

BATSとダイレクトエッジの合併合意

～米国株式市場の再編～

吉川 真裕

二〇一三年八月二三日金曜日、アメリカでニューヨーク証券取引所（NYSE）を傘下に持つNYSEユーロネクスト、ナスダック証券取引所を傘下に持つナスダックOMXに次ぐ証券取引所運営会社であるBATSグローバル・マーケット（BATS）とダイレクトエッジが合併交渉を進めているという関係者の話がウォール・ストリート・ジャーナル紙やニューヨーク・タイムズ紙で報じられた。当日には両社から合併交渉を認めるコメントは発表されなかったが、翌週月曜日の取引開始前には両社から合併合意に関するプレス・リリースが公表され、株式取引シエアではナスダックOMXを上回る証券取引所運営会社の誕生は驚きをもって迎えられた。アメリカでは二〇一二年二月二〇日にインターコンチネンタル取引所（ICE）がNYSEユーロネクストを買収することで合意しており、六月二四日には二〇一二年二月にドイツ取引所によるNYSEユーロネクストの買収を差し止めた欧州委員会（競争総局）が買収承認を発表していたことから、証券取引所の再編が噂されていただけにBATSとダイレクトエッジの合併合意は再編に向けての動きとして注目を集めている。⁽¹⁾

本稿ではBATSとダイレクトエッジの合併合意の内容とそれぞれの歩みを紹介し、合併合意の背景について考察する。

1 合併合意の内容

八月二六日に公表されたプレス・リリース⁽²⁾によれば、BATSを存続会社として本部はBATSの本部のあるミズーリ州カンザス・シティ、存続会社の最高経営責任者(CEO)はBATSのラターマンCEO、ダイレクトエッジのオブライエンCEOは存続会社の社長、ダイレクトエッジのハーキンス最高業務責任者(COO)は存続会社の執行役員と発表されている。そして、合併時期に関しては二〇一四上半期を見込んでおり、合併後にダイレクトエッジの運営するEDGX取引所とEDGA取引所はBATSの運営するBZX取引所とBYY取引所が採用する取引システムを導入する予定であるという。なお、非公開会社である両社は合併に関する財務条件は公表しないと発表しており、合併に関するBATSのアドバイザーはブロードヘブン・キャピタル・パートナーズ、ダイレクトエッジのアドバイザーはBOAメリルリンチとエバーコア・パートナーズと発表されている。

プレス・リリースの内容からはBATSによるダイレクトエッジの買収のように見えるが、対等合併という言葉は用いていないものの、両社は買収ではなく、合併であると主張している。BATSとダイレクトエッジは米株式の取引シェアではそれぞれ二つの証券取引所の合計で拮抗しているが、BATSはオプション取引所(BATSオプションズ)とイギリスでヨーロッパ株式を取引する証券取引所(BATSカイエックス・ヨーロッパ)を運営しており、従業員数ではBATS一六四人(うち九八人はカンザス・シティ)、ダイレクトエッジ一三五人(ニュージャージー州ジャージー・シティ)であり、BATSの方が事業規模で上回ると考えられるので、公表されている合併条件は妥当なところであろう。むしろ、合併条件で注目されるのは米国株式を取引する四つの証券取引所を合併する予定はないとしているところであり、BATSとダイレクトエッジの合併は取引所運営会社の合併であって取引所の合併ではないところであろう。この点に関してはBATSのラターマンCEO

とダイレクトエッジのオペライエンCEOがともに四つの取引所は同じものを取引していても違いがあつて顧客が異なる取引所を選択する限り、強制的に取引所を統合することはないと説明しているのが印象的であつた。⁽³⁾

アメリカではかつてECN（取引所類似施設）首位のインステイネットとECN二位のアイランドが合併し、アイネットとして取引市場を統合した際に取引シェアを大幅に減らし、アイネットをナスダックが買収し、取引市場を統合した際にも取引シェアを統合前より減少させている。その後はNYSEがARCA証券取引所とアメリカン証券取引所、ナスダックがポストン証券取引所とフィラデルフィア証券取引所を買収したが、取引市場の統合はおこなわれてはいない。ダーク・プールと呼ばれる気配値を公表しない取引所外取引市場がアメリカには数多く存在するが、ダーク・プールの合併という事例も見当たらない。注文を一カ所に集中させれば流動性が高まり、より有利な取引ができるはずだというのは部外者の主張であつて、市場参加者はかならずしも市場の集中を望んでおらず、自分にとって使いやすい市場を選択できることこそ、競争を通じてイノベーションを生み出すことになるのかもしれない。

