

欧米取引所再編の背景

吉 川 真 裕

はじめに

御紹介いただきました吉川です。よろしくお願
いします。

本日、「欧米取引所再編の背景」ということで
お話しさせていただきます。

私自身はちょうど一〇年ぐらいこういう問題に
取り組んでおりまして、その頃はといいますと、
基本的に取引所の合併という話がほとんどなかつ
たわけですから、そういうことを思いますと、特

にここ一二年、急激に進む取引所の合併・再編
というのは、一昔前と大きく違うというふうに
感慨を持って見ております。

御報告の順序といたしましては、初めに昨今の
状況。そして、地域別に分けて、ヨーロッパでの
取引所再編、アメリカでの取引所再編。それか
ら、ヨーロッパ、アメリカを含めたグローバルな
取引所再編の試み。もう一度戻りまして、昨今の
状況。それから、その昨今の状況の背後にありま
す各取引所の思惑という順で、お話をさせていた
だきます。

一、昨今の取引所再編

最初のスライドは、単に一昨年、昨年とあった取引所の合併の発表を並べただけですが、それまでもいろいろなあったわけですが、二〇〇六年六月に、ニューヨーク証券取引所とパリ取引所が中心となる、ベルギー、オランダ、ポルトガル、そして、イギリスのデリバティブ取引所を傘下持つ Euronext が合併合意をしたということ、多くの人を驚かした。

二〇〇七年四月には正式に合併が実現したわけですが、同じ四月に、ドイツ取引所が、アメリカのインターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ (I S E)、ニューヨークにあるオプション取引所を、買収するという形で傘下におさめることになった。これはまだ合意であり、その

先見ていただくと、一二月に実現しているわけだ。

そのときの買取価格は、約五〇%のプレミアムということだ。「最初からノックアウトプライスだ。競合相手が価格をつけられないほど高い価格だ」ということで、「大株主のヘッジファンドからまた反対が出るんじゃないか」等々報じられましたが、それほど問題もなく、この合併も進んでいく。

そして翌五月には、アメリカのナスダックが、会社としてはスウェーデンの OMX、ただし、この OMX という会社が、傘下に七つの国の七つの取引所と決済機関をすべて持っている。スウェーデン、それから、最初に合併して OMX となったときにはフィンランドでした。そして、後にデンマーク、バルト三国、アイスランドというふう

に、七カ国にわたって取引所を傘下に持つ株式会

社となっている。そこと合併するということで合意したという発表が行われ、ニューヨーク証券取引所とEuronextの合併合意から一年足らずの間に、大西洋をまたいで三つの取引所の合併という話が出てきた。

翌六月に、ヨーロッパ側ではロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併合意が発表され、これは一〇月にいち早く実現している。二月、先ほどのドイツ取引所とI S Eの合併が実現し、二〇〇八年二月にナスダックとO M Xの合併も実現して、計三つの大西洋をまたいだ取引所の持ち株会社というのが存在しているというのが、ここ一二年の状況です。

ですから、これだけを見ると、何か取引所の運営会社というのはどんどんグローバル化し、地域を広げていつているかのような印象を与えるわけですが、長く取引所を見ている者からする

と、これはたまたまこういう形であらわれただけであって、必ずしも必然性があるという組み合わせや拡大ではないと考えております。ですから、取引所が外国の取引所と合併しないと存続できないということは全くないと思っています。たまたまこれはそれぞれの事情で合併したのであって、だからといって、乗りおくれまいとして、合併相手を探さないといけないというふうに考えるのは、私は短絡的であると考えております。

そのように考えます根拠として、それぞれの取引所がこれまでどういう状況に置かれて、こういう判断をするに至ったのかというのを、ヨーロッパとアメリカの順に紹介していきたいと思えます。

二、ヨーロッパでの取引所再編

ヨーロッパでの取引所再編ということで、取引所が直接合併にかかわる形になったのは九八年以降です。ただ、取引所の合併というのは、取引所という組織が合併することが重要であるというよりも、ヨーロッパの場合には、EC、EUのもとで市場統合を進めてきており、そうした中で株式市場も統合するということから、早くから論じられてきた問題です。ですから、スタートとしては、一九八〇年代に、既にEC取引所委員会というところで、株式市場の統合をどう進めるかという話し合いが行われていたわけです。

当初ですと、EC、EUの中で主導権を持っていたのはフランスのパリ取引所であったわけ、イギリスは、規模は大きくても、ECの中では、

どちらかといえば少し違ったスタンスをとるというところで、話し合いの場なんかでも取引所としても、ほかの取引所とは違うスタンスを主張し続けていた。それに対して、パリ取引所がまとめ役のような形になって進めていた。当時ドイツの取引所は、どちらかというと地方取引所という位置づけであり、それほど重要な役割を果たしてはいなかった。オランダの取引所と同じ程度の発言力、影響力しか持っていなかったということです。

九〇年代の半ばに、各取引所の存続は保証しながら、ほかの取引所に注文を出せるという形でネットワーク化するという話が進んだわけですが、それでも、結局これも足並みがそろわずにうまくいかなかった。その背景としては、八〇年代後半、それから九〇年代の初めには、こういう話し合いをしなくても、ロンドン証券取引所のSEAIQインターナショナルという外国株取引市場、実際は

取引市場というよりも、ほとんど店頭市場、相対の市場に近いような形でしたが、そこでのヨーロッパ株の取引が増えたことによって、面倒くさい交渉をしなくても、実質的にロンドンが中心になればそれでおしまいという形になりかけ、それに対して、ヨーロッパ大陸の各取引所が、取引所の電子化や取引所を含めた制度改革を行ったことによって、九〇年代中ごろにはロンドン証券取引所へ流れていたヨーロッパ株取引は、ほとんどヨーロッパの取引所に戻っていく。

そのころに、これも最近是非常に話題になっていくオルタナティブ・インベストメント・マーケット（A I M）というのが、九五年にロンドンで開設されているわけですが、これはもともとイギリスにあった店頭市場が閉鎖されて、その受け皿としてロンドン証券取引所の傘下に、取引所市場ではなくて別建ての、ただ、運営するのはロン

