

NYSE グループの経営戦略と NYSE アーカ取引所

大崎 貞和

要 約

1. 2006年3月、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と ECN の流れを汲むアーキペラゴが統合し、NYSE グループが発足した。アーキペラゴ改め NYSE アーカ取引所は、グループ内の電子取引所という位置づけを与えられ、NYSE のメインボードからは独立した市場として運営されている。
2. 効率的な電子取引システムと並ぶ NYSE アーカの特色は、NYSE メインボードよりも緩やかな上場基準である。グループ発足後、3社が NYSE アーカに新規上場し、正式上場会社の数は12社となっている。
3. NYSE グループは、NYSE アーカを東証マザーズのような新興企業向け市場として発展させ、ナスダックやアメックスに奪われていた新興企業の獲得を図ろうとしている。これは、長年にわたって優良企業だけの市場を標榜してきた NYSE にとっては、歴史的な戦略転換である。
4. 一方、NYSE アーカは、会員検査などの自主規制業務を全米証券業協会（NASD）へ委託することで効率化を進めようとしている。日本においても、金融商品取引法施行後は、自主規制法人の設立が可能となるため、取引所による自主規制業務の外部委託が行われる可能性もある。

I. はじめに

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）は、2006年3月、電子取引所アーキペラゴの持株会社との経営統合を実現するために、会員組織から株式会社への組織変更を行い、持株会社 NYSE グループの株式を自市場に上場した。

この経営統合の主要な目的は、NYSE 立会場のよう注文処理に時間のかかる市場への注文回送を行わなくても最良執行義務に反しないとするレギュレーション NMS の導入によって予想される取引シェアの低下を回避するとともに、ライバルであるナスダック市場

銘柄の取引でも一定のシェアを獲得しようとするにあつた¹。

しかし、経営統合実現後の NYSE グループの動きをみると、アーキペラゴ取引所改め NYSE アーカ取引所（NYSE Arca）の役割は、それだけにとどまらないようである。以下では、NYSE アーカ取引所が東証マザーズの NYSE 版とも言うべき機能を担う方向へ向かいつつあることや、自主規制業務効率化へ向けた動きなどを中心に、NYSE グループの経営戦略における NYSE アーカ取引所の位置づけを検討してみたい。

II. NYSE の「マザーズ」としての NYSE アーカ

1. 新規公開が続く NYSE アーカ

NYSE アーカ取引所の前身は、1997年1月に事実上の認可を受けた最初の ECN（オークション方式で株式を取引する電子取引システム、日本で PTS と呼ばれるものの一種）の一つアーキペラゴである。アーキペラゴ ECN は、2000年3月、サンフランシスコに本拠を置くパンフィック証券取引所（PCX）と提携し、取引所化の道を歩み始めた。

その後、2005年1月には PCX を買収してその傘下に収め、アーキペラゴ取引所（Arca Ex）と改称した。そして、ニューヨーク証券取引所（NYSE）の経営統合によって NYSE グループが発足したことに伴い、NYSE アーカ取引所に名称を改め、グループ傘下の電子取引所として、NYSE 本体からは独立して運営されている。

NYSE アーカの上場基準は、地方取引所であった PCX の基準を受け継いでいることから、NYSE メインボードに比べると、かなり緩やかなものとなっている²。とはいえ、NYSE との経営統合以前は、株式公開を予定

する企業の関心を集めることができず、アーキペラゴ（当時）への単独上場に踏み切る例はほとんどなかった。ところが、経営統合によってブランド・イメージの優れた NYSE の名を冠することになったことで、最近の NYSE アーカは、新規公開企業の誘致に力を注いでいる。

実際、2006年5月にはダーウィン・プロフェッショナル・アンダーライターズ、6月には BFC ファイナンシャルと、新規上場の実績もあがっている。ちなみに、後者は、ナスダック市場からの移籍である³。更に、9月29日には、エバーグリーン・エナジーが新規上場し、NYSE アーカに正式に上場する会社は、アメリカン証券取引所（アメックス）等との重複上場を含め、計12社となった⁴。

2. 優遇策による企業誘致

NYSE グループによれば、NYSE メインボードの上場基準を満たす会社が、米国株式市場における新規公開企業全体の30%程度に過ぎないのに対し、NYSE アーカの基準であれば、新規公開企業の60~65%がカバーされるという。つまり、NYSE アーカへの新規公開企業の誘致を進めることで、成長企業をナスダックやアメックスといったライバル市場に奪われずに済むと考えられるのである。実際、最近 NYSE アーカに上場したダーウィン、BFC ファイナンシャル等は、いずれも NYSE メインボードの上場基準を満たすことのできない会社であった。

