

## ニューヨーク証券取引所の株式会社化と自主規制

大崎 貞和

### 要 約

1. 2005年4月20日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、電子取引所アーキペラゴの持株会社と合併し、新会社 NYSE ホールディングスを設立することで合意したと発表した。これにより NYSE は、200年以上続いた会員組織から株式会社に転換し、株式を公開することになる。
2. この組織変更にあたって、NYSE の自主規制機能は分離され、取引所からは完全に独立した非営利機関に移管される。
3. NYSE による発表の直後、ライバルであるナスダックは、最大の ECN であるアイネットを買収すると発表した。二つの統合計画が円滑に進めば、米国の株式市場では、多数の取引システムが乱立して競争を繰り広げるといった色彩が弱まり、NYSE とナスダックという二大市場による競争の構図が明確になる。
4. 今回の統合の背景には、電子取引システム間の過当競争や SEC のレギュレーション NMS 採択などの事情がある。
5. NYSE が自主規制機能を分離するのは、市場運営者としての取引所と自主規制との間に利益相反が生じるとの懸念に応えるものである。これを受けて、日本でも自主規制機能のあり方への関心が高まっているが、分離か維持かといった一刀両断的な議論ではなく、具体的な機能に即した検討が進められることが望ましい。

### I. 株式会社化へ向かう NYSE

#### 1. 計画の概要

2005年4月20日、世界最大の株式市場を運営するニューヨーク証券取引所（NYSE）が、新興の電子取引所であるアーキペラゴ証券取引所（ArcaEx）の持株会社アーキペラゴ・ホールディングス（AX）と合併し、新会社 NYSE グループを設立することで合意したとの発表を行った。

新会社の CEO には NYSE のジョン・セイン CEO が就任し、AX のジェリー・パトナム CEO は、NYSE のキャサリン・キンニ

ー、ロバート・ブリッツの二人の共同 COO とともに、共同社長に就任する。計画が実現すれば、NYSE は 200 年以上続いた会員制組織から株式会社へと組織形態を改め、近い将来には、株式を公開することになる。

株式会社化にあたって、NYSE は、自主規制機能を分離し、持株会社の独立取締役及び外部の取締役で構成する理事会によって運営され、最高規制責任者（CRO）以下の役職員が実務に従事する非営利機関に移管する。自主規制機能を担う新機関 NYSE レギュレーションは、各種手数料と新会社との間で締結される長期の規制サービス契約に基づく収入によって規制活動の費用を賄うことになる

(このことの意義については後に詳しく論じる)。

株式会社化によって、現在の NYSE 会員は、新会社の株主となる。計画では、NYSE 会員に対しては新会社の株式と 1 会員当たり約 30 万ドルの現金、AX の株主に対しては新会社の株式が交付され、新会社の株主構成は、旧 NYSE 会員が 70%、旧 AX 株主が 30% の持ち分を保有する形となる。経営陣は、2005 年第 4 四半期ないし 2006 年第 1 四半期に合併を完了したいとしている。

## 2. NYSE 株式会社化の背景

### 1) これまでの経緯

NYSE が歴史的な決断に踏み切った背景としては、現在の NYSE 市場の構造が深刻な問題をはらんでおり、その抜本的な見直しが強く求められていることが指摘できる。

NYSE は、1990 年代後半以降、世界的に証券取引所の公開株式会社化が進む中で、非営利の会員制組織という伝統的な組織形態を維持してきた。

1999 年 7 月には、当時のリチャード・グラッソ会長が株式会社化の方針をいったん表明したが、既得権の喪失を恐れるスペシャリスト(特定の銘柄について売買気配の提示を義務づけられる特別な会員)など有力会員による反発を受けた。監督機関である証券取引委員会(SEC)も、自主規制機能の弱体化につながりかねないとして株式会社化に難色を示したことから、計画は棚上げされてしまった。今回の合併計画に自主規制機能の分離が盛り込まれたのも、こうした過去の経緯を踏まえてのことである。

2003 年 5 月以降、グラッソ会長の高額報酬に対する批判が噴出したことがきっかけとなり、理事会の構成などガバナンスの問題を手始めに、NYSE における市場のあり方の全般的な見直しが動き出すことになった<sup>1</sup>。グ

ラッソ氏の辞任後、シティコープの元会長であるジョン・リード暫定会長の下で 2004 年 1 月に就任したセイン CEO は、同年 8 月、伝統的な立会場取引の仕組みを維持しながらも、電子的な自動執行システムの役割を大幅に拡充して「ハイブリッド市場」を構築するという野心的な構想を打ち出した<sup>2</sup>。

### 2) NYSE を襲う内憂外患

このように NYSE が市場改革を急いでいるのは、グラッソ氏の問題で高まった市場運営に対する不信感を払拭するためだけではない。NYSE は、それ以上に深刻な内憂外患にさらされているのである。

第一に、内側では、スペシャリストによる不正取引問題が持ち上がった。スペシャリストは、秩序ある市場を維持する責任を担う一方で、顧客の注文状況に関する情報を独占できる立場にある。その特殊な立場を悪用して、顧客注文よりも自己の注文を優先する「インターポジショニング」や「トレーディング・アヘッド」と呼ばれる取引を行ったことが明るみに出たのである。

この問題では、スペシャリスト 7 社が証券取引法に違反したとして証券取引委員会(SEC)による訴追を受けたばかりでなく、NYSE 自身がスペシャリストに対する監督が不十分だったとして行政処分を受ける事態にまで発展した。2005 年 4 月 12 日、SEC は、NYSE に対して、NYSE の規制プログラムに対する監査を行うための費用として 2011 年までに 2,000 万ドルを拠出することを約束させたのである。