ドン証券取引所という形の市場が生まれ、それに対抗して、パリ取引所も九六年にヌーボー・マルシェというベンチャー市場をつくったわけですから、そういった形で、特に九五年あたりになってくると、先ほどのユーロクオートとかユーロリストとか言われた注文回送の仕組みも一応実施段階に入っていたけれども、最後になって、パリがフランスの銘柄を出ししづるという形で延期され、結局は崩壊してしまった。

それもパリだけの責任ということではなくて、その前に、九三年だったと思いますけれども、パリ取引所とドイツ取引所の間に、ロンドン証券取引所に対抗するため、現物の取引はパリの電子取引システムで、デリバティブの取引はフランクフルトの取引システムという形で、相互にテクノロジーを提供し合い、市場統合を進めてイギリスに対抗しようという合意があったんですが、九六

年にドイツ側がこれを撤回するということもあつたものですから、いろんなところで取引所間の対立という影響が出てきて、フランスとドイツの取引所の関係というのは、国としてはEUの中では関係が深いんですが、取引所間の関係としては決定的に亀裂が入り、現在に至っているというわけですよ。

そうした後に、九八年七月、ロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を行い、三〇〇銘柄程度のヨーロッパのブルーチップを取引する市場を新たに開設するということを発表している。パリ取引所は、自分の地位が相対的に低下するということで猛反対して、当時オランダの取引所やイタリアの取引所、スペインの取引所に、一緒に反対しようと言って声をかけたんですけども、イギリスとドイツがひつづくのに反対しても、どうも余り意味があるとも思えないということですよ、

ほかの取引所が英独中心に再編を進めるという判断をしたので、パリも仕方なく、一たんはその形で、この共通市場をどういう形で運営するかという形で話し合いに入る。

ただ、この時点で、後のパリとニューヨークの結びつきにつながるような、パリ取引所がイギリス、ドイツにのけものにされて、そのときにニューヨークへ行つて、当時のグラッソー会長に、アメリカ、フランスを含めた世界的な取引所のネットワークをつくらうということを提案し、ニューヨーク証券取引所がそれをGEM（グローバル・エキイティ・マーケット）という形で発表したこともあつた。そのときには、東京証券取引所もその中の一員ということであつたわけです。

ただ、九八年、戦略的提携を発表した後、再び話し合いの中で、主導権をイギリスが握るのかドイツが握るのか。イギリスは時価総額や売買代金

で圧倒的に大きい。ただしドイツ取引所も、ちょうど九七年、それまでイギリスのロンドン国際金融先物オプション取引所で取引されていたドイツ国債の先物を奪還、というのはおかしいですけれど、一九八九年にイギリスがドイツに先駆けて上場して以来、ロンドン国際金融先物取引所(LIFFE)の一番出来高の大きな取引対象であった。慌ててドイツでも先物取引所をつくったわけですが、ロンドンに対して大体一割～二割のシェアしかなかったのが、九七年に一挙に逆転して、九八年には、もうイギリスでの取引がなくなってしまうというふうな大きな変化があった。

それに加えてベンチャー株式市場でも、九七年に、ドイツでノイヤ・マルクトという市場がつくられ、そこでの上場及び取引が活発に行われていたというので、急速に力をつけていく。なおかつ取引所の組織的に、ロンドン証券取引所は、昔

持っていた決済機関や何かをどんどん外へ出して株式の取引に特化していったのに対して、ドイツ取引所はいろんなものをすべて抱えて、会社の規模、利益の点ではロンドンを上回る。ただ、株式の取引の量でいけばロンドンの方が大きいというふうなもとで主導権争いがあり、結局、二つの取引所で戦略的提携を発表したにもかかわらず、それから先へ進めないという状況が、九九年、二〇〇〇年と続いていたわけです。

そのときに、パリ取引所がオランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所と三つで合併して、Euronextという取引所をつくるという発表を二〇〇〇年三月に行ったわけです。英独に出し抜かれたと思っていたフランスの取引所としては、アメリカを取り込んだと思っていたのが、それはちっとも進まないの、もう一度ヨーロッパで巻き返しを図るところで、

オランダとベルギーの取引所を取り込んでいく。オランダやベルギーの取引所は、人口規模、市場規模から言っても、決して自分の市場が中心市場になれる市場ではないということがわかっているわけですから、そうした中でフランスと一緒にすることを選択した。

この発表があつて一月余り後に、今度は、ずっともめていたロンドン証券取引所とドイツ取引所が対等合併するということを発表しました。ですから、Euronext ができたことが英独の取引所合併合意を強力に後押しした。ただし、この合併合意については、特にロンドン証券取引所サイドの会員業者の反対が強く、当時まだ取引所は株式会社として運営されていない状態でしたので、会員による意思決定。ただ、ロンドン証券取引所は、もともと一会員一票ではなくて、取引所に納める年会費の量、従業員数に比例して年会費の金額が

決まり、年会費の金額に比例して投票権が決まるという形でしたから、株式会社に近いような格好ではあったんですけども、それでも中小の会員業者の数が三分の一以上あり、反対が非常に強かった。

実はドイツ側でも反対があつて、単純に合併すると言つて、合併後の市場はどうなるんだというときに、当時はノイヤ・マルクトで非常に盛んに取引されていた時期でしたので、ブルーチップはロンドンで、ベンチャー市場はフランクフルトで、そういう発表をしたのに対して、ドイツ側でも、ブルーチップがロンドンへ行つて、ドイツで取引されなくなるのか、あるいは雇用問題、取引所として非常にたくさんいろんな組織、決済機関や何か、それから、システム開発部門もたくさん人間を抱えているので、その雇用がどうなるのかということ、ドイツでも部分的には反対が

