

ユーロネクストとの経営統合を目指す NYSE グループとドイツ取引所

神山 哲也

要 約

1. NYSE 及びユーロネクストは 2006 年 6 月 2 日、新会社 NYSE ユーロネクストの下で経営統合することに合意したことを発表した。両社の経営統合が実現すれば、世界最大の取引所グループが誕生することになる。
2. ドイツ取引所も、ユーロネクストとの経営統合を目指しているが、ユーロネクストは拒絶の姿勢を明らかにしている。また、自社の従業員やドイツ国内からも反対にあっており、厳しい状況に置かれている。
3. NYSE とユーロネクストの経営統合で争点となっているのが米国規制の欧州への適用の問題である。米国の厳格な規制が欧州市場に適用されると上場誘致に不利になる一方、それを回避すべく市場を統合しないのであれば、流動性の向上が果たせなくなるのではないかと懸念されている。
4. 今一つの障壁となり得るのが EU の金融商品市場指令 (Mifid) である。Mifid によって取引所に顧客注文を回送せずに執行できるようになれば、欧州取引所の収益低下に繋がり、経営統合の条件が正当化できなくなる可能性もある。
5. 本稿執筆時点では、ユーロネクスト統合に関して NYSE が優位にあるが、上記 2 点に加え、ユーロネクストの一部株主や取引参加者の反対もあるなど、このまま NYSE が押し切るとは言い切れない状況である。

I. はじめに

ニューヨーク証券取引所の運営会社である NYSE グループ (NYSE) は 2006 年 5 月 22 日、パリやアムステルダム等で取引所を運営するユーロネクストに対する経営統合案を発表、その翌週の 6 月 2 日には、両社が経営統合に合意したことを発表した。他方、かねてよりユーロネクストとの統合を交渉していたドイツ取引所も 2006 年 5 月 19 日、ユーロネクストとの経営統合案を発表、更に、同年 6 月 19 日には経営統合案の改定案を発表した。本稿では、欧米における取引所の再編を巡

る状況を概観した上で、NYSE とユーロネクストの経営統合案及びドイツ取引所による経営統合案、争点となっている規制上の問題等について論ずることとする。

II. 欧米における取引所の再編を巡る状況

1. 大西洋を跨ぐ取引所の再編へ

欧州では、1990 年代半ば以降、取引所の再編を巡る動きが活発化している。EU (欧州連合) が域内各国の取引所に適用されるルールの一掃を進めるにつれ、EU 域内に複数の取引所が存立する意義が以前より薄れていることが背景にある。2000 年 9 月のパリ、

アムステルダム、ブリュッセルの3取引所の統合¹によるユーロネクストの発足自体、欧州域内における取引所再編を象徴する出来事であった。

それから5年が過ぎ、再び様々な展開がみられるようになった(図表1参照)²。ここで注目されるのは、これまで欧州域内にとどまっていた取引所再編の動きが、2006年3月、米国のナスダック・ストック・マーケット(ナスダック)がロンドン証券取引所(LSE)に対する買収提案に乗り出したことで、大西洋の両側を巻き込むものに変ってきていることである。取引所が自らを市場運営ビジネス会社として捉え、会員組織から株式会社組織へと転換し、一般の事業会社のように合併や買収を事業戦略の一手段として活用するようになっていくという動きは、市場統合による取引所間の競争激化という現実にも晒された欧州で先行した。その波が、ナスダックの取引所化、NYSEの株式上場を経て、ようやく米国にも及んできたのである。

今回のNYSEの動きは、長年のライバルであるナスダックの動きに触発されたという面が大きい。そもそも、2006年3月に完了したNYSEの株式上場には、電子取引所であるアーキペラゴとの合併を実現し、立会場に象徴される電子取引システム面での立ち遅

