

経営統合に向かうナスダックと OMX — 加速する世界的な取引所再編 —

大崎 貞和

■ 要 約 ■

1. 2007年5月25日、米国のナスダック取引所と北欧やバルト諸国で取引所を運営する OMX は、持株会社を通じて両者の経営を統合することで合意した。統合が予定通りに進めば、4月に発足した NYSE ユーロネクストに次いで世界第二の規模の現物株式市場を運営する巨大取引所会社が誕生することになる。
2. ところが、8月9日になって、中東のドバイ取引所が、OMXの株式を取得して経営権の掌握に乗り出すことを明らかにした。ドバイ取引所は、ナスダックの条件を上回る好条件を示したが、スウェーデン政府が買収の意向を発表した際の手続きを問題視するなど、事態が流動化し始めた。
3. 9月20日、ナスダックとドバイ取引所との間で合意が成立し、ドバイ取引所が取得した OMX 株式をナスダックに譲渡する一方、ナスダックの保有するロンドン証券取引所株式をドバイ側に譲渡するとともに、ナスダックがドバイ取引所への技術・マーケティングの支援を行うこととなった。
4. この合意成立で、ナスダックと OMX の経営統合は、当初の予定通り実現する見通しが強くなった。他方、ドバイ取引所が大株主として浮上ることとなったロンドン証券取引所は、ドバイのライバルであるカタール投資庁を大口の安定株主として受け入れるとともに、イタリア取引所との統合を成立させるなど、独自の対応を進めている。
5. このように国際的な取引所再編が急展開する中、日本の取引所は、「蚊帳の外」と言うべき位置にあるように思われる。取引所の再編に対しては、周囲の動きに踊らされているだけといった醒めた見方もできないわけではないが、日本の取引所の今後の動きが注目されよう。

I はじめに

2007年5月25日、米国の証券取引所運営会社ナスダック (The NASDAQ Stock Market, Inc.) と北欧やバルト諸国で取引所を運営する OMX (スウェーデン法人) は、持株会社を通じて両社の経営を統合することで合意した。その後、中東のドバイ取引所 (Borse

Dubai) が OMX の株式取得に乗り出し、事態が流動化し始めたが、9月20日になって、ナスダックとドバイ取引所の間で広範な協力に向けた合意が成立し、ナスダックと OMX の統合は当初の予定通り進められる見通しが強くなってきた。

これに先立つ4月4日には、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) とパリ証券取引所などを運営するユーロネクストの統合が実現し、新持株会社 NYSE ユーロネクストが発足した。また、4月30日には、ドイツ取引所傘下の先物取引所ユーレックスが、米国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を総額28億ドルで買収することで合意している。大西洋をまたいで欧米の取引所を統合しようとする動きが加速しているのである。

II ナスダックと OMX の経営統合合意

1. 合意の内容

5月に発表されたナスダックと OMX の合意内容は、次の通りである。

- ① ナスダックと OMX はニューヨークに本社を置く持株会社ナスダック OMX (The NASDAQ OMX Group Inc.) の傘下で経営を統合する。持株会社の株式は、ナスダック市場と OMX ノルディック取引所に上場される¹。
- ② 新会社は、本社の置かれるニューヨークで米国における事業を統括し、北欧における事業とテクノロジー部門はストックホルムで統括する。傘下の取引所や市場の名称は従来通りである。また、国際的な業務展開に備え、ロンドンに新たな拠点を設ける。
- ③ 新会社の取締役会は15人で構成され、ナスダックからの9人、OMXからの5人とグループ CEO が取締役に就任する。ナスダックの現社長兼 CEO であるロバート・グレイフェルド氏がグループ CEO、OMX の現社長兼 CEO であるマグナス・ベッカー氏がグループ社長にそれぞれ就任する。取締役会議長は、取締役会によって選出され、副議長は OMX によって指名される。
- ④ 経営統合は、ナスダックによる OMX に対する株式公開買付 (TOB) によって実施される。TOB の条件は、現在の OMX の株主に対し、OMX 株 100 株につき現金 9,430 スウェーデン・クローナ (約 16.7 万円) とナスダックの株式 50.2 株 (5月23日の終値は 33.19 ドル) が交付されるというものである。保有株式数が 200 株以下の株主は、これに代えて 1 株当たり 208.1 クローナ (3,683 円) の現金を受け取ることもできる。この条件によれば、買収総額は 37 億ドルとなり、これは OMX 株の 5月23日の終値に対して 19% のプレミアム、それまでの 20 日間の加重平均株価に対して 25% のプレミアムを上乗せしたものに相当する。