スペシャリストは、NYSE の運営に深く関与し、大きな影響力を行使してきた。市場を支える中心的な会員業者による不正取引は、公正な市場運営者としての NYSE の評判に大きな傷を付けることにもなった。

第二に、外側からは、NYSE の取引システムに対する投資家(とりわけ機関投資家)の

不満を一つの背景として、SEC による新たな市場ルールの導入が進められようとしている。

SEC は、2004 年 2 月、「レギュレーション NMS」と名付けた新規規則の採択を提案した<sup>3</sup>。この規則には、ある銘柄の株式が、同時に複数の場所で取引されている場合に、市場の最良気配が提示されている場所以外で売買を成立させる「トレード・スルー」の禁止を従来の上場銘柄のみからナスダック銘柄へと拡張する一方、NYSE 立会場のような自動執行が行われない市場で取引されている銘柄については、一定の範囲内の価格差であれば、ECN など自動執行システムを通じたトレード・スルーを容認するという内容が盛り込まれている。

トレード・スルーの禁止は、上場銘柄の取引の NYSE への集中を助長してきたと言われる。公式には、NYSE は、「ハイブリッド市場」の整備を進めることでトレード・スルー規制の見直しによる自市場へのネガティブな影響を排除できると強気の姿勢である。

しかし、他市場に比べて若干有利な気配を表示してはいても、注文が迅速に執行されない NYSE の立会場に対して機関投資家は強い不満を抱いており、トレード・スルー規制が緩和されれば、電子取引システムの利用を拡大する可能性が高い。手をこまねいていては、新規規則の施行が NYSE の取引高減少に直結するというのが一般的な見方である。

レギュレーション NMS は、2005 年 4 月 6 日に正式採択され、6 月 29 日付けの連邦行政命令集 (Federal Register) に掲載された。規則全体は 8 月 25 日に発効するが、トレード・スルー規制に関する規則 611 は、2006 年 6 月 29 日から主要 100 銘柄に適用され、同年 8 月 31 日から全ての NMS 銘柄に適用されることになる<sup>4</sup>。

### 3. アーキペラゴ取引所とは

#### 1) ECN としてのアーキペラゴ

一方、NYSE が合併の相手として選んだアーキペラゴ取引所 (ArcaEx) の前身は、1997 年 1 月に SEC による事実上の承認を受けた、最初の四つの ECN の一つである<sup>5</sup>。アーキペラゴ ECN は、2001 年 10 月に SEC による認可を受け、完全電子取引の証券取引所となった。

もともとアーキペラゴは、トレーディング・システム構築に強いソフトウェア開発会社であるタウンゼンド・アナリティック社が中心となって設立され、1999 年以降、ゴールドマン・サックス、E トレード、J.P.モルガンといった有力金融機関の出資を受け入れた。

同社を始めとする ECN は、高度な電子取引プラットフォームを武器として、マーケット・メーカーの提示する売買気配に基づく取引が一般的であったナスダック市場に、世界の多くの取引所で行われているオークション (競売買) 方式による取引を導入することに成功した。その結果、マーケット・メーカーによるポジション調整のための注文やマーケット・メーカーの最良気配の内側で売買しようとする投資家の注文が ECN に流れ込み、急速な取引高拡大につながった。

しかし、同じような電子取引システムが乱立したことで ECN 間の競争は激化した。更に、2000 年のドットコム・バブル崩壊によってナスダック市場の取引高自体が伸び悩むようになると、他のシステムに対する差別化やシステム間の再編が大きな課題となった。合併による規模拡大を志向する傾向も表れ、例えば、ECN の最大手であったインスティネットが、2001 年 5 月、NYSE に株式を上場し、2002 年 9 月には、ECN 第二位のアイランドと合併した。

## 2) 独自の戦略を打ち出すアーキペラゴ

こうした中でアーキペラゴ ECN は、早くから積極的に独自の経営戦略を打ち出していた。

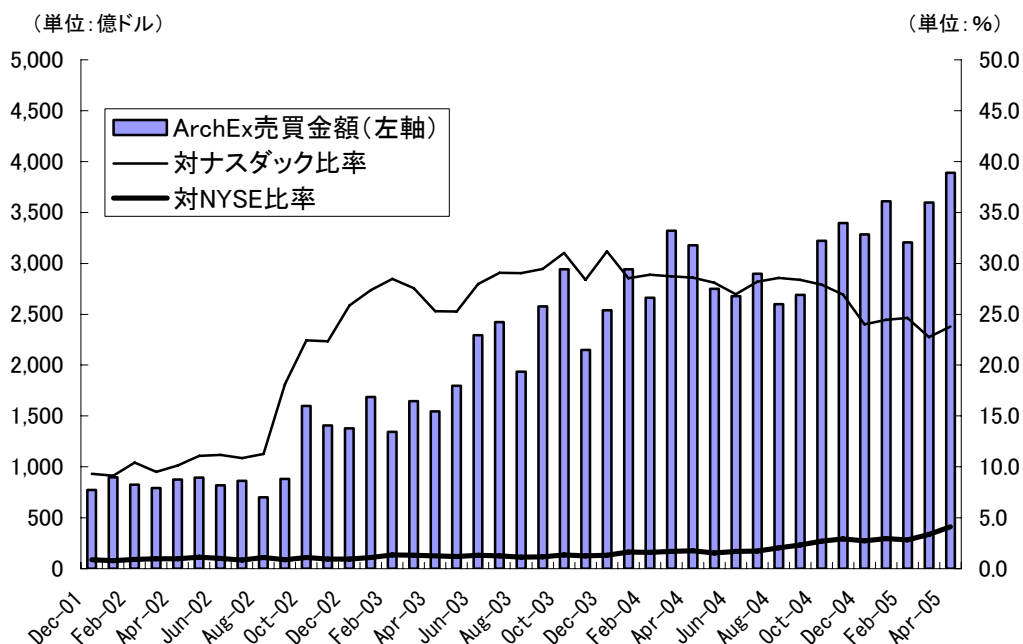
同社は、一時インスティネットとの統合の可能性を模索したが、その後は方針を転換し、1999年8月にはSECに対する取引所認可申請に踏み切った。更に、2000年3月にはパシフィック証券取引所(PCX)と提携して本格的な電子取引所の運営に乗り出した。取引所に比べて緩やかな規制を受けるECNが、あえて取引所化を望んだのは、上場審査を改めて行うことなくNYSE等の上場銘柄を取引できるという非上場取引特権を活用した上場銘柄の取扱いなどが、ビジネスの拡大につながるとの判断があったためとみられる。