あったんですが、ドイツ取引所は、当時CEO、会長が非常に強い力を持っていたので、反対を押さえ込む。

それに対してロンドン側は、実はこの前、CEOが二代にわたって辞任・解任されているというので、会員業者の力が強く、取引所の決定というのが必ずしも重大な決定に及ばないという状況でした。二代前のCEOは、取引所のもとでトーラスという決済機関を新たにつくるという計画がどんどん膨らんでいって、お金を食うのにちつとも進まないという形で、一たん撤退するということが辞任し、それから、次のCEOは、ロンドン証券取引所は、八六年、ビッグバンのときに、これはナスダックをまねたものだったんですけれども、有名になったSEAQという仕組みを導入した。ところが、この仕組みはナスダックをまねたものですから、気配情報を一カ所に統合して表示

するというだけで、注文執行機能を持たない。なおかつ、お客さんの指し値注文を入れるところがない。お客さんは、業者であるかどうか知らないですけれども、SEAQ上では、必ずクオートされている者としてしか取引できないという形であり、それに対して、オークション型の電子取引システムを導入する。それについても会員業者の反対があり、もめにもめていて、それに対して、五年にトレードポイントという新しい取引所が、アメリカ流に言えばECNですが、正式に取引所の免許を得た取引所がロンドンに開設され、それとの対抗上、CEOは電子化を強力に推進し、それに対して反発した会員業者がCEOを解任したという事情があった。ですから、当時のCEOも、会員からの反対が出ると、いつ解任されるかわからないという状態。

結局、この後八月末に、スウェーデンのOM、

後にヘルシンキ取引所と合併してOMXになるんですが、その前のOMグループがロンドン証券取引所に買取提案をし、経営陣が拒否したところ、公開買付の手続きに入った。もちろん、その公開買付が成立するという見方は基本的になかったわけですが、結局、この混乱を招いたのはドイツ取引所との対等合併というのを、会員への説明もなく単独で決めた取引所経営陣に問題があるということ、CEOは三代続けて、これは解任というより辞任したんですけれども、任期途中でやめてしまうということになる。

ロンドン証券取引所の経営陣自体がこういう混乱した状態なので、ドイツ取引所との対等合併は白紙撤回するという決定を九月に行っておりま

す。このことによって第一ラウンドは一たん終わって、結局、イギリス、ドイツ、それからフランス、ベルギー、オランダをまとめたものの、三

者間での主導権争いというのが続いていくことになります。

その後しばらく各取引所が、ドイツ取引所、Euronext、ロンドン証券取引所という順で、みずからの取引所に上場される。そのことによって、ロンドン証券取引所で起こったような会員業者の反対によって経営陣の決定が覆されるという事態は減っていくわけですが、一たんは三者間での関係というのは安定していった。

それが二〇〇四年になって、ドイツ取引所が再びロンドン証券取引所に買取提案を行ったということで、動きが出るわけです。これもその前の八月ぐらいから、株式会社化したドイツ取引所はかなりの利益を内部留保で抱えている。株主からは配当に回せという要求が出ているにもかかわらず、配当をしないということは、そのお金を使つて買取を仕掛けるんだらうということが言われて

おり、最初にスイス取引所の名前が挙がったわけですが、スイス側からは合併しないと言われて、一二月になって、再びロンドン証券取引所への買収提案を行った。

その買収提案を行った直後に、Euronextも、こちらは買収提案という形はとらない。つまり、買収提案価格を明示しない。ただ交渉をするという形で、英独がひつつくの傍観しているわけではないというスタンスをとり、それから三月に、今度はドイツ側で反乱が起こる。ドイツ取引所は、株式会社化する前は、ドイツの銀行及び地方取引所が株式を持っていた。ところが、株式会社化した後一年余りで、株主の過半数は英米の投資家。慌ててドイツ取引所が調べたら、ドイツの投資家の保有率が二〇%ぐらいしかない。そのドイツ取引所の株主の中で、最近では日本でも話題になってますTCI（ザ・チルドレンズ・インベス

トメント・ファンド）が、「この買収は株主にとって利益にならない、こういう対応をしたCEO、会長の辞任を求める」という動きを強める。

三月には、CEOがみずから辞任する。ヨーロッパの地方取引所ではなかったフランクフルト証券取引所を、一〇年足らずで世界規模の取引所にしたと言われるザイフェルトCEOが辞任する形で何とかおさめようとしたけれども、結局、それでもおさまらずに、会長の辞任というか、後任CEOを探してから翌年にやめるという形に落ち着く。もちろんロンドン証券取引所への買収提案は撤回するという形で、ドイツ取引所は、二〇〇五年三月に買収提案は撤回した。

パリ取引所は、買収価格を明示しないまま交渉を続けるというスタンスをとっていたのに対して、八月になって、オーストラリアの銀行であるマッコーリー、いろんなファンドの運営、特に空

港であるとか高速道路であるとか、比較的安定した収入が得られる事業にファンドを通じて投資することによって利益を上げていたマッコーリー・グループが、そういった公益機関の一つと見て、ロンドン証券取引所に買収提案をする用意があるということを出して、これはロンドン側からせつつかれて、つまり、OFT（公正取引庁）にロンドン証券取引所の方から、買収提案をするとか、しないとか、正式に提案しないまま言われていたのでは取引所として配当をする等の決定ができないというので、はつきりするようというふうな要請を出して、それを受け、マッコーリー・グループが二〇〇五年一二月に買収提案を行う。

その買収提案は、結局受け入れられずに、二月にロンドン証券取引所の買収は、ドイツ取引所に続いて撤回されるということになった。翌月三月に、今度はナスダックがロンドン証券取引所に買

収提案を行った。このときもロンドン証券取引所側は即座に拒絶し、ナスダックも一度は買収断念を発表した。ところが、ナスダックはドイツ取引所やマッコーリーと違って、場外で大口株主からロンドン証券取引所の株式の一五％以上を買集める。イギリスの規則では一たん買収提案を撤回した場合、半年間は再度の提案をできないということになっているので、三月末に撤回していたので、九月末までは買収提案はできないし、三〇％を超える株式の取得もできないということだったんですが、一月に、経営陣に対して買収提案を行ったという発表を行う。再びロンドン証券取引所からは拒否されて、今度は株主へということ