¹ OMX ノルディック取引所 (OMX Nordic Exchange) とは、OMX が保有する北欧、バルト7カ国の取引所をまとめた呼称。各取引所の市場は法的には独立しているが、取引システムは共通化されている。

- ⑤ TOB は、ナスダックが OMX の発行済み株式の 90%以上を取得できる場合に成立するが、ナスダックは、成立の条件を 67%まで引き下げることができる。TOB は 12 月 15 日までに正式実施される。
- ⑥ OMX の主要株主であるインベスター社、ノルデア・バンク、ベッカーCEO の三者（合わせて OMX 株の 16.6%を保有）は、第三者が 1 株当たり 220 クローナ以上の対抗ビッドを行った場合、ナスダックの株価下落によりナスダックの支払う買収価格が 1 株当たり 190 クローナ以下になった場合等を除き、ナスダックによる TOB に賛同する。
- ⑦ ナスダックは、OMX の発行済み株式の 90%以上を取得できた場合には、スウェーデン会社法の規定に則り、残りの全ての株式を取得し、OMX 株の上場を廃止する。

2. ナスダックの国際戦略

ナスダックは、もともと証券業者の自主規制機関であった全米証券業協会（NASD、2007 年 7 月、NYSE の会員検査部門と統合されて金融業監督機構 FINRA: Financial Industry Regulatory Authority に改組された）の管理する株式店頭市場の気配表示システムとして 1971 年にスタートした²。1980 年代半ば以降、アップル・コンピュータ、マイクロソフト、インテル、シスコ、さらに最近ではグーグルといったハイテク・ベンチャー企業を輩出し、米国における新興企業の株式公開の場として揺るぎない地位を確立した。2005 年 2 月には市場運営会社として自らの株式を上場、2006 年 8 月には取引所としての登録を行い、NASD からは完全に分離された。

ナスダックは、ハイテク・ベンチャー市場として実績を高く評価されているとはいえ、市場運営会社としてみれば、国内の現物株式だけに特化した事業構造となっているのが弱みであると言わざるを得ない。このため、まだ NASD 傘下にあった頃から国際的な事業展開をめざし、1999 年 6 月には、ソフトバンクと共同でナスダック市場の日本版を開設する計画を打ち出した。当時のナスダックの構想は、日・米・欧の三極に拠点となる市場を設け、ナスダック上場銘柄の 24 時間取引を実現するというものであった。実際に、ナスダック・ジャパン市場（現ヘラクレス市場）が大阪証券取引所との業務提携により開設されたほか、ドイツにも拠点市場が設けられたが、ドットコム・バブル崩壊による収益力低下に見舞われ、2002 年以降、これらの海外事業は全て整理されるに至った³。

それでもナスダックは、国際展開を完全に諦めたわけではない。2006 年 3 月には、ロンドン証券取引所（LSE）に対する買収提案を提示し、再び欧州における拠点市場作りに乗り出した⁴。しかし、この試みは、LSE 側の強い抵抗に遭い、紆余曲折を経てナスダックが敵対的 TOB を実施するに至ったが、2007 年 2 月、不成立に終わった（ナスダックは

² ナスダック市場の特色と歴史については、拙著『株式市場間戦争』（ダイヤモンド社、2000 年）参照。

³ この間の経緯について詳しくは、拙著『金融構造改革の誤算』（東洋経済新報社、2003 年）第 5 章参照。

⁴ 神山哲也「欧米における取引所の再編をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』2006 年春号参照。

