

## 収益基盤の多様化を図るナスダック

林 宏美

### 要 約

1. ナスダック・ストック・マーケットは、ロンドン証券取引所（LSE）に対する買収提案を公表するなど、欧米をまたぐ市場統合の動きを進めようとする一方で、ナスダックに上場する発行会社向けの付加的サービスを充実させることなどによって、収益基盤の多様化を図ろうとしている。
2. 「市場サービス」と「発行体向けサービス」に大きく分けると、ナスダックの収入は、前者が 60～70%台を占めている。なかでも、証券会社が支払う取引手数料収入が中心である「ナスダック・マーケット・センター」の 2006 年における収入は、1～9 月の 9 ヶ月間で、前年の 1.68 倍に達しており、そのシェアは 74.0%まで上昇した。
3. こうしたなかで、ナスダックは最近、株式アナリスト・レポートの仲介サービス、投資家向け広報（IR）の支援サービス、賠償責任保険のブローカレッジなど、「発行会社向けサービス」の拡充を進めている。また、取引プラットフォームの統合、ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットという新市場区分の導入も行うことで、ナスダック上場のブランド力を強化しようとしている。
4. もっとも、ナスダックによる発行体向けサービス拡充の動きは、本格化してから日が浅いこともあり、現在のところ収益向上に貢献するまでには至っていない。今後、ナスダックの取っている戦略が奏功するかどうかは、証券取引所の取りうる一つの選択肢として注目に値しよう。

### I. はじめに

米国のナスダック市場を運営するナスダック・ストック・マーケットは、2006 年 5 月にロンドン証券取引所（LSE）株式の持分を 25.1%に引き上げたのに続き、11 月 20 日には LSE の買収提案を公表、さらに 12 月 12 日には株式公開買付（TOB）の実施を公表するなど、LSE 買収計画をなんとか実現させようとする動きが目立っている<sup>1</sup>。

ナスダック・ストック・マーケットは、このような欧米をまたぐ市場統合の動きを進め一方で、ナスダックに上場する発行会社向けの付加的サービスを充実させることなどによって、収益基盤を確固たるものにする動きも着実に進めている。

前者の動きに比べると、後者の動きはわが国ではあまり注目されていないが、一上場企業としてのナスダックが、どのように収益を計上していこうとしているのかは、わが国の証券取引所にとっても参考になる可能性がある

る。

本稿では、欧米証券取引所間の提携や統合の動きには触れず、ナスダックの収益基盤の現状、サービスの多様化ひいては収益基盤を多様化させようとする最近数年間の動きに着目して、ナスダックが目指そうとしている姿を探っていきたい。

## II. ナスダック・ストック・マーケットの収益基盤の現状

ナスダック・ストック・マーケットの収入構成を見ると、取引手数料への依存度が高く、いわゆる「伝統的な証券取引所モデル」の様相が依然として強いように見受けられる。

2003年から2006年（2006年については1～9月期、以下同じ）の4年間における収入構成を見ると、主に市場参加者が支払う取引手数料収入が中心である「ナスダック・マーケット・センター」が全体の4割以上を占めていることが分かる（図表1-1、1-2）。とりわけ、直近の2006年にはナスダック・マーケット・センターの収入が8.89億ドルとなるなど、9ヶ月間で、前年1年間の水準の約1.68倍まで増加した結果、同収入が全体に占めるシェアは74.0%まで上昇した。これは、ナスダックが2005年12月にアイネットECNを買収したことなどが背景にあると見られる。

一方で、主に発行会社が負担している発行体向けサービスからの収入は、市場サービスに比べると、その水準に大きな変動は見られない。

あえて指摘するとすれば、「ナスダック保険仲介」および「その他の収入」を足し合わせた「発行体向けサービス」が、2004年の500万ドルから2006年には2,820万ドルに大幅に増加した点が注目される。この数字は、後で詳しく述べるように、ナスダックが発行体向けサービスを拡充しつつあることを反映し

ている。もっとも、全体の収入に占めるシェアは、2006年もわずか2.3%に留まっている。

また、ナスダック指数をベースにした商品および関連するデリバティブ商品の開発、ライセンス収入を中心とした「ナスダック金融商品」の収入シェアは、2004年の7.5%から2006年には2.6%まで低下した。

## III. 発行会社関連サービスの強化

### 1. 発行体向けサービスでの収入増加を目指す動き

以上見てきたように、ナスダックは、取引手数料収入への依存度が依然として高いなかで、最近では「発行体向けサービス」を強化する動きを活発化させている。

ナスダック発行体グループ部門は文字通り、潜在的なナスダック上場企業の誘致や既上場企業の維持を目的にして、発行会社（潜在的な発行会社を含む）に対して付加価値の高いサービスを幅広く取り揃えている。そのサービスは、発行会社の役員が抱える訴訟リスクの軽減から、投資家向け広報の充実、コーポレート・ガバナンスの向上などを支援する性質のものまでである（図表2）。

こうしたナスダックによる発行体向けサービスの強化は、他企業との提携関係を結ぶことによって、ナスダック上場企業に対して低コストで付加価値の高いサービスを提供できるようにするだけでなく、M&Aを積極的に活用することによっても進められている。

ナスダックは、2005年1月に賠償責任保険に強みを持つナスダック保険代理店（The NASDAQ Insurance Agency, LLC）を完全子会社化したのを皮切りに、同年9月には金融情報ベンダーのロイターと合併でインディペンデント・リサーチ・ネットワーク（IRN）を設立、さらに2006年2月にはシェアホルダー・ドット・コムを買収するなど、M&Aを積極的に行ってきた。また、後述するよう