で、一二月に公開買付を実施する。これも二月に、公開買付への応募が極めて少ないという形で再び断念されていた。

もう一方で、二〇〇六年六月に、Euronextと

ニューヨーク証券取引所の合併合意がある。ただし、これはナスダックがロンドン証券取引所の株式を二〇〇六年四月に取得したことによって、それまで買取価格を明示しないままロンドン証券取引所と交渉してきたEuronext側があきらめるということになって、そのとき、ドイツ取引所の株主が英米のファンドが中心であったのと同じく、株式会社化したEuronextの株主も英米のファンドが中心で、先ほどドイツ取引所のCEOを辞任させたTCIもそうです。このヘッジファンドがEuronextに対しては、ドイツ取引所と合併しろということを盛んに言っており、それに対してEuronextの経営陣としては、何らかの決断をせざるを得ない。ドイツ取引所と合併しないのであれば、どうするのか。単独で今までどおりということでは株主が納得しないということで、ニューヨーク証券取引所との合併というのが急遽持ち上

がってきたということです。ドイツ取引所とEuronextが合併した場合、株式時価総額、その他のデリバティブの取引であるとか決済機関であるとか、いろんな面でドイツ側の方が大きいものですから、主導権はドイツ側に行ってしまう。

それに対して、それを阻止するための手段として、ニューヨーク証券取引所と合併する。ニューヨーク証券取引所と合併しても、ドイツ取引所との合併と同じように、規模ではニューヨーク証券取引所の方が、規模といいましても、当時ニューヨーク証券取引所はArcaExと合併した後で、それほど大きいというわけではないんですが、一般的な認識から言えば、上場している株式会社の時価総額や売買代金で圧倒的に大きいわけですから、主導権はあっちへ行くだろう。ただし、ドイツと一緒になったときには、ヨーロッパの中でドイツが主導権を発揮するのに比べると、ニュー

ヨークと一緒になった場合、ヨーロッパの問題はパリ主導で進める。グローバルな中ではニューヨーク主導という形で、ヨーロッパでの主導権を維持する一つの形として選択したのではないかと私は考えております。

それから、二〇〇七年六月、最後に、ロンドン証券取引所とイタリア取引所の合併ですが、イタリア、スペインの取引所は、ヨーロッパの中で合併の話からは余り縁がなかったところで、ただし、その前年、イタリアの取引所は、Euronextとニューヨーク証券取引所が合併合意する前に合併交渉を行っています。ニューヨークとEuronextとの合併合意ができた後も、ニューヨーク側からは、イタリアが加わるんだったら、その分Euronext側の取締役の数を一人増やすということまで言われたわけですが、Euronextとの合併は見送った。

なおかつドイツ取引所からも、二〇〇七年にはイタリア側に内々の合併交渉があり、九月にはイタリア側から、ドイツ取引所とEuronextとイタリア取引所、三つが一緒になろうというふうな提案が行われたわけですが、Euronext側から拒否されたという形で、どれにも属さなかった。

そのイタリア取引所が、後から振り返ってみると、一二月にCEOが「イタリア取引所が合併するなら、イギリスがいい」ということを発言していて、ただ、当時は、ロンドン証券取引所はナスダックに買収を仕掛けられている状況で、そういう話が進む状態ではなかった。翌年になってナスダックの買収が失敗したわけですが、ナスダックはそれでも二五%を超える株式を保有し続けている。イタリア側からしてみると、これも後でまた出てきますが、ドイツやフランスとひつついた場合には、既にユーロを導入している国同士であ

り、地理的にも近い。イタリアからの取引が流れてしまう心配がある。

それに比べるとイギリスは、ユーロも導入していないし、イタリアの取引が全部ロンドンへ行ってしまうということは極めて考えにくいというところから、ロンドン証券取引所との合併を考えたものと思われますし、ロンドン証券取引所側は、ヨーロッパの中で残っているとところは少なくなっており、なおかつナスダックが二五%以上の株を持つている。これをナスダックが売らない限り、ロンドン証券取引所が株式の消却を行うたびに、ナスダックの持ち株比率は上がっていくわけです。そうした中で、イタリア取引所と株式交換で合併すれば、自動的に全体の規模が大きくなり、ナスダックが新規に買わない限り、ナスダックの保有株式の比率は下がるというメリットがあったわけです。合法的なポイズン・ピルである。そう

いった形で、ロンドン証券取引所とイタリア取引所との合併合意が行われたというのが、ヨーロッパ・サイドでの経緯です。

三、アメリカでの取引所再編

かなり時間が押してきましたので、アメリカ側は比較的簡単に見ていききたいと思います。

アメリカでの取引所再編は九〇年代にECNが取引を拡大したということが背景にあり、なおかつ二〇〇四年二月に、SEC（証券取引委員会）がレギュレーションNMISという形で新たな規制提案を行った。世界最大の証券取引所であるニューヨーク証券取引所の取引の大半は取引フロアで行われ、電子的には行われない取引であったわけですが、それを電子化させるという思惑もあって、SECの側で新たな規制案を準備した。

それを受けて、ナスダック銘柄ではECNとナスダックとの取引シェア争いというのが九〇年代から起こっていたわけですが、規制が実施されれば、ニューヨーク証券取引所の上場銘柄でも同じことが起こるということが予想される。その提案が二〇〇四年二月に行われた後に、実施するのかどうかということで、一年余りもめにもめて、二〇〇五年四月に実施するということで決定が下された。

その決定があつた二週間後に、ニューヨーク証券取引所がArcaEx、これは元ECNのアーキペラゴが取引所申請をし、既に取引所となつていたものです。これと合併するということを発表した。その二日後に、インステイネットとアイランドというECNが統合したINET、インステイネットがアイランドを買収したんですが、ナスダックがインステイネットからINETの部分を買