LSE 株式の 29.1%を取得)。そこで、4 月以降、矛先を転じて OMX との協議を開始し、経営統合合意にこぎ着けることとなったのである。

3. OMX とは

一方、OMX は、もともと 1985 年にスウェーデンで設立された先物取引所の運営会社 OM グループである。独自の技術力を武器に取引所の取引システムや決済システムの開発、運用ビジネスを拡大し、現在では、シドニー先物取引所、シンガポール取引所 (SGX)、先にユーレックスが買収することになった米国の ISE などに取引所システムを提供している。

市場運営会社としては、1998 年、スウェーデンの現物株式取引を独占していたストックホルム証券取引所を買収したのを皮切りに事業を拡大し、これまでにストックホルムのほか、ヘルシンキ、コペンハーゲン、ストックホルム、アイスランド、タリン (エストニア)、リガ (ラトビア)、ヴィリニュス (リトアニア) の各取引所を傘下に収めている。また、2003 年には LSE と共同出資してロンドンで先物取引所 EDX ロンドンをスタートさせたが、今のところ北欧各国に関連する先物やオプション、ロシアの株価指数デリバティブなど、それほど活発に取引されない商品を取り扱うのみに留まっている。

OMX の運営する取引所市場は、全てを合わせても上場会社数 801、上場会社時価総額 1.3 兆ドル、一日の平均売買金額 70 億ドル、とそれほど大きな規模ではない。ちなみに、東京証券取引所の上場会社時価総額 (2007 年 4 月末) は 555 兆円 (4.6 兆ドル)、一日平均売買金額 (2007 年 4 月) は 2.8 兆円 (235 億ドル) である。しかし、OMX の特色は、取引所そのものの運営だけでなく、システム事業や情報サービス事業がビジネスとして大きな比重を占めているという点にある。同社の 2006 年決算をみると、システム事業と情報サービス事業からの業務収益が、グループ全体の業務収益の 53.3%を占めている。

4. 経営統合の効果

ナスダックと OMX の経営統合が順調に進めば、上場会社の時価総額規模ではユーロネクスト NYSE に次ぐ、世界第二の現物株式取引所が誕生することになる。現物株式に依存したビジネス・モデルからの脱却を模索してきたナスダックにとっては⁵、高い技術力で知られる OMX のシステム事業を取り込み、事業の多角化を実現することができる。いわゆるアルゴリズム・トレーディングの活発化など、機関投資家取引に高度な取引システムがフル活用される今日、OMX のシステム力は、ナスダック市場の中期的な競争力を高める上でも、大きな力を発揮することだろう。

両社の試算によれば、統合によるシナジー効果は、情報システム等の合理化や管理部門の統合などによるコスト削減効果が年間 1 億ドル (うち 6,600 万ドルは IT 関連)、国際