PCXとの提携は、当初は、アーキペラゴ側が電子取引システムを提供し、PCX側が

市場監視などの自主規制機能を提供するという相互補完的な関係であった。しかし、その後のアーキペラゴ自身の取引所化を経て、2005年1月には、アーキペラゴがPCXを株式交換によって買収することになった。これにより、アーキペラゴは、個別株オプションなど新たな商品の取り扱いに乗り出すとともに、自主規制機能を自前で備える自立した取引所となったのである<sup>6</sup>。

PCXとの提携後の2000年8月、アーキペラゴは、従来のナスダック銘柄に加えて、NYSE上場銘柄の本格的な取扱いを開始した。2001年10月には、SECによる取引所認可を取得、その後、2002年3月には競合するECNの一つであるREDIブックと合併、8月にはグローブネットを買収してOTCブリティンボード(OTCBB)銘柄の取引にも進出するなど、取引高の拡大に努めた<sup>7</sup>。

図表1 アーキペラゴ取引所売買金額の推移



- (注) 1. 売買金額は、アーキペラゴ取引所で取引された上場株式、ETF、店頭株式（ナスダック銘柄を含む）の合計。  
 2. 対ナスダック比率は、アーキペラゴ取引所の店頭株式売買金額とナスダックの売買金額を比較したもので、対NYSE比率は、アーキペラゴ取引所の上場株式売買金額とNYSEの売買金額を比較したものであり、いずれも正確な意味での市場シェアを示すものではない。

(出所) 各市場資料より野村資本市場研究所作成

### 3) 成長するアーキペラゴ取引所

取引所化以降、アーキペラゴの取引は順調に拡大している。2001年12月時点で776億ドルだった月間売買金額は、2005年4月には3,888億ドルと5倍に増加した。アーキペラゴにおける店頭銘柄（ナスダック銘柄を含む）の売買金額は、ナスダック市場銘柄の売買金額の約25~30%に相当する規模となり、当初はゼロに等しかった上場銘柄の売買金額も、NYSE売買金額の約4%に相当するまでに拡大している（図表1）。

アーキペラゴは、本格的な取引所として新規上場の開拓や市場情報サービスにも力を入れている。2003年12月にはコーポレート・クライアント・グループを設置し、2004年3月にはNYSE上場部の元幹部をスカウトするといった積極的な動きをみせてきた。

これまでのところ、新規上場の実績は、2004年8月に株式新規公開（IPO）を行ったアーキペラゴ自身の持株会社を別にすればアメリカン証券取引所（AMEX）上場銘柄などの重複上場に限られていた。しかし、2005年4月18日には、American Dairyが初の単独上場を発表した。

## II. 株式会社化計画への反応

### 1. NYSE関係者の動き

発表されたNYSEの株式会社化と合併の条件は、基本的にはNYSE会員にとって有利なものを受け止められ、最近下落の著しかったNYSE会員権の価格は、計画発表前の4月15日の162万ドルから発表後の21日には180万ドルへと上昇した<sup>8</sup>。

その後、24日には、ホームデポの創業者でNYSEの理事も務めたケネス・ラングワン氏が、経営陣の決定した条件に対する不満を抱き、自ら全会員権を取得してNYSEを買収しようと動き出したとの報道が飛び出した<sup>9</sup>。更に、5月に入ると、同じくNYSE会

員権を有するウィリアム・ヒギンズ氏が、合併条件がNYSE会員にとって著しく不利であり、理事会の行動は善管注意義務に反していると主張して訴訟を提起した。

これらの動きが、大きなうねりとなって株式会社化や合併の計画が白紙に戻るといった結果につながるとの見方はほとんどない。とはいえ、計画を実行に移すためには会員総会において会員権総数の三分の二以上の支持を得ることが必要であり、会員からの批判の声を黙殺するのは得策ではない。両社の経営陣が、批判に配慮して合併条件を見直し、NYSE会員にとってより有利なものに改めるという可能性は排除できないのである。

そうした見方を反映してか、NYSE会員権の価格は大きく上昇し、4月25日から7月6日までに成立した26件の売買価格は、いずれも210万ドルから260万ドルの範囲内に収まっている（オプション取引参加権を伴わない一件を除いた平均価格は239.4万ドル）<sup>10</sup>。これは史上最高値265万ドル（1999年8月23日）を記録したドットコム・バブル期の取引価格の水準に匹敵する。

