

米国NASDの収入について

清水 葉子

はじめに

ナスダック市場を運営するNASDの戦略が注目を集めている。NASDは米国証券取引所法に基づく唯一の証券業協会として会員に対する自主規制を行うとともに、協会の開設・管理する店頭市場であるナスダック市場の運営者としての機能を果たしている。NASDは、ナスダック市場のマーケット・メーカーが有利なスプレッドの維持のために談合を行っていたという疑惑を機に、一九九五年のラドマン委員会による問題指摘を受けて、自主規制機能と市場運営機能を分離する機構改正を行った。ラドマン委員会の指摘は、市場開設者は市場振興というインセンティブを持つため、市場や市場参加者に対して厳正な規制を行うこととの間には原理上の利益相反があり、NASDはマーケット・メーカーに対して十分な規制を行うことができなかったとするものである。NASDは一九九六年一月に規制部門Nasdaq Regulation (NASDR)を新たに設立して規制機能を委譲するとともに、市場運営部門であるNasdaq Stock Market Inc.と分離した。

NASDは続いて全米第二位の証券取引所であるアメリカン証券取引所をその傘下におさめた。NASDは、一九九八年四月にNASD、アメリカン両理事会で合併合意を得、その後会員総会での決議を経て一九九八年一〇月、正式にアメリカン証券取引所を合併した。この合併によって、持株会社NASDの下に、NASD Market Holding Co.を置き、同社を間接的な持株会社としてさらにその下に二つの証券市場、Nasdaq Stock Market Inc.

とAmex Corp.を併置するという機構構成がとられることとなった。規制部門であるNASDRは従来通りNASDの直接の子会社となっている。

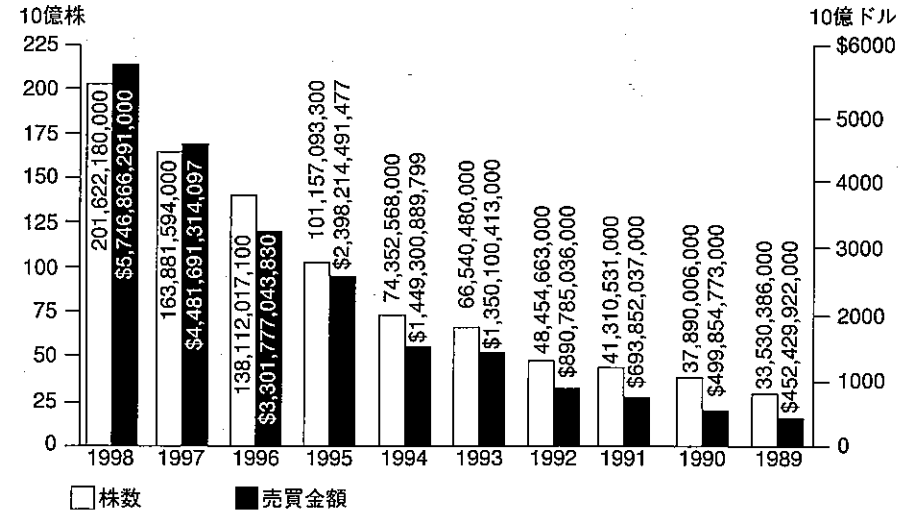
さらにNASDは海外の証券市場との関係も強めている。一九九九年六月には大阪証券取引所との間でナスダック・ジャパンを設立、大阪証券取引所の下で新興ベンチャー企業向けの新しい市場を開設したほか、アメリカのナスダック市場との相互上場などが計画されている。またNASDはナスダック・ヨーロッパ構想を発表し、ヨーロッパ企業との相互上場も計画している。ホンコン証券取引所との間には取引システム関連の協同構想を立ち上げ、数銘柄のナスダック上場株式をホンコン証券取引所で取引する計画である。

このように、NASDは近年つぎつぎと目まぐるしく新しい戦略を打ち出して、市場サービスマニヤを拡大している。これはNASDが市場運営を「ビジネス」としてとらえていることのあらわれであるといつてよいだろう。本稿では、このように「ビジネス」化した市場運営者NASDの収支がどのような構成になっているかを簡単に検討したい。

