

世界的な取引所再編とOMX

—現代の取引所産業について考える—

岩田 健治

はじめに

二〇〇七年三月に、米欧の主要取引所であるNYSEとEuronextとの間で実現した合併は、世界の取引所産業をグローバルな再編の過程に叩き込んだ。Euronextはパリを中心に欧州の四つの取引所とロンドンの金融派生商品取引所LIFFEを統合して発展してきた時価総額欧州第二位(当時)の多国籍取引所であった。

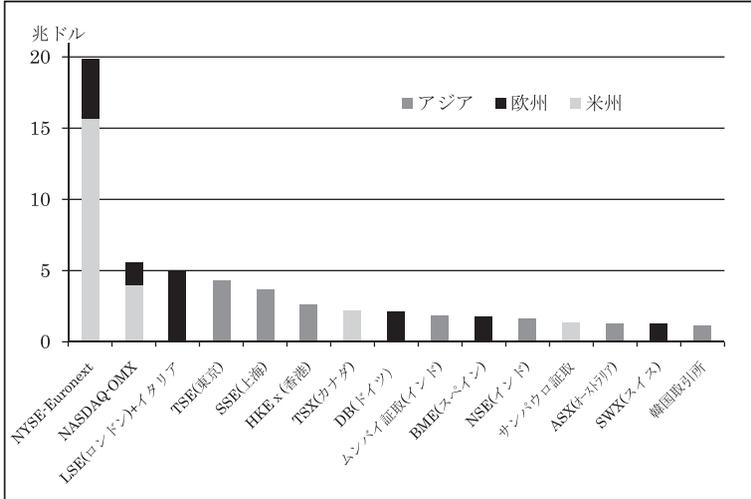
同年五月二十五日には、NASDAQとOMXの

合併計画が発表された。NYSE Euronextと同じく米欧間の時間帯を越えた合併であり、しかも欧州側はEuronextと同じく隣接する諸国の取引所を統合した多国籍取引所であった。

こうして、二〇〇七年に、世界の主要取引所は、世界的な再編とアライアンス形成の段階に入った。

こうした動きに触発されて、二〇〇七年六月には、さまざまな市場運営者(NASDAQ、ドイツ取引所、OMXの前身であるOM、Euronext)や金融機関(豪州のマコーリー銀行)などから

図表序-1 世界の主要取引所の時価総額 (2007年末)



(出所) World Federation of Exchangesデータより作成。
 (注) OMXには、オスロ取引所のデータも含む。

買収や合併提案の動きが絶えなかったLSE（ロンドン証券取引所）が、イタリア取引所との合併を発表し、同年一〇月に手続きを完了した。EuronextやOMXの後塵を拝しつつも、欧州域内最大の時価総額を誇るLSEが、欧州域内再編を開始した意義は大きい。

図表序-1は、二〇〇七年末時点での時価総額を、グループ別にまとめたものである。統合後の三つの取引所グループは、NYSE Euronext、NASDAQ OMX、LSE—イタリア取引所の順で世界トップ三となるが、個別取引所でみれば、OMXの時価総額の小ささが際立っている。これほど規模の小さい取引所が、なぜ世界的再編の一角に食い込んでいるのだろうか。本稿では、世界的再編の主役に躍り出たOMXの生成とビジネスについて概観することで、その理由を探ることにしたい。

図表 1-1 NASDAQ OMX創設までの動き

年月日	動き
2007年	NASDAQとOMXとの統合発表。NASDAQがOMXの全株式を現金(1株208.1SEK)と自社株により買い取りへ。
5月25日	
8月9日	UAE(アラブ首長国連邦)のドバイ取引所(Borse Dubai)が、NASDAQによるOMX買取に對抗。1株230SEKでOMX株の買付開始を発表(総額約40億ドルの買取案)。
9月20日	NASDAQとドバイ取引所が、ドバイ取引所が買取提案により入手したOMX株を、現金とNASDAQ株との交換でNASDAQに売却することで合意。
9月26日	カタール投資庁(QIA)によるOMX株の9.98%取得発表を受けて、NASDAQとドバイ取引所は、買取額を1株265SEKに引き上げ。
2008年	
2月5日	ドバイ取引所によるOMX株の公開買付期間終了
2月15日	ドバイ取引所による公開買付が成功裏に完了
2月27日	ドバイ取引所が保有するOMX株をNASDAQに売却完了。NASDAQ OMXグループが正式に誕生。DIFC株の33.3%を保有。ドバイ取引所は、NASDAQ OMXグループ株の19.9%を保有(5%の議決権)。