NYSE アーカは、NYSE というブランドの力が新規上場企業獲得の最大の決め手となると考えているようだが、それに加えて、メインボードの上場基準を満たした NYSE アーカ上場企業がメインボードへの上場を希望する場合には、通常であれば最低でも15万ドルかかる当初上場手数料を免除する優遇策も打ち出している（2006年8月から実施）。

図表1 NYSE アーカ取引所の正式上場会社
(2006年10月1日現在)

会社名	シンボル
American Dairy	ADY
BFC Financial Corp	BFF
Darwin Professional Underwriters	DR
Emrise Corporation	ERI
Evergreen Energy, Inc.	EEE
Golden Cycle Gold Corporation	GCGC
JMG Exploration	JMG
QSGI, Inc.	QGI
Raser Technologies, Inc.	RZ
Southern California Gas Company	SOUPRA
Pegasus Communications Corp	XAN
ZAP	ZP

(出所) NYSE アーカ取引所ホームページ

また、他の地方取引所やアメックス、ナスダックの上場企業が NYSE アーカへ移籍する場合についても、当初上場手数料を免除している。こうした優遇策によって、将来の NYSE メインボード上場を目指す新興企業の獲得を図ろうとしているのである。

多くの企業が「将来は東証一部上場を目指す」という意向を有する日本の株式市場とは異なり、米国では、マイクロソフトやインテルといった優良大企業がナスダック市場にとどまり続けるなど、必ずしも NYSE 上場を至上とする見方が支配的なわけではない。それでも NYSE という言葉が、ある種のステータスとして一定の価値をもつことは否定できず、NYSE アーカの積極的な姿勢が、米国における取引所間の新興企業獲得競争を激化させる可能性は大きい。

この NYSE グループ内における新興成長企業向け市場としての NYSE アーカの位置づけは、日本の東京証券取引所におけるマザーズ市場に類似している。

ちなみに、東証マザーズの場合にも、東証のブランド力が新規上場企業獲得の有力なテコとなっていることは間違いない。加えて、東証一部への直接上場の基準では 500 億円の時価総額が求められるのに対し、マザーズ上場企業が一部へ市場変更を行う場合には時価総額 40 億円を最低とする一部指定基準の適用を受けられることが、新興企業を惹きつけているとの見方もある⁵。他方、東証は、NYSE アーカが行っているような上場審査料の優遇は特に設けていない。マザーズ上場会社が東証の一部、二部への市場変更を行う場合には、通常の上場審査料と同じ 200 万円の市場変更審査料を納めることが必要である。

3. 新規公開獲得戦略の意義

新たに傘下に置いた NYSE アーカを新興成長企業向け市場として発展させようという NYSE グループの戦略は、東証によるマザー

ズ市場開設以上の、歴史的な方針転換であると言ってよい。

東証マザーズについても、日本を代表する優良企業、成熟企業の取引の場をめざすはずの東証にはふさわしくないといった見方がなされることもあるが、東証は、既に二部市場を開設しており、厳しい上場基準へのこだわりは、もともとそれほど強くなかったとも言える。これに対して NYSE は、一貫して厳しい上場基準を自らのレゾン・デートル（存在理由）と位置づけてきた。だからこそ、NYSE の前の歩道で行われていた未上場株の店頭取引を起源とするアメックスが発展を遂げても、ナスダックがハイテク企業の株式新規公開（IPO）の場としての評価を定着させても、決して、上場基準の引き下げや新市場の開設を通じた上場企業獲得競争に乗り出そうとはしなかったのである。

もちろん、NYSE は、国内の優良企業だけを上場させていたのでは市場の規模拡大に限界があることは十分に認識しており、これまでは、日本を含む外国企業の上場誘致に力を入れてきた。

しかし、いわゆるサーベンス・オックスリー法（SOX 法）に基づく内部統制監査制度の実施が、米国の上場企業に過大な負担を強いていることは広く知られており、時価総額 7,500 万ドル以上の「上場大企業等」に相当する外国企業にも 2006 年 7 月 15 日以降に終了する年度からこの制度が全面的に適用されることになる⁶。このことは、外国企業の NYSE 上場意欲を著しく低下させており、NYSE がユーロネクストとの経営統合に乗り出した背景の一つとも指摘されているほどである。

こうした事情を考えれば、NYSE が上場企業数の増加を狙って NYSE アーカを通じた新興企業獲得に力を注ぐのも当然とも言えるが、外国企業誘致に際しても、優良企業株式だけの取引の場というコンセプトを売り物に

していた NYSE の今回の方向転換が、歴史的とも言うべき大胆なものであることは、銘記しておく必要があるだろう。

Ⅲ. 自主規制業務の効率化を図る動き

1. 自主規制業務をめぐる法制度

NYSE アーカ取引所は、米国の証券取引委員会 (SEC) が 2006 年 8 月 31 日付で発出した命令 (Order) により、取引参加者に対する検査などの自主規制業務を全米証券業協会 (NASD) に委託することを認可された⁷。これは、NYSE グループの傘下に入ったアーキペラゴが、「コスト部門」とも言うべき自主規制業務の効率化を図る動きとして注目された。