### 2. ナスダックによるインスティネット買収

NYSEとアーキペラゴが統合されれば、NYSEは米国最大の上場株式市場という従来の地位を不動のものとするために必要不可欠な高度な電子取引システムを手に入れることになる。しかも、新たにナスダック銘柄についても、25%程度の取引シェアを確保する。これは、NYSEを最大のライバルとし、上場企業獲得競争を繰り広げてきたナスダックにとっては大きな脅威である。

そのナスダックは、NYSEによる発表の二日後の4月22日、9.3億ドルを投じて最大のECNであるアイネット（2003年10月、インスティネットECNとアイランドECNが統合されて発足）を買収すると発表した。

アイネットを運営するインスティネットは、

ECN 以外にも様々なビジネスを手掛けているが、機関投資家向けブローカレッジ部門は、プライベート・エクイティ会社シルバーレーク・パートナーズが、機関投資家向けのディスプレイ・ブローカレッジ・サービス等を提供する子会社リンチ・ジョーンズ・アンド・ライアンはバンク・オブニューヨークが、それぞれ買収することになった。インスタネットの現株主は、総額 18.8 億ドルの現金を受け取ることになる。

ナスダックは、これまでマーケット・メーカー制度を基本とする取引システムを運営してきたが、オークション方式をとる ECN での取引の拡大によって、自市場の登録銘柄に関する取引シェアを低下させてきた。2004 年 9 月、ナスダックは、取引シェアを拡大するために、ECN の一つであるブラット (Brut) を買収したが、それでも最近では、ナスダック自身の運営するシステムは、ナスダック市場の全取引高の 50% 程度を扱うにとどまっているものとされる。

一方、アイネットでは、ナスダック銘柄の 25% 程度が取引されている。また、ナスダックが運営するインターマーケット (旧第三市場) は、NYSE 上場銘柄の取引の 15% 程度を取り扱っているが、前述のように、レギュレーション NMS の施行によってトレード・スルーに関する規制が改められれば、電子取引システムを通じた NYSE 銘柄の取引が拡大することも考えられる。2005 年 3 月には、旧ブラットのシステムであるブラット・ラウター (Brut Router) を通じて、NYSE 立会場への匿名での注文回送を可能にするサービスの提供も開始した。

アイネットの買収は、ナスダックにとって、NYSE 銘柄、自市場銘柄双方の取引シェアを拡大するための切り札と考えられ、早くから交渉が続けられてきた。そこへ NYSE とアーキペラゴの合併発表という予想外の展開が生じたことで、交渉が一挙に決着に向かった

ものとみられている。

### 3. 新たな段階に入る市場間競争

NYSE とアーキペラゴの合併、ナスダックによるアイネット買収という二つの大きな決定により、1996 年 8 月の SEC による注文取扱ルール (Order Handling Rule) の採択が火を点けた取引所、マーケット・メーカー、電子取引システムによる売買注文獲得をめぐる激しい市場間競争は、新たな段階に入ることになった。米国のマスコミは、市場間競争による市場の分裂 (fragmentation) が終わり、集中 (consolidation) に向かうことになったと論じている。

こうした見方は基本的には正しいものと思われる。だが、注意を要するのは、ここで言う市場の集中とは、国内の株式取引全体の一極への集中では決してないということである。むしろ、NYSE とナスダックという二大市場による上場企業獲得、売買注文獲得をめぐる競争は、今後、一層激しさを増すことが確実である。

また、かつてに比べて市場間競争の構造が複雑化している点にも留意しなければならない。例えば、合併後の NYSE がアーキペラゴのシステムを使ってナスダック銘柄の取引を本格的に行えば、そこでの取引は、市場管理者としてのナスダックに報告され、その市場出来高として記録される。同じことは、逆の形で、ブラット・ラウターを通じたナスダック・システムによる NYSE 銘柄の取引についても当てはまる。

つまり、競争相手のシステム上の取扱高の増加が、自市場の出来高増加 (及びそれに伴うレポーティング・フィー等の収入増) につながる可能性もあるのである。米国における市場間競争は、それぞれの市場運営者が、独自の上場企業を誘致したり、取引仕法の違いが明確なシステムを導入したりすることでオーダー・フローの獲得を図るという単純な構

図では、もはやなくなっているのである。

### Ⅲ. 問い直される自主規制

#### 1. 取引所の営利企業化と自主規制

##### 1) 問題の所在

NYSE とアーキペラゴの統合構想は、証券取引所による自主規制のあり方をめぐる議論に一石を投じることになった。既に触れたように、構想には、市場監視、会員監督、上場審査などの自主規制機能を分離し、独立の非営利機関に委ねるといった内容が盛り込まれているからである。

一方、5月初めには、日本の金融庁が、東京証券取引所等に対して、規制・監視部門を本体から分離するよう要請する見通しであるとの報道がなされた<sup>11</sup>。次いで5月13日には、巨額の粉飾決算が明るみに出たカネボウの株式が上場廃止となったことを受けて、金融庁が、東証に対して自主規制機能をめぐる組織体制のあり方を始めとする三点について証券取引法151条の規定に基づく報告の徴求を行った。これらは、いずれもNYSEの構想をも踏まえてのことと考えられる。

証券取引所は、民間の機関ではあるが、株式を始めとする有価証券の流通市場の開設者という公益性の高い役割を担っている。そこで、従来、日本を含む多くの国々において、法律上の自主規制機関という位置づけを与えられ、規則制定権や会員に対する監督権を認められてきた。

ところが、近年、証券取引のグローバル化や電子取引システムの発達によって、世界的な市場間競争が激しさを増す中で、取引所が非営利の会員組織から営利を追求する株式会社組織へと転換し、積極的なビジネス展開を図る傾向が強まっている。