(出所) OMX, NASDAQプレスリリースなどより作成。

一、NASDAQ OMX創設までの経緯

二〇〇七年五月二五日にNASDAQとOMXとの合併が発表されて以降、図表1-1に示すような動きがあった。

二〇〇七年五月のNASDAQによるOMX買収計画発表後に、ドバイ取引所による対抗提案があり、その後NASDAQとドバイ取引所の共同提案がなされて、最終的により高い価格で買収が行われる結果となった。OMXの株主は、当初現金とNASDAQ株だったものが、現金だけによる買付に応じたため、統合取引所がもたらす収益シナジーやコスト・シナジーにあずかることができなくなったが、その分買収価格のつり上げで元をとった形となった⁽¹⁾。

最終的に二〇〇八年二月に両取引所は統合を完了し、NASDAQ OMXグループが創設された。買収合戦へのドバイ取引所の参戦の結果、新生NASDAQ OMXグループとドバイ取引所およびDIFC（ドバイ国際金融センター）との間でも資本関係が生じるようになった。他方、NASDAQが、ドイツ取引所や豪マッコリー銀行などによるLSE買収の動きに対抗して入手していたLSE株（三一%）は、ドバイ取引所との買収合戦に備えて、二〇〇七年八月に売却された。

こうして二〇〇七年はOMXにとって、NASDAQとの合併発表から始まり、ドバイ取引所の対抗提案を経て、NASDAQドバイの共同提案へと至る、激動の年であった。それは株価にも表れている。OMXの株価は、二〇〇三年一月時点で、四一・六SEK（スウェーデン・クロー

ナ）だったものが、二〇〇七年一二月末には、二六一・五SEKまで大幅に上昇した。NASDAQ OMXグループの創設に伴い、OMXはノルディック取引所への上場を終えた。

二、経営体としてのOMX

ここでは、二〇〇八年二月のNASDAQとの統合により、単独の経営体としては最後の発行となる二〇〇七年度版のOMX年次報告書などをもとに、OMXの出自と、経営体としてのOMXについて詳しく見てみよう。

(1) OMXはどこから来たのか

もともとOMXは、八五年に創設されたOMというデリバティブ市場を運営するスウェーデンの小さな企業であった。それが九七年にストックホ

図表 2-1 北欧・バルト海諸国取引所のOMXへの統合

年	出来事
1863	ストックホルム証券取引所創設
1912	ヘルシンキ証券取引所創設
1985	OM 創設
1989	ストックホルム証券取引所電子化
1993	ストックホルム証券取引所 会員制から株式会社へ
1997	OM がストックホルム証券取引所を傘下に
1998	ストックホルム証券取引所とコペンハーゲン証券取引所 NOREX 提携に向け正式合意
1999	NOREX 提携開始；共通の取引システム SAXESS 上でスウェーデン・デンマーク株の取引開始
2001	ヘルシンキ取引所がタリン取引所を傘下に
2002	ヘルシンキ取引所がリガ取引所を傘下に
2003	OM とヘルシンキ取引所が合併。OM HEX 創設(後に OMX と改名)。
2004	OMX がビリニュス取引所を傘下に
2004	OMX がコペンハーゲン取引所を傘下に
2006	OMX がアイスランド取引所を傘下に

(出所) OMX, *From Markets to Market*等から作成。

ルム取引所（一八六三年創設）を傘下に収め、さらにその先進的な取引システムを、コペンハーゲン取引所に売り込み、後に二〇〇四年には組織も統合した（図表 2-1）。

二〇〇三年には、北欧エリア内で独自の取引所を維持してきたフィンランドのヘルシンキ取引所（HEX：一九二二年創設）と合併し、OMHEX となった（後に OMX に改名）。HEX はエストニアのタリン取引所とラトビアのリガ取引所を傘下に置いていたので、OMX が母国とするエリアはバルト海諸国にまでひろがった。⁽²⁾

その後、二〇〇四年にリトアニアのビリニュス取引所、二〇〇六年にアイスランド取引所にも同様のアプローチを行い傘下に収めている。外資制限がかかっているノルウェーのオスロ取引所にも一〇%の資本参加を行っている。

OMX は、EU 統合やグローバル化に戦略的に

対応する取引所運営者と、革新的なIT企業という二つの顔を持つ。どちらが欠如しても、現在のOMXは存在しない。そうした意味で、一九九七年のOMとストックホルム証券取引所との統合の意義は極めて大きい。取引所運営者としては、その後の北欧・バルト海地域への一貫した戦略的展開にも目を見張るものがある。

(2) 目標とビジネスモデル

以下では、二〇〇七年度版の年次報告書(OMX, Annual Report 2007)にもとづき、OMXの目標、ビジネスモデル、業務分野と収益構造などを概観しよう。

OMXの目標(Vision)は「より効率的な証券取引のための主導的なグローバル・パートナー」たることである。この目標のもとで展開されるOMXのビジネスモデルは、「ノルディック取引所」