市場の規模

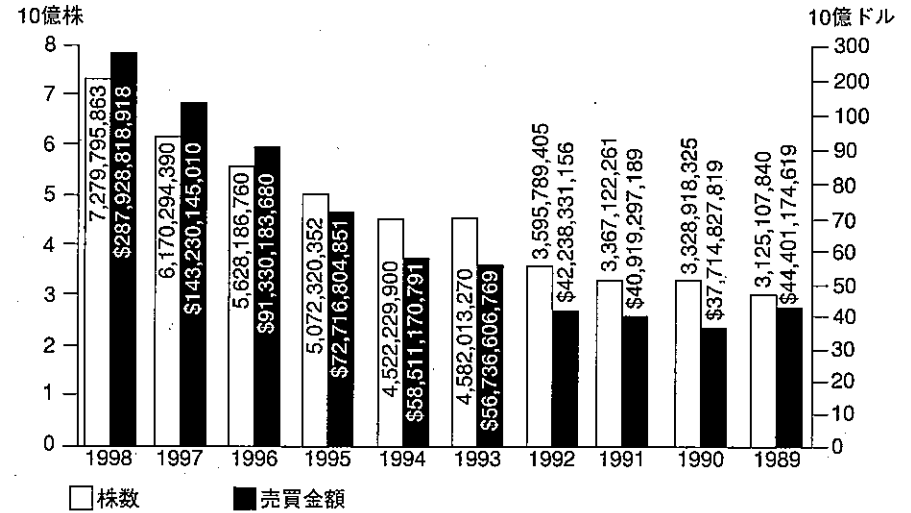
NASD傘下の二つの証券市場のうち、ナスダック市場での株式の取引高は、一九八九年の約三三五億株から、一九九八年の二、〇〇〇億株へとおよそ六倍に拡大した。また売買金額では、同じく一九八九年の約四、五〇〇億ドルから、五兆七、五〇〇億ドルへと一二倍以上の成長を見せている。ナスダック市場は、この間一九九四年には取引高でニューヨーク証券取引所を抜いて世界第一位の証券市場となり、売買金額でもニューヨークに次ぐ世界第二位の市場となっている。

図1 ナスダック市場の売買高



[出所] Nasdag-Amex Fact Book, 1999.

図2 アメリカン証券取引所の売買高



[出所] 図1に同じ。

ナスダック市場の一日平均取引高は一九九九年には約一〇億八、二〇〇万株で一九九八年からの一年間で三五%もの増加を示している。取引件数で見ると増加はさらに著しく、一年間で一〇八%の増加を示している。これは個人投資家の比較的小口の取引が活発となったためであると推測できる。

ナスダック市場の上場会社数は、一九九九年で四、八二九社を数え、ニューヨーク証券取引所の四、一四三社を凌いで全米最大の上場会社を擁する証券市場となっている。上場会社のうち外国会社は一九九九年二月末で四六二社（ADR含む）であり、外国会社の上場数でも全米最大である。

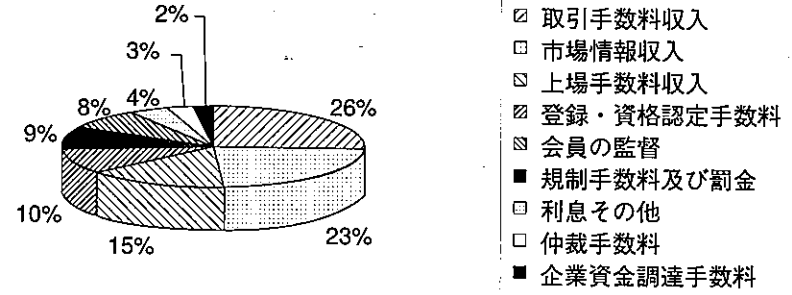
一方、アメリカン証券取引所は、九二三銘柄の上場株式を擁する全米第二位の証券取引所である。海外企業の上場は七三社と多くないが、それでもニューヨーク、ナスダックに次ぐ規模を維持している。アメリカン証券取引所の株式取引高は、一九九八年には七二億八、〇〇〇万株に達し、一九八九年のおよそ二・三倍、売買金額では一九九八年には二、八八〇億ドルと同じく一九八九年の六・五倍に拡大している。アメリカン証券取引所は、現物の株式取引に加えてオプション取引で一定のシェアを占めているほか、株価指数をトラックする上場投信にも力を入れている。