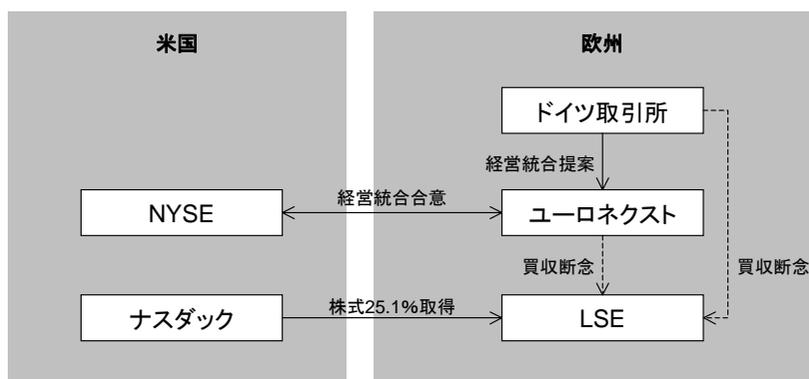
れを挽回するとともに、ナスダック銘柄の取引シェアを拡大するという狙いがあった。ナスダックがLSE買収の意思を明確にしたことで、NYSEとしても、対欧州戦略を打ち出す必要に迫られたということであろう。

2. ヘッジファンド株主の動向

これら一連の動きの背景には、ユーロネクスト及びドイツ取引所の株主であるヘッジファンドの存在も指摘できる。アティカス・キャピタルやTCIファンド・マネジメントを中心とするヘッジファンドの株主グループは、ドイツ取引所及びユーロネクストによるLSE買収に反対し、両社の統合を促した。これら株主の圧力を受け、ドイツ取引所は、2005年3月にLSEに対する買収提案を撤回し、同年5月にはLSEとの統合を強力に推進してきたヴェルナー・ザイフェルトCEOとロルフ・ブロイヤー会長の辞任も決まった。

2006年4月には、ユーロネクストの株主であるウィンチフィールド・ホールディングスが、年次株主総会における議題として、ドイツ取引所との統合の是非を問うことを求めたが、この背景にも上記ヘッジファンド株主グループの存在が指摘されている。同株主グループは更に、ユーロネクストの年次株主総会が開催される2006年5月23日までに、

図表1 取引所の再編を巡る状況



(出所) 野村資本市場研究所作成

NYSE がユーロネクストに対して正式な買収提案を提示しない限り、ユーロネクストとドイツ取引所との統合を支持するとした。他方、ユーロネクストに対しては、年次株主総会までに正式な買収提案がなければ、経営幹部や監査役会メンバーの退陣を求めるとした³。

ユーロネクストは、2006年5月23日の年次株主総会において、ウィンチフィールド・ホールディングスの株主提案の通り、「ドイツ取引所とユーロネクストとの統合がユーロネクストの全ての株主にとって最も有益であるとする方針」の是非について付議すると同時に、NYSE とドイツ取引所の提案内容を株主に提示し、NYSE との統合が「最も魅力的な組み合わせ」であるとした。

ドイツ取引所とユーロネクストは 2005 年末から統合に向けて協議を行っていたが、元々ドイツ取引所の方が積極的な姿勢を見せていた。ユーロネクストの経営陣にしてみれば、同じ欧州のドイツ取引所との統合より、米国の NYSE との統合であれば、欧州業務における主導権を握ることができる、という思惑もあったものと思われる。結局、本件議題は、賛成 3,050 万票、反対 4,390 万票、棄権 660 万票で否決された。本件採決はドイツ取引所との統合を推進する「方針 (principle)」を否決したものであり、ドイツ取引所との統合が否決されたわけではないものの、これにより NYSE との統合が優勢になったことは間違いない。

III. NYSE 及びドイツ取引所の提案内容

1. 新会社 NYSE ユーロネクストの概要

2006年6月2日に発表された NYSE とユーロネクスト経営陣の合併合意の内容によると、現在の NYSE とユーロネクストの持株会社としてデラウェア州法に基づく株式会社「NYSE ユーロネクスト」が設立される。合併による株主への対価については、NYSE