買い取るという発表を行った。

こちらの方は、インステイネットの親会社であるイギリスのロイターが、インステイネットを売却したいという意向を二〇〇四年の秋に既に発表してましたので、半年前から、インステイネットあるいは取引市場であるINETをだれが買うかということとは既に話題になつていたわけですが、それをナスダックが買収で合意した。むしろニューヨーク証券取引所とArcaExという組み合わせが、それまで全くだれも考えていなかったのが急に発表されて驚かれたというのが、レギュレーションNMSの決定直後に起こったことです。

ニューヨーク証券取引所について、ArcaExと合併してどれだけメリットがあるかという判断は難しいところですが、一つはArcaExというのは元ECNですから、電子取引所で、もちろん取引

フロアなんかは持たない。ニューヨーク証券取引所は、これから電子化を進めないといけないけれども、その電子化がうまく進まなかった場合を考えて、同じ持ち株会社のもとに別々の取引所として、電子取引所がある方が安心だということではなかったかと思います。

もう一つは、ニューヨーク証券取引所は上場していないどころか、持ち株会社が株式会社でもない取引所であり、持ち株会社をつくり、その持ち株会社を上場するという手続を踏めば、上場までに一年、二年は時間がかかるということが当然考えられていたのに対して、この合併によって、ArcaExという取引所の親会社、持ち株会社が既にArcaEx自身に上場されていて、その持ち株会社がニューヨーク証券取引所を買収する。存続会社はArcaExの持ち株会社で、それを後にNYSEグループというふうに名称変更するという形

で、持ち株会社の設立や上場手続等をすつ飛ばして、合併によって一気に上場された取引所という形をとることになった。

二〇〇六年六月には、先ほどお話ししたニューヨーク証券取引所とEuronextとの合併合意があるわけですが、その前にヨーロッパでいろいろもめているというときに、ニューヨーク証券取引所のCEOは、「ニューヨーク証券取引所はヨーロッパの取引所に関心がある」という発言をしており、当然一番考えられるのは、取引規模の大きなロンドン証券取引所だろうというふうに見られたわけですが、そのロンドン証券取引所に対しては、ナスダックが先回りして、二〇〇六年三月に買収提案を行ったり、四月に株式を買集めたりしている。ある報道によれば、ナスダックがロンドン証券取引所の株を買集めたときに、ニューヨーク証券取引所も、大株主から買えないかとい

うことをアメリカの証券会社に探らせたというものもありました。

ところが、二カ月後にはEuronextとの合併合意に至ることになる。先ほどのニューヨーク証券取引所上場銘柄の取引シェア争いが激しくなると考えられるレギュレーションNMSの施行は、当初案よりは一五カ月延びて二〇〇七年七月に開始され、全上場銘柄を対象として施行されるのが一〇月というスケジュールで進んでいるときに、ニューヨーク証券取引所はEuronextと合併合意を行う。

前年にアーキペラゴと合併した理由の一つとしては、ニューヨーク証券取引所上場銘柄の取引流出が起こったときの歯どめとして考えていた。その危険性はあると。同じようにEuronextとの合併も、アメリカで取引シェアが減っても、ヨーロッパのフランスやオランダやベルギー、その後

入ったポルトガルというのは、一国に取引所が一つしかない国ですから、取引シェアが大幅に減るということは考えにくい。そうすると、経営的にはアメリカで利益が減って赤字になっても、グループ全体としてはある程度の安定が得られるというふう考えたのではないかと思っております。

ニューヨーク証券取引所とEuronextとの合併合意の後、ナスダックは、ロンドン証券取引所に対しては合併提案が拒否され、公開買付にも失敗する。しかし、三カ月後にはOMXとの合併合意に至る。ナスダックは公開買付の価格を当初の価格から引き上げなかったわけですが、OMXとの合併合意が出た後には、「OMXを買収するぐらいだったら、ロンドンに対してもうちよつと買付価格を引き上げていれば、そっちの方がよかつたんじゃないか」ということも報じられた。

あとは大きな影響はありませんけれども、アメリカの中で、一〇月にナスダックがボストン証券取引所の買収で合意する。これは金額は非常に小さなものです。ただし、ボストン証券取引所は、株式オプション市場があり、その株式オプション市場はカナダのモントリオール取引所と共同で運営していた。株式オプション市場は含まないという形で、株式オプション市場はモントリオール証券取引所が買い取る。残る証券取引の方だけをナスダックが買い取るという形での買収合意です。翌月には、フィラデルフィア証券取引所、こちらはオプション市場、それからデリバティブ、フィラデルフィア・ボード・オブ・トレードを含めた全体の買収で合意する。

さらに、今年の一月には、ニューヨーク証券取引所がアメリカン証券取引所を買収することで、経営陣の間では合意した。ただし、これはアメリカ

カン証券取引所の会員の方からはまだ反対がいろいろ出ているので、実現するかどうかはわかりません。

アメリカの中では、証券取引にかかわる取引所が、NYSEグループとナスダックのグループというのにはっきり分かれて、残るはシカゴ取引所とナショナル取引所、元シンシナティ証券取引所ですけれども、証券取引所としては、この二つだけが残ったという形になっている。

ヨーロッパで言えば、大きなところはイギリスであり、ドイツであり、フランス。その次の規模でいくと、以前はスイスが大きかったんですが、最近ではスペイン、イタリア、スイスという順番ですから、スペインが残っていますけれども、かなりの部分は三つの形で競合している。アメリカは二つの形です。

そうした競合関係をまとめていく中で、結びつ

きとしていろんな組み合わせが出てきたというふうに考えられるのではないかというわけです。

四、グローバルな取引所再編の試み

取引所再編の試み、特に国境を越えた取引所再編ということでは、今回のような事例が初めてではなくて、実は以前にもあった。

その一つがナスダックによるグローバル取引、二四時間取引。当時は技術や規制の面で実現可能性が非常に難しかったわけですが、いち早くそういうことを言い出した。ただし、日本からもベルギーからもドイツからも、一たんは完全に撤退した。ですから、今、スウェーデン、OMXを傘下に持つというのと、以前進出したところは一たん完全に撤退しているというので、結びつき