日本でも、2000年の証券取引法改正によって、株式会社組織の取引所が容認され、東

京、大阪、名古屋の三証券取引所が株式会社化した。昨年12月に取引所となったジャスダックも、株式会社組織である。これらのうち、大証は既に株式を自らが運営するヘラクレス市場に上場しており、東証も上場への準備作業を進めている。

これまで、日本においても、取引所における自主規制のあり方が問題視されることがないわけではなかったが、本格的な制度の手直しにまでは至っていない。しかし、NYSEの構想が明らかになったことで、見直しが進む可能性も強まっているのである。

##### 2) 営利追求の自主規制機能への影響

一部には、取引所が株式会社としての営利を追求すると、自主規制機能がおろそかになるとの懸念もみられるようである。自主規制を行うことは直接的な収入増に結び付かないのに、人件費やシステム費用などのコスト負担が大きいからであろう。

海外では、こうした考え方を背景として、取引所が自主規制機能を担わされると、証券会社が運営する電子取引システム(MTF)に対して競争上不利になるとの議論すらあり、例えば、英国では、そのような見方を反映しつつ、2000年5月、ロンドン証券取引所の上場審査機能が、金融サービス機構(FSA)の一部局である上場監督機構(UKLA)に移管されることになった。

もっとも、この点については、取引所の自主規制機能が、市場という商品の品質向上につながるもので問題ではないとの見方もできる。決して小さくない自主規制のためのコスト負担も、企業としての取引所の中長期的な収益力向上のために必要不可欠な投資だとみることができるのである。

航空会社が運航の安全性の維持・向上のために機体の整備等に巨額の費用を投じていることや多数の犠牲者を出す脱線事故を引き起こした鉄道会社が、安全のための投資をおろ

そかにしたとして強い批判を浴びていることなどを想起すれば理解しやすいだろう。いったん大事故を起こしてしまえば、会社の利益が吹き飛びかねない以上、事故防止のための投資には積極的にならざるを得ない。それは、市場の公正さと信頼を維持する自主規制も同じだと考えられる。取引所による営利追求と自主規制が両立しないと断定するのは短絡的に過ぎる。

## 2. 自主規制機能の見直しをめぐって

### 1) 自主規制に内在する利益相反

ところが、取引所の自主規制機能には、営利追求と規制コスト負担の両立という問題とは次元の異なる、より深刻な問題も内在している。自主規制機関としての取引所が追求すべき公益と取引所の関係者である証券会社、機関投資家、上場企業などの私的利益との間に生じる利益相反という問題である。

例えば、取引シェアの高い証券会社や機関投資家が不公正取引を行った場合、取引所が、他の市場へ取引を移されることを恐れて厳しい対応を取ることができないという可能性がある。上場企業数を確保するために新規上場の審査や上場廃止をめぐる判断が甘めになる可能性も排除できない。

取引所に構造的に内在するこれらの利益相反問題は、市場間競争の活発化によって取引所が自らの市場へオーダー・フローを誘導しなければならぬというプレッシャーにさらされることによって、むしろ増幅されることになるとも考えられる。

## 2) 米国における動き

### (1) SEC のコンセプト・リリース

取引所の自主規制に伴う利益相反の可能性という問題は、米国証券取引委員会 (SEC) が、2004 年 11 月に発表したコンセプト・リリース (討議用文書) の中で詳しく論じられ

ている<sup>12</sup>。SEC は、利益相反の弊害を是正するために、取引所の理事会や取締役会の過半数が独立性の高いメンバーで構成されることなどを義務づける規則の制定も同時に提案した。

コンセプト・リリースにおいて、SEC は、①取引所の自主規制機能と市場運営機能の別組織化、②取引所は市場規制のみを行い業者規制を専門に行う新しい自主規制機関を設立する「ハイブリッド・モデル」の採用、③新たな市場横断的な自主規制機関設立を通じた市場運営機能と自主規制機能の完全な分離、④自主規制制度の廃止と SEC による直接規制、といった制度設計上の選択肢を提示し、今後、具体的な検討を進めていくとした。

このような検討が行われている背景には、市場間競争の活発化で取引所に内在する利益相反の危険性がかつてよりも高まっていることに加えて、米国独自の事情もある。

すなわち、米国では、1994 年にナスダック市場におけるマーケット・メーカーの談合疑惑が指摘されたことをきっかけに、自主規制機関が自主規制機能と市場運営機能を併存させていることに対する批判が高まった。更に、前述のように、2003 年に NYSE のグロッツ会長 (当時) が受け取る高額報酬が明るみに出たのをきっかけに、自主規制機関のガバナンスのあり方が厳しい批判にさらされたのである。

### (2) NYSE の選択

自主規制機能を分離しようとしている NYSE は、上の① (取引所の自主規制機能と市場運営機能の別組織化) を自ら選択したものとと言える。仮に、将来、自主規制機能を担う NYSE レギュレーションが、他の市場の監視業務を受託するといった方向に発展すれば、結果的に、上の③ (新たな市場横断的な自主規制機関設立を通じた市場運営機能と自主規制機能の完全な分離) に相当する状況が生まれることも考えられる。



なお、NYSE は、今後分離する自主規制機能の具体的な内容を明らかにしていないが、現行組織上、最高規制責任者（CRO）の統率下にある部署全てをそのまま分離するのだとすれば、下の図表 2 に示すものが該当することになる。

**(3) ナスダックの現状**

もともと、米国においても、取引所の自主規制機能の分離が一般的になっているとまで言うことはできない。今のところ、NYSE 以外に、自主規制機能を分離する方向を打ち出した取引所はない。