の株式は新会社の株式と 1 対 1 の比率で交換され、ユーロネクストの株主に対しては、1 株当たり新会社の株式 0.980 株と現金 21.32 ユーロが交付される。

新会社が運営する市場の上場企業時価総額は 12 兆ユーロ、新会社自身の時価総額は 150 億ユーロ、一日当たり売買高は 800 億ユーロとなり、何れの指標で見ても世界最大の取引所グループが誕生することになる。

新会社の本社はニューヨークに置かれ、欧州ビジネス本部はパリ、情報サービスはアムステルダム、デリバティブ・ビジネスはロンドンに置かれる。役員構成は、新会社の取締役 20 名のうち、NYSE が 11 名、ユーロネクストが 9 名を占め、会長及び副 CEO にはそれぞれユーロネクストの現会長及び CEO が就任し、副会長及び CEO にはそれぞれ NYSE の現会長及び CEO が就任する。また、新会社の業務執行委員会は、両社から同数ずつ選任されたメンバーで構成される。

経営統合によるシナジー効果は 2.95 億ユーロと見積もられており、そのうち 8,000 万ユーロが収入増、2.15 億ユーロがコスト削減によるものとなっている。2.15 億ユーロのコスト削減のうち 1.95 億ユーロは情報テクノロジー分野におけるコスト削減によるものであり、3 つの現物株取引システム及び 3 つのデリバティブ取引システムがそれぞれ単一の現物株取引システム及びデリバティブ取引システムに統合され、10 箇所のデータ・センターが 4 箇所に統合される。

上記とは別に、NYSE のジョン・セイン CEO はフィナンシャル・タイムズ紙のインタビューにおいて、ユーロネクストとの統合で期待される上場誘致を実現できなかった場合、ロンドンに取引所を新設し、LSE に対抗するとした。また、LSE を買収するという選択肢もあり得ることを明らかにした⁴。

一方のユーロネクストは、債券の電子取引システム運営会社 MTS を共同保有するイタ

リア取引所との経営統合に向けた協議に入ったと報じられている。ユーロネクストとしては、NYSE との経営統合に先立ってイタリア取引所を傘下に収めることで、より対等な立場で NYSE との経営統合に臨みたいとの思惑があるものと見られている⁵。しかし、イタリア取引所は、ドイツ取引所・ユーロネクスト連合に参加することを望んでいると見る向きもあり、今後の動向が注目される⁶。

2. ドイツ取引所による経営統合案

ドイツ取引所も、NYSE がユーロネクストとの経営統合案を発表する直前の 2006 年 5 月 19 日に、ユーロネクストとの経営統合案を発表している。

それによると、ドイツ取引所及びユーロネクストの持株会社としてオランダに新会社を設立し、汎欧州の取引所であることを示すブランドを用いる。合併における株式交換比率は、合併成立から遡って 3 ヶ月間のドイツ取引所とユーロネクストの加重平均時価総額の比率で決定され、総額 20 億ユーロの現金を株式交換に応じたドイツ取引所及びユーロネクストの株主に交付する。

新会社の本社はフランクフルトに置かれ、現物株市場はパリ、デリバティブ市場はフランクフルトとロンドンに置かれる。役員構成は、新会社の監査役会メンバー 16 名は両社から同数ずつ選任され、キャスティング・ボートを握る会長はドイツ取引所、副会長はユーロネクストから選任される。取締役会についても、両社から同数ずつ選任され、CEO も共同 CEO が両社から 1 名ずつ選任される。

経営統合によるシナジー効果は 3 億ユーロと見積もられており、そのうち 1.1 億ユーロが収入増、1 億ユーロが情報テクノロジー分野におけるコスト削減、9,000 万ユーロがその他コスト削減によるものとされる。ドイツ取引所は、3 億ユーロのシナジー効果のうち