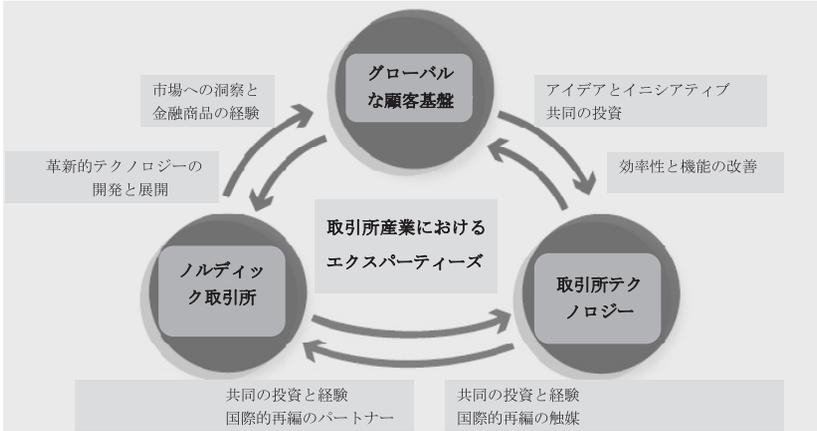
「取引所テクノロジー」「グローバルな顧客基盤」の相互連関として描かれている(図表2-2)。こうした相互連関の中心には、「取引所産業におけるエクスペルティーズ」が位置づけられている。

(3) 二つの顧客サービス…取引所とテクノロジー

さらにOMXは、その業務について、二つの顧客サービス(customer offering)と三つの業務分野(business areas)に分けて推進している。二つの顧客サービスとは「ノルディック取引所(The Nordic Exchange)」と「テクノロジー・オペレーション」、三つの業務分野は「ノルディック諸市場」「情報サービスと新市場」「市場テクノロジー」である。その概念は図表2-3の通りである。

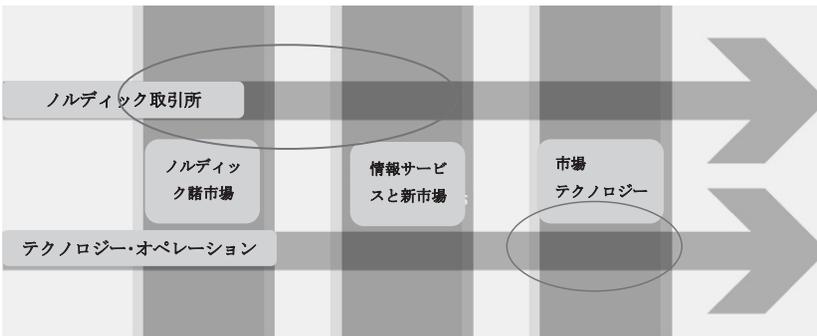
全体を横に貫く矢印は顧客カテゴリーで、サー

図表 2-2 OMXのビジネスモデル



(出所) OMX, Annual Report 2007; Experts in the Exchange Industry, OMX, p.14.

図表 2-3 OMXの顧客サービスと業務分野



(出所) OMX, Annual Report 2007; Experts in the Exchange Industry, OMX, p.18.

ビスを需要側から捉えたもの、縦の三つの柱がサービスをOMXという供給側から捉えたもの、と考えることもできよう。以下の説明でわかるとおり、実際には顧客サービスの「ノルディック取引所」カテゴリーは業務分野でいう「ノルディック諸市場」と「情報サービスと新市場」に、また顧客サービスの「テクノロジ・オペレーション」カテゴリーは業務分野でいう「市場テクノロジ」に、それぞれ対応していると考えてよい(図表2-3の円の部分)。にもかかわらず、このような概念図になるのは、取引所運営とテクノロジとが相互依存しているためと考えられる。例えば、顧客サービスの「ノルディック取引所」でのシステム化とシステムの運営の経験に裏打ちされて始めて「市場テクノロジ」の業務が競争力を持つ事ができる、といった関係がそこにはある。その点は後述の三で触れることにしたい。

① ノルディック取引所

「ノルディック取引所」とは、ストックホルム、ヘルシンキ、コペンハーゲン、アイスランド、タリン、リガ、ビリニュスの七取引所の運営に他ならない(同一エリアに属するノルウェーのオスロ取引所は外資規制のためOMXの10%の資本参加にとどまる)。運営といった場合、株式・債券・デリバティブの取引に加えて、上場企業向けサービスや金融市場参加者への情報提供なども含まれる。これらの取引所のメインマーケットのほかに、ファースト・ノース(First North)と呼ばれる新興企業向け市場も含まれる。○七年末の上場企業数は八五五、時価総額は八兆五三七〇億SEK、市場参加者(会員)は一六一社となっている。