⁵ 林宏美「収益基盤の多様化を図るナスダック」『資本市場クォーターリー』2007 年冬号参照。

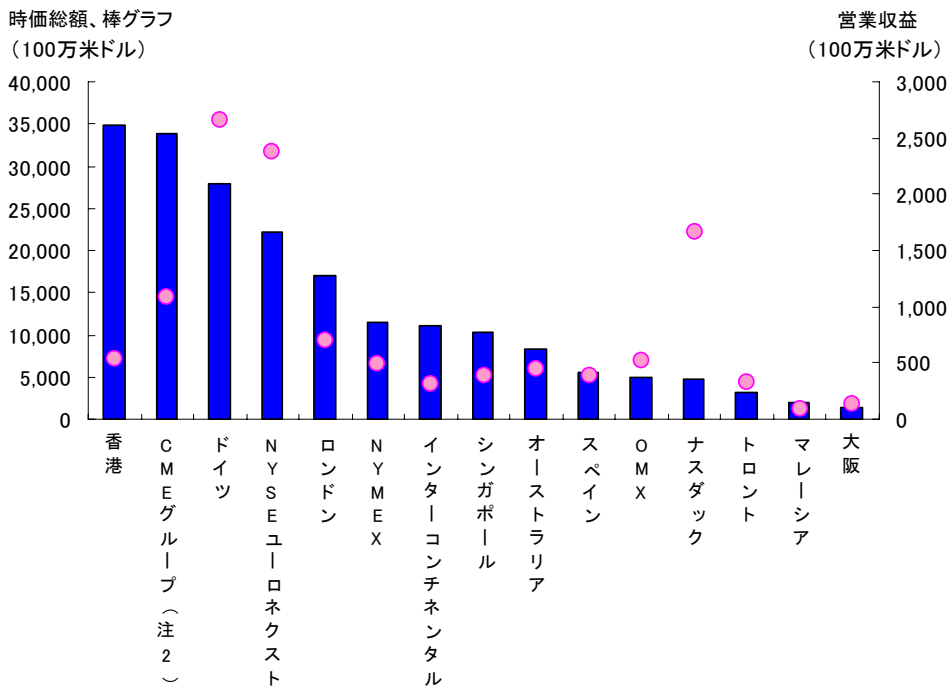
的な取引の増加や情報サービス収入の増加などによる収益拡大効果が年間 5,000 万ドルと予想されるという。

かつては、世界の取引所は、株式を主とした取引所であれば上場会社の時価総額、その他の取引所であれば、上場商品の売買高に着目してランク付けされてきた。NYSE が世界最大の証券取引所とされ、東京、ロンドンやナスダックがそれに次ぐ、と言われてきたのもこのためである。

ところが、近年、世界の取引所は次々に運営会社の株式会社化と株式公開を進めている。取引所が上場会社になると、企業としての実力が、自らの株式の時価総額という客観的な指標によって測られることになる。従来、同じ土俵で実力を比較されたことのない商品取引所と証券取引所も、共通の尺度によって評価されることになる。

その結果明らかになったのは、市場は先物やオプションといったデリバティブ（派生商品）と株式や債券などの現物を共に取り扱う総合取引所やデリバティブ取引専門の取引所を高く評価し、現物株式の取引のみに依存する取引所は相対的に低く評価されがちになるという事実である。現物株式への依存度が高いナスダックは、運営する市場の規模や業務収益の大きさの割には、投資家の評価が低く、時価総額は小さかった。単純にナスダックと OMX の最近の時価総額を足し合わせても、香港やオーストラリアの取引所にも及ばず、世界のトップ 10 以内によく入ることができるかどうかという程度に過ぎない（図表 1）。

図表 1 主要な上場取引所の時価総額と営業収益（直近 FY）



(注) 1. 2007年10月23日時点の時価総額。営業収益は直近の会計年度分。米ドル換算。
 2. 2007年7月、CMEホールディングスとCBOTホールディングスとが合併してCMEグループとなった。

(出所) "Factiva"、ロイターより野村資本市場研究所作成

しかし、統合によるシナジー効果が想定通りに実現し、さらに中期的な成長力も期待できるという見方になれば、新生ナスダック OMX が、世界の取引所時価総額ランキングにおいて、かなり上位に位置づけられる可能性も否定できないだろう。

Ⅱ ナスダックとドバイ取引所の提携合意

1. ナスダックとドバイ取引所の合意内容

9月20日、ナスダックとドバイ取引所は、両者が資本提携やナスダックの保有するロンドン証券取引所（LSE）株式のドバイ取引所への譲渡、ドバイ取引所傘下の取引所とナスダックの業務提携など広範な協力を進めていくことで合意に達したと発表した。その詳細は、以下の通りである。