図表 1-1 ナスダックの収入構成～実額およびシェア～

	主な負担者	実額(100万米ドル)				シェア(%)			
		2003	2004	2005	2006年1-9月	2003	2004	2005	2006年1-9月
市場サービス		383.7	334.5	653.6	1027.7	65.1	61.9	74.3	85.1
ナスダック・マーケット・センター	証券会社	247.3	238.2	529.1	889.0	41.9	44.1	60.1	74.0
ナスダック市場情報サービス契約料	情報サービス利用者 (データ・ベンダーなど)	128.2	85.8	104.2	114.0	21.7	15.9	11.8	9.0
その他の市場サービス	情報サービス利用者 (データ・ベンダーなど)	8.2	10.5	20.3	24.7	1.4	1.9	2.3	2.2
発行体向けサービス		204.2	205.8	226.1	182.1	34.6	38.1	25.7	14.9
発行体グループ	発行会社	168.3	165.3	187.6	153.7	28.5	30.6	21.3	12.3
年間上場維持手数料	発行会社	93.9	91.4	107.8	80.0	15.9	16.9	12.3	6.5
追加株式上場手数料	発行会社	37.1	36.8	37.6	27.5	6.3	6.8	4.3	2.2
新規上場手数料	発行会社	32.3	31.1	29.2	18.0	5.5	5.8	3.3	1.6
ナスダック保険仲介 <sup>(1)</sup>	発行会社	-	-	8.1	28.2	-	-	0.9	2.3
その他の収入	発行会社	5.0	6.0	4.9	-	0.8	1.1	0.6	-
ナスダック金融商品		35.9	40.5	38.5	28.4	6.1	7.5	4.4	2.6
ライセンス収入		32.9	36.7	34.5	24.7	5.6	6.8	3.9	2.3
その他の収入		3.0	3.8	4.0	3.7	0.5	0.7	0.5	0.3
その他		1.9	0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
合計		589.8	540.4	879.9	1209.9	100.0	100.0	100.0	100.0

(注) 1. 2005年1月1日にナスダック保険代理店が100%子会社となったことから、ナスダックの連結決算対象となった。2005年10月1日より、買収した保険ブローカー、カーペンター・ムーアの収入も「ナスダック保険仲介」に含まれている。

2. 発行体グループ内の「ナスダック保険仲介」「その他の収入」については、2006年(四半期ベースのデータ)には、一つにまとめられて「発行体向けサービス」として公表されている。