6,000 万ユーロを新会社の顧客に還元するとしているため、ネットのシナジー効果は 2.4 億ユーロとなる⁷。

この提案をユーロネクスト経営陣に拒絶されたドイツ取引所は、ユーロネクストの株主及び取引参加者の支持を得るべく、2006 年 6 月 19 日、経営統合案の改定案を発表した。主な修正・追加項目は、①新会社の CEO はドイツ取引所、監査役会長はユーロネクストから選出する、②現物株の取引プラットフォームにはユーロネクストの NSC を用い、デリバティブの取引プラットフォームにはドイツ取引所とスイス取引所の合弁企業のユーレックスを用いる、③新会社のテクノロジー部門をユーロネクストが現在用いているアトス社に統合する、となっている。

これに対しユーロネクスト経営陣は、前の提案から何ら目新しいものはないとして、拒絶の姿勢を明らかにした。また、ドイツ取引所が所在するドイツ・ヘッセ州のアロイス・リエル通商産業大臣は、情報テクノロジーのパリへの集約によってヘッセ州の雇用情勢が悪化することを懸念し、経営統合案の改正案においてドイツ取引所の経営陣がユーロネクストに譲歩しすぎたと批判した⁸。更に、ドイツ取引所の従業員を代表する監査役会メンバー⁹も、レット・フランシオーニ会長に宛てた書簡において、ユーロネクストとの統合がドイツ取引所、従業員、フランクフルトに負の結果をもたらすとし、ユーロネクストとの統合に反対する姿勢を示した¹⁰。

このように、ドイツ取引所の経営陣はユーロネクストに経営統合案を拒否されている一方、条件面でこれ以上の譲歩をしようにも、従業員や政府の反対にあっており、厳しい状況に置かれている。

3. 両者の比較

NYSE 及びドイツ取引所の提案を纏めると次頁図表 2 のようになる。何れの提案も持株

図表 2 NYSE 及びドイツ取引所の経営統合案比較

	NYSEグループ	ドイツ取引所
業務の場所	<ul style="list-style-type: none"> ・持株会社登記: デラウェア ・本社機構: ニューヨーク ・欧州業務本部: パリ ・現物株市場: ニューヨーク ・デリバティブ市場: ロンドン(Liffe) ・情報サービス: アムステルダム ・ニューヨーク 	<ul style="list-style-type: none"> ・持株会社登記: アムステルダム ・本社機構: フランクフルト ・現物株市場: パリ ・デリバティブ市場: フランクフルト ・ロンドン(Liffe) ・決済: ルクセンブルグ ・(クリアストリーム) ・情報テクノロジー: フランクフルト⇒パリ ・情報サービス: アムステルダム
経営体制	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会20名 NYSE11名／ユーロネクスト9名 - 会長: ユーロネクスト - 副会長: NYSE ・経営委員会 NYSE、ユーロネクスト同数 - CEO: NYSE - 副CEO: ユーロネクスト 	<ul style="list-style-type: none"> ・監査役会16名 ドイツ取引所8名／ユーロネクスト8名 - 会長: ドイツ取引所⇒ユーロネクスト - 副会長: ユーロネクスト⇒記載なし ・取締役会 ドイツ取引所、ユーロネクスト同数 - 共同CEO: ドイツ取引所、ユーロネクスト ⇒単独CEO: ドイツ取引所
株主への対価	<ul style="list-style-type: none"> ・新設持株会社の株式との株式交換 ユーロネクストの株式1株当たり新設持株会社の株式0.980株と現金21.32ユーロを交付 (新設持株会社の株式1株当たりユーロネクスト株式1.4000株) 	<ul style="list-style-type: none"> ・新設持株会社の株式との株式交換 交換比率は、合併成立から遡って3ヶ月間のドイツ取引所とユーロネクストの加重平均時価総額の比率で決定 ・総額20億ユーロの現金を株式交換に応じたドイツ取引所及びユーロネクストの株主に交付
シナジー効果	<ul style="list-style-type: none"> ・2.95億ユーロのシナジー効果 	<ul style="list-style-type: none"> ・3億ユーロのシナジー効果 (新会社の顧客に6,000万ユーロを交付することにより、ネットで2.4億ユーロのシナジー効果)
競争法上の問題	<ul style="list-style-type: none"> ・現時点で懸念される事項はなし 	<ul style="list-style-type: none"> ・清算決済業務、デリバティブ取引で競争法上の問題が生じる可能性あり ⇒欧州委員会に対して、競争法上の問題がないことを確認する手続き開始