このサービスは、言うまでもなく伝統的な取引所業務に他ならない。とはいえ、OMX自体が北

欧の諸取引所の統合を通じて形成された多国籍取引所である点が、そもそも革新的といえる。統合の方式は「単独上場―重複会員」とまとめることができる。⁽³⁾ 上場を希望する企業は、OMXを構成する自国の取引所に上場申請を行ない、当該国の上場規制に従い上場を行なうことになる。つまり、北欧・バルト海諸国の企業は、自国当局の規制のもとで自国市場への単独上場を行なうことになるが、それが属するエリアに応じて「ノルディック市場」、「バルティック市場」の何れかの共通リストに加わることになる。実質的な単独上場を、単一の取引システムを通じて形式上束ねて「共通上場」としているが、他国の銘柄を売買するには、当該国の取引所の会員になる必要がある。

そうした会員にとってのコストを削減するため
にOMXノルディック取引所は、二〇〇六年一月

より「共通会員」制度を新たに導入している。この新しい会員制度のもとでは、月九〇〇ユーロの手数料を一つの取引所に支払うことにより、ストックホルム、コペンハーゲン、ヘルシンキの三つの取引所で自由に取引ができる。

こうして、OMXは、実質的な「単独上場」を取引所が形式上束ねる形で「共通上場」とする一方で、会員が低コストで上場銘柄を国境を越えて取引できる仕組みを整えることで、いまや上場企業にとっても会員にとっても、当該諸市場を一つの市場と認識して活動を行なうことができるようになってきている。現在世界主要国で、こうした多国籍取引所モデルを採用しているのは、欧州域内の同一時間帯内のライバルであるEuronextとこのOMXの二つの市場運営体に過ぎないが、同一時間帯に属する取引所間統合の代表的なスタイルと考えることができる。

② テクノロジー・オペレーション

次に「テクノロジー・オペレーション」とは、世界の取引所・市場運営者に対して効率的な証券取引のためのテクノロジーを提供し、支援を行なうサービスである。第一は、取引、清算・決済、マーケット情報の配信などのシステムの提供である。第二は、アドバイザー・サービス、システム統合支援、システムの運営とサポートなどである。二〇〇七年末現在、その受注総額は、三三億二二〇〇万SEKで、世界五〇カ国以上の六〇の取引所などに各種システムの販売を行っている。さらに、世界の一八の市場運営を支援している。以上からもわかるように、二つの顧客サービスのうち「ノルディック取引所」は、北欧・バルト海地域に属する各国の母国市場の提供という意味で地域性に大きく規定されているのに対して、もう一方の「テクノロジー・オペレーション」は、

当初よりグローバルな展開を通じて収益を実現している。

(4) 三つの業務分野と収益構造

次に業務分野を見るならば、OMXは、「ノルディック諸市場」「情報サービスと新市場」「市場テクノロジー」の三つの分野に分けて運営している(図表2-4参照)。(3)で示した顧客サービスとの関係では、前二者が「ノルディック取引所」に、「市場テクノロジー」が「テクノロジー・オペレーション」に、それぞれ重なり合っているとみてよい。OMXの年次報告書では、収益構造もこの三つの業務分野毎に公表されている。そのため、この三つの分野に沿いながら、その業務の内容と収益構造を詳しく見ていくことにしたい。

図表 2-4 OMXの三つの業務分野

業務分野	サービス内容	顧客	収益源	全収益に占める比率(%) ^(注1)
ノルディック諸市場	取引(株式・デリバティブ・債券) 決済(デリバティブ・債券)	・取引所会員(銀行・証券会社)	・株式取引の出来高と株価に応じた収入 ・デリバティブ取引および清算の出来高と価格に応じた収入	45
	上場	・上場証券発行体(企業・ファンド・政府)	・上場の際の手数料 ・時価に応じた年間手数料	
情報サービスと新市場	①情報サービス	・情報ベンダー ・取引所会員と発行者 ・機関投資家・個人投資家	・最終利用者からの情報 ・契約手数料 ・トレーニングの手数料	(66)
	②バルト市場	・取引所会員と発行者 ・ファンドマネジャー・資産運用者	・取引・清算・決算の出来高と価格に応じた収入	(9)
	③ブローカー向けサービス	・銀行 ・証券会社	・出来高に応じた取引の収入 ・顧客毎の固定手数料	(23)
市場テクノロジー	①取引のためのテクノロジー・ソリューション	・取引所・市場運営者	①システムのライセンス販売	(61)
	②決済のためのテクノロジー・ソリューション	・決済機関・証券保管機構	②技術面での各種企画	
	③情報配信のためのテクノロジー・ソリューション	・取引所・市場運営者 ・情報ベンダー	③インストールされたシステムのサポート	
	④システム管理、システム統合及びアドバイザー・サービス	・全てのカテゴリ	・システム管理サービス、システム統合およびアドバイザー・サービスの代金	
				(39)
				37 ^(注2)

