

大きな戦略転換を試みるナスダック

2003年6月26日、米国のナスダック・ストック・マーケット社は、これまで推し進めてきたグローバル戦略、多角化戦略からは手をひき、今後は、米国内での株式市場運営という、これまで同社が最も得意としてきた事業活動に注力することを明らかにした。本稿では、その内容について概観する。

1. 米国株式市場運営への回帰

「ナスダックは、基本に立ち返る。我々のコア・ミッションは、米国市場で優位に立つことである。」

2003年6月26日、米国第2位の規模を誇るナスダック市場の運営会社であるナスダック・ストック・マーケット社（以下、ナスダック社）は、これまで推し進めてきたグローバル戦略、多角化戦略からは手をひき、今後は、米国内での株式市場運営という、これまで同社が最も得意としてきた事業活動に注力することを明らかにした。すなわち、①ナスダック・ヨーロッパの廃止、②米国の個別株先物市場である Nasdaq Liffe Markets (NQLX) の持ち分完全譲渡、③BBX 構想の中止を含む国内事業の見直しを表明した。

従来のグローバル化路線からの後退は、2002年10月のナスダック・ジャパン撤退時から既にあった。その後、2003年5月にシモンズ会長兼 CEO の後任としてグレイフェルド CEO が就任し、ナスダック社は更なる事業戦略の見直しを検討しており、今回の決定——グローバル化を目指して設立したナスダック・ヨーロッパ、そして、多角化を図るために出資した NQLX からの撤退——にたどり着いた。これによって同社の戦略転換が明確になってきたといえよう。

1) 欧州からの撤退

ナスダック・ヨーロッパは、2001年3月にイースダックから買収した市場であり、もともと実績が芳しくなかったイースダックを、ナスダック・ブランドを用いることで、どれだけ活性化できるかが注目されていたナスダックの欧州拠点であった。買収当時、ナスダックの会長兼 CEO を務めていたザーブ氏は、ナスダック・ヨーロッパを創設することで、欧州の証券取引の統合を促すことができるうえ、同市場が汎欧州ベンチャー企業向け市場

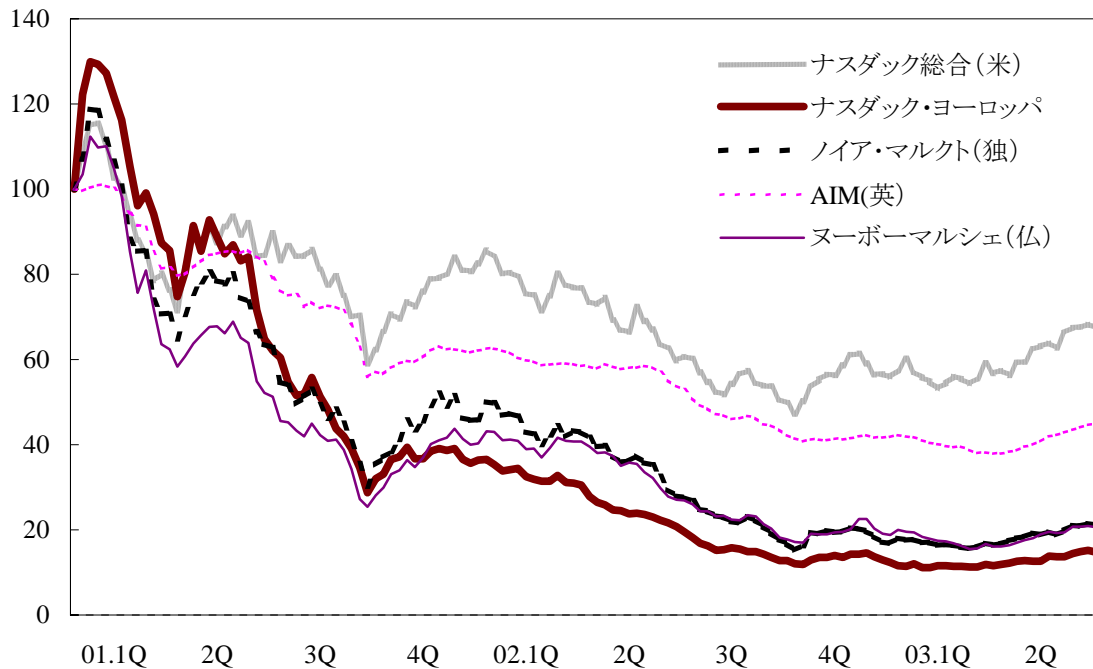
としての役割を担う、と自信を見せていた。

しかし、買収後も上場企業数は減少を続け、2001年3月末の63社から、2003年3月末には36社へと減少している。株価指数も2001年1月と比較して2003年6月末には85%減になり、売買高も最盛期の20%以下まで落ち込んでいる（図表1、2）。

