

アメリカの地方証券取引所と非上場取引

清水 葉子

1 はじめに

周知のように、アメリカでは一九七五年に証券諸法が改正され、証券取引所が固定手数料制や取引所外取引の制限などの反競争的とされた規則を改める一方、全米の全ての市場を結んで取引情報、気配情報、注文回送を行なう情報システムを整備した。この改革によって、一つの証券が複数市場で取引され、市場間の注文獲得競争を通じて証券市場全体の効率性を高めると同時に、市場間を結ぶ情報システムの整備によって投資家保護をはかるという理念の実現がめざされたわけである。

しかしながら、現実の市場間競争はかならずしも理想どおり行なわれているわけではない。上場証券を時価総額で見ると九七%がニューヨーク証券取引所の上場証券であって、アメックス証券取引所は二%、地方証券取引所は五か所合計で一%を占めるに過ぎない⁽¹⁾。上場証券のうち複数市場で重複取引が行なわれている銘柄はITSと呼ばれる注文回送システムによって他市場への回送が行なわれるが、ITS適格証券四八四四銘柄は全てニューヨーク証券取引所(四〇〇五銘柄)かアメックス証券取引所上場銘柄(八三九銘柄)であって、地方証券取引所⁽²⁾の単独上場銘柄は含まれていない。このことから主要取引所上場銘柄は地方証券取引所で重複取引されているが、その逆に地方単独上場銘柄が主要取引所で重複取引されることはないことが推測できる。

また、取引規模の点からも、ニューヨーク証券取引所の圧倒的な優位性が見て取れる。ニューヨーク証券取引

所上場証券の取引は、その八四・一%がニューヨーク証券取引所で行なわれており、続いて店頭市場が七・九%を占めるが、五つの地方証券取引所は合計で八%程度に過ぎず、規模的に見て対等な競争が行なわれているとは考えにくい。

こうした主要証券取引所、とりわけニューヨーク証券取引所の圧倒的優位の下で、地方証券取引所は上場をめぐる競争を行なうことは難しく、また気配値の向上による取引獲得競争も事実上放棄して、執行の自動化などによる取引の迅速性といったさまざまな市場サービスの提供による競争を進めていると考えられている。

こうした地方証券取引所の取引を支えているのが非上場取引特権 (Unlisted Trading Privileges, UTP) という制度である。地方証券取引所は見たように取引の多くを主要取引所上場銘柄に依存しているが、アメリカの地方証券取引所は、こうした他取引所上場銘柄を取引するのにあたって重複上場をとっているわけではなく、非上場取引特権によって非上場のまま取引しているのである。

例えばポストン証券取引所の場合、取引されている約二〇〇銘柄のうち、ポストン証券取引所に上場されているのは約二〇〇銘柄であることが紹介されていることから、残りの一八〇銘柄は非上場の形で取引されていると考えられる。

2 非上場取引特権

アメリカでは、証券取引所で証券を取引するためには、形式的には二種類の手続きが必要とされる。証券を取引所で取引するためには、まず三四年証券取引所法第十二条 (a) 以下の定めにしたがって証券取引所に登録されていなければならない。証券の登録は、発行会社が証券取引所に対して必要書類を添えて登録を申請し、

(並行して上場手続きも進められているのが通常であるから) 証券取引所が登録・上場ともに承認したことを SEC に通知してから一定期間が経過すれば有効となる。

また、証券の取引所取引のためには、各証券取引所規則に基づいて上場もなされなければならない。上場のためにはそれぞれの証券取引所の定めに従った審査や手続きが必要である。たとえばニューヨーク証券取引所では、取引所が定めた上場基準が満たされている上で、発行会社が財務書類など必要事項を添えて上場を申請し、上場審査を受けるなど規定の手続きを行わなければならない。発行会社は、証券取引所との間に上場契約を結び、財務情報の提供や適時情報開示などの義務と上場手数料の支払いなどについての取り決めをする。上場が承認されると取引所は、先ほど述べた登録と上場を承認した旨を SEC に対して届け出る。このように三四年証券取引所法に定める登録と取引所規定による上場手続きは、同時並行的に進められるものと考えられる。