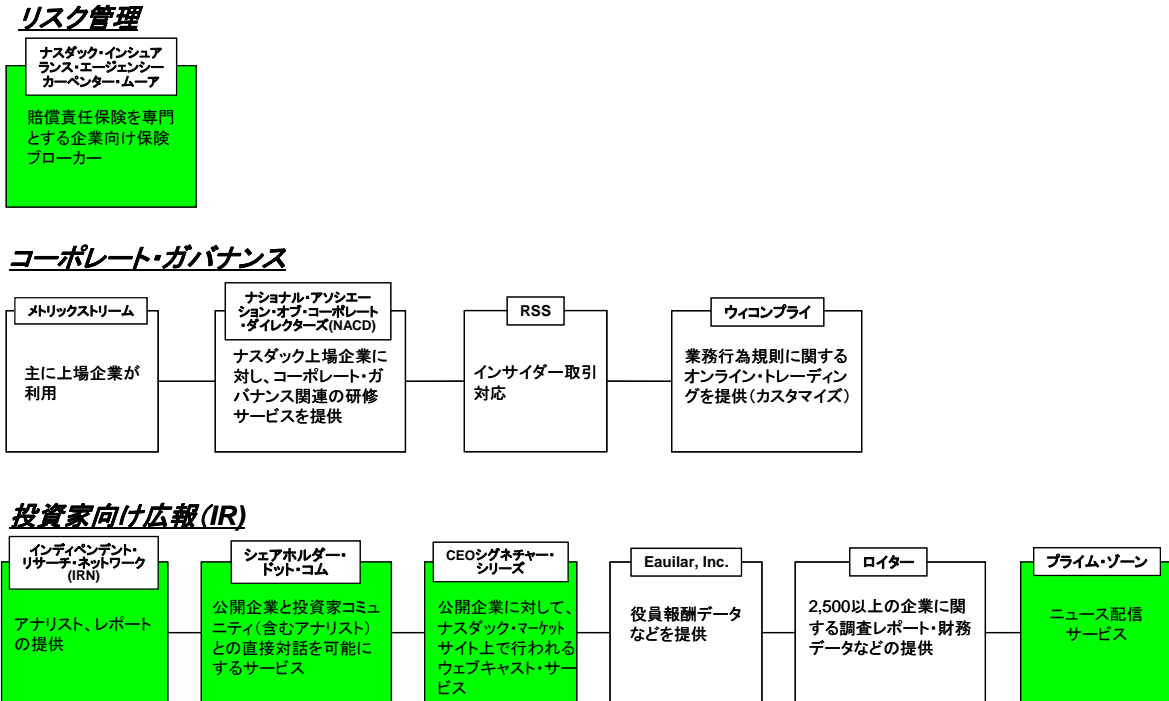
(出所) ナスダック年次報告書(10-K)より野村資本市場研究所作成。

図表 1-2 ナスダックの収入概要

収益項目	概要	備考
市場サービス	主なものは、①取引手数料と②市場情報サービス・ビジネスからの収入。	
ナスダック・マーケット・センター	ナスダック・マーケット・センター(電子プラットフォーム)に集約された流動性にアクセスする市場参加者が支払う取引手数料(一部の手数料は流動性を提供した市場参加者にリベートとして支払われる)。	2006年にも取引プラットフォームをINETに統合させる。INETの取引執行手数料のほうがナスダックのそれよりも高いため、調整した。取引所間の手数料引き下げ競争が激化するなかで、ナスダックも手数料を引き下げた。
ナスダック市場情報サービス契約料	市場参加者やデータ・ベンダーに対して気配や取引に関する市場情報を提供する際の契約料(提供するデータ内容は様々) 旗艦商品の例としてはTotal Viewがある。 * 取引報告: UTPプラン(非上場取引特権、Unlisted Trading Privileges Plan)のもとで、他の取引所と共有している取引情報や気配情報の取得料(利用者が負担)の一部を収入として得ている。	TotalViewの契約者は2005年に倍増した。OpenView、ModelView、OrderViewといった市場情報サービスを2005年に新たに立ち上げた。
その他の市場サービス		
発行体向けサービス	・ナスダック上場企業に対するサポート・サービス及び商品の提供 ・ナスダックへの新規上場サポート	
発行体グループ		
年間上場維持手数料	上場を維持するために発行体が毎年支払う手数料	
追加株式上場手数料	株式数を増やす場合に発行体が支払う手数料(四半期ごとに見直し)	
新規上場手数料	上場申請に伴う手数料、株式総数に比例してかかる手数料	
ナスダック保険代理店	賠償責任保険など(例: 経営者向け、従業員過失、知的資産)のフロー・カレッジ収入 ・Nasdaq Insurance Agency(役員や企業資産の保護分野に強みを持つ保険ブローカー、2000年に設立)、Carpenter Moore Insurance Services ・ナスダックは、賠償責任保険ブローカーとしては全米第10位に位置づけられる。	上場企業へのサービスを充実させるため、2005年にはNasdaq Insurance Agency, LLCやCarpenter Mooreという独立系保険ブローカー2社を買収。
その他の収入	ナスダックとロイターが2005年に設立した合弁会社Independent Research Networkを通じて、中立的なアナリスト・レポートを提供するサービスを導入。また、IR戦略に関するアドバイスを提供する会社Shareholder.comを2005年に買収し子会社化。	
ナスダック金融商品	ナスダック指数をベースにした商品及び関連するデリバティブ商品の開発及びライセンス。主要な事例としては、ナスダック100をベースにしたETF(QQQ)がある。ナスダック総合指数、ナスダック・バイオテクノロジー指数を含む他のナスダック指数をベースにした金融商品も導入済み。加えて、ナスダックは、サードパーティの仕組み商品やETFにライセンスを供与したり、上場させたりすることでも収入を得ている。	2004年12月1日以降、ETF(QQQ)はアメックスからナスダックへ上場先を変更した。

(出所) ナスダック年次報告書(10-K)などより野村資本市場研究所作成。

図表2 ナスダックの発行会社向けサービス



(注)  はナスダックの子会社、および合併会社

(出所) ナスダック各種資料より野村資本市場研究所作成。

に、2006年9月には、ニュース配信サービスのプライムゾーン・メディア・ネットワークの買収を完了したほか、2006年11月には、コンプライアンス・データベースのメトリクストリームとの提携関係も構築した。

発行会社向けのサービスを充実させれば、ナスダックへの上場を望む企業が増える効果のみにとどまらず、市場での取引が活発化することによって、取引手数料収入を中心とした「市場サービス」収入の増加につながる好循環も期待出来る。

以下では、ナスダックが提供する発行会社向けサービスのうち主なものを紹介する。

## 2. 株式アナリスト・レポートの仲介

### 1) インディペンデント・リサーチ・ネットワーク(IRN)の設立

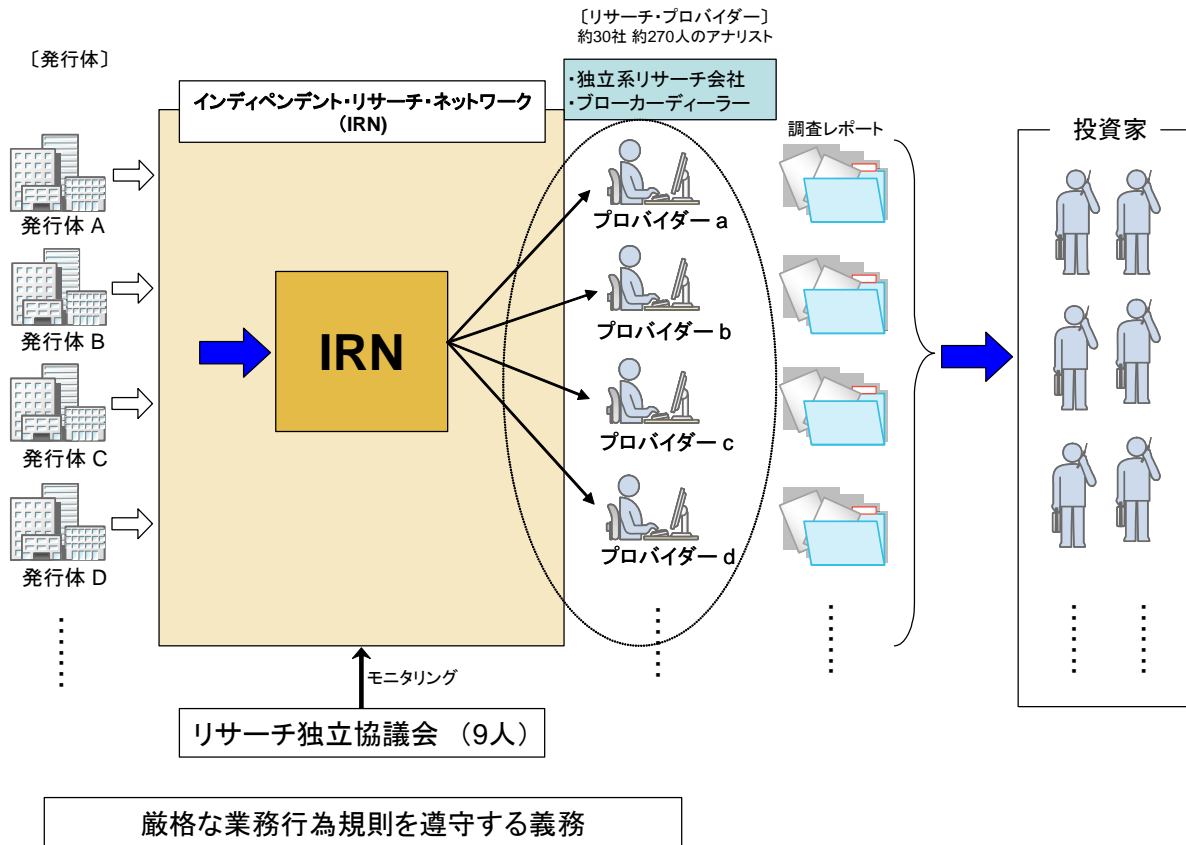
ナスダックは、2005年9月に金融情報ベ

ンダーのロイターと合併で設立したインディペンデント・リサーチ・ネットワーク(IRN)を通じて、発行会社に関する株式アナリスト・レポートを仲介する仕組みを構築した。