はない。

それともう一つはドイツ取引所。デリバティブ市場であるEurexというのが傘下にあって、当初は債券の先物が中心だったわけですが、後に株価指数の先物でもヨーロッパの中心市場となってきた。二〇〇三年の時点では債券先物が中心で、アメリカの債券先物を取引していたのはシカゴ・ボード・オブ・トレード(CBOT)ですが、その商品、当時、CBOTは電子化していたんですが、実はそのシステムはEurexのシステムであった。もう一つ前に戻ると、Eurexがアメリカに進出するというのに対して、CBOT側がそれを思いとどまらせるためにEurexからシステムを買ったという経緯があって、CBOT側では、脅迫されて買わされたというふうな見方もあって、反発があり、そのシステムをLIFEの取引システムに変えるという決定をCBOT側が

したので、Eurexが再び新たにアメリカに取引所を開設して、CBOTのアメリカ国債先物を奪うという形で参入するという計画を発表したわけですね。

そのときには、新たに設立される取引所とヨーロッパのEurexの間で、ヨーロッパの国債の取引はユーロ建て、アメリカではドル建て。通貨が違ふ。その決済について、清算機関が、ヨーロッパではEurexの子会社であるEurexクリアリング、アメリカでは、もともとはCBOTが取扱対象の九割以上を占めていたBOTCCというクリアリング機関と提携して行う。

CBOTは、その前にカンター・フィッツジェラルドがカンター取引所というデリバティブ取引所をつくってアメリカ国債の先物を導入したわけですが、そのときにBOTCCがライバルのクリアリングを行うことに対して反対しなかつ

たのに、Eurexに対しては、BOTCCがEurexのクリアリングを行わなかったら、CBOTはBOTCCではクリアリングを行わないという形で反対した。それでは、どこがリアリングを行ったかという点、後に合併するCMEのクリアリングハウスがCBOTのクリアリングを行った。二〇〇四年にEurex USは開設したわけですが、一時的にCBOTが場口銭をただにする等の対抗策を出し、結局、流動性を集めるには至らなかったという経緯があります。ですから、ドイツ取引所がISEを買収したのも、今回初めてアメリカに進出したのではなくて、以前にも一度アメリカ進出を実施しており、そのときはうまくいかなかったというのを再びやり直しているという側面がある。

この二つの再編の試みは、いずれも新しい取引所が今までの取引所から流動性を奪う、競争する

という形で取り組まれたものである。成功はなかったわけですが、ナスダック・ジャパンにしろ Euronext US にしろ、取引を開始したことによって、手数料が下がったり、あるいは新たな市場が生まれたりという影響を及ぼした。

それを踏まえて、最初に出ました昨今の取引所再編というのを振り返ってみると、これは既に存在する取引所同士が合併するだけで、新たな競争は一切生まれません。それぞれの国のほぼ独占的な市場運営者同士が合併しているだけです。ですから、利用者にとって直接的にどういうメリットがあるのかというのは、個別にやっているよりも、両方で節約できる部分は節約すれば、多少のコスト削減効果はあるかもしれませんが、それ以上のもは考えにくい。取引所再編といっても、新たに市場に参入する取引所があり、取引をめぐって競争が活発化する。そのことによって利用

料なり、サービスがよくなるということは、今回の取引所の再編では期待しにくいと思われます。

五、欧米取引所再編の思惑

それぞれの取引所の思惑は既に申し上げたとおりですが、もう一度まとめてみますと、まず、Euronext はヨーロッパで英独に対抗し続けるためには、英独とひつついて、相手に主導権をとられれば、対抗どころではない。ニューヨークとひつつけば、全体では主導権はないかもしれないけれども、既にひつつくときの条件として、ヨーロッパのことはすべて Euronext が決定するというのが合併の条件ですから、ヨーロッパでの主導権は Euronext が持てるというのが、ニューヨーク証券取引所との合併の最大のポイントであった。

それから、ドイツ取引所やOMXは、ヨーロッパ時間外への進出ということです。ドイツ取引所で二度ロンドン証券取引所に買収提案を仕掛けた前CEOも、フランクフル트가ロンドンにかわることはできないというふうに認めていたわけですから、ヨーロッパの中ではロンドンを買収できないとすれば、それ以上は進みようがない。そうすれば、ほかの地域へ出ていくしかない。

OMXは七つの取引所を持つ取引所運営会社ですが、七つ合わせても、実は時価総額はオランダ一国よりも小さい。技術的には、もともとOMXというのは取引所ではなくてシステム開発会社で、スウェーデンで株式オプションを導入するときに、フロア取引ではなくて、電子取引にする。その電子取引所の運営を請負ったのがOMであった。そのOMが、後にストックホルム証券取引所を傘下に持つという形で取引所運営会社になった

もの。ですから、世界中で使われている取引システムを一番たくさん供給しているのはこのOMXです。ただ、自国では取引量が少ない。システムは幾らよくても取引対象がなければ取引は増えない。なおかつ、ヨーロッパの中でイギリスやドイツやフランスを買収しに行って、主導権をとるということも考えにくいという中で、最もよかったかどうかはわかりませんが、ナスダックと一緒になることで、ナスダックが世界中にマーケティングしてくれば、OMXのシステムはますます売れるというふうな読みがあったのではないか。

それから、ロンドン証券取引所とイタリア取引所に関しては、ヨーロッパの中の地位の確保が一番であり、あと、ロンドン証券取引所が外へ出るとすれば、一番考えられるのは、オーストラリアとかカナダとか南アフリカとかインド。旧植民

