

錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携

吉川 真裕

二〇〇六年六月一日にニューヨーク証券取引所とARCA取引所を傘下に持つアメリカのNYSEグループと、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所、リスボン取引所、ロンドン国際金融先物・オプション取引所を傘下に持つオランダのユーロネクストの合併合意が成立し、一月二日にはアメリカのナスダックがイギリスのロンドン証券取引所に対して株式公開買い付けを開始した。二〇〇七年二月一日にナスダックの公開買い付けは失敗に終わったが、四月四日、NYSEグループとユーロネクストの合併は実現した。そして、四月三〇日にはドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所ユーレックスがアメリカの個別株オプション取引で最大のシェアを持つインターナショナル・セキュリティーズ・エクステンジの買収で合意し、五月二五日にはナスダックが、ストックホルム取引所、ヘルシンキ取引所、コペンハーゲン取引所、アイスランド取引所、タリオン取引所、リガ取引所、ヴィルニス取引所を傘下に持つスウェーデンのOMXとの合併で合意した。さらに、六月二八日にはロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併が合意され、八月一七日にはアラブ首長国連邦のドバイ取引所がナスダックとの合併に合意していたOMXに対する株式公開買い付けを発表し、九月二〇日にはナスダック、OMX、ドバイ取引所の間でナスダックとOMXの合併を実現させる方向での提携合意が公表された。

本稿では、ロンドン証券取引所とOMXをめぐって繰り返り広げられている取引所の国際的な合併・買収・提携の動きを振り返った後、各取引所や大株主の思惑について考察し、今後の推移を展望する。

1 ナスダックによるロンドン証券取引所の株式公開買い付け⁽¹⁾

二〇〇六年二月二八日、ロンドン証券取引所に株式公開買い付けを実施していたオーストラリアのマッコリー・グループは一株五八〇ペンスの買収提案価格を引き上げることなく、買収提案を撤回した。⁽²⁾ところが、三月一〇日にナスダックが一株九五〇ペンスでロンドン証券取引所に対する買収提案を発表し、関係者を驚かせた。ナスダックの突然の買収提案は交渉自体を受け付けないという厳しいロンドン証券取引所の姿勢から三月三〇日に取り下げられた。しかし、四月一日、買収提案を取り下げたナスダックがロンドン証券取引所の株式の一四・九九%を一株一一七五ペンスで取得したと発表し、ロンドン証券取引所の株価は急騰した。そして、五月三日にナスダックが一株一二八ペンスでロンドン証券取引所の株式を買い増し、一八・七%を取得したことを発表するに及んで、二〇〇四年一二月から買収提案価格を提示しなままロンドン証券取引所との買収交渉をおこなってきたユーロネクストは買収交渉の終了を明らかにした。さらに、五月一〇日にナスダックは一株一二四八ペンスでロンドン証券取引所の株式を買い増し、二四・一%を取得したことを発表し、五月一九日には保有株式を二五・一%にまで引き上げた。ナスダックは公表した買収提案を取り下げたことにより、シティ・コードで半年間三〇%以上の株式の取得を禁止されていたが、二五%の議決権でロンドン証券取引所の重要議案に拒否権を行使できることから、この水準まで保有株式を引き上げたものと見られている。

その後、ナスダックによるロンドン証券取引所の株式買い増しはおこなわれなかったが、三〇%以上の株式取得が認められる一〇月以降に買収提案がおこなわれる期待が高まり、二〇〇七年三月三〇日までの最低買収価格である一二四三ペンス（現金還元のためのB株発行に伴う修正価格）をロンドン証券取引所の株価は意識した動きを続けた。この間、ロンドン証券取引所も手をこまねいていたわけではなく、イギリスで債券店頭市場を運営

し、アメリカの債券店頭市場ブローカーテックを傘下に持ち、二〇〇六年春には世界最大の外国為替電子市場であるEBSを買収したICAPと合併交渉をおこなっていたが、九月にICAPは合併交渉の凍結を表明した。