具体的には、ファンダメンタルなアナリスト・レポートを必要としている発行会社と、アナリスト・レポートを提供する業者およびアナリストとをIRNがブラックボックス化してつなぐプラットフォームを提供している(図表3)。IRNは、2006年第2四半期に同サービスの提供を開始した。

ナスダックがこうしたサービスを導入することになった背景には、2000年10月に施行された公平情報開示規則<sup>2</sup>(レギュレーション・フェア・ディスクロージャー、Regulation FD)や2003年4月に成立した包括的和解(グローバル・リサーチ・アナリスト・セトルメント)、コミッションのアンバ

図表3 IRNモデルの仕組み



(出所) 野村資本市場研究所

ンドリング化などによって、セルサイドによる調査レポートを取り巻く環境が大きく変化してきたことが挙げられる。

すなわち、環境が変化するのに伴い、大手の証券会社が、限られた調査資源を、時価総額が大きい大型株に集中させる傾向を強めた結果、証券会社の調査対象からはずれる中小企業が増えている事情がある。調査対象から外れれば、投資家の判断材料が枯渇することから、投資先候補から外れてしまうことになりかねない。そうすると、市場での取引も薄くなり、流動性の低下につながってしまう。

ナスダック・ストック・マーケットのボブ・グレイフェルド会長兼 CEO は、ナスダック上場企業 3,200 社のうち約 1,200 社、米国の全上場企業のうち 35%は、アナリストの調査対象に全く入っていない点を指摘し、長年懸念を抱いてきたことを明らかにした。

また、米国の全上場企業の 50%超については、当該企業を継続的にカバーしているアナリストが 2 人以下である、という数字さえある。

このような状況下、ナスダックは、継続的な調査対象に入っていない、或いはごくわずかなアナリストがカバーしているにすぎない発行会社を主な対象として、調査レポートをスムーズにしかも継続的に提供できる仲介プラットフォームを整備した。このように、投資家が投資判断をするうえで必要となるアナリスト・レポートの発行をナスダックが支援することは、当該発行会社への投資がしやすくなる素地を整えることにつながる。

IRN は、アナリスト・レポートのカバー範囲を、①テクノロジー・通信、②消費財、③ヘルスケア、④工業、⑤エネルギー、⑥素材、⑦金融、⑧公益事業のセクターとしている。

## 2) IRN の仕組み

発行会社は、IRN のプラットフォームを活用することによって、IRN が選定したリサーチ・プロバイダーに属するアナリストが執筆する、当該企業についての株式アナリスト・レポートが発行される環境に置かれる。IRN と契約を結んだ発行会社は、基本3年間にわたって少なくとも四半期に一度の頻度でアナリスト・レポートを入手することができる。

IRN の仕組みの鍵となるのは、どのリサーチ・プロバイダー（＝インディペンデント・リサーチ・プロバイダー、IRPs）が当該発行企業をカバーするのかという点であるが、このプロバイダーの選定は、IRN の自主規制を行うリサーチ独立協議会（IRN Research Independence Council）が行うこととなっている。株式調査やビジネス、証券関係分野の専門家9名で構成されるリサーチ独立協議会は、パフォーマンスや業界に関する専門知識を含む、IRN 独自の選定基準（質および量）を用いて、最適なりサーチ・プロバイダーを選定する。どのリサーチ・プロバイダーが担当することになるのかは、IRN プロセスを経て最終的に決定した段階で初めて、発行会社に対して開示される<sup>3</sup>。

IRN のメンバーとなっているリサーチ・プロバイダー約30社、株式アナリスト270人超の中から、最もふさわしいプロバイダー、アナリストが選抜されることになる。メンバーの中には、独立系リサーチ会社のほか、証券会社（ブローカー・ディーラー）など様々な会社が含まれている。

なお、IRN では、1つの発行会社に対して少なくとも2人のアナリストが株式アナリスト・レポートを発行することになっており、投資家が偏った単独の見解に振り回されないような工夫も施している。

なお、IRN の仲介で発行される株式アナリスト・レポートのクオリティを維持するためには、前掲したリサーチ独立協議会が果たす

役割が大きい。前述したようなりサーチ・プロバイダーの選定はさることながら、IRN のリサーチ・メンバーとなるためのガイドラインの設定にはじまり、同メンバーになることを希望するプロバイダーの承認、株式アナリストの継続的なモニタリングを行う役割などもある。継続的なモニタリングでは、株式アナリスト・レポートの独立性が保たれているのか、リサーチ・プロバイダーやアナリストの選定基準が首尾一貫したものになっているか、といった観点チェックされる。

対する発行会社側も、IRN の行為規則（Codes of Conduct）を遵守することが求められており、これはIRN との契約を締結するうえでの条件となる。

ちなみにIRN が媒介して発行されたレポートは、ロイター・ナレッジ・フォー・コーポレート（Reuters Knowledge for Corporates<sup>SM</sup>）のプラットフォームを通じて、IRN の全契約者（法人会員）が閲覧できるばかりでなく、投資家も直接閲覧することが可能である。

同プラットフォームでは、IRN が仲介した株式アナリスト・レポートのみならず、各ブローカー・ディーラー及び独立系リサーチ会社が発行した株式アナリスト・レポート、発行企業の財務情報やロイターの情報源を活かした各種ニュース、株価や株価チャート、株主構成など、幅広い情報を入手することができる。

また、IRN の仲介システムを通じて発行されたアナリスト・レポートは、他の金融情報ベンダーを通じて配信される道もひらかれている。

## 3) IRN のメリット

IRN を活用することによって、定期的な株式アナリスト・レポートの発行を享受できる発行会社だけではなく、投資家にとっても、リサーチ提供業者にとってもメリットを見出

すことができる。

投資家は、ロイターのプラットフォームをはじめとした媒体を通じて、従来カバーされていなかった（或いはほとんどカバーされていなかった）発行会社に関する中立的なレポートを入手することで、潜在的な投資対象を広げることができる。しかも、IRN では複数年にわたって定期的にアナリスト・レポートが発行される保証があることから、発行企業の成長過程を定点で把握する投資判断材料を確保できることになる。