(出所) OMX, *Annual Report 2007; Experts in the Exchange Industry*, OMX, pp.18-31より作成。

(注1) 全収益に占める比率は2007年度。()内は、各業務分野に占める比率。

(注2) 「市場テクノロジー」の収益の地理的内訳(合計100%)は、北欧(24%)、北欧以外のヨーロッパ・中東・アフリカ地域(35%)、南北アメリカ(23%)、アジア・オーストラリア(18%)となっている。

① ノルディック諸市場

第一は、「ノルディック諸市場 (Nordic Marketplaces)」で、ストックホルム、ヘルシンキ、コペンハーゲン、アイスランドの各取引所の運営である(上述の二つの「顧客サービス」における「ノルディック取引所」との関係では、バルト海諸国取引所を除いた取引所の運営ということになる)。この業務分野だけで二〇〇七年度のOMXグループ収益の四五%を占めている。

② 情報サービスと新市場

第二は、「情報サービスと新市場 (Information Services & New Markets)」で、二〇〇七年度のOMXグループ収益の一八%を占めている。この分野はさらに①「情報サービス」、②「バルト市場 (Baltic Market)」、③「ブローカー向けサービス (Broker Services)」と、性格の異なる三

つの業務に分かれる。

このうち「情報サービス」とは、株価など市場情報の販売と配信、上場企業などへのニュース配信などからなる伝統的サービスで、その収益はこの業務分野の中の六六%を占めている。

「バルト市場」とは、タリン取引所、リガ取引所、ピリニウス取引所のバルト海の三つの取引所の運営に係る業務で、そこから得られる取引・決済関連手数料、上場手数料、市場情報提供などからの収益は、この第二の業務分野の中では九%と低い。

「ブローカー向けサービス」とは、(北欧・バルト海を包括する)「ノルディック取引所」全体の取引参加者(銀行、証券会社、資産運用会社、カストディなど約五〇社)に、基本契約料と取引高に応じた手数料を得ながらバックオフィスおよびカストディサービスを提供するサービスで、ス

ウェーデンの金融監督当局に証券会社として登録を行なつて業務を営んでいる。この第二の業務分野の中の割合は二三%となっている。なおこの業務の一部は、インドの代表的IT企業であるHCLテクノロジーにアウトソーシングを行なつている。

③ 市場テクノロジー

第三の業務分野は「市場テクノロジー」(Market Technology)と、二〇〇七年度のOMXグループ収益の実に三七%を占めている。この分野はさらに①「取引のためのテクノロジー・ソリューション」、②「清算・決済のためのテクノロジー・ソリューション」、③「情報配信のためのテクノロジー・ソリューション」と、④「システム管理、システム統合及びアドバイザー・サービス」(Facility Management, Integration and

Advisory Services)」とに分かれる。

このうち、①「取引のためのテクノロジー・ソリューション」が、いわゆる取引システムで、OMXは内部で開発したシステムを、世界の六〇以上の取引所等に売り込んでいる。主要な販売先は、ノルディック取引所の他、オーストラリア証券取引所、イタリア取引所、香港取引所、ISE（インターナショナル証券取引所）、サウジ証券取引所、SWXスイス取引所、ウィーン取引所、SGXシンガポール取引所などである。

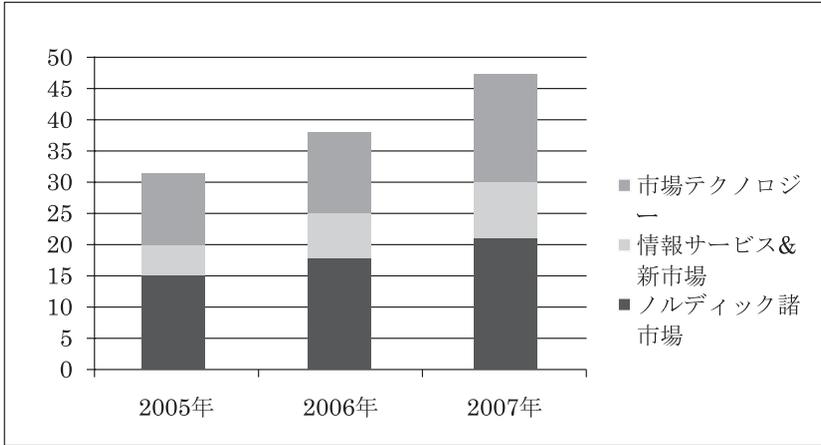
②「清算・決済のためのテクノロジー・ソリューション」は、現物株およびデリバティブ双方の取引後の清算・決済のためのシステムの提供で、アブダビ証券市場、オーストラリア証券取引所、ドバイ金融市場、香港取引所、ウィーン取引所などに販売され、利用されている。