2 BATSの歩み

BATS (Best Alternative Trading System) は二〇〇五年四月のレギュレーションNMSの導入決定、NYSEによるARCA証券取引所の買収合意、ナスダックによるアイネットの買収合意を受けて、二〇〇五年六月にトレードボットのカミングスCEOによつてECNとして設立された。年末には取引市場の寡占化を危惧する大手証券業者からの出資を受け、年明けには注文板の指値注文を消化した者が場口銭を支払い、指値注文が消化された者はリベートを受け取るメイカー・テイカー・プライシングの場口銭をゼロにするキャンペーンを実施

し、二〇〇六年には早くもアメリカ第三の株式市場へと成長した。そして、証券取引所への申請を進める過程でカミングスCEOがトレードボットのCEOを兼任していることが問題となり、ラターマンCOOが二〇〇七年七月にCEOに就任し、二〇〇八年一月にアメリカ第三の証券取引所へと昇格した。

BATSはアメリカでの成功にならって二〇〇八年一〇月にイギリスで金融商品市場指令(MIFID)で定められた取引所類似施設(MTF)を開設した(BATSヨーロッパ)。そして、二〇一〇年二月にはオプション取引所をアメリカで開設し、株式オプションの取引にも参入した(BATSオプションズ)。さらに、二〇一〇年一月には注文板の指値注文を消化した者がリベートを受け取り、指値注文が消化された者は場口銭を支払うテイカー・メイカー・プライシングを採用する第二の証券取引所をアメリカで開設した(BYX)。

こうした多角化戦略はそれほど大きな成果を上げたとは言えなかったが、二〇一一年二月にロンドン証券取引所に匹敵するヨーロッパ最大のMTFであったカイエックス・ヨーロッパをBATSヨーロッパが買収することとで合意し、二〇一一年一月にはヨーロッパ最大級の株式取引市場としてBATSカイエックス・ヨーロッパが誕生した。二〇一二年四月にカイエックス・ヨーロッパはBATSヨーロッパの取引システムへと移行したが、カイエックス・ヨーロッパとBATSヨーロッパはBATSカイエックス・ヨーロッパの下での異なる市場として存続している。そして、二〇一三年五月にはMTFであったBATSカイエックス・ヨーロッパはイギリスで公認投資取引所として認可され、証券取引所としての地位を獲得している。

他方、BATSは二〇一一年二月にBZX(最初の証券取引所)で上場サービスをはじめ、二〇一二年一月には七つの上場投資信託(ETF)の上場を実現し、同年三月には最初の上場株式として自ら新規株式公開を試みた。ところが、三月三日の取引初日に一五・二五ドルで初値がついた後、システム・トラブルが発生し、直

後にナスダックで株価が〇・〇〇二セントまで暴落するという事態に見舞われ、取引を取り消すだけでなく、取引開始前の売り出しまで取り消し、未公開会社の地位に留まっている。⁽⁴⁾このトラブルを受けてラターマン会長兼CEO（当時）は会長職を辞退し、社長兼CEOとして現在に至っている。なお、ETFの上場は二〇一三年九月末時点で二〇社まで増えているが、株式の上場はまだ一社もおこなわれてはいない。

さらに、二〇一三年一月九日、BATSは二〇〇八年一月二四日から二〇一三年一月四日までアメリカ国内の二つの証券取引所とオプション取引所で四三万三〇三九回（一日平均四一〇回）にわたって注文の付け合わせに問題が発生していた可能性があり、二五〇の顧客に総額四二万三六〇ドルの損害を与えていた可能性があることを利用者に連絡した。⁽⁵⁾その後の調査の結果、注文執行の順序にかかわる誤った付け合わせは一万二〇〇〇回（一日平均二一回）であり、七一の顧客に総額一万七〇〇〇ドルの損害を与えていた可能性がある。BATSは一月二五日に推計額を訂正した。⁽⁶⁾当初の数値は大幅に下方修正されたとはいえ、この事態がBATSの取引所としての評価を大きく傷つけたことに違いはない。