また、リサーチ提供業者に関しては、独立系リサーチ会社なのか、ブローカー・ディーラーなのかによって、その立場は異なる部分がある。

まず独立系リサーチ会社は、リサーチ・レポート発行に伴う定期的なフィー収入の獲得が見込まれることから、ビジネス・チャンスの拡大と捉えることが出来る。しかも、ナスダックとロイターの2ブランド力を利用できることになるため、IRN に入ることによって相乗効果も期待できうる。

一方で、低下傾向が続くブローカレッジ・コミッションによってアナリスト・レポートの手当てをしなくなってきたブローカー・ディーラーにとっても、年2回の追加的な収入源となりうる、と捉えることが出来る。

なお、IRN が仲介して発行された株式アナリスト・レポートの著作権は、リサーチ提供業者に帰属する。そのため、リサーチ提供業者が独自に有する配信チャンネルを通じて別途提供することも可能である。

以上見てきたように、リサーチ独立協議会や独自の行為規則に基づく規律が保たれたIRN は、すべての参加者がメリットを享受することが出来る仕組みとなっている。

### 3. 投資家向け広報（IR）サービス

ナスダックは、上場企業が株主やアナリス

トとのコミュニケーションを円滑化、投資家向け広報（IR）サービスを強化するための様々な支援ビジネスも拡充している。ナスダックは、上場企業として運営を続けるのに必要不可欠な機能である投資家向け広報活動なども支援することで、付加価値のあるサービスを発行企業に提供する路線を強めている。

例えば、ナスダックは2006年2月、IR 関連ビジネスにその業務内容を特化しているシェアホルダー・ドット・コム（Shareholder.com）を買収して完全子会社化したのに続き、2006年9月には、ニュース配信サービスを行っているプライムゾーン・メディア・ネットワークの買収を完了した。さらに2006年11月には、プライムゾーン・メディア・ネットワークを完全に統合したのを機に、同社の社名をプライム・ニューズワイヤーに変更した。なお、プライム・ニューズワイヤーが提供するサービスには、シェアホルダー・ドット・コムのウェブサイトからアクセスすることが可能になっている。

プライム・ニューズワイヤーでは、発行会社が開示すべき重要なプレスリリースをリアルタイムに同時配信することによって、レギュレーション FD を遵守できる体制を整えるサポートを行っている。同ニューズワイヤーは、約6,000の新聞やテレビ、ラジオ、ワイヤーサービスをカバーしている。80カ国に23ヶ国語で配信されている同ニューズワイヤーは、3,500件を上回るデータベースなどで活用されている。

一方のシェアホルダー・ドット・コムは、投資家向け広報を目的としたウェブサイトの作成及び管理、オーディオやビデオを活用したウェブキャスト、カンファレンス・コールなどのサービスを提供している。シェアホルダー・ドット・コムは、ナスダック上場企業396社を含む1,000を超える顧客を抱えている。

#### 4. 賠償責任保険のブローカレッジ

ナスダックは、ナスダック上場企業（潜在的な上場企業も含む）に対してサービスを行う、賠償責任保険に特化した法人保険ブローカーのナスダック保険代理店（Nasdaq Insurance Agency）を保有している。2000年に設立されたナスダック保険代理店は当初、ナスダック・ストック・マーケットとAIGの100%子会社との50：50の合弁会社として運営されてきたが、2005年1月1日、ナスダックがAIG子会社の持分をすべて取得したことで、完全子会社とした。

その後、2005年9月7日には、同じく賠償責任保険分野に強みを持つ独立系保険ブローカーのカーペンター・ムーア・インシュアランス・サービス（Carpenter Moore Insurance Services, Inc）を買収することで合意した。同社を買収したことによって、ナスダックの保険仲介業務は、賠償責任保険プロバイダーとして全米第10位に位置づけられるようになった。

発行会社はそれぞれ、会社ごとに異なった訴訟リスクに晒されているが、ナスダック保険代理店は、独立した立場で各発行会社が抱えているリスク・プロフィールを評価したう

えで、当該会社に合うようにカスタマイズした保険を提供している。なお、ナスダック保険代理店が単独で行う場合と、提携しているブローカレッジ・パートナーと共同で行う場合がある。

ナスダック保険代理店を利用しているのは2006年8月末現在、ナスダック上場企業216社に加えて、ニューヨーク証券取引所（NYSE）上場企業21社、アメリカン証券取引所（AMEX）上場企業22社など、全体で341社ある（図表4）。

ナスダック保険代理店が仲介している賠償責任保険には、以下のような種類がある。

##### 1) D&O（会社役員賠償責任）保険

米国で30社程度の保険会社が提供しているD&O（会社役員賠償責任）保険の類は、文字通り、会社役員が、会社役員としての業務として行った行為に関して損害賠償請求を受けた場合に、損害賠償金や訴訟に伴ってかかるコストをカバーする保険である。

取引所に株式を上場している企業はもちろんのこと、未公開企業もこうした損害賠償請求を起こされる可能性があることから、保険の対象顧客となる。

図表4 発行会社向けサービスの契約状況

	NASDAQ 上場企業	NYSE 上場企業	AMEX 上場企業	その他の取引所 上場企業	合計
ナスダック・インシュアランス・エージェンシー（含むカーペンター・ムーア）	216	21	22	82	341
シェアホルダー・ドットコム	490	385	83	176	1,134
プライムゾーン	109	72	28	208	417

（注） 2006年8月末現在

（出所）ナスダック資料より野村資本市場研究所作成。



## 2) E&O (職業過失賠償責任) 保険

E&O (職業過失賠償責任) 保険は、専門的なサービスを提供し、その対価として手数料収入などを得る会社組織向けの損害保険である。具体的には、電子上のデータ処理、コンサルティングやインターネット・サービスの提供、保険代理業、不動産仲介業、投資顧問業などを営む会社が対象となる。

こうした会社は、不正確或いは不完全な情報が提供されたとか、過失、過誤、不作為によって、顧客が満足を得られなかった場合に、顧客に訴訟を起こされるリスクに晒されている。通常の賠償責任保険では、物理的な損失や傷害などしかカバーされないことから、上記のような専門的サービスを提供する会社は、E&O 保険に加入することが望ましいとされている。