一月二〇日、ナスダックはロンドン証券取引所に対して一株一二四三ペンスでの買収提案を公表し、一株一二四三ペンスで買い増して二八・七五%の株式を取得したことも明らかにした。しかし、ロンドン証券取引所は三月一〇日の買収提案の際と同様、買収提案価格が低すぎ、ロンドン証券取引所の将来性を十分に評価していないとして、その日のうちに買収提案を拒否するという発表をおこなった。ナスダックが再び買収提案をおこなったことにより、ロンドン証券取引所の大株主には保有株式を公表する必要が生じ、ヘッジファンドがロンドン証券取引所の株式の二四%を保有していることが明らかになった。

シティ・コードでは買収提案から公開買い付けまでの期限が定められており、二月一八日がその期限であったが、ナスダックはロンドン証券取引所の経営陣に提示した買収価格を引き上げることなく、二月二二日にロンドン証券取引所の株主に対して株式公開買い付けを宣言した。これによって、ナスダックによる第一次買い取り期限は二〇〇七年一月一日、公開買い付け条件の変更期限は一月二六日、公開買い付けの最終期限は二月一日という一連の日程がシティ・コードにしたがって確定することになった。一月二六日にナスダックは買い取り価格を引き上げないという発表をおこない、買い取り要請に応じるよう呼びかけたが、ロンドン証券取引所の株価はその後ナスダックの買い取り価格を下回ることなく、二月一日にナスダックによる株式公開買い付けは失敗に終わり、ナスダックは少なくとも一年間はロンドン証券取引所の株式公開買い付けをおこなえないこととなった（イギリスでは三〇%以上の株式を保有する株主は公開買い付けが義務づけられているので、ナスダックは株式を買い増して三〇%以上にすることも一年間はできない）。

2 ナスタックによるOMXとの合併合意

スウェーデンの持ち株会社OMXの前身はスウェーデンのシステム開発会社であるOMグループであり、OMグループはスウェーデンで個別株オプション取引が導入された際に電子オプション取引所のシステムを開発すると同時に運営もおこなう形で証券取引業務に参入した。そして、一九九八年にストックホルム証券取引所を傘下に収め、証券取引所とデリバティブ取引所を持つ北欧最大の取引所運営会社となった。ストックホルム証券取引所は一九九七年にデンマークのコペンハーゲン証券取引所との間でノルディック取引所(NORDEX)構想に合意し、北欧証券取引所の統合を目指し、一九九八年の英独主導のヨーロッパ統合株式市場を目指す協議からは自ら離脱した。ところが、二〇〇〇年に英独取引所の合併合意がおこなわれた後、OMグループは株式交換によるロンドン証券取引所の買収提案をおこない、公開買い付けに踏み切ったことをきっかけに英独取引所合併計画は撤回されることになった。その後、二〇〇三年九月にOMグループはフィンランドのヘルシンキ取引所やバルト三国の証券取引所を傘下に持つHEXと合併し、OMX(当初はOMHEX)と名を改めた。そして、コペンハーゲン取引所とアイスランド取引所を傘下に収め、ノルウェーのオスロ取引所の株式の一〇%も保有している。

他方、OMXはスウェーデン株のオプション取引をおこなう電子取引所(OMロンドン)をイギリスに設立し、この取引所は二〇〇三年にロンドン証券取引所との共同子会社EDXロンドン(ロンドン証券取引所の出資比率七六%、OMXの出資比率二四%)となって、ロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)の買収に失敗したロンドン証券取引所のデリバティブ部門を担っている。また、世界で五〇カ国以上の国々の六〇以上の取引所がOMXのシステムを採用しており、世界最大の取引システム開発会社としても定評が高い。

OMXは北欧で証券取引所の統合を着々と進めてきたが、傘下の七つの証券取引所を合わせてもスペイン取引

所、イタリア取引所、スイス取引所よりも売買代金は少なく、ヨーロッパの証券市場統合の中では影が薄い。OMXの提携相手として噂されてきたのはロンドン証券取引所であり、システム開発会社を傘下に持つドイツ取引所やユーロネクストは全く関心を示していない。ロンドン証券取引所が買収提案を受けるたびにOMXの名前はホワイト・ナイトの候補としてあがってきたが、ロンドン証券取引所も今ひとつ真剣に検討した跡がない。