(注) 矢印はドイツ取引所が経営統合案の改定案で提示した内容を示す

(出所) NYSE、ユーロネクスト、ドイツ取引所資料より野村資本市場研究所作成

会社を新設した上で、株式交換と現金とを組み合わせた提案となっている。また、何れも株式交換を含むものであるため、TOB 合戦の場合と異なり、どちらの提案がユーロネクスト株主にとって統合に伴う取引から得られる利益が大きいかは一概には判断できない。

統合後の株主利益の観点から見れば、NYSE との統合のメリットとしては、①日・米・欧の3つの時間帯のうち2つの時間帯で営業を行うことができる、②現物株市場で世界最大の NYSE とデリバティブ市場であるユーロネクスト Liffe を保有するユーロネク

ストとの統合で補完関係を築くことができる、といった点が挙げられる。特に②の点は、NYSE が大方の予想に反して LSE ではなくユーロネクストを統合相手に選んだ最大の理由と言える。

他方、ドイツ取引所とユーロネクストは、何れも活発なデリバティブ市場を有しており、自陣営に清算・決済機関を有するなど、業務上の重複部分が多いが、逆に言えば、統合による大幅なコスト削減が期待できるわけであり、これがヘッジファンド株主グループが両社の統合を主張していた理由のようである。

IV. 規制上の問題

1. 米国規制の欧州への適用を巡る議論

NYSE とユーロネクストとの経営統合、同様に、ナスダックによる LSE との経営統合に関して争点となっているのが米国規制の欧州市場への適用に関する問題である。エンロンやワールドコムなどに見られた米国企業のスキャンダルを受けて成立したサーベンス・オクスレー法により、米国で登録された上場企業は内部統制の文書化・監査人による内部統制プロセスの監査が義務付けられるなど、他国と比較して厳格な規制を課せられている。

このような背景と、ロンドンの国際金融センターとしての地位向上とが相俟って、近年では、ロシアやインドなどの企業が米国の取引所ではなく LSE を上場先として選定する動きが目立っている。LSE によると、2006 年上半期の LSE における外国企業の新規株式公開は 50 件であり、2006 年 1 月～5 月期の NYSE とナスダックの合計 15 件を大幅に上回っている¹¹。米国の取引所との統合に関して欧州の取引所の上場企業、株主、取引参加者に懸念されているのは、米国の取引所との経営統合により上記のような厳格な規制が欧州の上場企業にも適用され、上場誘致に不利に働いてしまうのではないかと、若しくは、欧州上場企業のコンプライアンス・コストが高まるのではないかと、という点である。

この点に関し、英国金融サービス機構 (FSA) のカラム・マッカーシー会長は 2006 年 6 月 12 日に声明文¹²を発表し、米国取引所が LSE を保有すること自体は、サーベンス・オクスレー法をはじめとする米国の規制が LSE 上場企業並びに LSE 会員に適用されることにはならないとしつつ、上場規則や会員制度を米国取引所と統合することになれば、究極的には LSE が英国の規制対象外になり得るとした。