証券取引所は、株式など有価証券の円滑な流通のために市場を開設する機関であり、市場における取引ルールを定め、不公正な取引等に対する日常的な監視を行うなど、いわゆる自主規制機能を担っている。一般に、証券取引所の自主規制に係わる業務は、①売買審査 (市場監視)、②会員 (取引参加者) に対する検査・監督、③上場審査、④上場会社管理 (情報開示の監督や上場廃止)、の四つに大別される。

米国の 1934 年証券取引所法は、取引所や証券業協会といった自主規制機関に対して、会員に自主規制規則を遵守させるよう義務づけている (19 条(g)項)。上で述べた自主規制に係わる業務のうち②の会員に対する検査・監督の法律上の根拠は、この規定に求められる。

自主規制機関の会員は、証券ブローカー・ディーラー (証券会社) である。証券取引所法は、取引所市場外での対顧客業務に従事する証券会社に対して証券業協会への加入を義務づけており (15 条(b)項(8))、ほとんど全ての業者が NASD 会員となっている。また、複数の証券取引所の会員となっている業者も

数多い。従って、多くの証券会社は、NASD と複数の取引所による検査・監督に服することになる。もちろん、SEC による検査も行われる。これらは、それぞれ異なる観点から行われてはいるが、内容が重複することも多く、検査の対象となる証券会社にとっても、検査を行う側にとっても、必ずしも効率的とは言えない。

そこで証券取引所法は、SEC が規則に基づき、自主規制機関の義務の一部を免除することができることと定めている (17 条(d)項、19 条(g)項(2))。義務免除の方法は、具体的には二つある。第一は、規則 17d-1 に基づく指定検査機関 (Designated Examining Authority: DEA) の指定である。これは複数の取引所で清算に参加している会員に対する財政状態等の検査を指定検査機関となった自主規制機関に一元化するものである。第二は、規則 17d-2 に基づくもので、複数の自主規制機関が、SEC の認可を受けた計画に基づき、自主規制業務の分担を取り決めることができるというものであり、会員に自主規制規則を遵守させるといった業務についても、他の自主規制機関に委託することが可能となる。

今回、NYSE アーカが受けた認可は、規則 17d-2 に基づくものであるが、認可された計画には、規則 17d-1 に関連する内容も含まれる⁸。

2. 取り決めの内容とその意義

今回 SEC によって認可された計画は、NYSE アーカと NASD との間の取り決めに基づくものである。計画では、NYSE アーカは自らの取引所会員の DEA とはならない。しかし、①自市場における取引の監視 (売買審査)、②取引参加者の資格認定、③NYSE アーカの規則のうち NASD の規則と内容がほぼ同じではない部分を取引参加者に遵守させること、については自ら責任を負う。その他の自主規制業務の実施は、NASD の手に委

ねられる。

NASD は、NYSE アーカの取引参加者に対する検査・監督業務を通じて得た情報を NYSE アーカ側に提供し、規則違反があった場合にも通報することとされるが、検査・監督業務に要する費用は原則として請求しないことになっている。NASD が無償で NYSE アーカの自主規制業務を引き受けることとしたのは、業務の内容が、実際には既に NASD が行っているものと完全に重複しており、新たなコストが発生するとは言えないためであろう。NYSE アーカ側にとってみれば、自らコストを負担していた業務をタダで他者に委託できるというわけである。

取引所法規則 17d-2 に基づく自主規制業務の他者への委託は、決して今回が初めてではない。NYSE アーカの前身である PCX 自体、一部の業務について NASD への委託を行っていた。また、2006 年 8 月 1 日から正式に取引所としての取引を開始したナスダックは、今回認可された計画と類似した計画に基づき、自主規制業務の主要部分を NASD に委託している⁹。

もっとも、ナスダックの場合、取引所に転換する前の店頭市場時代から NASD が会員検査などの自主規制業務を行っており、取引所化に伴って新たな業務委託を行ったわけではない。これに対して、NYSE アーカの場合、これまで PCX の自主規制機能を引き継いで自ら行ってきた会員検査などの業務をいわば放棄し、NASD へアウトソースすることで、自主規制業務の効率化を図ろうとしている点に大きな違いがある。

前述のように、取引所の自主規制業務には、NYSE アーカがアウトソースすることとした会員検査だけでなく、売買審査、上場審査や上場管理も含まれる。NYSE アーカの場合、売買審査は、NYSE グループの自主規制部門である NYSE レギュレーションが担当する。また、独自の上場基準を持つものの、当該基