また、マーケット・メーカーの談合疑惑をきっかけとして市場運営と自主規制の分離を進めることになったナスダックについても、事情は単純ではない。

法律上は店頭市場として位置づけられているナスダック市場の運営主体である全米証券業協会（NASD）は、1995年のラドマン委員会報告書に基づいて、同年11月、持株会社となったNASDの傘下に市場運営会社ナスダック・ストックマーケット社と自主規制を担当するNASD-R社が並立する形に改組された。しかし、この組織改編は、複数の取締役会機

能の重複など、非効率な運営につながり、両子会社の取締役会とNASDの取締役会のメンバーを共通化するという試行錯誤も行われた。

その後、2002年6月、NASDがNASD-Rを吸収することで、結果的に、自主規制会社の下に市場運営会社がぶら下がるという構造に改組された。NASDは、ナスダック社の株式を売却することで機能を分離するとし、ナスダック社の株式は2002年7月からOTCブリティンボードで取引されるようになった。更に、2003年7月にはフランクフルト証券取引所、2005年2月には自市場であるナスダックNMS部に上場され、ナスダックは、公開株式会社が運営する株式市場となった。

現在、ナスダック・ストックマーケット社は、法的には、証券取引所ではなく、NASDが運営する店頭市場であるナスダック市場の運営業務を受託する会社である。2004年12月に取引所化される以前の日本のジャスダック社に似たような位置づけと言ってよい。ところが、同社は、自主規制機関であり市場運営主体でもあるNASDとの合意に基づいて、上場審査を全面的に行っているほか、売買審査についても実務を分担している。いわば、自主規制機関ではない機関に、市場運営と自主規制の二つの機能が併存している状況となっているのである（図表3）。

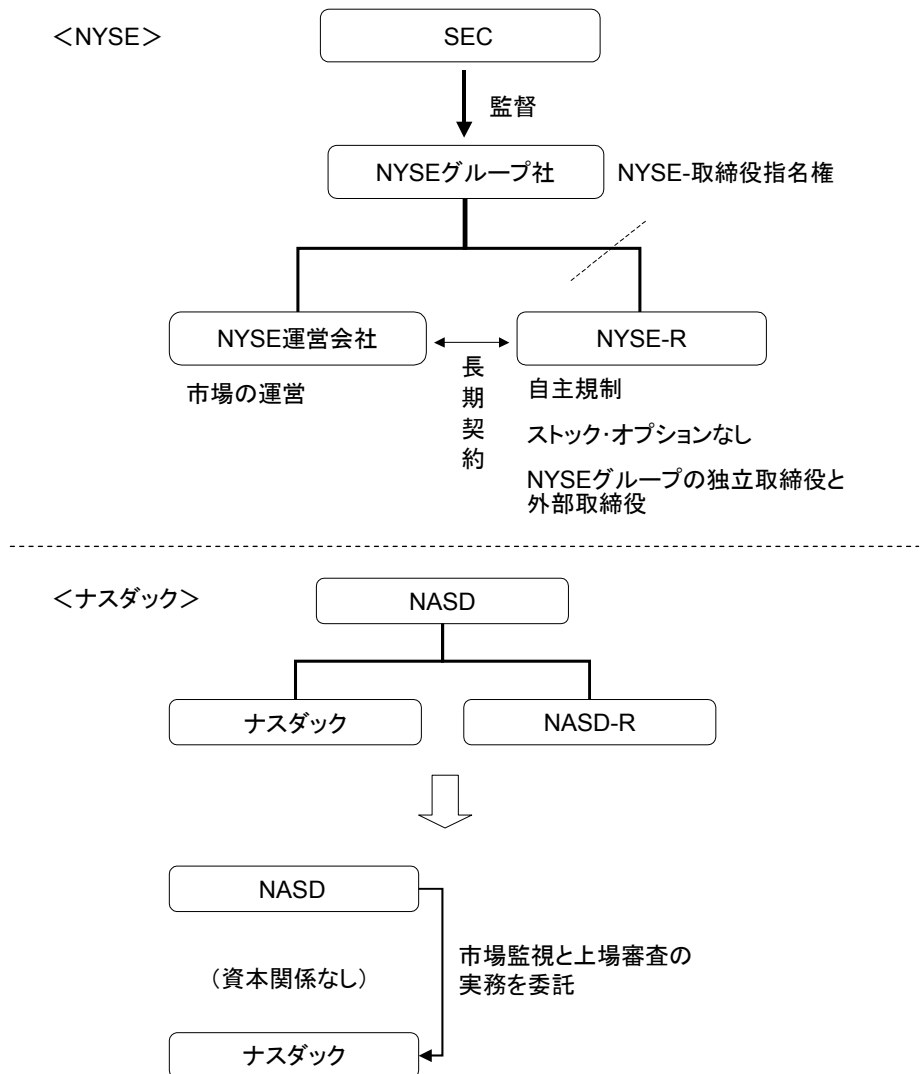
なお、NYSEの自主規制部門首脳は、今回の自主規制機能の「分離」について、ナスダックのような完全な「分離」を行わずに、取引所運営と自主規制を一体化しながら、利益相反の顕在化を防止することが狙いだとの認識を示している<sup>13</sup>。このことから、問題の所在が、自主規制機能を「分離する」か「分離しない」かの単純な選択でないことは明らかであろう。

図表 2 NYSE レギュレーションの現在の組織

市場監視部	売買審査を行う
会員会社監督部	会員会社に対する検査を行う 規制部門では最大の 300 人が所属
法規執行部	規則違反の摘発、制裁審理を行う
上場企業コンプライアンス部	上場審査、上場規則遵守の監視を行う
リスク評価室	証券業を取り巻くリスクの分析を行う 2004 年 10 月設置の新しい部署
紛争処理、仲裁	証券取引をめぐる紛争処理のために中立的な仲裁パネルが設置されており、全米 46 都市で必要に応じて審理を行える体制となっている。