二〇〇七年四月二日、ナスダックがOMXに二三〇億クローナ（一株一九二クローナ）の買収提案をおこなったとスウェーデンの新聞（Dagens Industri）がインターネット上で報じ、OMXの株価は一八%以上上昇したが、アメリカではナスダックは個別株オプション取引第三位のフィラデルフィア証券取引所と買収交渉を進めていると報じられ、OMXの買収問題はその後あまり報じられなかった。

ところが、五月二四日、OMXの株価が三・二%上昇した後、取引は停止され、ロンドン証券取引所かナスダックが買収提案をおこなったという噂が流れた。そして、ナスダックの株価も二・四%上昇した後、午後四時に取引が停止され、ナスダックによるOMXの買収提案という見方が濃厚になった。翌五月二五日、総額二二億クローナ（三七億ドル）、一株二〇八・一クローナでのナスダックによるOMXの買収合意が公表された。なお、買収提案はOMX一株に対してナスダックの〇・五〇二株と九四・三クローナの現金を組み合わせたもので、五月二三日のOMXの株価一七四・五クローナに対して一九%のプレミアム、五月二三日までの二〇営業日の売買高加重平均価格である一六五・九クローナに対して二五%のプレミアムであると発表されている。

ナスダックによるOMXの買収合意に関して公表されたプレス・リリースの要旨は以下の通りである。⁽³⁾

① 新たに生まれるアメリカの持ち株会社の名称はナスダックOMXグループであり、その株式はナスダックとOMXノルディック取引所（ストックホルム取引所）にそれぞれ上場される。

② 新会社の持分は買収に用いられる現金を含めるとナスダック五八%対OMX四二%であるが、現金を除くとナスダック七二%対OMX二八%となる（上場会社数三一八一对八〇一、上場株式時価総額四・二兆ドル対一・三兆ドル、平均売買代金五四〇億ドル対七〇億ドル）。

③ 新会社の取締役はナスダックから九人、OMXから五人、そしてCEOの計一五人とする。なお、新会社のCEOにはナスダックの社長兼CEOのロバート・グレイフェルドが就任し、新会社の社長にはOMXの社長兼CEOのマグナス・バックカーが就任する予定である。

④ 合併に伴うシナジー効果は税引き前で総額年一億五〇〇〇万ドル、このうち費用シナジーが年一億ドル（うち六六〇〇万ドルはITシナジー）、売上シナジーが年五〇〇〇万ドルと推定され、これに対して合併に伴う税引き前の費用は当初二年間で一億五〇〇〇万ドルと推定される。

⑤ 合併後も各取引市場は従来の規制に服する。

⑥ この合併のナスダック側の財務アドバイザーはJPモルガン、OMX側の財務アドバイザーはモルガン・スタンレー、レンナー&パートナーズ、クレデイ・スイスが勤める。

⑦ この合併に対して、OMXの大株主であるインベスターAB、ノルディア銀行、オロフ・ステンハマー&カンパニーは賛同しており、ナスダックの大株主であるヘルマン&フリードマン、シルバー・レイク・パートナーズも賛同している。

この合併合意の発表された二日後の五月二七日、OMXのパール・ラーソン前CEOを昨年CEOとして迎えたアラブ首長国連邦のドバイ国際金融取引所（DIFX）がHSBCにOMXの買収提案の検討を依頼したという報道が流れ、OMXの株価は急騰したが、DIFXは噂にはコメントできないという姿勢を示していた。

3 ロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併合意

イタリア取引所はドイツ取引所やパリ取引所に倣って、デリバティブ取引所IDEMを傘下にもつ形でミラノ証券取引所を母体として一九九八年に設立された株式会社組織の取引所である。イタリアは人口やGDPではドイツ、イギリス、フランスに次ぐヨーロッパの大国であるが、株式会社数が少ないことから上場株式時価総額や株式売買代金では最近までスイスやオランダを下回り、ヨーロッパの株式市場統合の中でも存在感の薄い存在であった。しかし、多くの中小取引所の合併が進んだヨーロッパではイタリア取引所はスペイン取引所と並んで残された有力な買収対象であり、ユーロネクストのNYSEグループとの合併合意以後、債券店頭市場MTSの持ち株会社MBEホールディングスを共同保有するユーロネクストとの合併交渉をおこなったり、ドイツ取引所とユーロネクストとの大合併を画策したりしたことで急速に存在感を強めてきている。⁽⁴⁾