地で、関係のあるところとの結びつきではないかと思われませんが、今のところはヨーロッパの中の地位確保。小さいと買収されるということから、少し大きくなる。他方、イタリア側からすれば、自国の市場を完全に持っていけないというのが最大のポイント。フランスやドイツと一緒になれば危ないというところの選択ではなかったか。Euronextがドイツ取引所やロンドン証券取引所と一緒にするのはなく、ニューヨーク証券取引所といっしょになることを選んだのと同じです。

そして、アメリカのニューヨーク証券取引所やナスダックは、レギュレーションNMSを含めて、アメリカ国内では非常に競争が厳しいので、アメリカ国内では大変だ。むしろ外へ出ていった方が、Euronextとの合併の例のように、経営も安定するし、あるいはアメリカ国内で苦戦してい

るというよりも、外へ出ていって積極的に活動しているというふうに見せる方が有利と考えたのではないかというふうに考えております。それを裏づける資料として、最後に二枚グラフがありますが、図表1はニューヨーク証券取引所上場銘柄の取引シェアを示しています。今月発表された四月の月間取引シェアで、ニューヨーク証券取引所は初めて五〇%を切りました。ニューヨーク証券取引所に上場している株式のマッチド・ボリューム、売りと買いが両方ニューヨーク証券取引所へ来て成立したものの比率は半分以下である。

左の方を見てもらいますと、このグラフでは二〇〇五年二月には八〇%あった。下の折れ線はニューヨーク証券取引所上場銘柄のナスダックの取引シェアを示しています。ナスダックは上昇してきている。

それでは、ナスダックがひとり勝ちかという

と、図表2を見ていただきますと、ナスダック上場銘柄の取引シェアはというと、ニューヨーク証券取引所ほど顕著ではありませんが、当初の五〇%を超えるところから、やはり四〇%ぐらいに下がってきている。ニューヨーク証券取引所の上場銘柄の取引シェアは増やしているけれども、ナスダック銘柄のシェアは減らしているというのが実情です。ですから、国内にとどまって、こういう状況の中で競争し続けるよりも、外国の取引所を傘下におさめる形の方が有利になるのではないかという判断をしているものだと考えております。残り時間が少なくなりましたので、報告はここまでとさせていただきます。

若林常務理事 吉川先生には、ダイナミックに動いている欧米の取引所再編の背景につきまして、極めて丁寧に御説明いただきました。ありがとうございます。

ございました。

時間をいただいておりますので、ここで御質問あるいは御意見等ございましたら、受けたいと存じますが、いかがでございましょうか。

それでは、私が最初に一点だけ御質問したいと思います。コンピュータの発展との関係が、よく再編のエネルギーというふうな言い方をされますが、吉川先生は、その辺のコンピュータリゼーションといいますか、それと欧米の取引所再編の動きの関係について、御説明いただいた部分もございましたが、もう少し御意見をお聞かせいただければと思います。

吉川 多くの人は、いい取引システムができればどんどん注文が集まってくるというふうにお考えだと思えますが、そういう面は確かにあるんですが、それは注文を出す側にかんがりの決定権があるわけで、使い勝手が悪くてもそっちを使い続け

る投資家がいれば、使い勝手が悪いところが長生きする。ある意味では、ニューヨーク証券取引所が人手を介した取引を一年前までずっとやり続けていたというのがそのいい例です。

ECNというのは、電子化され、取引システムがよくてシェアを集めたという側面はありますが、余り電子化しなかったて、ニューヨーク証券取引所は、取引シェアが二〇〇五年まで八〇%あったわけですので、取引システムだけが流動性を集めるということではないと思っています。ですから、優秀な取引システムをつくるOMXは、取引量は北欧の株式を対象にしていたのでは決して増えない。

それから、もう一つおもしろいのは、実際に従来の取引所でないところに注文を出す投資家が増えただけいるかということ。アメリカではECNが拡大したわけですから、そういう投資家がたくさ

んいたわけですが、ヨーロッパでは幾つもできたECNなり新設取引所は、少数の例外を除いて、なかなか流動性を集められない。ですから、いろいろな要因がかかわってくるので、取引システムさえよければすぐに注文が集まってくると考えるのは、少し考え方が甘いというか、単純過ぎるのではないかというふうに考えております。

若林常務理事 ありがとうございます。

ほかに御質問等ございませんでしょうか。

それでは、本日の証券セミナーはこれで終了させていただきますと存じます。

吉川先生、どうもありがとうございます。

(拍手)

(よしかわ まさひろ・日本証券経済研究所客員研究員)

(この講演は、平成二〇年五月二十六日に開催されました。)

吉 川 真 裕 氏

略 歴

1991年 3 月 大阪市立大学 大学院経済学研究科 博士課程単位取得

同 年 4 月 財日本証券経済研究所 大阪研究所研究員

1996年 4 月 財日本証券経済研究所 大阪研究所主任研究員

2002年 7 月 財日本証券経済研究所 客員研究員

(主な著書等)

「世界的再編劇にビジョンみえず」『週刊金融財政事情』59巻11号、2008年 3 月17日

「米国株式市場規制 レギュレーション NMS」『証券経済研究』61号、2008年 3 月

「錯綜する取引所の国際的な合併・買収・提携」『証研レポート』1644号、2007年10月

「トランスアトランティック・エクスチェンジ～取引所はグローバル化できるのか」

『証研レポート』1642号、2007年 6 月

「欧州証券決済コード・オブ・コンダクト」『証券経済研究』58号、2007年 6 月

「ナスダックのロンドン証券取引所買収ゲーム」『証研レポート』1640号、2007年 2 月

「NYSE とユーロネクストの合併合意～欧米証券取引所再編の思惑」

『証研レポート』1646号、2006年 6 月

「レギュレーション NMS の導入～米国株式市場間競争第二幕」

『月間資本市場』250号、2006年 6 月

「欧州における取引所間競争」『証券アナリスト ジャーナル』43巻11号、2005年11月

2008年5月26日
証券セミナー

欧米取引所再編の背景

財団法人 日本証券経済研究所
客員研究員
吉川真裕
e-mail: myjsri@hotmail.com

目次

1. はじめに
2. ヨーロッパでの取引所再編
3. アメリカでの取引所再編
4. グローバルな取引所再編の試み
5. 昨今の欧米取引所再編
6. 欧米取引所再編の思惑
7. 質疑応答