このように、証券取引所での取引にあたって、証券は取引所への登録と上場をともに行なう必要があるが、これは取引所取引の公正性と投資家保護を確保するために、取引所で取引される証券に一定の水準を要求するため手続きであると考えられる。取引所上場証券は、上場・登録後も三四年証券取引所法の要求する継続開示義務と各取引所が定めた継続・適時開示義務に従う必要があり、これによって多くの店頭証券に比べてより厳しい開示規制にしたがっていることができるのである。

ところで、述べたように地方証券取引所で取引されている証券の多くはニューヨーク証券取引所上場銘柄であって、当該地方証券取引所には上場も登録もなされていない。これは、三四年証券取引所法第十二条 (f) の定めによって、国法証券取引所は、一定の条件を満たせば登録・上場していない証券であっても取引所取引を行なうことができる「非上場取引特権 (Unlisted Trading Privileges, UTP)」が認められていることにとったもの

である。

三四年証券取引所法第十二条 (f) の規定によると国法証券取引所に非上場取引特権が認められるのは次の三種類の場合である。

①一九六四年七月一日以前に非上場取引特権が認められていた証券についてはそのまま既得権として非上場取引を継続することができる。

②すでに他の国法証券取引所に登録・上場している証券については、SECの承認は不要で、そのまま非上場取引が認められる。

③店頭銘柄であっても、三四年証券取引所法第十二条 (g) の条件を満たす登録証券であつて上場証券と実質的に同等の情報開示義務が課されている場合には、取引所がSECに申請しSECの承認を得ることで非上場取引を行なうことができる。⁽⁵⁾

3 非上場取引の下での投資家保護

このように、アメリカでは国法証券取引所に非上場取引特権が認められており、一定の条件を満たせば証券を非上場のまま取引所で取引できることになっている。非上場取引では、通常の上場のような手続きは取られず、取引所取引を行なうにあつて発行会社の上場申請は不要である。したがつて、発行会社の意志に反して非上場取引を行なうことも可能である。

また、上場申請が行なわれないのであるから、発行会社と取引所とが上場契約を結ぶことはなく、したがつて取引開始に当たつて審査が行なわれることもなく、発行会社の適時情報開示などを定めた上場契約が結ばれるこ

ともない。発行会社から取引所に対して上場手数料が支払われることもない。

さて、非上場取引特権は、取引所に正式に登録・上場されない証券の取引所取引を認めるわけであるから、取引所での取引にふさわしい取引の公正性や投資家保護をどのように確保するかという問題は重要である。

SECは、右記の②のケースのようにすでに他の証券取引所に登録・上場されている場合には、最初の登録・上場の時点で完全な手続きが行なわれ、その後も三四年法と取引所上場規定に定められた情報開示義務も課されているので、追加的な規制は投資家保護上必要がないとの見解を示している。⁽⁶⁾

非上場取引に承認を必要とする③のケースについては、その承認にあつて、(i) 非上場取引特権を適用することが公正で秩序ある市場の維持と投資家保護など法の目的に合致する、(ii) 当該証券における公衆の取引行動や取引の特性、既存市場への影響、全米市場システムの進展状況、(iii) 申請取引所の規則が当該証券のディーラーの執行能力や、ディーラー間ないしディーラーとスペシャリスト間の競争を不当に制限するものではないことをSECが確認しなければならないとされており、これらの点で問題が認められた場合は非上場取引を承認してはならないと定められている。

また、SECには非上場取引を停止ないし廃止する権限が与えられており、非上場取引の開始後六十日以内であればいつでも非上場取引を停止することができるほか、公益や投資家保護の上で必要かつ適切と認めた場合には十二か月を超えない期間非上場取引特権を停止することができる。またSECのほか、発行会社、ブローカー・ディーラー、その他善意の利害関係者からの申請によつても、通告と審問の機会を設けた後、SECは非上場取引特権を廃止もしくは十二か月を超えない期間停止することができる。

いったん停止された非上場取引を再開する場合には、三種類のどのケースであつても、もつとも厳しい手続き

を必要とする③と同等の手続きを踏まねばならず、取引所はあらためて非上場取引特権の申請を行ない、③の承認の時と同様の条件で再開の承認を行なう必要がある。

このように、非上場取引特権の承認と停止・廃止にあたっては、SECに広範な権限が認められており、取引の公正性や投資家保護に問題が認められた場合には、非上場取引の申請を承認しない、もしくは迅速に停止ないし廃止することができる。こうしたSECの広い権限が併せて非上場取引の公正性を保証していると考えられる。