イタリア取引所はユーロネクストとの合併交渉前に株式上場を目指していたが延期され、国内ではヨーロッパの取引所統合や取引所の株式上場の流れに乗り遅れることへの懸念もあり、中央銀行であるイタリア銀行からも再三、戦略の策定を迫られてきた。こうした中で戦略の決定を取締役会から一任されていたマッシモ・カプアーノCEOは二〇〇六年末にナスダックからの買収提案を受けていたロンドン証券取引所との提携が望ましいという発言をおこなっていたが、その可能性を真剣に取り上げる報道は見られなかった。⁽⁵⁾

二〇〇七年六月二〇日、ロンドン証券取引所がイタリア取引所との合併交渉を認め、イタリア取引所がMTSの持ち株会社の株式買い取り請求権行使したことをNYSEユーロネクストが発表し、NYSEユーロネクストがイタリア取引所に買収提案をおこなったという報道も現れた。そして、六月二三日にはロンドン証券取引所とイタリア取引所が合併することで合意したという以下のような発表がおこなわれた。⁽⁶⁾

- ① イタリア取引所株式一株に対してロンドン証券取引所四・九〇株（総額一億三〇〇万ポンド＝一六億三四〇〇万ユーロ）の株式交換による合併（イタリア取引所の利益の二七・六倍）。
 - ② 合併後の新会社（名前は未定）の株式時価総額は三九億ポンド＝五七億七七〇〇万ユーロ（合併後のロンドン証券取引所の持ち株比率七二％、イタリア取引所の持ち株比率二八％）。
 - ③ 合併の収益に及ぼす影響は二〇〇八会計年度は中立からポジティブだが、二〇〇九会計年度には少なくとも一〇％の増益と見込まれる（費用シナジイは二〇一〇会計年度で二〇〇〇万ポンド＝二九〇〇万ユーロ、売上シナジイは二〇一〇会計年度で二〇〇〇万ポンド＝二九〇〇万ユーロ）。
 - ④ 合併後もそれぞれの取引所はこれまで通り活動を続けるが、新会社の取締役会は二人（ロンドン証券取引所から七人、イタリア取引所から五人）で構成され、会長とCEOにはロンドン証券取引所の現会長クリス・ギブソン・スミスと現CEOクララ・ファースが就任する。
 - ⑤ イタリア取引所はロンドン証券取引所の株式取引プラットフォーム（TradeX）を導入し、ロンドン証券取引所のベンチャー株式市場AIMを参考にした新市場を開設する。
 - ⑥ ロンドン証券取引所のアドバイザーはメルル・リンチとリーマン・ブラザーズ、イタリア取引所のアドバイザーはモルガン・スタンレーとメディオバンカが務める。
- なお、この合併によってロンドン証券取引所の持ち株比率が二二％に低下することになるナスダックは、七月一日の株主総会では株主の承認なしに三三％までの増資を認めるといふ議案に反対し、否決に持ち込んだが、八月八日の合併承認のための臨時株主総会では合併承認に回り、ロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併は両取引所の株主総会でともに承認され、二〇〇七年一〇月一日に合併が実現した。

4 ドバイ取引所によるOMXの買収提案とその帰結

ロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併をナスダックが認めるのかどうかに市場の関心が集まっていた七月一日、DIFXがOMXに一株二五〇クローナで買収提案をおこなう準備を進めており、すでに四・五%の株式（スウェーデンでは五%以上の株主に公表義務）を取得しているという報道が流れた（Daily Telegraph）。そして、ナスダックがロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併を認めた翌日の八月九日、DIFXとドバイ金融市場（DFM）を傘下にもつ持ち株会社として八月七日に設立されたばかりのドバイ取引所が、一株二三〇クローナでOMXの株式買い取りを開始したという報道が流れ、ドバイ取引所も一株二三〇クローナでOMXの株式の二五%の買い取りオークションを開始したことを認め、その結果、四・九%の株式を一株二三〇クローナで取得し、二二・五%の株式を追加取得するオプションも取得したことを発表した。その後、スウェーデンの監督当局から注意を受けたドバイ取引所は八月一七日に一株二三〇クローナ（総額二七七億クローナ）でOMXの買収提案を公表した。⁽⁷⁾