NASDの収入

右で見たように、NASD傘下の証券市場、とりわけナスダック市場の取引高の増大には著しいものがあるが、これに対応してNASDの収入も大きく拡大している。NASDの総収入は、一九九九年に過去最大の一一億七、七〇〇万ドルに達し、一九九八年からの一年間だけで、五九%も増加している。

収入の内訳（図3）を見ると、NASDの収入の中で最大の割合を占める項目は取引手数料収入となっており、

図3 NASDの収入構成



【出所】 NASD Annual Report 1999.

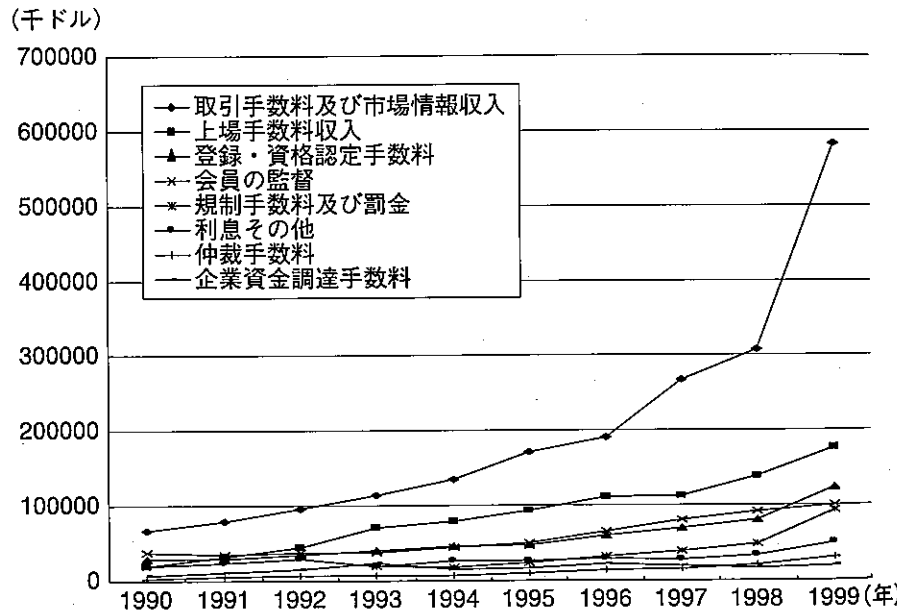
全体の二六%を占めている。これは言うまでもなく近年の取引高の増加を反映していると考えられ、とりわけナスダック市場の拡大による寄与は大きいと考えられる。これに次いで二三%と大きな割合を占めるのが市場情報の配信から得る手数料である。市場での気配情報は、従来はチャッカー・テープや新聞・テレビなどのメディア、ブローカー・ディーラーを経由して顧客投資家に伝達されていたが、オンライン取引の拡大にともなって情報ベンダーなどを經由してインターネットを通じてリアルタイムの気配情報を入手しようとする個人投資家が急増し、現在では市場運営者にとって取引手数料と並ぶ大きな収益源となっている。⁽¹⁾ またデリバティブ商品の取引を行っていないなかったNASDにとっては、オプションや上場投信などの商品を持つアメリカン証券取引所を傘下におさめたことも収益に貢献していると考えられる。

NASDの収入内訳の第三位を占めるのは、上場関係の手数料(一五%)である。ナスダック市場は述べたように、一九九九年末で海外企業四六二社(ADR含む)を含む四、八二九社の上場会社を擁しており、上場企業数でもニューヨーク証券取引所を超えるアメリカ最大の証券市場となっている。ナスダック市場は新興ベンチャー企業向けの市場としてのブランドを確立したことによって、カナダをはじめとする近隣諸国だけにとどまらず、ヨーロッパやアジアからも多くの上場会社が集まっている。

続いてNASDの収入源となっているのは、登録・資格認定手数料、会員の監督業務、規制サービスや罰金など、傘下のNASD Regulation (NASDR)の業務関連の収入である。これらも合計で二七%と大きな割合を占めていることが分かる。