4 市場間競争と地方証券取引所の位置付け

非上場取引という観点から、アメリカの市場間競争における地方証券取引所の位置付けを考えてみよう。

証券取引所での取引は、そもそも発行会社の許可や申請によらずに、ブローカーやディーラーの取引要請にしたがって取引をするという形から出発したのであるから、そもそも非上場取引であったということが出来る。その後、証券取引所のステータスが高まるとともに取引所取引が公的なものとして認識されてくると、発行者に対して上場サービスを提供することとひきかえに上場のための条件を課したり情報開示義務を定めたりするようになったと考えられている。しかし非上場取引を完全に廃止することは容易ではなく、ニューヨーク証券取引所さえ非上場部門を廃止して取引を上場証券に限定したのは一九一〇年のことであった。⁷⁾

十分な単独上場証券を持たない地方証券取引所にとっては、非上場取引がいつそう重要であったのは当然である。地域的な証券を主に取引していた地方証券取引所は、通信技術の進歩によって地理的な制約が薄れたことや、主要な証券発行者であった鉄道などの地方公益事業の統合といった国家の経済運営の変化などのために、徐々に

単独上場銘柄を失っていった。地方証券取引所は単独上場証券の減少をニューヨーク証券取引所上場証券の非上場取引で補わざるを得なかった。⁸⁾

地方証券取引所は、一九二〇年代に一時的に活況を呈したものの、その後再び非上場取引に大きく依存するようになった。こうした中で、ニューヨーク証券取引所会員は、地方証券取引所の会員権も併せて取得し(二重会員 Dual Member)、地方証券取引所でのニューヨーク上場銘柄の取引を行なうようになった。これに対して地方単独会員は、二重会員との間に相互契約を結んで手数料収入を分け合うことで収入を確保するという取引形態が一般化した。

こうした状況の下で制定された一九三四年の証券取引所法では、当初は国法証券取引所での取引の公正性を守るために非上場取引を完全に禁止することが構想されたが、非上場取引に大きく依存する地方証券取引所の反対で実現せず、一九三六年の改正によって、現在と大きく変わらない形で、①一九三四年以前に行なわれていた非上場取引の継続、②他の証券取引所の上場銘柄と、③取引所非上場証券であって実質的に上場証券と同等の情報開示義務が課される銘柄、の二種類についてはSEの承認を必要とする、合計三種類の非上場取引特権が三四年法第十二条(f)に盛り込まれた。

非上場取引特権が証券取引所法によって認められたことで、地方証券取引所は非上場取引を禁止されることは免れたものの、これまでのように全く自由に非上場取引を行なうことはできなくなった。上場申請の場合には証券の方が取引所取引にふさわしいかどうか審査されるのに対して、非上場取引の場合は、取引所市場の側が非上場取引を行なうことが公共の利益もしくは投資家保護の上で必要ないし適切であることをSECに証明する必要があるとされ、SECの承認を得ない限り非上場取引を行なうことはできなかったからである。

とはいえ、SECはごく初期の時期を除いて、②の他市場上場銘柄の非上場取引の審査条件を事実上緩和し、②に関しては地方証券取引所の非上場取引特権の申請は、ほぼ一〇〇%承認されるようになった。

こうした動きに対して、上場証券の取引流出をおそれたニューヨーク証券取引所は、十二条(f)に対して明示的に反対することはせずに、自らの会員に対して、他の証券取引所でニューヨーク上場銘柄の取引を行なうことを禁じる規則を制定することで実質的に地方証券取引所での非上場取引を封じようとした。地方証券取引所でのニューヨーク上場銘柄の取引には、ニューヨーク証券取引所の二重会員が大きな役割を果たしていたから、これら二重会員の活動を制限すれば地方での非上場取引は実質的に不可能になるからである。

これに対して、SECはニューヨーク証券取引所の規則制定を阻み、その会員が地方証券取引所で二重会員として活動することを許可する決定を下した。⁽¹⁰⁾この決定によって、証券取引所は、自市場上場証券が上場後どの取引所で取引されるかについての決定権を事実上持たないことが示されたと言ってよい。