ドバイ取引所によるナスダックを上回る金額でのOMXの買収提案という事態を受け、八月二〇日にナスダックはロンドン証券取引所の株式を売却し、負債の返済と自社株買いで自らの株価を上げ、株式交換を伴うOMXの買収価格を引き上げる方針を発表した。そして、八月二七日にはナスダックがドバイ取引所にロンドン証券取引所の株式を売却し、ドバイ取引所と共同でOMXを買収するという観測記事も現れた（Daily Telegraph）。他方、シンガポール政府投資機関であるテマセク、カタール政府投資機関であるカタール投資庁（QIA）、イタリア取引所の株主である銀行の關係する財団の名前が、ロンドン証券取引所の株式の買い取り候補として報じられた。

この間、ドバイ取引所の八月九日の行動はルール違反であったという認定（ただし、八月一七日に買収提案を

おこなったので罰則はなし)がおこなわれ、OMXの創業者であるステンハマー名誉会長や大株主はナスダックとの合併を支持することを明言していたが、資金力で上回るドバイ取引所には買収提案価格の引き上げ余地があると報じられ、双方による買収提案価格がどこまで引き上げられるかに注目が集まっていた。こうした中で九月一九日午後五時、OMXの株価が七・一%下落して二四〇・五〇クローナに達した後、取引は停止され、翌日の重要情報の開示が予告された。株価の下落は買収提案価格の引き上げがないことを示唆し、ナスダックとドバイ取引所がなんらかの合意に達したことを予想させたが、翌九月二〇日の発表では、①ドバイ取引所がナスダックの株式の一九・九九% (ただし、5%の議決権制限あり) を取得すること、②ドバイ取引所はOMXの株式をナスダックに譲渡すること、③ナスダックとOMXの合併に伴う新会社の取締役はナスダックから九人、OMXから四人、ドバイ取引所から二人、そしてCEOの計一六人とする事、④ナスダックはDIFXに出資し、戦略的パートナーとなること、④DIFXはナスダックDIFXと改名し、ナスダックOMXグループから技術供与を受けること、⑤ナスダックはロンドン証券取引所の株式の二八%を一株一四一四ペンスでドバイ取引所に売却すること、等が明らかにされた。⁽⁸⁾

ところが、これを受けてQIAはロンドン証券取引所の株式の二〇%を取得したことを公表し、OMXの株式の取得も検討しており、OMXの株主に早まった行動をとらないようにという声明を発表した。そして、その日の午後QIAはOMXの株式の九・九八%を取得したことも明らかにした。これに対して、九月二六日、ドバイ取引所とナスダックはOMXの大株主から一八・五%の株式を取得し、四七・六%の株式を抑えていることを公表すると同時に、ドバイ取引所による買収提案価格を一株二六五クローナに引き上げることが明らかにした。⁽⁹⁾

4 各取引所と大株主の思惑

(1) ロンドン証券取引所

ロンドン証券取引所はイタリア取引所との合併について、合併合意前の数週間に本格的な協議を始めたとしており、イタリア取引所をかならずしも理想的なパートナーと考えていたわけではない。地理的にも離れたイギリスとイタリアでの証券取引が取引所の合併によって相乗効果をもたらす可能性は高くはない。ただし、イタリア取引所はイタリアの債券店頭市場のMTSを子会社としており、MTSはイギリスにあるヨーロッパ最大のクロスボーダー債券店頭電子取引市場であるユーロMTSの親会社である。ロンドン証券取引所の株式取引とユーロMTSの債券取引の間にはロンドン証券取引所の株式取引とイタリア取引所の株式取引の間よりも大きな相乗効果が期待できる。しかも、二〇〇六年にロンドン証券取引所が合併交渉をおこなったICAPはユーロネクストとMTSの買収をめぐって競合したこともあり、ロンドン証券取引所がMTSを傘下に持つことは将来的に再び買収提案がなされた際にICAPとの関係を考える上でも有利に働く可能性がある。したがって、ロンドン証券取引所にとってイタリア取引所は最善のパートナーではないにしろ、現在考えられるパートナーとしては悪くはない。ロンドン証券取引所にとっての最大の課題はすでに三一%の株式を取得したナスダックの買収攻勢に対していかに備えるかということであり、イタリア取引所との合併によってナスダックの持ち株比率を二二%にまで引き下げることができれば、イタリア取引所との合併の相乗効果は小さいにしても評価できる。ロンドン証券取引所はナスダックが保有株式の売却を発表した後、イタリア取引所の株主である銀行の関係する財団が株式取得の意向を示した際、合併後にナスダックを上回る二八%の株式を取得することになるイタリア勢の持ち株比率上昇には反対し、取引所を傘下に持たないQIAの株式取得に好意的であることからそのあたりはうかがえる。