③「情報配信のためのテクノロジー・ソリューション

ション」は、株価や売買高などの原データやインデックスなどの加工データの配信のためのシステムで、SGX（シンガポール取引所）、ウィーン取引所などで利用されている。取引―清算・決済―情報配信を貫くこうした一連のシステム販売で、「市場テクノロジー」分野の収益の六一%を占めている。

それに加え④「システム管理、システム統合及びアドバイザー・サービス」で、「市場テクノロジー」分野の収益の三九%を稼ぎ出している。このうち「システム管理」とはOMXが販売したシステムの運用とサポート業務である。「システム統合サービス」とは、新システムへの移行や新しい市場の創設に係る一連の業務をOMXがアウトソーシング先として請負う業務である。「アドバイザー・サービス」とは、顧客にとっての新たな収益機会を特定すべく支援を行う業務で、SGX

図表 2-5 OMXの業務分野別収益の推移 (単位 億スウェーデン・クローネ)



(出所) OMX, *Annual Report*, various issuesより作成。

(シンガポール取引所)、カザフスタン取引所などが利用している。

以上では、OMXの収益構造において、伝統的な取引所業務や情報配信業務以外の「市場テクノロジー」というIT関連業務が重要な地位(全収益の三七%)を占めていることが確認できた。経年で見ても、この割合に大きな変化はなく(二〇〇五年三七%、二〇〇六年三六%)、当該業務がOMXの収益源として確立していることがわかる(図表2-5)。また、他の主要取引所と比較した場合、同様の業務を重視してきたEuronextですらシステム関連業務の収益の割合は二〇%弱(二〇〇六年)で、その他の取引所は軒並み一〇%以下となっており、OMXが突出していることがわかる。

OMX取引所の革新性と競争力は、この「市場テクノロジー」業務、とりわけその約六割を占める「テクノロジー・ソリューション」業務に体现

されてきたといっても過言ではない。この業務における比較優位が、経営体としてのOMXの競争力を体現し、それがもう一方の取引所運営者としての業務にシナジー効果をもたらしている。その結果、EU域内の競争環境の中で、北欧・バルト海エリア全体において、競争者の侵食を許さない確固とした地位を築き上げているのである。そればかりか、後に見るように世界的な取引所再編の一角として取引所の規模としてははるかに勝るNASDAQと統合が実現する際の鍵ともなっているのである。そこで、次にテクノロジーと取引所統合との関係について考えていきたい。

二、システム統合とアウトソーシングを通じた取引所再編

ンキ取引所」との合併を公表し、同年九月四日には合併を完了している。さらに翌二〇〇四年六月四日はデリバティブ取引の共通システムが稼動し、同年九月二十七日にはシステムの完全統合を終了した。合併アナウンスからわずか約一年四ヶ月、合併が完了してからわずか一年強で、OMXはシステムに係る統合作業を終えたのである。⁽⁴⁾

自らが運営する取引所のシステム統合を巡る一連の経験を一般化し、同様の統合を計画している他の取引所の参考に供するために、OMXは、二〇〇六年二月に白書『取引所産業におけるシステム統合とアウトソーシング』を公表した。この白書の内容は、「二」で見た業務分野との関係では「市場テクノロジー」業務の④のなかの「システム統合サービス」に該当するものである。

OMは二〇〇三年五月二〇日にHEX（ヘルシ

(1) 取引システム発展に関するOMXの基本認識

白書は、取引システムの発展の現状を、立会場を廃止してシステム化を進めた第一段階、当該システムの改良とスピード向上を目指した第二段階に次ぐ、第三の段階にあると位置づけている。この第三の段階においては、システムが、新しいビジネスモデル、新しい金融商品、そして新しく統合された取引所に役立つようなものでなければならず、その際アウトソーシングが重要な役割を果たすと指摘する。ここでいうアウトソーシングとは、OMX以外の取引所や市場運営者など(顧客)が、システム関連業務等の一部をOMXに委託することである。

アウトソーシングといっても、顧客が効率的に運営できない業務を、顧客と同じ方法でより効率的に運営するという「伝統的アウトソーシング」ではない。それは顧客に新しいビジネスモデルを