また、ナスダック・ヨーロッパでは、一部の米国ナスダック銘柄が取引可能であったが、やはり流動性の高い米国ナスダック市場での取引が選好されており、ナスダック・ヨーロッパでの取引は殆どなかった（図表3）。

ナスダック・ヨーロッパは、今後、規制当局への届け出を行い、2004年1月5日までは廃止される予定である。なお、ナスダック・ヨーロッパ上場企業は、英国のAIMなど欧州の他の証券取引所へ上場し直すこととなる。

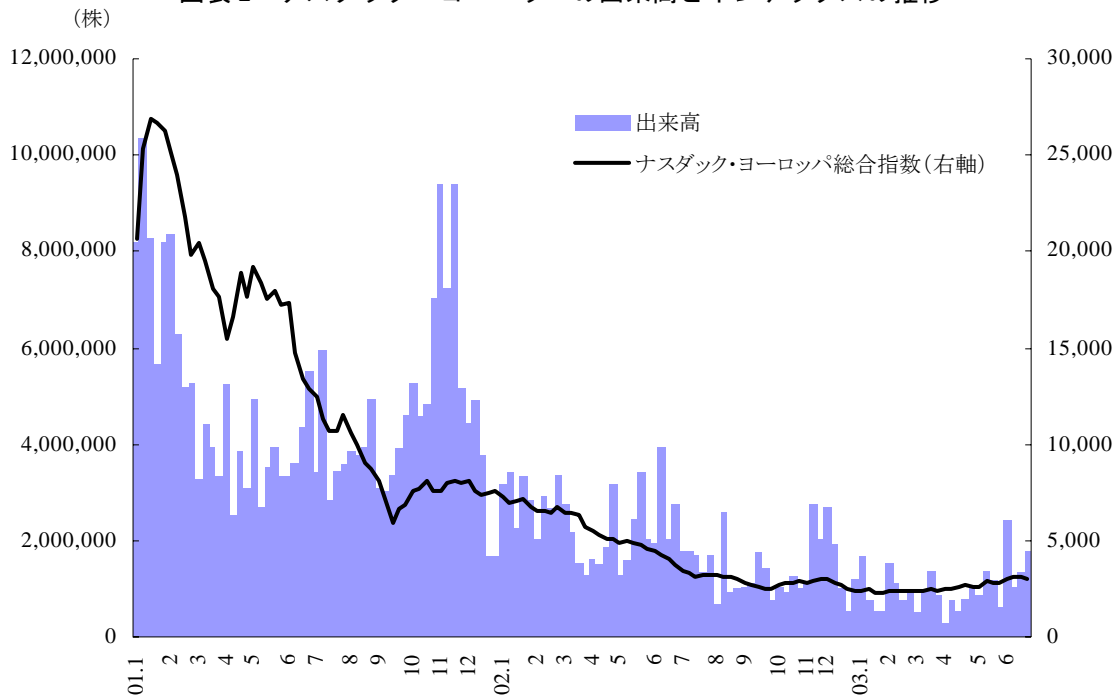
図表1 ナスダック・ヨーロッパ総合指数とその他主要指数の推移



(注) 2001.1.5 を 100 とした。

(出所) ブルームバーグより野村総合研究所作成

図表2 ナスダック・ヨーロッパの出来高とインデックスの推移



(出所) ブルームバーグ資料より野村総合研究所作成

図表3 ナスダック・ヨーロッパで取引可能な
米国ナスダック銘柄の取引状況 (2003年3月分)

	ナスダック・ヨーロッパ		ナスダック (米国)	
	月間売買代金 (USドル)	月間売買高 (株)	月間売買代金 (USドル)	月間売買高 (株)
Apple Computer	590	44	1,036,269,282	71,246,501
AOL Time Warner	-	-	5,182,927,808	463,755,300
Cisco Systems	2,248	184	19,615,469,312	1,456,801,638
Dell Computer Corporation	-	-	12,568,497,536	467,422,201
Intel Corporation	-	-	22,268,343,552	1,297,802,599
Microsoft Corporation	10,464	420	33,772,617,856	1,372,170,826
Pfizer	2,778	80	11,606,655,040	381,999,900
Sun Microsystems	-	-	3,501,158,432	1,044,317,480
合計	16,079	728	109,551,938,818	6,555,516,445