(2) イタリア取引所

すでに見た通り、取引所の統合が進むヨーロッパの中でイタリア取引所が独立性を維持し続けることは困難であり、何らかの形で提携や合併をイタリア取引所は考えざるを得ない立場にあったと言えよう。ユーロネクストとの合併交渉のために二〇〇六年に株式上場を延期したことが今となつては幸いしており、ヘッジファンド等の買取価格を最大の関心とする株主はおらず、株式会社ではあつても証券業務にかかわる業者のみが株主であり、しかも大手業者の持ち株比率が過半数を超えており、迅速な意思決定にもつながつていと言えよう。

イタリア取引所は二〇〇六年にユーロネクストともドイツ取引所とも合併交渉をおこなつており、その上でロンドン証券取引所を合併相手に選んだ理由は、ロンドン証券取引所との合併が最も取引の流出の可能性が小さく、大きな取引所に飲み込まれて国内での取引が減少する危険性が小さかつたからではないかと考えられる。ユーロネクストの中心であるユーロネクスト・フランス（旧パリ取引所）とドイツ取引所（旧フランクフルト証券取引所）とはイタリア取引所（旧ミラノ証券取引所）は地理的にもそう離れておらず、ともに共通通貨のユーロを導入していることから、ロンドン証券取引所よりもシナジー効果が高く、国内からの取引流出の危険性が高いと判断して、逆に取引流出の可能性の最も低いロンドン証券取引所を合併の相手として選んだのではないだろうか。しかもロンドン証券取引所がナスダックによる買収に危機感を持つていた間であれば、より有利な条件で合併交渉が進められる可能性が高い。ユーロネクストやドイツ取引所と合併した場合、二人の取締役のうち五人をイタリア取引所から出せるということは考えられないであろう。取引所の統合が進んでもその中心になれないことがわかつている中小の取引所にとっては自らの影響力をいかに大きくするかが重要であり、イタリア取引所の今回の決定は限られた選択肢の中からうまく立ち回つたということになるだろう。

O M Xは七つの国の取引所を傘下に持ち、世界で五〇カ国以上の国々の六〇以上の取引所がO M Xのシステムを採用しており、世界最大の取引システム開発会社としても定評が高い。しかし、傘下の七つの取引所を合わせてもスペイン取引所、イタリア取引所、スイス取引所よりも売買代金は少なく、ヨーロッパの証券市場統合の中では影が薄い。スロベニアの取引所に買取提案をしたり、パキスタンのカラチ取引所の株式取得も試みたりしているが、O M Xの自助努力にも限りがあり、高い技術力をこれまで以上に生かすためには大きな取引所との合併はやむを得ないところであろう。今回、買取提案をおこなったナスダックは世界的なブランド力を持ち、今後も世界各地で取引所の買収をおこないそうであるから、合併してそのグループの一員となることは自らがその労をとるよりも簡単であり、効果的でもあるだろう。しかもナスダックがO M X傘下の取引所の流動性を奪うとは考えられず、失うものは独立性を除けばほとんどない。したがって、O M Xの経営陣や大株主がナスダックとの合併に賛成している理由はよく理解できる。