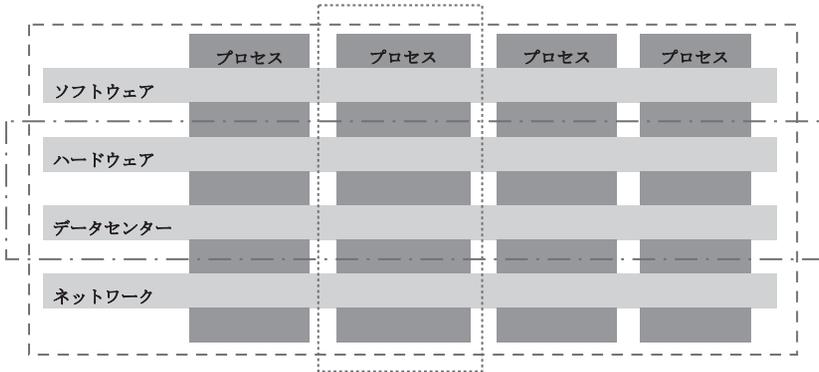
提示しながらアウトソーシングを行なう「BTO(ビジネス・トランスフォーメーション・アウトソーシング)」の概念に近いもので、顧客にとって必要なサービスやプロセスを探り、統合システムやソフトやネットワークプラットフォームなどのインフラを新たに導入することであるという。

(2) アウトソーシングの三つの形態

白書は、まずシステムの「結合(consolidation)」を、以下の三つの概念に区分する。

第一は「移行(transition)」で、責任や設備を移行することである。第二は「移転(transfer)」で、機能を他のプラットフォームに移し変えるものである。第三は、既存インフラストラクチャーへの「全面的移転(migration)」である。これらの結合方法の区分は、結合するサービスやプロセスのモデルに応じて決定されることになる。白書

図表3-1 システム統合の際のアウトソーシングのパターン



(出所) OMX(2006), *Systems consolidation and outsourcing in the exchange industry, A white paper from OMX, February, p.8*より作成。

- (注)
 - - - - - ITインフラのアウトソーシング。
 選択的ITアウトソーシング。
 - - - - - 全面的ITアウトソーシング。

によれば、上述の取引システム発展の第三段階においては、システムの技術やインフラストラクチャーや金融商品だけではなく、こうした移行や移転のプロセス、移行計画の管理が重要になるという。

次に、こうしたシステムの結合を行う際のアウトソーシングを、①「ITインフラのアウトソーシング」、②「選択的ITアウトソーシング」、③「全面的ITアウトソーシング」の三つのタイプに区分している(図表3-1)。

このうち①「ITインフラのアウトソーシング」とは、ハードウェアやネットワーク関連の業務の全てもしくは一部をOMXに委託するもので、OMXは顧客のためにホストコンピュータなどのインフラを提供する。「選択的ITアウトソーシング」とは、特定のプロセス(例えば取引や情報配信など)に関して、ハードウェア、ソフ

トウェア、ネットワークなどをまとめてOMXに委託するもので、OMXは顧客のためにシステム（取引システムや情報配信システムなど）を提供することに。「全面的ITアウトソーシング」とは、全てのプロセスに関して、ハードウェア、ソフトウェア、ネットワークなどの一切をOMXに委託するもので、OMXは必要なサービス全般を管理・運営することになる。OMXのソフトウェアへの全面移転もこの選択肢の一部である。

取引所の世界的再編の時代にあつては、OMXが請け負うこれらのアウトソーシングの発注元の取引所マップは、そのまま世界の取引所再編マップともなりうることに注意をすることがある。OMXの場合、②のシステムの提供や③の全面的アウトソーシングを一つのステップとしながら、実際に北欧・バルト海諸国の取引所を統合してきた経緯がある。

(3) OMX統合に裏打ちされた市場テクノロジー 業務

白書では続いて、二〇〇三年から二〇〇四年に及ぶOMとHEX（ヘルシンキ取引所）のシステム統合のプロセス、成果、教訓が克明に示されている。詳細は省くが、まずシステム結合の三つの戦略（移行、移転、全面的移転）の中では、既存のインフラストラクチャーへの「全面的移転」が選択された。既存のインフラとは、OM側のシステムであり、HEX側のシステムをそれに置き換えることになる。

統合先のOM側のシステムは、一九九九年にストックホルム取引所とコペンハーゲン取引所がNORDEXという提携をする際の基礎となったストックホルム（OM）側開発のシステムSAXE SSで、同システムは、その後NORDEXアライアンスを通じて、二〇〇二年にはアイスランド証

券取引所とオスロ取引所でも利用されている。こうした点で、機能面でOM側のシステムが、HEX側のそれに実際に勝っていたものと考えられる。

こうしてHEX側の各種システムのうち、現物株取引はSAXESSに、デリバティブ取引と清算はCLICKとSECURというシステムに、また市場情報関連はTAGGINというシステムに統合されることになった。合併当時HEXは、エストニアのタリン取引所とラトビアのリガ取引所も傘下におさめていたので、両取引所の現物株および市場関連情報のシステムも同時に移行されることになった。冒頭で示した通り、こうした複雑なシステム統合を、わずか一年強で完成させている。