1. はじめに

- 2006. 6 NYSEとEuronextの合併合意
- 2007. 4 NYSEとEuronextの合併実現
ドイツ取引所とISEの合併合意
- 2007. 5 NASDAQとOMXの合併合意
- 2007. 6 LSEとイタリア取引所の合併合意
- 2007. 10 LSEとイタリア取引所の合併実現
- 2007. 12 ドイツ取引所とISEの合併実現
- 2008. 2 NASDAQとOMXの合併実現

2. ヨーロッパでの取引所再編

- 1998. 6 LSEとドイツ取引所の戦略的提携
- 2000. 3 仏・蘭・白取引所の合併合意
- 2000. 5 LSEとドイツ取引所の合併合意
- 2000. 9 OMによるLSE株式公開買付
- 2004. 12 ドイツ取引所のLSE買収提案
- 2005. 12 豪McquarieのLSE株式公開買
- 2006. 6 NYSEとEuronextの合併合意
- 2006. 12 NASDAQのLSE株式公開買
- 2007. 5 NASDAQとOMXの合併合意
- 2007. 6 LSEとイタリア取引所の合併合意

3. アメリカでの取引所再編

- 2005. 1 ArcaExによるPCX買収合意
- 2005. 4 NYSEとArcaExの合併合意
- 2005. 4 NASDAQによるINET買収合意
- 2006. 6 NYSEとEuronextの合併合意
- 2007. 5 NASDAQとOMXの合併合意
- 2007. 10 NASDAQによるBSE買収合意
- 2007. 11 NASDAQによるPHLX買収合意
- 2008. 1 NYSEによるAMEX買収合意

4. グローバルな取引所再編の試み

- 1999. 6 NASDAQジャパンの開設計画発表
- 2000. 6 NASDAQジャパン開設
- 2001. 3 NASDAQヨーロッパ開設
- 2003. 1 NASDAQドイッチェラント開設

- 2003. 1 Eurex US開設計画発表
- 2003. 5 EurexとBOTCCが提携合意
- 2004. 2 Eurex US開設

5. 昨今の取引所再編

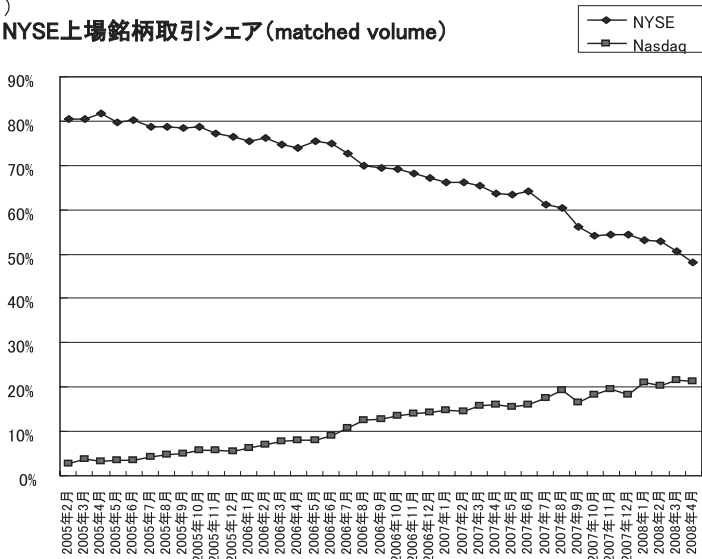
- 2006. 6 NYSEとEuronextの合併合意
- 2007. 4 NYSEとEuronextの合併実現
ドイツ取引所とISEの合併合意
- 2007. 5 NASDAQとOMXの合併合意
- 2007. 6 LSEとイタリア取引所の合併合意
- 2007. 10 LSEとイタリア取引所の合併実現
- 2007. 12 ドイツ取引所とISEの合併実現
- 2008. 2 NASDAQとOMXの合併実現

6. 欧米取引所再編の思惑

- (1) Euronext
ヨーロッパでの英・独に対する劣勢解消
- (2) ドイツ取引所、OMX
ヨーロッパ時間外への進出
- (3) LSE、イタリア取引所
ヨーロッパでの地位確保
- (4) NYSE、NASDAQ
競争の厳しいアメリカ市場からの逃避

(図表 1)

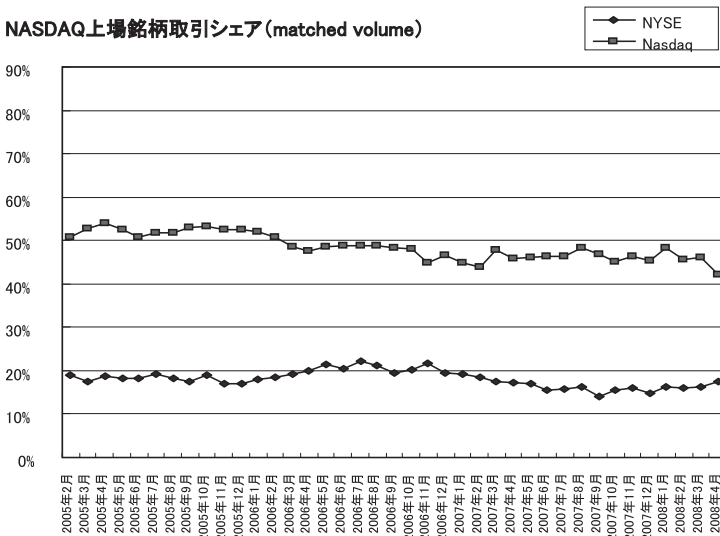
NYSE上場銘柄取引シェア(matched volume)



〔出所〕 NYSE と NASDAQ の資料より作成。

(図表 2)

NASDAQ上場銘柄取引シェア(matched volume)



〔出所〕 NYSE と NASDAQ の資料より作成。