- ① ドバイ取引所は、ナスダックの株式 4,260 万株（同社の発行済み株式総数の 19.99%）を取得する。但し、行使できる議決権は 5%に制限される。また、ドバイ取引所を受益者とし、独立の受託者によって管理される信託が、ナスダック株 1,800 万株（発行済み株式総数の 8.4%）を取得する⁶。
- ② ナスダックは、ドバイ取引所が現在実施中の株式公開買付（TOB）によって取得する OMX 株式をすべて譲り受ける。ドバイ取引所は、8月17日に決定した一株当たり 230 スウェーデン・クローナで全株取得するという買付条件を変更しない⁷。
- ③ ナスダックは、ドバイ取引所傘下のドバイ国際金融取引所（DIFX）の戦略的なパートナーとなり、DIFX への出資に応じるとともに、DIFX に対してナスダック・ブランドの使用を認め、OMX の技術を提供し、マーケティングの支援を行う。
- ④ ドバイ取引所は、ナスダックが保有する LSE 株式のうち発行済み株式総数の 28.0% 相当を一株当たり 14.14 ポンドで買い受ける。これにより、ナスダックの LSE に対する株式保有比率は 3.5%に低下する。ナスダックは、LSE 株式の売却によって得た資金を 10 億ドルの負債返済や自己株式の取得に振り向ける。

2. 合意の背景

ナスダックの運営するナスダック市場は、マイクロソフトやインテルを始めとするハイテク企業を数多く上場し、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と並んで米国を代表する株式市場として高く評価されている。しかし、市場運営会社としてのナスダックは、現物株

⁶ この 1,800 万株は段階的に売却され、ドバイ取引所が売却益を得ることになる。

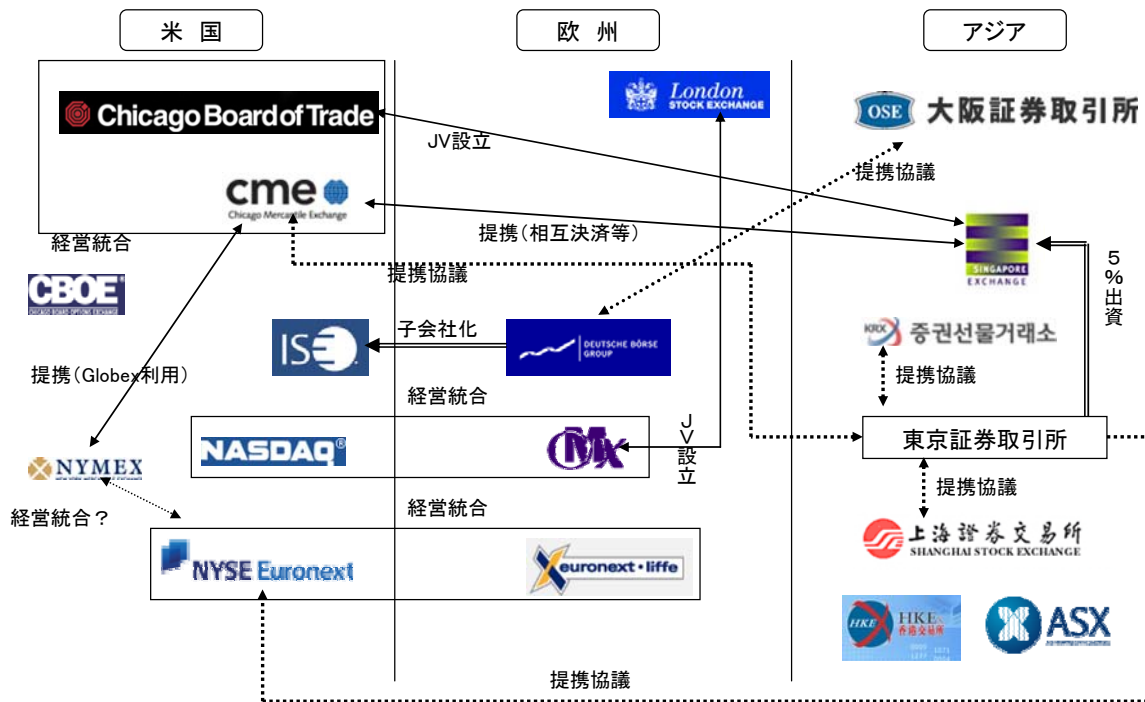
⁷ ドバイ取引所は、8月9日に OMX の株式取得をめざすことを発表し、既に同社の発行済み株式総数の 29.1% について取得または取得するオプションを確保している。一方、ナスダックは、5月25日に発表した OMX との合意に基づき、株式と現金を組み合わせ一株当たり約 208 クローナ相当という買付条件で OMX に対する TOB を実施している。