3 ダイレクトエッジの歩み

ダイレクトエッジは一九九八年に開設されたアテインというECNを前身とし、二〇〇五年五月にナイト・キャピタルが買収し、ダイレクトエッジという名称に変更して同年一〇月から取引を開始した。二〇〇七年七月にはナイト・キャピタルがヘッジ・ファンドのシタデルとゴールドマン・サックスに持ち株の一部を売却し、ナスダックで上級副社長を務めたウイリアム・オブライエン氏をCEOに迎え、ブローカー・ディーラーの完全子会社から利用者に開かれたECNへと経営方針を変え、その後、急成長を遂げた。なお、オブライエンCEOはナ

スタックが買収したECNのBRUTでCOOを務めており、BRUTが買収されたことにより、ナスダックに
移籍した点ではナスダックOMXのロバート・グレイフェルドCEOと同じ経歴を有している。

二〇〇八年八月にはドイツ取引所傘下のオプション取引所であるインターナショナル・セキュリティーズ取引
所（ISE）がレギュレーションNMSの施行に合わせて開設したISE証券取引所を株式交換によってダイレ
クトエッジが買収することで合意がおこなわれ、ISEはダイレクトエッジの三一・五四%の株式を取得し、ナ
イト・キャピタル（現KCG）、シタデル、ゴールドマン・サックスがそれぞれ一九・九%の株式を所有する形
で現在に至っている。

BATSが二〇〇六年にアメリカ第三の株式市場となったことは市場開設の経緯からもよく知られていたが、
二〇〇九年三月にはダイレクトエッジがはじめてBATSをアメリカ株式の月間取引シェアで上回った。この際
に注目を集めたのがダイレクトエッジが採用していたフラッシュ・オーダーであり、二〇〇九年七月にはナスダ
ックOMXとBATSもダイレクトエッジに対抗して同様の注文形態を導入したが、上院議員や投資家の反応を
考慮して同年九月には新たな注文形態を停止した。⁷⁾証券取引委員会（SEC）は同年九月一八日にフラッシュ・
オーダーの禁止に関する規則変更案を公表したが、オプション取引所からの反発が強く、結局、規則変更は決定
されず、ダイレクトエッジは翌年夏までフラッシュ・オーダーをそれまで通りの形で利用し続けた（現在ではフ
ラッシュ・オーダーのような他市場への注文回送直前の注文要請はおこなわれていないが、事前に他市場への回
送注文に対してのみ執行するという条件付き注文の形で同様の注文執行が各取引所でおこなわれている）。

二〇一〇年三月一二日にはダイレクトエッジもBATSに続いてECNから証券取引所へと昇格することがS
ECによって認可され、同年七月二一日にダイレクトエッジの二つのECNであるEDGXとEDGAはそれぞれ

れ別の証券取引所となり、子会社であったI S E証券取引所は取引所の登録を返上した。E D G Xは他の市場と同様にメイカー・テイカー・プライシングを採用し、E D G Aはもともとはリベートを支払わない伝統的な場口銭制度を採用していたが、二〇〇九年一月からはナスダックOMX・BX（旧ボストン証券取引所）にならってテイカー・メイカー・プライシングを採用しており、翌年にはB A T SもB Y Xで導入することになった。

二〇一一年一月二日、国内取引市場の縮小が続く中、ダイレクトエッジはブラジルでのダイレクトエッジ・ブラジルという株式取引市場の開設計画を発表した。ブラジルは二〇一四年のサッカー・ワールドカップ、二〇一六年のオリンピックの開催を控えて経済が活況で、株式取引やデリバティブ取引が急拡大しているが、取引所が傘下の決済機関の利用を拒否しており、二〇一二年の開設計画は延期されたままとなっている。

他方、二〇一二年七月一日にはトロント証券取引所等を傘下に持つT M Xグループがダイレクトエッジの買収を断念したという話が報じられた。⁽⁸⁾ T M Xグループは二〇一一年にロンドン証券取引所を傘下に持つL S E Gとの合併合意を自ら撤回しており、海外取引所の買収によって評判を回復しなかったであろうが、ダイレクトエッジがその対象であったということはダイレクトエッジにも合併を検討する余地があったものと考えられる。