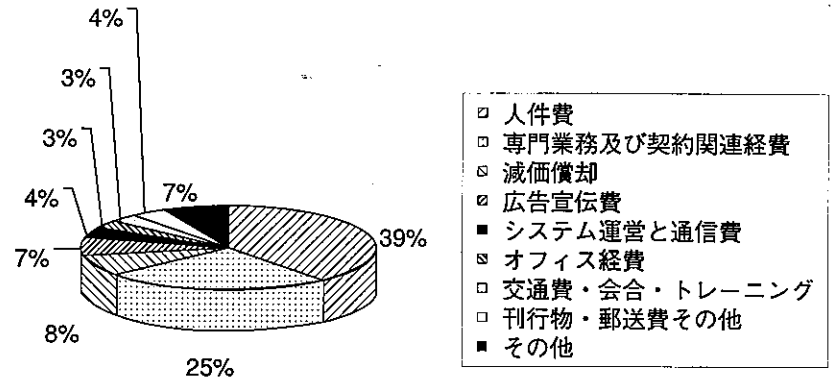
次に、一九九〇年から一九九九年までの一〇年間にわたってNASDの収入の推移を見てみよう。NASDの収入は全体でおよそ六・四倍に増加していることが分かる。とくに著しく増加した項目は、取引手数料と市場情報配信からの収入である。これら両項目は一九九八年までは統計上区別されていなかったため一九九七年以前については内訳を知ることができないが、これら両項目を合わせた収入は、八・七倍と全体を大きく上回る著しい伸びを見せている。取引手数料収入が取引高に比例して増加するのはもちろんであるが、情報配信手数料も、他市場との間の取引高シェアに比例分配される仕組みとなっているため、ナスダック市場での取引の拡大が収益の拡大に大きく寄与したこと

図4 NASDの収入の伸び



【出所】 図3に同じ。

図5 NASDの支出構成



【出所】 図3に同じ。

は容易に想像できる。さらに、金額的にはこれら両項目より小さいものの、成長率でさらに高い伸びを見せているのは、上場関係の手数料である。上場手数料からの収入は一九九〇年代の一〇年間で約九倍と全項目の中で最大である。NASDRによる仲裁手数料も金額は小さいが、伸びの大きい収入項目である。これに対し、会員の監督や規制関係の手数料の増加率は低い。

NASDの支出

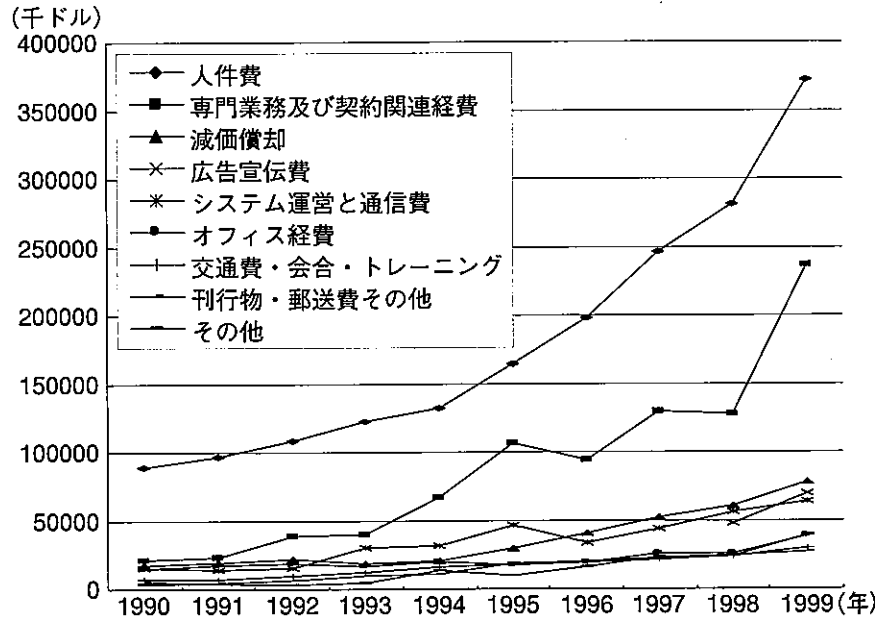
NASDの収入がこの一〇年間で大きく伸びたことを見たが、続いてNASDの支出面の特徴を検討してみよう。まず最大の支出項目は人件費で全支出の三九%を占めている。もつとも人件費の割合は徐々に低下傾向にあり、代わって増加しているのは専門業務及び契約関連の経費で二五%と第二の支出割合を占めている。