式の市場であるナスダック市場を有するのみで成長性の高いデリバティブ市場を欠く上、ユーロネクストとの経営統合（2007年4月）で大西洋をまたぐ取引所運営会社 NYSE ユーロネクストとなった NYSE に比べて、国際的な展開でも出遅れ感が否めない。ナスダックは、2006年以降、LSE の買収をめざして敵対的 TOB の実施にまで踏み切ったものの、LSE 株主の支持を得られず、失敗に終わった。そこで一挙に形勢を変えるべく、OMX との経営統合合意を発表したのだが、ドバイ取引所による対抗 TOB が開始され、窮地に陥っていたのである。

一方、ドバイ取引所は、2007年8月7日に設立されたばかりの新しい会社である。ドバイは、アラブ首長国連邦（UAE）を構成する7首長国の一つであり、ドバイ取引所は、ドバイ政府傘下の持株会社として、ドバイ政府が保有する UAE ディルハム建て取引を行うドバイ金融取引所（DFM）と外貨建て取引を行う DIFX の二つの取引所を運営する目的で設立された⁸。ドバイ政府は、「中東のシンガポール」をめざして2004年にドバイ国際金融センター（DIFC）を設置するなど、金融機能の整備を積極的に進めており、ドバイには、この二つの取引所以外にも、ドバイ商品取引所（DME）、ドバイ金・商品取引所（DGCX）などが開設されている。

ドバイ取引所は国営企業であり、今回の合意でもアラブ人で UAE 中央銀行出身のエッ

図表2 国際的な取引所間の提携・統合の構図



(出所) 大阪証券取引所作成資料を許可を得て転載。

⁸ 厳密には、次のような株主構成である。ドバイ投資公社 60%、ドバイ・グループ（ドバイ・ホールディング・グループ傘下）20%、DIFC インベストメント 20%。

サ・カジム会長が前面に出ているが、実は、その CEO は、かつて OM グループ (OMX の前身) の社長兼 CEO を務めたペール・ラールソン氏である。潤沢な資金力を有するドバイ政府を後ろ盾とするとはいえ、取引所としては国際的に無名に近いドバイ取引所がナスダックによる OMX 買収の試みに割って入るというようなことは、OMX の優れた技術力・システム力を熟知したラールソン氏の存在を抜きにしては考えられなかっただろう。

3. ナスダックにとっての合意の意義

ナスダックは、OMX に対する TOB を開始するに当たって、OMX の主要株主である機関投資家等の支持を取り付けていた。しかし、その支持には、一株当たり 220 クローナ以上の対抗提案がなされた場合には撤回することがあり得るとの条件が付されていた。8 月 17 日に発表されたドバイ取引所による TOB 価格は一株当たり 230 クローナであり、ナスダックは、LSE に続き OMX の買収でも失敗しかねない厳しい状況に追い込まれていた。今回の合意で、ナスダックにとっては、当初の想定よりも大きな金額を支払わねばならない可能性はあるものの、円滑に OMX との経営統合を進めることができるという見通しが開かれることになった⁹。

ナスダックにとって、今回の合意のもう一つの大きな意義は、かねてから懸案となっていた LSE 株式の円滑な処分に見通しが着いたことにある。巨額の資金を費やした LSE 買収の失敗は、ナスダックの財務体質を悪化させるとともに、今後の戦略的な動きを難しくする足かせともなっていた。ナスダックは、LSE 株式を売却して財務体質を改善することで、株価の上昇を期待することができ、国際的な取引所の再編が急速に進む中で、M&A 戦略展開の余地を拡げることが可能になる¹⁰。