## 3) 知的資産に対する保険

ナスダックは、特許権や著作権、商標の侵害によって生じた損害をカバーする知的資産に対する保険も提供している。この保険では、訴訟にかかった費用などもカバーされることになっている。

## 4) EPL (雇用慣行賠償責任) 保険

EPL (雇用慣行賠償責任) 保険は、主に雇用上の差別や不当解雇、セクシャル・ハラスメントを中心に、従業員による損害賠償請求のリスクをカバーするものである。

## IV. 市場サービスの強化

### 1. 取引システムの統合など

ナスダックは、発行会社向けの様々なサービスを拡充するだけでなく、証券取引所の基本的な業務である市場サービスの強化も合わせて行っている。

ナスダックは、段階的にナスダック・マーケット・センターとブルット (Brut)、アイ

ネット (INET) のシステムを統合させ、一本化する方針を打ち出している。

既に 2006 年 10 月 30 日、ナスダック上場銘柄については、システムの統合が完了したうえ、同 11 月 20 日にはナスダック上場銘柄以外の銘柄についても、ブルットとアイネットとの統合を完了させた。残されたシステム統合プロセスは、ナスダック以外の上場銘柄に関するナスダック・マーケット・センターとの統合であるが、これは 2007 年 1 月に完了する予定である。

ちなみに、ナスダックの統合プラットフォーム、アイネットは、価格面、スピード面、システム稼働能力のすべての面において、他の競合取引所に比べて優位に立てる、とナスダックは主張している。

加えて、ナスダックは 2006 年 9 月 7 日、2007 年第 3 四半期にも個別株と株式指数のオプション取引所の創設を計画していることを公表するなど、現物株式のみならず、派生商品への本格的な進出も視野に入れている。

オプション取引のプラットフォームについては、ナスダックが現物株取引に利用しているプラットフォームを活用する方針である。さらに、ナスダックは、アイネットを他のアセット・クラスの取引まで拡充する可能性も視野に入れている。

## 2. 新しい市場区分ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットの創出

ナスダックは 2006 年 2 月 15 日、現行の 2 つの市場区分 (ナスダック・ナショナル・マーケットとナスダック・キャピタル・マーケット (2005 年 9 月以前は、ナスダック・スモールキャップ・マーケット)) に加えて、上場基準およびコーポレート・ガバナンス基準ともに高い水準を充たした企業で構成されるナスダック・グローバル・セレクト・マーケットという市場区分を新たに加える方針を公表した。

ナスダックは既に、新興企業、なかでもハイテクな新興企業が新規株式公開をする市場としてのブランドを確立しているが、マイクロソフトやシスコシステムズ、アップルコンピュータなどに代表されるようなグローバルなハイテク企業を中心に、成熟企業となった場合でも、ニューヨーク証券取引所へ移行せず、ナスダックへの上場を維持する企業が少なくない。

また、ナスダックの重複上場制度を利用して、NYSE とナスダックの 2 市場に上場していた企業の中からは、ナスダックの取引環境を評価し、ナスダックの単独上場に移行した企業もある<sup>4</sup>。2005 年 10 月 31 日には、カデンス・デザイン・システム（Cadence Design Systems）が、2006 年 12 月 20 日には、ディスカウント・ブローカーのチャールズ・シュワブがナスダックへの単独上場に切り替えた。チャールズ・シュワブは、2 年近くにわたって NYSE との重複上場を行った結果の決断であった。

実際、両株式取引に関して、ナスダックと NYSE における取引状況を比較すると、ナスダックが NYSE に比べて取引スピードが速いうえ、取引コストが低かった（図表 5）。チャールズ・シュワブの会長兼 CEO を務めるチャールズ・R・シュワブ氏は、ナスダックを「迅速で高いクオリティ、低いコストの取引執行」をもたらしてくれると評価している。一方のカデンスも機関投資家が（NYSE

よりも）ナスダックでの取引を望んでいる、とするフィードバックを得たとしている。

新市場区分の追加は、こうしたグローバルな優良企業が多く上場している取引所としてのナスダックのブランドをより確立していこうとするスタンスの表れである。ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットは文言どおり、「グローバル（国際展開する）・セレクト（選ばれた）」企業が集結する市場を目指す。

以下では、新市場区分の概要および基準について触れていくこととする。

### 1) 新しい市場区分の概要

ナスダックは 2006 年 7 月 1 日、ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットを含んだ、新しい 3 つの市場区分に移行した（図表 6）。また同時に、ナスダック・ナショナル・マーケットを改め、ナスダック・グローバル・マーケットとした。

「ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット」には、ナスダック 100 種株価指数の構成銘柄を含む 1,189 社が含まれている。2006 年 11 月末現在のナスダック全上場企業数が 3,200 社であることを鑑みると、約 3 分の 1 がグローバル・セレクト・マーケットに属していることが分かる。