(出所) NYSE ホームページより作成

図表3 NYSEとナスダックにおける自主規制機能分離の方法



(出所) 筆者作成

3) 検討にあたっての留意点

(1) 個別の機能に即した検討の必要性

仮に、取引所からの自主規制機能分離が、米国や英国で自主規制機能の取引所からの分離が進んでいるようだから日本でも、というような発想で要求されるのであれば、素直に納得できるものではない。仮に自主規制機能の「分離」を具体的に進めるとしても、どのような論理で、具体的にどの機能のどのような形で「分離」が必要とされるのかを明らかにすることが求められるだろう。

もちろん、市場間競争の進展という新しい

現実が、伝統的な自主規制のあり方に再考を迫っていることは否めない。しかし、自主規制機能の維持か分離かというだけで、一刀両断的に割り切ってしまうのではなく、自主規制と呼ばれるものの内容に即して、具体的な検討を進めることが必要不可欠だということを強調しておきたい。

一口に取引所の自主規制と言っても、市場監視、会員監督、上場審査など、多岐にわたっており、どの機能をめぐってどのような利益相反が生じ得るかは単純でない。また、利益相反を防止するために、各国で講じられて

いる対応策は様々である（図表 4）。

（2）市場監視機能をめぐって

例えば、米国では、ナスダックにおける談合疑惑が持ち上がったことが自主規制機能再検討の最初のきっかけとなったこともあり、市場運営機能と市場監視機能を分離すべきとの考え方が強調されがちである。

だが、取引所による市場監視をめぐっては、経済学者から、市場運営者は自らの市場へのオーダー・フローを増加させるために、投資家を市場から遠ざけ流動性を低下させる要因となるインサイダー取引や相場操縦などの不公正取引を厳しく監視する強いインセンティブを有するので、取引ルールの策定や市場監視を政府による直接規制ではなく、市場運営者による自主規制に委ねることこそ合理的であるとの見解も示されている<sup>14</sup>。

もともと、NYSE がスペシャリストによる不公正な取引に対して自ら厳しい対応を講じられなかったことや最近明らかとなった次のような事例をみると、市場運営者である取引所が、厳格な市場監視を行う強いインセンティブを有するという考え方も、額面通りに受け取りにくくなる。

2005 年 5 月 19 日、SEC は、ナショナル証券取引所（NSX、旧シンシナティ証券取引所）とその CEO に対して、譴責（censure）と 10 万ドルの民事制裁金を科すための法的手続きを開始したと発表した。

SEC によれば、NSX では、1997 年から 2003 年にかけて、会員証券業者によるフロント・ランニングの禁止や顧客注文の価格向上に係わる取引所ルールの適用が十分に行われず、多数の違反行為が野放しになっていた

図表 4 主要な上場取引所における自主規制機能の比較

	市場監視（売買審査）	上場審査、上場監理	会員検査・監督
上場後のニューヨーク証券取引所	非営利法人（持株会社の独立取締役等が理事）が行う	非営利法人（持株会社の独立取締役等が理事）が行う	非営利法人（持株会社の独立取締役等が理事）が行う
ナスダック	NASD が行うが、実務はナスダックに委託	NASD が行うが、実務はナスダックに委託	NASD が行う
ロンドン証券取引所	取引所が実務を担当	FSA 内の UKLA（上場審査機構）が行うが、正式上場市場でない AIM は上場審査はなく取引所が判断	FSA が行うが、取引所規則の遵守については取引所も実施
ユーロネクスト	パリ証券取引所等、傘下取引所が行う	パリ証券取引所等、傘下取引所が行う	ユーロネクストが行う（会員はユーロネクスト会員であるため）
ドイツ取引所	フランクフルト取引所等、傘下取引所が行う（傘下取引所にはそれぞれ公法上の機関である理事会が置かれる）	フランクフルト取引所等、傘下取引所が行う（傘下取引所にはそれぞれ公法上の機関である理事会が置かれる）	フランクフルト取引所等、傘下取引所が行う（傘下取引所にはそれぞれ公法上の機関である理事会が置かれる）
シンガポール取引所	取引所が行う（Risk Management and Regulation Group）	取引所が行う（Risk Management and Regulation Group）	取引所が行う（Risk Management and Regulation Group）
香港取引所	取引所が行う	取引所が行う（Listing Division があり、上場審査委員会も存在）	証券先物委員会（SFA）が行う。
オーストラリア取引所	取引所の子会社だが独立して運営される ASX Supervisory Review が行う	取引所が行うが、上場監理の状況は取引所の子会社だが独立して運営される ASX Supervisory Review が監督	取引所の子会社だが独立して運営される ASX Supervisory Review が行う

（出所）各市場資料より作成

とされる。NSX は、SEC との和解に応じ、譴責と民事制裁金の支払いを受け入れた。

この事例は、一般的に市場運営者が不公正な取引を排除しようとするインセンティブを有するとしても、そうした取引が、取引所の取引参加者自身によって行われている場合には、厳しい対応を講じることが容易でないことを示していると言えよう。

### (3) 会員監督機能をめぐって

取引所による会員（あるいは取引参加者）監督の主要な内容は、取引所規則の遵守状況の確認、財務の健全性の確認などを主眼とする会員検査である。

会員検査をめぐる利益相反については、基本的に市場監視と同じ議論が当てはまるだろう。

証券業者に対する検査は、米国の SEC、日本の金融庁、証券取引等監視委員会など、各国の監督当局も行っている。仮に、取引所による会員検査において、当局による検査とは異なる視点や目的が重要となるのだとしても、当局への検査の委任（あるいは逆に当局から自主規制機関への委任）などによって効率化を図ることができるように思われる。