(注) 1ユーロあたり1.09ドルで計算。

(出所) ナスダック・ヨーロッパ、ブルームバーグより野村総合研究所作成

なお、欧州のベンチャー企業向け市場で苦戦しているのは、ナスダック・ヨーロッパだけではない。他の市場もテクノロジー株を中心とした株価の暴落によって、その存続が難しくなっている。例えば、ストックホルム取引所の運営会社である OM の傘下の新興企業向け市場、ジャイウェイは、2003年1月末に同市場を廃止しており、ドイツ取引所は、

2003年末にはノイアマルクトを廃止する予定である¹。欧州におけるナスダックのもう一つの拠点であるナスダック・ドイツについても、「今年中に今後の方針を検討する予定である」、とグレイフェルド氏は発言しており、同市場の廃止が決まれば、ナスダックは欧州から完全撤退することとなる。

2) 個別株先物市場からの撤退

また、ナスダック社は、2001年8月に英国の先物オプション取引所である Liffe (現 Euronext・Liffe) と共同で、米国個別株先物市場 Nasdaq Liffe (NQLX) を立ち上げたが、今回、ナスダック社の持ち分全てを Euronext・Liffe へ譲渡することを決めた。

実は、不採算部門である同市場の持ち分を売却するのではないかという憶測は、5月初旬頃から一部で流れていた。もともと個別株先物市場の創設を最初にもちかけたのは、ナスダック社であると言われているが、取引の不振から撤退のやむなきに至った。

NQLX の競合相手は、CBOE、CME、CBOT の三市場が共同で設立した One Chicago だけであったが、2003年5月の取引高を例にとれば、NQLX で 50,077 コントラクトだったのに対し、One Chicago が 101,689 コントラクトと、先行する他の金融先物市場と比較すると、ともに取引が低迷していた。

Euronext・Liffe への売却額は明らかになっていないが、先方も取引に応じる見込みである。また、米国の先物取引市場監督当局である商品先物取引委員会 (CFTC) も外国法人による米国先物市場の完全支配を拒否することはないであろうと考えられており、NQLX は Euronext・Liffe の完全子会社になる見通しである²。ただ、NQLX は、今後「ナスダック」をその名称から取り除く予定であり、ナスダックというブランドを返上した後、同市場がどのような展開をみせるのか注目される場所である。

3) BBX 創設を中止

また、ナスダック社は、現在の OTC ブリティン・ボード (OTCBB) に代わる市場として、ブリティン・ボード取引所 (Bulletin Board Exchange : BBX) の創設を目指し、2001年11月には、SEC へ規則提案を提出していた。2003年第3四半期に正式に発足する予定であったが³、今回、この創設を取りやめることになった⁴。

BBX 創設構想に対しては、取引所への「上場」ということになれば OTCBB 登録と比べ

¹ 詳しくは、林宏美「ノイアマルクトの廃止を決めたドイツ取引所」『資本市場クォーターリー』2002年秋号、岩谷賢伸「欧州主要取引所の市場区分見直し」『資本市場クォーターリー』2003年春号参照。

² <<http://www.liffe.com/press/releases/030626.htm>>

³ 詳しくは、大崎貞和「変貌する米国の株式店頭市場—OTC ブリティン・ボードの取引所市場化—」『資本市場クォーターリー』2003年春号参照。

⁴ OTCBB の運営はこれまでどおり続けられる予定である。

てより高いステイタスを得ることができると歓迎する企業もあり、また、ナスダック市場の上場を廃止された企業の受け入れ先として別の取引所ができることを高く評価する向きも少なくなかったようである。そうした中で、ナスダックが BBX 構想を撤回した理由については明らかになっていないが、取引所認可の手続きが遅れていること、加えて OTCBB 登録企業の多くが、BBX 上場はコスト負担の増加につながると創設に反対していたことも事実である。

2. 注目されるナスダック社の IPO の実現性

今回の戦略転換を決断したグレイフェルド氏は、2001 年に転換社債の割り当てを受けてナスダック社の経営に対する強い発言権を持つようになったプライベート・エクイティ・ファンドであるヘルマン・フリードマンの強い支持を受けて就任した。

IT バブル崩壊による取引高減少で、ナスダックは厳しい状況に立たされている。また、ECN（インスティネットを始めとする電子証券取引ネットワーク）に対抗して導入した売買執行システム（スーパー・モンタージュ）を利用した売買高は伸び悩んでおり、ナスダック社をめぐる経営環境は依然として芳しくない。この状況を打破するための有効な方策を打ち出すことが、同氏にとって最大の課題となっていた。