グローバル・セレクト・マーケットにおいて時価総額による企業分布を見ると、10～100 億ドルの企業が全体の 40% を占めるなど

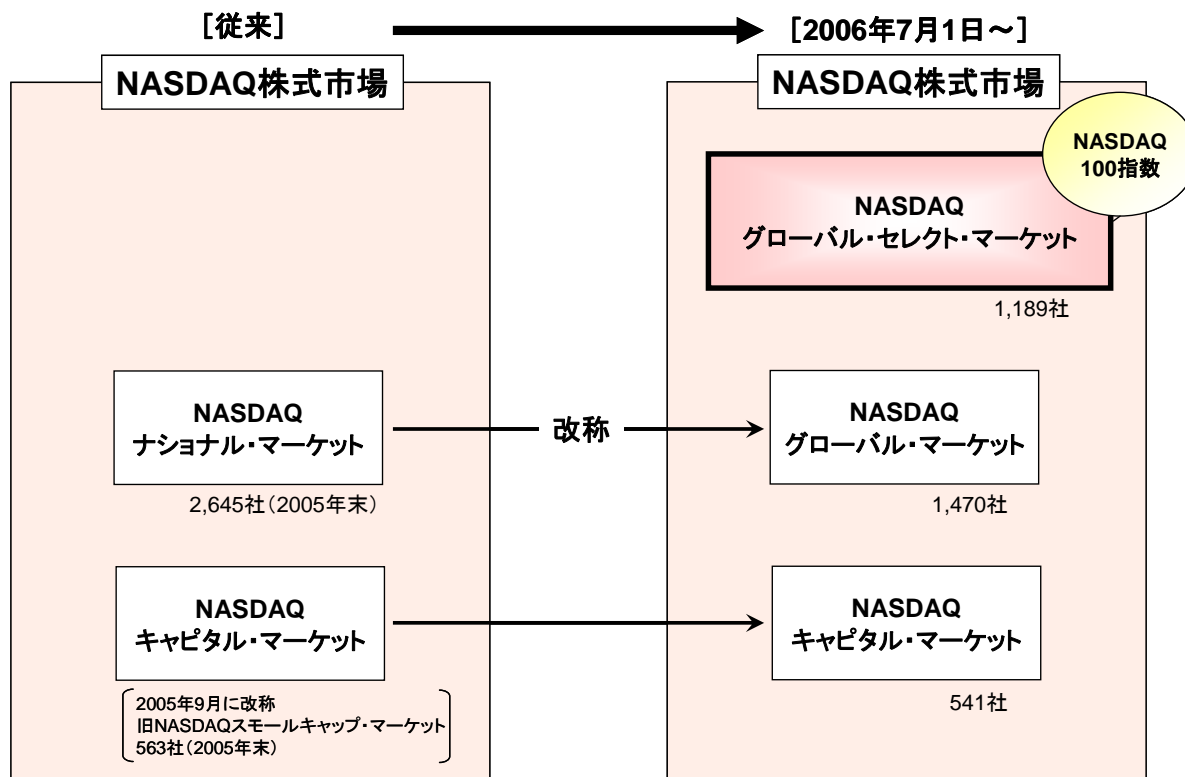
図表 5 ナスダックと NYSE との市場比較  
～カデンスとチャールズ・シュワブのケース～

	執行スピード (単位:秒)		実効スプレッド (単位:セント)		最良気配外での取引割合 (単位:%)	
	NYSE	NASDAQ	NYSE	NASDAQ	NYSE	NASDAQ
カデンス・デザイン	15.8	3.3	1.23	1.18	8.1	2.9
チャールズ・シュワブ	8.9	0.5	0.99	0.82	6.4	2.7

(注) ナスダックのデータは、ナスダック・マーケット・センター、ブルット、アイネットの全てを含んだベース

(出所) NASDAQ “Market Structure Bulletin”(2006 年 4 月) (原典は Market Systems, Inc.)

図表 6 ナスダックの市場区分



(注) 2006年7月1日~における会社数は2006年11月末現在  
 (出所) 野村資本市場研究所

最も多いが、5~10億ドルの企業も26%を占めている(図表7)。一方で、5億ドル未満の企業も29%存在する。また、同マーケットにおけるセクター分布も幅広く、最大勢力であるIT企業(全体の26%)の後、金融業(同25%)、景気敏感株・サービス業など(同15%)が続いている(図表8)。

## 2) 新市場の基準

ナスダックでは2007年以降、毎年10月にナスダック上場審査部(Listing Qualifications Department)が全上場企業をチェックする。

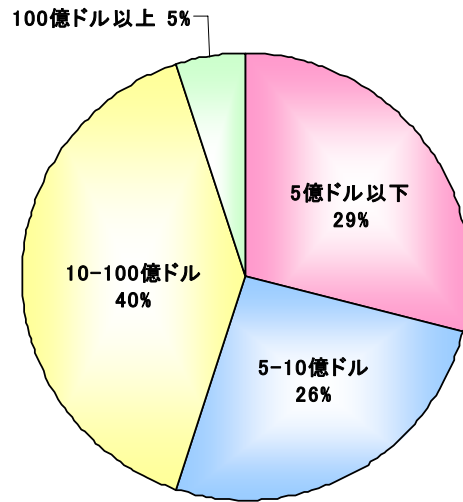
そして、上場基準を充たした企業は翌年1月に自動的にグローバル・セレクト・マーケット企業の仲間入りをする。ただし、ナスダック・キャピタル・マーケットに属していた企業がグローバル・セレクト・マーケットの上場基準を充たした場合には、グローバ

ル・セレクト・マーケットに移行するか、或いはキャピタル・マーケットに留まるかを選択することが出来る<sup>5</sup>。

ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットの仲間入りをするためには、ナスダック・グローバル・マーケットやキャピタル・マーケットよりも厳しい上場基準を充たさなければならない(図表9)。

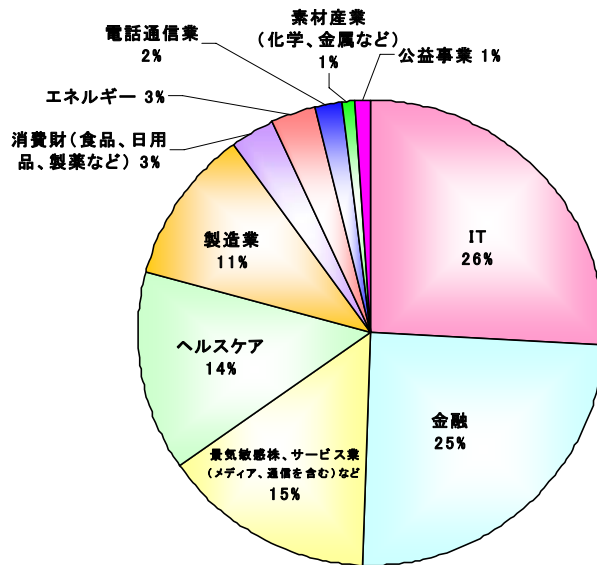
NYSEの上場基準と比較しても、グローバル・セレクト・マーケットの上場基準は厳しい。例えば、浮動株式数の流動性基準を見ると、NYSEが110万株であるのに対し、グローバル・セレクト・マーケットは125万株となっている。また、収益基準では、NYSEが「直近3年間における税引き前利益の合計額1,000万ドル以上、直前2年間が各200万

図表7 ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット  
～時価総額ベースの分布～



(出所) NASDAQ, “NASDAQ Global Select Market”

図表8 ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット  
～セクターの分布～



(出所) NASDAQ, “NASDAQ Global Select Market”