準に基づく上場審査手続きも、NYSE レギュレーションが担当する。

売買審査は、自主規制業務ではあるが、市場の質の維持に直結するものであり、取引所にとって、自らその機能を維持する意義は大きい。上場審査や上場管理も戦略上重要である。これに対して会員検査は、重要な自主規制業務の一つであることは確かだが、いわば業界全体の共通の関心事項であり、複数の取引所が個別に行うことの意義は小さいだろう。NYSE アーカによる自主規制業務の振り分けは、このように理解することができるのではなかろうか。

3. 日本への示唆

証券取引所の自主規制機能をめぐっては、会員組織から株式会社組織への転換が進む中で、自主規制の独立性と中立性を保つことができるのかどうか論議の的となっている¹⁰。

もちろん、これは重要な論点だが、同時に、複数の取引所が自主規制を行うことで、全体として規制が非効率となり、規制対象者に過剰な規制遵守のコスト負担を強いることのないよう自主規制機関間の調整を行うことも重要である。日本においても、取引所や証券業協会による考査・検査の重複が問題視され、最近では、複数の取引所による合同検査を行うなど、効率的な規制の実現が図られている。

もっとも、合同検査というやり方では、異なる組織で日常業務を行っている人達が一つのチームで行動することになるため、相互の意思の疎通が不十分となったり、チーム内の統率が十分に取れず、適切な検査が行われなといった可能性もあるのではなかろうか。

更に、各自主規制機関が個別に検査要員を育成することで、結果的に専門性やノウハウが不十分になるといった懸念もある。合同検査から更に一步進んで、今回の NYSE アーカと NASD の取り決めのように、他の自主規制機関に取引参加者に対する検査を全て委

託してしまうという方策を講じた方が適切な場合もあり得るのではなかろうか。

実は、日本では、今回認可されたような自主規制業務の他者への委託は法律上難しいとの見方が一般的であった。しかし、2006年6月に成立した金融商品取引法が2007年夏以降全面的に施行されると、金融商品取引所（現在の証券取引所や金融先物取引所）の自主規制業務を自主規制法人に対して委託する途が開かれることになる¹¹。自主規制法人は、金融商品取引所または金融商品取引所持株会社が設立し、それらを会員とする会員組織の法人であり、内閣総理大臣の認可を受けて自主規制業務を行うものとされる。今後は、取引所が自主規制法人を設立し、会員検査のように重複することで規制対象者の負担が重くなるような業務を委託するといった展開も考えられる。

もっとも、日本法は、現在の証券業協会にあたる金融商品取引業協会への自主規制業務の委託は認めておらず、今回のNYSEアーカとNASD、あるいはナスダックとNASDのような業務委託関係を構築することは不可能である。証券業協会が長年にわたって協会員に対する監査を行ってきた実績を有し、人員やノウハウも充実していることを考えれば、このような制度が妥当かどうかについては、議論の余地があるだろう。

所に上場されている株式を取引対象とすることができる。このため、NYSEアーカで取引されている上場株式は、正式上場手続きを経た11銘柄のみではなく190銘柄による（優先株、ADRを含む）。また、このほかナスダック銘柄、OTCBB（OTCブレイク・ボード）銘柄の取引も行っている。

- 5 もっとも、一部指定を受けるための数値基準は時価総額だけではないので、時価総額40億円を上回った上場会社が必ず一部へ市場変更できるわけではない。
- 6 拙稿「米国における内部統制監査制度見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2006年夏号59頁以下参照。
- 7 SEC, Release No. 34-54393; File No.4-523, August 31, 2006.
- 8 計画はSECによって既に公表されている。SEC, Release No. 34-54224; File No. 4-523, July 27, 2006.
- 9 SECによる認可は、SEC, Release No. 34-54136; File No. 4-517, July 12, 2006.
- 10 拙稿「証券取引所におけるガバナンスのあり方」『証券アナリストジャーナル』2005年11月号68頁以下参照。
- 11 詳しくは、拙著『解説 金融商品取引法』（弘文堂、2006年）91～94頁、及び拙稿「金融商品取引法の市場運営者への影響」『法律のひろば』2006年11月号掲載予定参照。

¹ 拙稿「ニューヨーク証券取引所の株式会社化と自主規制」『資本市場クォーターリー』2005年夏号13頁以下参照。

² 例えば、証券取引委員会（SEC）への認可申請中の数値基準では、メインボード上場の時価総額基準が7億5千万ドルであるのに対し、NYSEアーカは最低1億ドルで足りるとされる。

³ “NYSE Arca Combines Market Quality and NYSE Cachet”, NYSE Group Newsletter, Vol. 13, No.5, September 2006. なお、ダーウィン社は、NYSE上場企業アレガニーの子会社である。

⁴ 米国の証券取引所は、いわゆる非上場取引特権（unlisted trading privilege）に基づき、他の取引