジャパン・プロジェクトを立ち上げたことは記憶に新しい。

2. 目論見通りに行かなかった買収

ともあれ、NASDAQ の傘下に入った AMEX だが、NASDAQ の潤沢な資金でシステムを高度化して市場の振興を図るという当初のシナリオは、その後のネットバブル崩壊で NASDAQ の本丸とも言えるナスダックの状況すら厳しくなったという見込み違いもあり、全くの絵に描いた餅となってしまった。頼みの綱の個別株オプション取引や ETF 取引も NYSE を始めとするライバルの追い上げにあい、オプション取引をめぐる不正疑惑から SEC が調査を開始するという事態にすら陥っている。

他方、NASDAQ 側にとっても、AMEX はお荷物となってしまった。NASDAQ は、マーケット・メーカー制度をとるナスダックに加えて、オーダー・ドリブン方式で株式を取引するほか、オプションや ETF も取り扱う AMEX を取り込むことで、事業の多角化を意図していた。ところが、傘下に入ったとはいえ、独立の取引所という意識の高い AMEX は、NASDAQ の一部門という立場に甘んじようとはせず、逆にナスダック上場銘柄の取引を計画するなど、ナスダックとの競争意識を燃やし続けた。しかも、AMEX の収益は振るわず、NASDAQ グループ全体の中では自主規制部門をも下回る純収入しか上げられなかった。こうした中で、2002 年には、株式取引以外への多角化を図る NYSE による AMEX 買収観測が流れたほどである²。

3. 株式会社化の流れとの関係

ところで、周知のように、世界的に証券取引所の株式会社化が進んでいる。わが国においても、東京、大阪、名古屋の三つの証券取引所は会員組織から株式会社組織への転換を終えており、大阪証券取引所は、既に株式の公開も果たしている。AMEX の今回の動きは、世界的な流れに逆行するようにも見える。

取引所の株式会社化の狙いとしてしばしば指摘されるのは、経営上のメリットとしてあ

げられる①株式発行による資金調達が可能となる、②資本提携による合従連衡など経営戦略上の選択肢が多様化する、③営利の追求はコスト管理の強化でもあり経営が効率化される、といった点に加え、公益に沿った取引所として、④株式を公開することで多様な株主が生まれればコーポレート・ガバナンスが強化される、といったことである。

以上の諸点を AMEX に即してしてみると、①と②については、唯一の株主である NASDAQ が、今以上の資本投入を望んでいない以上、意味がない。③については、事業が順調であれば「非営利」であるがゆえのコスト意識の欠如が問題になり得るだろうが、AMEX のようなじり貧状態の場合、そもそも「非営利」でも「営利」でもコスト意識に大きな差を生じさせるほどの余裕がない。他方、④については、米国では、取引所の経営を監督する取締役会に独立性を求めるという考え方が強まっており、会員組織に逆戻りしてもその点には大きな違いが生じないのである。

すなわち、2003 年に NYSE のグラッソ会長の高額報酬が社会的批判を浴びたのをきっかけとして、取引所の経営機構には、一般の上場会社と同じように、社外役員が過半数を占めるボード（取締役会もしくは理事会）や社外役員のみで構成される指名、報酬などの委員会などを設けるべき、という考え方が強まり、NYSE もボードの構成を抜本的に改めた。

更に、2004 年 11 月には、そうした考え方に基づく経営機構の採用を取引所に対して義務づける規則案が、SEC によって提案されている³。規則案では、取引所職員出身者や会員代表者がボードのメンバーとなることを制限する一方、投資家代表、上場会社代表を必ず一名ずつはボード・メンバーとすることが義務づけられている。会員が支配権を回復する AMEX においても、15 人からなる役員会を設け、うち 9 人を社外役員とすることが