ドル以上」としているのに対し、ナスダックはそれぞれ、「同 1,100 万ドル以上、220 万ドル以上」という基準を設けており、NYSE を意識した基準とも捉えられる。

なお、グローバル・セレクト・マーケットとグローバル・マーケットの上場維持基準は同一のものとなっている。

図表9 ナスダック・グローバル・セレクト・マーケットの上場基準

		ナスダック・グローバル・セレクト・マーケット		
財務基準		基準1	基準2	基準3
	税引き前利益	直前3年間における合計が1,100万ドル以上、かつ直前2年間でそれぞれ220万ドル以上、かつ直前3年間でそれぞれ0ドル以上	-	-
	キャッシュフロー	-	直近3年間における合計が2,750万ドル以上、かつ直近3年間でそれぞれ0ドル以上	-
	時価総額	-	直近12ヶ月の平均値が5.5億ドル以上	直近12ヶ月の平均値が8.5億ドル以上
	収益	-	前年度が1.1億ドル以上	前年度が9,000万ドル以上
	最低売り気配	5ドル	5ドル	5ドル
	マーケット・メーカー数	3社	3社	4社
	コーポレート・ガバナンス	あり	あり	あり
流動性基準(新規上場のケース)	実質株主	・2,200人(IPO及びスピンオフの場合) ・450人(関連会社の場合) ・450人(再生企業の場合)		
	浮動株式数	1,250,000		
	浮動株時価総額	・7,000万ドル(IPO及びスピンオフの場合) ・7,000万ドル(関連会社の場合) ・1.1億ドル、或いは1億ドルかつ自己資本が1.1億ドル(再生企業の場合)		

(出所) 野村資本市場研究所作成

## V. ナスダックの評価と今後の課題

これまで見てきたように、ナスダックは、取引プラットフォームの整備や市場区分の変更などによってナスダック・ブランドをより確立させることに加えて、発行会社向けサービスのメニューを拡充することによって、発行会社がナスダック上場で得られる付加価値を高めることに尽力している。

しかも、既に触れたように、ナスダックの発行会社向けサービスは、ナスダック上場企業以外の多くの企業が享受している。したがって、これらの企業が将来的にナスダックへの上場を検討してくれる可能性を期待することも出来る。

もっとも、ナスダックが発行会社向けサービスの拡充を本格化させてからまだ日が浅いこともあり、これまでのところ、発行会社向けサービスがナスダックの収益向上に貢献するまでには至っていない。

前述したように、発行体向けサービスから計上した収益のシェア(2006年)は、わずか2.3%に留まっている。また、より直接的にナスダックにおけるIPO件数を見ても、2004年の148件に続いて126件(2005年)、85件(2006年1~9月)となるなど、増加傾向は見取れない。

また、前述したようなナスダックへの単独上場の動きがある一方で、ナスダックからNYSEに上場先を変更した企業が少なくないことにも留意する必要がある。メタル・マネジメントやヘリックス・エネルギー、CBIZなどがその事例として挙げられる。

一方で、投資家によるナスダック市場への評価を示す代理変数として、ナスダック市場におけるNYSE銘柄の取引シェアを見ると、2004年11月には14.5%であったのが2006年11月には30.8%まで上昇しており、ナスダック市場に対する評価が高まっていると捉えられる側面もある。しかしながら、ナス

ダック市場におけるナスダック銘柄取引の市場シェアは、同時期に 81.1%から 71.5%に低下した状況もあることから、投資家の評価が高まったとは言えない。

ナスダックとニューヨーク証券取引所 (NYSE) との競争がし烈化するなかで、取引プラットフォームのサービスが申し分ないことだけでは、市場間競争で勝ち残っていくことが厳しい状況がある<sup>6</sup>。折しもモルガン・スタンレーやメリルリンチ、ゴールドマン・サックスなど欧米の大手投資銀行が共同で、欧州大手企業の株式売買を可能にする取引プラットフォームを 2007 年にも設立しようとする動き<sup>7</sup>や、代替取引システム (ATS) による取引が広がりを見せているなかで、取引所としての優位性をいかに出せるかは未知数である。

今後、ナスダックの戦略が奏功するかどうかは、証券取引所の取りうる一つの選択肢として注目に値しよう。

<sup>6</sup> 米国の市場間競争について、詳しくは、井上 武「米国株式市場間競争のもう一つの側面」『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

<sup>7</sup> 7つの大手投資銀行（シティグループ、クレディ・スイス、ドイツ銀行、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ、モルガン・スタンレー、UBS）が共同出資で新会社を設立し、取引プラットフォーム (Multilateral Trading Facility) の開発に携わる独立した経営陣を設置する予定である。共同取引プラットフォーム設立の動きは、2007年11月に施行される予定のEU金融商品市場指令 (MiFiD) に対応する動き。MiFiD について、詳しくは、神山哲也「EU金融商品市場指令の欧州資本市場への影響」『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

<sup>1</sup> 2007年初現在、ナスダックによるLSE株式の持ち分比率は30%弱まで上昇している、とされている（"How will this oddest of games end?" TimesOnline, Jan 01 2007）。ナスダックによるLSE買収提案の公表を受けて、LSE側は、同提案を拒否した。

<sup>2</sup> SECの公平情報開示規則 (Regulation Fair Disclosure) について詳しくは、大崎貞和・平松那須加「求められる公平な情報開示」『資本市場クォーターリー臨時増刊 No5』2001年5月1日参照。

<sup>3</sup> リサーチ提供者およびアナリストは、IRN側から打診があった場合に拒否することも認められている。

<sup>4</sup> ナスダックの重複上場制度は、非上場取引特権 (UTP) の制度を利用したものではない。ナスダックへの重複上場を望む発行会社自身が、ナスダックに対して申請したうえで、承認される必要がある。なお、ナスダックの重複上場制度を利用したい発行会社は、ナスダック・グローバル・マーケット (従来のナスダック・ナショナル・マーケット) の上場基準を満たす必要がある。

<sup>5</sup> キャピタル・マーケットに留まる選択をした場合、上場基準を満たす限り、いつでもグローバル・セレクト・マーケットに移行するための申請を出すことが出来る。