4. ドバイ取引所にとっての意義

一方、OMX 買収を断念する形となったドバイ取引所にとっても、今回の合意の意義は大きい。8 月 23 日、スウェーデン金融監督庁は、ドバイ取引所が 8 月 9 日に行った OMX の株式取得をめざすという発表は、実質的には TOB の開始であり、スウェーデン法に定められた手続を無視した違法行為であるとの裁定を下していた。これを受けてスウェーデン財務省が政府保有の OMX 株式 6.6% の売却先決定にあたって監督官庁の判断を考慮すると表明するとともに、同国の国家経済犯罪局の検察官が捜査に乗り出す動きを示すなど、ドバイ取引所が当初の計画通り OMX 買収を進めることは困難な情勢となっていた。

⁹ 今回の合意では、ナスダックによる TOB およびドバイ取引所による TOB は、共に買付条件を変更することなく継続されることとなっており、OMX の株主は、事実上、ナスダック株と現金の組み合わせか、ドバイ取引所の買付条件による現金のみか、という二つの条件を自由に選ぶことができることになった。なお、両者の TOB は、OMX の所在国であるスウェーデンの法令と慣行に則って進められている。

¹⁰ 既に、ナスダックは、2007 年 10 月 2 日、米国の地方取引所であるボストン証券取引所を 6,100 万ドルで買収することを発表している。

今回の合意によって、ドバイ取引所は OMX 買収という当初の計画は放棄するものの、ナスダックおよび OMX と傘下取引所の提携の途を開くとともに、LSE の主要株主となることで、今後の国際展開への足がかりをつかむという貴重な成果をあげることができたと言える。他方、OMX も、合意は OMX の競争力強化と中東でのシステム・ビジネス展開につながるものだと歓迎する声明を発表した。

5. ロンドン取引所への影響

これに対して、今回の合意で微妙な立場に置かれることになったのが、これまでナスダックによる買収提案を拒否してきた LSE である。ナスダックとドバイ取引所の合意が発表されたのと同じ 9 月 20 日、カタール投資庁 (QIA) は、子会社のカタール・ホールディングが、LSE 株式の 20% と OMX 株式の 9.98% を取得したと発表し、LSE は、直ちに QIA を長期的な株主として大いに歓迎するという好意的な声明を出した。LSE は、クリス・ギブソン=スミス会長がカタール金融センター機構の非常勤理事を務め、カタール政府の金融市場整備を支援するなど、友好的な関係にある。

カタール投資庁の真の狙いは定かではないが、一足先に国際金融センター整備に乗り出したドバイに対抗してドバイ当局からの人材の引き抜きまで行って金融センター建設を進めてきたという経緯からすれば、とりあえずドバイ側の機先を制するという意味合いが大きいように思われる。なお、LSE は、大株主として浮上する可能性の高まったドバイ取引所については、公式のコメントを行っていない。

LSE は、10 月 1 日付けでイタリア取引所株式会社との合併手続を完了した。イタリア取引所は、株式市場としての規模はそれほど大きくないが、その傘下にある私設取引システム MTS は、欧州における債券取引の中心的な市場となっている。LSE は安定株主の確保やイタリア取引所との合併を通じて、単独での生き残りを図る独自路線を歩みつつあるように見受けられる。

III おわりに

ここ数年、世界の取引所は、NYSE、ナスダック、ドイツ取引所、シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME) といった有力取引所が主導する形で、国際的な再編劇を繰り広げている。その背景には、経済のグローバル化とコンピュータ、通信技術の進歩、取引所の営利企業化を認める規制改革の進展といった大きな変化がある。

もちろん、最近の相次ぐ取引所の M&A は、あくまで市場運営会社の統合であり、市場そのものの統合を伴うものではないことから、取引参加者や上場会社は、取引所再編の効果を実感しにくいという面がある。それだけに、相次ぐ M&A の試みに対しては、周囲の動きに踊らされているだけで目的や効果がはっきりしないといった醒めた見方もないわけ

ではない。しかし、他方で、世界の取引所が、いくつかの巨大グループにまとまっていくという流れが次第に明確になっていく中で、日本の取引所は「蚊帳の外」で構わないのかという疑問を抱く向きもあるのではなかろうか。