その後もSECは、地方証券取引所の非上場取引特権申請に対してほとんどすべてに承認を与えつづけ、また主要市場の側も自市場上場銘柄が地方証券取引所で非上場取引されることに意義を唱えることはほとんどなくなった。SECは、最初の証券取引所に上場・登録した時には完全な登録がなされ、適切な開示義務にしたがっているのに、追加的な規制は不要であるという理由を述べて、ついには一九九四年の法改正⁽¹¹⁾でSECへの申請・告知・承認のすべての手続きを不要とし、ニューヨーク証券取引所上場証券の地方証券取引所での非上場取引を自由化した。

5 おわりに

アメリカの非上場取引特権と地方証券取引所について概観した。アメリカの地方証券取引所では主要取引所上場証券を非上場のまま取引することがさかに行なわれているが、こうした非上場取引は三四年証券取引所法第十二条(f)に定められている非上場取引特権に基づいており、SECの承認を必要としてきた。

SECは、証券取引所の非上場取引の承認責任を負ったことで、競争関係にある取引所市場に対して、取引証券の配分権限を持ったことになる。証券は、いったんどこかの証券取引所に上場されると、その後は発行会社の意向にも、また最初に上場が行なわれた取引所の意向にも関係なく、地方証券取引所の申請とSECの承認によって他市場での非上場取引が行なわれることになるからである。

すでに述べたように、非上場取引はそもそも地方証券取引所の救済策的な意味あいでも導入されたが、その後もSECが他取引所上場銘柄の非上場取引の承認を機械的に行なってきた背景には、地方取引所の収入不足や運営上の問題に対する公共政策的な配慮があったと考えられる。SECは初期の非上場取引承認事例で、「われわれは小規模の諸取引所を存続せしめることの望ましさと、これらの取引所にとってその取り引き高を増大する機会を与えられていることがいかに重要であるかということについても同様に無関心でない⁽¹²⁾」として、その立場を明示している。

地方証券取引所は、現在においてもニューヨーク証券取引所にとって市場間競争の対等な相手となるだけの十分な取引規模を持つているとは言えないことはすでに見たとおりである。また、地方証券取引所のスペシャリストは確定気配義務が免除されているが、このことは、地方証券取引所が気配値競争を対等に行なうだけの力がな

こうしたことから、非上場取引特権が現在においても地方証券取引所に対する救済として機能している面があることはかなり確かなことであると考えられるが、このことは、一市場に集中しがちな性質を持つ証券取引において、対等な市場間競争を維持することの難しさを示しているのではないだろうか。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (1994), *Market 2000 Report*.
- (2) New York Stock Exchange (1998), *NYSE FactBook 1998*.
- (3) 注(2)に同じ。
- (4) ボストン証券取引所のホームページ <http://www.bostonstock.com/>による。
- (5) 非上場取引特権の対象のうち、③のケースは店頭証券の取引所非上場取引を意味するが、これは②のケースと対照的に極めて厳しく制限されてきたが、本稿では触れなかった。清水葉子(一九九九)「アメリカの非上場取引特権について」、『インベストメント』第五二巻、第五号、No.315、大阪証券取引所、参照。
- (6) ただし、②の他取引所上場銘柄の非上場取引のケースも、当初は③と同様SECの承認を得る必要があったが、一九九四年の法改正によって承認を不要とした(後述)。また、アメリカでは市場参加者であるブローカー・ディーラーに最良執行義務が課されており、他市場の最良気配より劣る執行が禁止されているが、このことも他市場上場銘柄の非上場取引の公正性を担保していると考えられる。

(7) New York Stock Exchange, *NYSE Company Manual*.

(8) SEC報告書邦訳研究会(一九六三)『SEC証券市場特別調査報告書(十八)』第八章取引所市場—相互関係(下)、九二—九五ページ。

- (9) 当初の非上場取引特権では、②の他市場上場証券のケースでもSECの承認が必要とされた。注(5)参照。
- (10) Securities and Exchange Commission (1941) Release No.3033, October 6, 1941.
- (11) 一九九四年のUTP法とそれに関連するSEC規則の改正は、Securities and Exchange Commission(1994),
- (12) 注(8)一〇八ページ。