予定されているのである⁴。

4. MBO 的な会員組織化

確かに、証券取引所は高度の公益性を有する組織だが、いざ「じり貧状態」になれば、その先行きに最も強い利害関係を有するのは、なんと言っても、取引所の職員と会員業者であろう。株式会社化による経営上のメリットが享受できず、支配株主も追加的な投資をする意欲がないということになれば、取引所の建て直しに真剣に取り組む者は彼らしかいない。AMEX の事実上の会員組織への復帰は、いわば経営が苦境に陥った会社の MBO（マネジメント・バイアウト）のようなものだと言ってよい。もちろん、会員が支配権を回復したからといって、現状を打破するための妙案があるわけでは全くない。それでも、「とにかく役立たずのパトロンとはおさらばだ」といったところだろうか。

米国では、インスティテュートやブルームバーグ・トレードブックなどの ECN（電子証券取引ネットワーク）が取引高を伸ばし、いわゆる市場間競争が激しさを増している。そうした中で、NYSE、ナスダックの二大市場以外の伝統的取引所は、いずれも厳しい状況に置かれている。

いわゆる地方取引所は、いずれも単独上場企業を集めることは難しく、NYSE やナスダックの上場企業に重複上場を勧めたり、非上場取引特権（UTP）に基づいていわば勝手な上場取引を行ったりすることで取引高を伸ばそうとしている。中でもシカゴ証券取引所や 2003 年 11 月に全国取引所（National Stock Exchange）と改称した旧シンシナティ証券取引所などは、取引システムを高度化し、いわば ECN 化することで生き残りを図ろうとしている。

一方、西海岸のパシフィック証券取引所は、ECN そのものとの提携に踏み切った。2000 年 7 月に有力 ECN アーキペラーゴが証

券取引所への転換を図った際、新取引所の市場監視など規制機能を引き受けることにしたのである。フィラデルフィア証券取引所はオプションに注力し、ボストン証券取引所は株式の取引仕法で独自色を出そうとしているようだが、大きな効果は上がっていない。今回の AMEX の動きは、これら「地方取引所」だけでなく、ニューヨークの取引所として高いプライドを維持してきた AMEX も、決して先行きを楽観できないことを改めて認識させた。

Ⅲ. わが国への示唆

わが国では、株式の取引は東京一極集中の色合いが濃い。大阪証券取引所は、デリバティブ取引の中心地を標榜しているが、実際には日経 225 株価指数先物取引が一枚看板である。名古屋、福岡、札幌の三取引所は、新興企業向け市場を開設したりして地域企業の上場促進をうたうが、程度の差こそあれ、いずれも厳しい状況にある。昨年 12 月に株式店頭市場から衣替えしたジャスダック証券取引所は、東証マザーズの人気が高まる中で、真の「日本版ナスダック」になれるかどうか生き残りの鍵となる。

このように、日本の各取引所も、米国以上に難しい局面にあるわけだが、一つ、米国との決定的違いがある。米国でも、メリルリンチ等の大手証券会社のように、いくつもの取引所の会員権を有する業者は多いが、一方で、スペシャリストや独立フロア・ブローカーのように、特定の取引所だけで活動している業者も少なくない。今回、AMEX の支配権回復を主導したのも、そうした業者である。それに対して日本では、ジャスダック取引所も含め、ほとんどの取引所の会員（取引参加者）は重複している。いまや地方取引所の単独会員（取引参加者）はほとんどなくなってしまった。

それだけに、日本の地方取引所の場合、AMEX 型の取組みは難しいだろう。それでは誰が市場活性化、経営改革のイニシアティブをとるのか。取引所の職員か、地元の財界か、はたまたアーキペラーゴのように既存の取引所の機能を活用することで市場運営ビジネスへ進出しようとする IT 企業か。今後の展開が興味深いところである。

¹ 拙稿「Nasdaq 市場とアメリカン証券取引所の合併」資本市場クォーターリー1998年夏号 45 頁以下参照。

² 大崎貞和・吉永秀樹「自主規制機能への純化を進める全米証券業協会（NASD） — アメリカン証券取引所売却をめぐる動き —」資本市場クォーターリー2002年夏号 67 頁以下参照。

³ 拙稿「米国証券市場における自主規制見直しの動き」資本市場クォーターリー2005年冬号 43 頁以下参照。

⁴ Wall Street Journal, Jan 4, 2005.