続いて大きな支出項目となっているのは、システム運営費や減価償却など取引システムにかかる経費である。昨年度は西暦の変わり目にコンピューターが誤作動する二〇〇〇年問題や、アメリカン証券取引所の統合にかかわる一時的な経費も必要であったが、長期的にもナスダックはECNなどの新しい取引システムとの競争をすすめる上で、

巨額のシステム投資を避けて通ることはできない。NASDは一九九九年の一年間でテクノロジ関連のソフト開発や償却に合計九億九、一〇〇万ドルを投入しており、これは前年より二〇%増加している。また、近年の取引高の増加にもなつてシステム容量の拡大や取引監督のためのシステムを拡充する必要が生じていることも指摘されている。取引拡大にともなうシステムへの追加投資はいわば成功の代償であるとも言えるだろうが、NASDにとってシステム投資のための資金調達は重要な課題である。

NASDはメリランド州ロックヴィルにあるナスダックのメインフレームコンピュータ設備を拡張しているほか、ニューヨーク・タイムズ・スクエアにマーケットサイトと名付けた巨大なビルを建設して壁面に巨大な広告宣伝用のスクリーンを備え、ナスダックの先進的なイメージを強調したブランド戦略に努めている。また、傘下に治めたアメリカン証券取引所に対しても、およそ一億一、〇〇〇万

図6 NASDの支出の伸び



【出所】 図3に同じ。

ルをかけてシステムのアップグレードを行っているほか、広告宣伝費用としても三、〇〇〇万ドルを投入する予定であるとしている。

NASDは、こうした資金需要を満たすため、二〇〇〇年一月にはナスダック市場を運営するNasdaq Stock Market Inc.の株式の七八%の持ち分を、二回の私募を行って売却する決定を行った。これによって調達された資金は、一部はアメリカン証券取引所への投資に使われるほか、多くはナスダック市場のシステム費用に当てることが予定されている。

おわりに

NASDの収支について簡単に検討した。NASDは、機構改正によって効率的な組織に脱皮した後、アメリカン証券取引所を傘下におさめ、新興ベンチャー企業の市場としてのブランド戦略をうちたてて、市場間競争を戦っている。IT関連のブームでナスダック市場の取引が大きく拡大したことともなって、取引手数料や市場情報手数料など取引関連の収入が大きく増大しており、NASDは市場運営「ビジネス」に現在のところ大きな成功をおさめているということが出来るだろう。

さらにナスダックは、取引関連収入の拡大を背景に取引システムへの投資に力を入れるだけでなく、巨額の広告宣伝を行ってブランドイメージの浸透に努め、これによってさらに多くの上場を獲得する戦略であると考えられる。市場運営「ビジネス」にとって上場手数料は安定度の高い収入であるということが出来る。なぜなら、上場手数料は取引高の変動から独立しているだけでなく、新規上場の際に加えて新規上場以降も継続的に手数料収入を得ることができるからである。しかし、多くの上場企業を引き付けるためには、市場としての高い評価を確

立する必要がある、そのためには、市場としてのブランド戦略が極めて重要となる。ナスダックがブランド・イメージの確立のための広告宣伝に多くの費用をかける理由はここにあると言いうことができる。

このように、市場間競争の中で市場運営者は、市場サービスという複合的な「プロダクト」を商品として「販売」しなければならない。そのためには、取引高の増大・知名度の向上・上場の獲得・市場規制のレピュテーションといった関連性の高い業務の相乗効果を考慮した戦略が必要とされるのであろう。

注

(1) 証券取引所の市場情報配信収入については、清水葉子(二九九九)「証券取引所の市場情報収入」(2)「証券レポート」一九九九年八月、九月、一五七三、一五七四号参照。

(しみず ようこ・主任研究員)