もっとも、取引所の経営リスク管理という観点から、会員検査の中でも財務状態に関する検査は、取引所自らが行うべきとの考え方も成り立ち得る。会員の財務状態に関する検査は、かつては市場全体の決済リスクの低減という観点から重視された。しかし、最近では、各市場において取引所自らが決済の相手方となる清算機関方式の採用が進んでおり、一社の債務不履行、経営破綻が市場全体に大きな影響を及ぼす危険性は以前よりも小さくなっている。他方、取引の相手方となる取引所にとってのリスクはかえって増大しているのである。

### (4) 上場審査機能をめぐって

一方、上場審査機能をめぐっては、市場運営者に多様な上場基準・廃止基準の設定を認

めることが、市場間競争をより豊かなものにするとの見方も成り立ち得るだろう。

事実、日本では、1999 年のナスダック・ジャパン構想発表をきっかけとして証券取引所や証券業協会が新興企業向け市場を競って開設し、上場基準や上場審査のあり方に独自の工夫を凝らそうとした。これが、日本におけるベンチャー企業の株式公開を以前よりも容易にし、市場の活性化につながるとともに、産業構造の変化を促したことは間違いないだろう。

もっとも、上場審査機能が市場間競争の手段となり得るという見方に立ったとしても、具体的な事案の基準への適用自体は、上場企業数増加への強いインセンティブが働き、審査を甘くする可能性のある個々の取引所の手に委ねるべきではないという考え方もあり得るだろう。各取引所に独自の上場基準設定を認めた上で、英国の UKLA のような組織を設け、その組織が各取引所の基準に照らしながら個別の審査を行うという制度設計も不可能ではない。

## IV. 結びに代えて

2005 年 6 月 13 日、東証、大証は、金融庁の報告徴求に応じて提出した報告書で、自主規制機能の分離については否定的な見方を示した。しかし、その後、7 月に入って、東証が「自主規制業務のあり方に関する特別委員会」を設置し、自主規制機能のあり方に関する検討が深められる見通しとなっている。

この問題は、東証が株式上場の計画を有していることもあり、一部ではセンセーショナルに捉えられているが、本稿でも述べたように、取引所の経営形態如何にかかわらず、普遍的に検証されるべき問題である。

折から、日本では、証券取引法上の有価証券概念のみにとらわれず、幅広い投資サービス、投資商品を包括的・横断的に規制する投

資サービス法（仮称）の制定へ向けての検討が進められている。その過程では、伝統的な取引所による自主規制の意義が改めて問い直されることになるだろう。英米で自主規制機能の「分離」が図られている背景の更なる分析も含め、一口に自主規制機能と言われるものの具体的な機能に即した議論が求められているように思われる<sup>15</sup>。

年冬号 43 頁以下参照。

<sup>13</sup> 野村資本市場研究所ニューヨーク事務所によるヒアリング。

<sup>14</sup> A.C. Pritchard, “Self-Regulation and Securities Markets”, *Regulation*, Spring 2003, pp. 32-39, at p.34.

<sup>15</sup> なお、筆者は、神田秀樹責任編集『投資サービス法への構想』（財経詳報社、2005年）の第5章を分担執筆し、投資サービス法の下における自主規制制度のあり方に関する私見を展開しているのご参照頂ければ幸いである。

<sup>1</sup> 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」資本市場クォータリー2003年秋号 22 頁以下、及び同「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」資本市場クォータリー2004年冬号 54 頁以下参照。

<sup>2</sup> 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」資本市場クォータリー2004年秋号 12 頁以下参照。なお、2005年4月7日、リード氏に代わってマーシャル・カーター氏が会長に就任した。

<sup>3</sup> 詳しい内容については、拙稿「レギュレーションNMS提案についてー米国における株式市場規制見直しの動きー」資本市場クォータリー2004年春号18 頁以下、及び同「レギュレーションNMSに関する修正提案」資本市場クォータリー2005年冬号37頁以下参照。

<sup>4</sup> SEC, Release No. 34-51808, Regulation NMS, Federal Register, Vol. 70, pp. 37496-37644, June 29, 2005, p.37576.

<sup>5</sup> ECNについては、拙著『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000年）第3章参照。

<sup>6</sup> アーキペラゴは、2002年3月にPCXの単独上場銘柄の取引を開始し、2003年4月までにアーキペラゴECNでの上場、ナスダック銘柄の取引は、全てアーキペラゴへ移管された。

<sup>7</sup> 2003年7月、OTCBB銘柄を取り扱う電子システムArcaEdgeが稼働した。

<sup>8</sup> Wall Street Journal online, April 21, 2005. アナリストの推計では、会員は現金と株式を合わせて250万ドル相当を受け取ることになるという。なお、NYSE会員権価格の下落とその背景については、拙稿「チャールズ・シュワブのNYSE会員権返上をめぐる」資本市場クォータリー2005年春号97頁以下参照。

<sup>9</sup> Wall Street Journal online, April 24, 2005.

<sup>10</sup> 会員権の売買価格は、NYSEホームページに掲載されている。

<sup>11</sup> 日本経済新聞2005年5月2日付1面。

<sup>12</sup> SEC, Release No. 34-50700, Concept Release Concerning Self-Regulation, November 18, 2004. その内容について詳しくは、拙稿「米国証券市場における自主規制見直しの動き」資本市場クォータリー2005