逆にドバイ取引所に買収された場合、資金力は高まるかもしれないが、自ら世界中の取引所に働きかけなければならぬという点ではこれまでと同じであり、資金不足に困っているわけではない以上、ほとんどメリットはないと言える。これまでの中小取引所連合に、地理的にもかけ離れて取引もほとんどないD I F Xが加わることは、D I F Xが中東地域の株式取引の中心市場となり、この地域での大幅な取引拡大が続くという事態でも生じない限り、大きなプラス効果をもたらさないのである。また、この地域でO M Xの取引システムを採用する取引所が増えるにしても金額的には大きくはないはずであり、それよりもナスダックにシステムを提供できれば、一カ所でこれまでのO M X傘下の全取引所を上回る取引が得られるはずであるから比較にはならないだろう。

(4) ナスダック

ロンドン証券取引所の株式の公開買い付けに失敗したナスダックはロンドン証券取引所の三〇%近くの株式を保有し続けてきたが、ロンドン証券取引所の経営陣との関係は一向に改善せず、ロンドン証券取引所での取引は予想を上回るスピードで増加しており、たとえ二〇〇八年二月以降に再び株式公開買い付けをおこなうにしても大幅な買取価格の引き上げが必要となる可能性が高い。ロンドン証券取引所が苦境に陥り、株主の経営陣に対する信頼が薄れているのならともかく、アルゴリズム取引の増加から取引量は急速に拡大し、ベンチャー株式市場A I Mの新規上場でも他国の企業の上場まで奪っていると言われるロンドン証券取引所を敵対的に買収することはきわめて困難である。ナスダックの経営陣もようやくそのことに気づき、より現実的なパートナーとしてO M Xを合併対象としたことは妥当な判断であろう。

ドバイ取引所という競合相手が登場することは想定外であったかもしれないが、資金力の豊富なスポンサーを得ることができ、しかも処分に困ったロンドン証券取引所の株式まで引き受けてくれるのであるから一石二鳥であったに違いない。ドバイ取引所は資金力はあるかもしれないが、技術もブランドもないのであるからナスダックの株式を取得しても経営に口出しする可能性はきわめて小さい。さらに、可能性は未知数であるが、中東地域への進出も労せず果たせるのであるから、今回の結末はナスダックにとつては一石三鳥になるかもしれない。

ただし、ナスダック・ジャパンやナスダック・ヨーロッパ、そしてナスダック・ドイッチェラントでは成功を収められなかったのであるから、ナスダックというブランドだけで外国市場での流動性が高まるという過度な期待は禁物である。O M X傘下の取引所は独占状態であり、新規参入の可能性も低いので安泰であるうが、ヨーロッパでロンドン証券取引所などの市場から流動性を奪えるかどうかについては疑問である。

(5) ドバイ取引所

物流センターや保養地として、近年、急速に存在感を高めているドバイが金融センターとしての地位の確立を目指すのもっともなことである。しかし、金融センターの育成は容易ではなく、グローバル・スタンダードに基づく取引所として鳴り物入りでスタートしたDIFXも二〇〇六年末で上場商品を一五（株式七社、債券三社、その他五つ）しか集められなかった。DIFXの活性化のため、二〇〇六年にはOMXのCEOとしてストックホルム証券取引所の買収やロンドン証券取引所に対する株式公開買い付け、フィンランドのHEXとの合併をおこなったパー・ラーソンをCEOに迎えたことは、外国取引所との提携や買収を予想させるものであった。

ラーソンCEOのコネクションからOMXとの結びつきが第一に予想されるところであるが、今回の買収提案の過程でラーソンCEOとOMX経営陣の関係をみる限り、あまり親密ではないようである。しかも株式取得の手続きでルール違反を犯すなどは考えられない失敗であった。しかし、結果的にはOMXだけでなく、ナスダックを取り込むことに成功したのであるからDIFXにとっては今回の買収劇は成果があったと考えていいだろう。OMX自体が二〇〇〇年にロンドン証券取引所に買収提案をしたことで一躍名を馳せたように、ドバイ取引所も今回OMXに買収提案をおこない、ナスダックとロンドン証券取引所の株式を大量に取得したことで中東の金融センターとして世界に名乗りを上げたと言える。あとはナスダックとの提携を利用してどこまで上場商品や流動性を集められるかが問題であるが、一筋縄でいくとは考えにくい。他方、ナスダックから取得したロンドン証券取引所の株式を通じて、ロンドン証券取引所との関係をいかにしていくかという問題である。ラーソンCEOはロンドン証券取引所にとっては二〇〇〇年に突如現れたバイキングの頭領であり、ナスダックと親密な関係になることからロンドン証券取引所からDIFXが厚遇されることは期待できそうにもない。