以上からわかることは、次の諸点である。第一に、取引所の国境を越える再編の局面にあって

は、取引所のシステムを巡る問題の本質は、その速度や処理量を競う「第二段階」から、統合などの設計を含めた「第三段階」に移行している。第二に、この第三段階では、アウトソースされた業務自体の改善にむけて様々な提案を行なうBTO型のアウトソーシングが重要な役割を演じることなる。第三に、そうしたBTO型のアウトソーシング先として競争的なサービスを提供できるのは、地域的統合を推し進める自らの取引所としての経験に依拠しながら、業務の一部としてシステムの内部開発と収益化を進めてきたOMXやEuronextなどの一部の取引所に限られている。

こうして考えると、OMXの「市場テクノロジー」関連業務とその展開は、我が国取引所のシステムや国際的提携を巡る近年の議論にも、各種の重要な示唆を与えているといえよう。

むすびに代えて

北欧・バルト海地域の取引所を「単独上場—重複会員」モデルで束ねてきたとはいえ、統合発表前月の二〇〇七年四月末時点のOMXノルディック取引所の時価総額は一兆二八八六億ドルで、NASDAQの四兆六一億ドルには到底及ばない。OMXは、取引所運営者（ノルディック取引所）としては、NASDAQのパートナーにはなりえない存在であった。OMXとNASDAQとの統合は、言うまでもなく本稿の二と三で示した取引所関連のテクノロジー運営者としてのOMXの世界的競争力が高く評価された結果と見てよい。

二〇〇七年五月二五日の統合計画発表時に公開された統合計画によれば、統合により得られる追加的利益は、「収益シナジー」と「コスト・シナ

ジー」の二つの部分に分かれ、二年間で合計一億五〇〇〇万ドルに及ぶとされた（図表4-1）。この中で特に注目すべきは、収益シナジーの二倍ほどの合併効果がコスト・シナジーにより生じるという点である。コスト・シナジーの中心はシステムの統合で、OMXが開発中の新世代システムGeniumの活用が盛り込まれている。

当初案では、二〇〇七年一〇〜一二月だった合併が、ドバイ取引所の参入により翌〇八年の二月末にずれ込んだため、合併後二年のタイムスパンで実現すると想定されていた図表4-1の各種のシナジーを見極めるには、時期尚早といえよう。その分析は今後の課題としたい。

〔注〕

- (1) 2008.1.2 OMX 取引所プレスリリースより。
- (2) OMX, *From Markets to Market*, OMX.

図表4-1 NASDAQとOMXとの統合によってもたらされる効果

合併効果	業務分野	内容
収益 シナジー ⁽¹⁾ 5,000万ドル	情報サービス	・ NASDAQ の金融商品の欧州での販売
		・ 米国証券会社による OMX データの購入
		・ 指数データの配信を含む新たな商品
	取引関連サービス	・ OMX での売買高増大
		・ デリバティブ取引の増大
		・ 規制の変化の活用
発行者向けサービス	・ 重複上場	
	・ ポータルを通じた米国私募市場へのアクセス	
	・ 上場銘柄の中の成長企業の比率増大	
	・ 企業顧客向けサービスの相互販売	
コスト・ シナジー ⁽¹⁾	オペレーションと テクノロジー	・ システムとプラットフォームの統合
		・ 米国側オペレーションの統合
		・ Genium プラットフォームの活用
1億ドル	テクノロジー以外の分野	・ 不動産の整理統合
		・ 重複している業務やサービスの合理化

(出所) 統合発表時の資料(NASDAQ OMX(2007), The leading innovators in the exchange industry to create world's premier exchange and technology company, May 25)より。

(注1) 2年間で合計約1.5億ドルのシナジー効果が期待される。

- (3) 詳細は岩田(二〇〇八)を参照。
 (4) この節の記述は、OMX(2006), *Systems consolidation and outsourcing in the exchange industry, A white paper from OMX*, February に基づく。

(主要参考文献)

- 岩田健治(二〇〇八)、「欧州からみた取引所の世界的再編成」
 『証券経済学会年報』第四三号。
 OMX(2006), *Systems consolidation and outsourcing in the exchange industry, A white paper from OMX*, February.
 OMX, *From Markets to Market*, OMX.
 OMX, *SAXESS™ Marketplace solution*, OMX
 OMX, *Annual Report*, various issues.

web サイト

<http://www.nasdaqomx.com/>

いわた けんじ・九州大学大学院経済学研究院教授
 当研究所客員研究員