4 合併合意の背景

ナスダックOMXを凌ぐアメリカ第二の取引所運営会社を生み出すB A T Sとダイレクトエッジの合併合意は昨今のアメリカ株式市場を取り巻く環境の変化に対する対応であると考えられる。以下では両取引所運営会社に合併合意を決意させたと考えられる要因について考察する。

まず第一の要因としては二〇〇九年をピークとして四年に及ぶ出来高の減少、そしてそれに伴う場口銭収入の

減少が考えられる。二〇〇九年まではBATSもダイレクトエッジも取引シェアを急上昇させていたが、取引シェアが低下していたNYSEやナスダックでも場口銭収入は増加しており、取引シェアの低下を周りが心配するほど危機感を持っていなかったようである。ところが、二〇一〇年以降、継続して出来高が減少すると一度増加した収入の減少は取引所運営に大きな負担を強いることになった。BATSやダイレクトエッジでは二〇一〇年以降も取引シェアを緩やかに上昇させているが、市場の出来高全体の減少には及ばず、程度の違いはあっても場口銭収入が低下していることに変わりはない。⁽⁹⁾合併による固定費の削減は最も手取り早い対応策であり、二〇一〇年以降に再び取引所の合併・買収が数多く試みられている原因としては出来高の減少に対する対応が考えられる。なお、先にも述べた通り、BATSとダイレクトエッジは取引所運営会社の合併後も四つの取引所の合併予定はないと表明しているが、システムの統合は予定しており、経営資源の削減とともに経費の削減に役立つ。そして、システムを単独で運営する競争相手よりも経費を削減できることは競争上の優位であり、日本やカナダへの進出も言及されている。さらに、出来高に比例して分配される市場情報料収入の増加を合併理由の一つとしてBATSのラターマンCEOは言及しており、上場サービスの拡充を含めて経営の多角化と経費の削減が取引所運営会社の合併・買収の最も大きな要因と考えられる。

次に注目すべきことはBATSとダイレクトエッジの合併の場合、出資者に対する負担の軽減と出資者への出口を提供することが考えられたのではないかと想像される。七月一日にナイト・キャピタルがGETCOに買収されてKCGホールディングスが誕生し、BATSの大株主であるGETCOとダイレクトエッジの大株主であるナイト・キャピタルの統合はBATSとダイレクトエッジの合併に影響を及ぼした可能性があり、多くの大手証券業者はいずれかの株主である。株式市場の出来高の減少は証券業者の収入の減少をもたらしているはずであり、

取引所の収入の低下を合併による費用の削減でカバーするだけでなく、収入の減少に苦しむ株主にもこたえる必要が取引所運営会社に強まったのではないだろうか。BATSは二〇一二年の公開で株主に出口を提供しようとしたが、システム・トラブルから公開を撤回し、再上場の見込みは立たない。一方、ダイレクトエッジには公開の話はなく、株主が資金を回収できるのは買収されることによってだけであり、TMXグループとの買収交渉はそうした株主の要望に配慮したものではなかったであろうか。今回の合併合意では財務条件は公表されておらず、株式交換なのか、現金による買い取りなのかは明らかではないが、少なくとも単独の場合よりは公開する時期が早まるのではないかと考えられる。ちなみに、二〇一一年に取引シェアの大きいカイエックス・ヨーロッパが取引シェアの小さいBATSヨーロッパに買収されたのは現金による買い取りであり、カイエックス・ヨーロッパは株主に出口を提供する形で買収に応じていた。

最後に、ICEによるNYSEユーロネクストの買収計画が六月二十四日に欧州委員会から承認を受けたこともBATSとダイレクトエッジの合併合意に影響を及ぼしていたかもしれない。NYSEユーロネクストがICEに買収されても株式市場に直接影響が及ぶわけではないが、NYSEがICEグループの中で安定した財務基盤を持つとすれば競争相手にとっては脅威となるかもしれない。ICEがNYSEの大幅赤字を許すとは考えられないが、債権者としては保証人のいる相手には保証人のいない相手よりも有利な条件で取引をする可能性があり、NYSEはそうした恩恵によくすることができるかもしれない。逆にNYSEがICEから売却される際、二〇一一年にナスダックによるNYSEの買収を退けた司法省の判断が継続されればナスダックはNYSEの買収を認められないから、その受け皿としてBATSとダイレクトエッジが合併し、NYSEの買収を待ち構えているといううがった見方も報じられている。⁽¹⁰⁾ 低コストを身上としたBATSやダイレクトエッジが高コストで知られ