(6) カタール投資庁(QIA)

今回のロンドン証券取引所とOMXをめぐる買収劇で最後に現れ、注目を集めたのがカタールの政府関係機関であるQIAである。カタールはドバイの属するアラブ首長国連邦と隣接し、面積(八万三六〇〇平方キロメートル)対一万一四二七平方キロメートル)や人口(四一〇万人対七四万人)ではアラブ首長国連邦に劣るものの、一人当たり所得ではアラブ首長国連邦を大幅に上回り、中東の地域センターを目指して首都ドーハはアラブ首長国連邦のドバイ(首都)やアブダビと競い合っている。ドバイは二〇〇五年にDIFXを開設し、中東の金融センターを目指しているが、まだ歴史のあるアブダビに追いつけておらず、ドーハもアブダビやドバイに遅れを取らないように欧米の取引所との関係を強化しようというのがQIAの意図であろう。DIFXがユーロネクストやスタンダード・チャータード銀行、ドイツ銀行などに戦略的に出資しているのに対して、QIAはHSBCやセインズベリー、エアバスの親会社であるEADSなどにこれまで長期投資をおこなってきており、今後は取引所や金融機関に対する投資の増加が予想される。

QIAはこれまで賢明な長期投資家として知られているが、今回のロンドン証券取引所とOMXの株式の取得の仕方は明らかにこれまでとは異なり、ドバイ取引所との対抗意識をむき出しにしている。これまで見た五つの取引所がいずれも今回の合併・買収・提携から何らかの利益を受けているのに、QIAには今のところ何の利益も見当たらない。QIAはロンドン証券取引所の株式をヘイマンやポールソンといったヘッジファンドから取得したと報じられており、最後に参加してジョーカーを引いたのはQIAのようである。OMXの株式を大量に取得したり、買収提案をおこなったりすることがQIAの利益になるとは到底考えられない。賢明な投資家の今後の一挙手一投足が取引所の合併や提携にいかなる影響を及ぼすのか、目の離せないところである。

注

- (1) ナスダックによるロンドン証券取引所に対する株式公開買い付けの詳細については、拙稿「ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム」(本誌一六四〇号、二〇〇七年一月)を参照。
- (2) マッコリー・グループによる買収提案の経過については、拙稿「マッコリー・グループのロンドン証券取引所買収提案」(本誌一六三四号、二〇〇六年二月)を参照。
- (3) NASDAQ Stock Market, Inc. and OMX AB, "NASDAQ And OMX To Combine - The Leading Innovators In The Exchange Industry To Create The World's Premier Exchange And Technology Company - Combination Recommended By Both OMX and NASDAQ Boards And Supported By Key OMX And NASDAQ Shareholders," *Press Release*, 25 May 2007.
- (4) ユーロネクスト・ドイツ取引所をめぐるとタリマ取引所の画策については、拙稿「ユーロネクストをめぐると攻防へ欧米取引所再編の行方」(本誌一六三八号、二〇〇六年一月)を参照。
- (5) "Italy Borsa: LSE attractive," *watching moves*: paper, *uk.reuters.com*, 30 December 2006.
- (6) Borsa Italiana and London Stock Exchange, "Borsa Italiana and London Stock Exchange Group to merge: Creates Europe's leading diversified exchange group," *Press Release*, 23 June 2007.
- (7) Borse Dubai, "Borse Dubai Announces An All Cash Offer Of SEK 230 Per Share For OMX," *Press Release*, 17 August 2007.
- (8) NASDAQ Stock Market, Inc., "NASDAQ with Borse Dubai and OMX Takes Leadership to Create a Unique Global Exchange Platform," *Press Release*, 20 September 2007.
- (9) Dubai and NASDAQ Stock Market, Inc., "Borse Dubai And NASDAQ Have Secured 47.6 Per Cent Of OMX Shares Through Direct Ownership, Option Agreements And Irrevocable Undertakings," *Press Release*, 26 September 2007.

(中)かわ せいのり・客員研究員)