なお、ナスダック社の 2003 年第 1 四半期の税引前利益は、442 万ドル（約 5 億円、前年同期比 90%減）と大きく落ち込んでいる。取引高減少の影響を受けて、手数料収入は 35.5%減、情報サービス収入は 16.7%減であり、費用面を見ても、IT 関連費用が 21.3%減であったものの、マーケティング費用が 38.7%増となっており、利益の減少分を費用削減でカバーできず、大幅な減収減益となった。

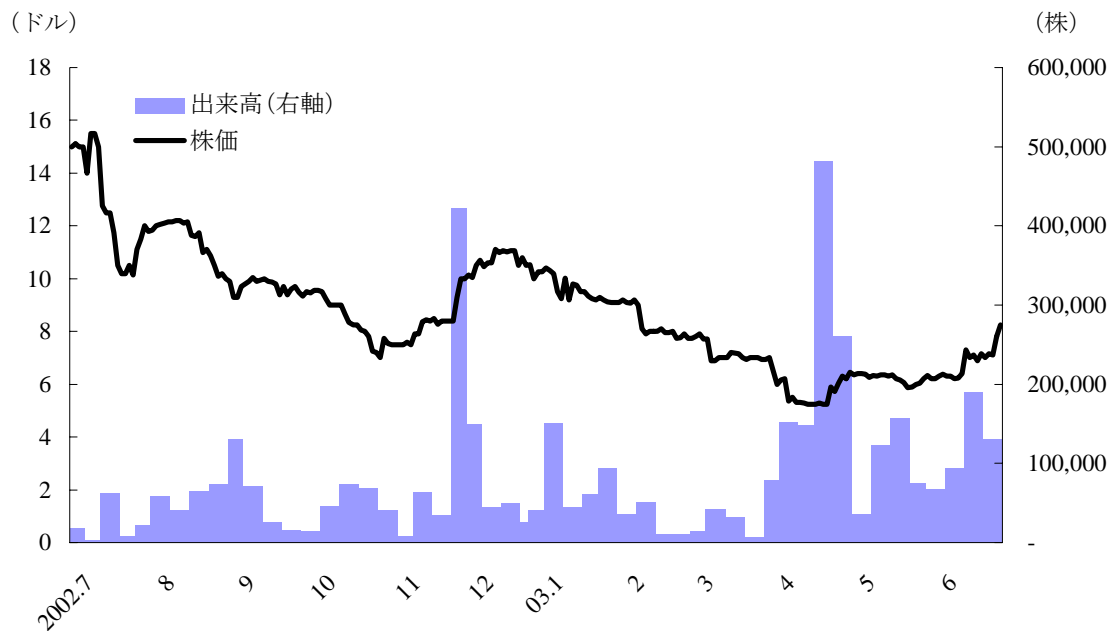
ナスダック社は、今後、不採算部門を切り離し、資金や人材を米国ナスダック市場に集中させることにより、上場を目指す企業にとっても投資家にとっても、これまで以上に魅力的な市場を構築するとしている。そして、新規上場企業数の増加を促し、米国における取引シェア拡大を目指すとしている。

グレイフェルド氏は、CEO 就任前に「就任後 60 日以内に企業再編の第 1 フェーズを打ち出し、6 ヶ月以内には経営状況を上向かせる」と宣言していた。今回の発表で、一つ目の目標は達成したことになる。二つ目の目標は経営状況の改善であり、それは、フランク・ザーブ氏時代から目標とされてきたナスダック自身の IPO を実現するための前提条件である。

今回の発表をきっかけに、「ナスダック自身の IPO は諦めたらしい」、「ナスダック株は既に OTCBB で取引されており、そもそも IPO の必要性がない」といった情報が飛び交ったが、IPO の計画について、関係者から公式の場での具体的な発言はなかったため、その真意は明らかになっていない。しかし、今回の戦略転換の目標が、経営状態の改善である以上、現時点では、IPO がその先にある目標としてまだ位置付けられていると考えてよいであろう。

今回の見直しに伴うコスト削減効果は明らかになっておらず、「バンドエイドを貼り付けたようなもの」であり、急場しのぎに過ぎない、と揶揄する者もいる。いずれにせよナスダック社の IPO は、ナスダック社の親会社であり、自主規制機関としての機能への純化を図ってきた全米証券業協会（NASD）にとって避けては通れない課題である。今後のナスダック社の動向が、大いに注目されるところである。

図表 4 ナスダック社の株価と出来高の推移



(出所) ブルームバーグより野村総合研究所作成

(小橋 亜由美)