るNYSEを買収したがっているとは考えにくい。買収価格によってはあり得ないとも言えないだろう。BATSとダイレクトエッジの合併が実現した後、どのような変化が生じるのか、アメリカの証券取引所をめぐる動きからは今後も目の離せないところである。

注

- (1) ドイツ取引所によるNYSEユーロネクストの買収差し止めについては、拙稿「ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回」(本誌一六七〇号、二〇一二年二月)を、ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意については、拙稿「ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意」(本誌一六七六号、二〇一三年二月)を参照。
- (2) BATS Global Markets and Direct Edge, "BATS Global Markets And Direct Edge Agree To Merge: Innovative Companies To Join Forces To Enhance Global Exchange Competition," *Press Releases*, 26 August 2013, (http://cdn.batrading.com/resources/press_releases/BATS-Direct-Edge-PR-FINAL.pdf).
- (3) John McCrank, "BATS, Direct Edge merge as stock trading decline catches up," *Reuters.com*, 27 August 2013, (<http://www.reuters.com/article/2013/08/26/us-batsglobalmarkets-directedge-idUSBRE97P0H320130826>), Peter Chapman, "Q&A: Direct Edge CEO Bill O'Brien Discusses Merger with BATS," *Traders Magazine Online News*, 28 August 2013, (<http://www.tradersmagazine.com/news/Direct-Edge-CEO-Bill-O'Brien-Discusses-Merger-with-BATS-111464-1.html>).
- (4) David Benoit, "BATS Initial Public Tease: Nite Seconds of Free Fall," *WSJ BLOGS*, 23 March 2012, (http://blogs.wsj.com/deals/2012/03/23/bats-initial-public-tease-nine-seconds-of-free-fall/?mod=wsj_share_twitter), Nina Mehtat, "BATS CEO

- Scuttled IPO on Potential for Erratic Trading," *Blomberg.com*, 25 March 2012, (<http://www.bloomber.com/news/2012-03-25/bats-ceo-scuttled-ipo-on-potential-for-erratic-trading.html>).
- (5) Ronald D. Oral, "SEC effectiveness questioned after BATS error," *MarketWatch.com*, 10 January 2013, (<http://www.marketwatch.com/story/sec-effectiveness-questioned-after-bats-error-2013-01-10?siteid=rss&rss=1>).
- (6) Jenny Strassburg, "BATS Revises Estimates on System Errors," *Dow Jones Newswires*, 25 January 2013.
- (7) フラッシュ・オーダーをめぐる問題について、拙稿「フラッシュ・オーダー問題の真相」(本誌一五六号、二〇〇九年一〇月)を参照。
- (8) John McCrank, Paritosh Bansal and Jennifer Kwan, "Canada's TMX in talks to buy Direct Edge: sources," *Reuters.com*, 11 July 2012, (<http://www.reuters.com/article/2012/07/11/us-directedge-tmx-talks-idUSBRE86A19520120711>), Ben Dummet, Jacob Bunge Scot Patterson, "TMX in Talks to Buy Direct Edge," *WSJ.com*, 11 July 2012, (<http://online.wsj.com/article/SB10001424052702303919504577521074245483572.html>).
- (9) 取引所外取引の増加の元凶として批判されることの多いダーク・プールでも全体では出来高減少をカバーするほどの取引シェアの上昇は生じておらず、流動性の低下にどう対応すべきか、苦慮している。ダーク・プールの抱えるジレンマについては、拙稿「ダーク・プールの陥落～SECによるバイプライム処分」(本誌一六七号、二〇一二年六月)を参照。
- (10) Bob Pisani, "Is BATS - Direct Edge the next owner of the NYSE?," *CNBCs.com*, 26 August 2013, (<http://www.cnbc.com/id/100988663>).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)