これに対し、米国証券取引委員会 (SEC) はファクト・シート¹³を発表し、米国取引所と米国外取引所が合併した場合、①当該米国外取引所及びその上場企業が米国での登録が必要となるか否かは、当該米国外取引所の米国内における営業の慎重な分析に依拠する、②当該米国外取引所は米国内で営業を行う場合のみ米国証券諸法の適用を受け、米国取引所と提携関係にあるという理由だけでは米国証券諸法の適用を受けることはない、などとした。また、NYSE のジョン・セイン CEO も、サーベンス・オクスレー法が米国登録企業以外に適用されるとする見方は「完全に誤っている」と述べている¹⁴。このように米国サイドからは、米国取引所と欧州取引所との経営統合によって米国の規制が欧州上場企業や取引参加者に適用されることはないとする声が上がっている。

この問題は、米国取引所による欧州取引所との経営統合に大きな波紋を投げかけている。というのも、前述の通り、米国取引所が欧州取引所との経営統合を目指している理由として、世界の企業が米国の厳格な規制を理由に米国での上場を敬遠し、LSE に上場する動きが広まっている。そのため、NYSE とユーロネクストの経営統合案、2006 年 3 月のナスダックによる LSE への買収提案の何れにおいても、市場自体は統合せず、持株会社の下に現在の取引所をぶら下げることにより、ユーロネクスト及び LSE が従来通りの規制に服することになる点が強調された。

しかし、そもそも、取引所同士の経営統合は、市場を統合することにより上場企業及び取引参加者を増やし、流動性を高めることを一次的な目的としていたはずである。そのため、NYSE とユーロネクストの経営統合案やナスダックによる LSE に対する買収提案にあるように、市場そのものを統合しないのでは、経営統合の成果を得ることができないと考える向きもある¹⁵。FSA のマッカーシー会

長による上記の声明文も、この点に立脚した上で、将来的な市場の統合に伴う規制の問題に警鐘を鳴らしたものと見える。

NYSE ユーロネクストについて言えば、新会社の将来的なビジネス・プランがより明確になるまでは、規制上の取扱いがどのようになるか断定することはできない¹⁶。

2. ICE の事例

この問題の先例として、米国のインターコンチネンタル取引所 (ICE) の事例が挙げられる。2000 年にエネルギー会社や投資銀行によって設立された ICE は、2001 年に英国の国際石油取引所 (International Petroleum Exchange) を買収、ICE フューチャーズに改組し、2006 年 2 月からは ICE フューチャーズにおいて西テキサス原油先物契約の取引を開始した。ICE フューチャーズで取引される西テキサス原油先物契約はニューヨーク商業取引所 (Nymex) の中核商品であるだけでなく、取引価格も Nymex の価格を参考に決定される。

ICE フューチャーズの前身である国際石油取引所は 1999 年、米国における商品先物取引の規制当局である商品先物取引委員会 (CFTC) のノー・アクション・レター¹⁷により、英国 FSA の監督下に置かれたまま、米国に取引端末を設置することを認められた。そのため、米国のヘッジファンドなどの投資家は、CFTC より緩やかな FSA の規制の適用を受けつつ¹⁸、ロンドンの ICE フューチャーズにおける西テキサス原油先物契約取引に直接参加することができる。現在では、西テキサス原油先物契約の約 3 割が ICE フューチャーズで取引されていると見られている¹⁹。

これに対し Nymex は、ICE が「規制アービトラージ」を行っていると批判し、ICE フューチャーズが米国の顧客に対し米国の商品を提供し、親会社も米国にある以上、米国の取引所として米国の規制に服するべきだと

した。これを受け CFTC は、2006 年 6 月 27 日からヒアリングを開始し、規制対象となる米国取引所の範囲を検討するとしている²⁰。

本稿執筆時点²¹では、CFTC によるヒアリングの結果は明らかになっていないが、この結果が NYSE とユーロネクスト、ナスダックと LSE の統合にも少なからず影響を与えるものと見られており、注目される。

V. Mifid との関連

NYSE とユーロネクストの経営統合に関し、今一つ障壁になり得るものとして EU の金融商品市場指令 (Mifid) に規定されたシステムティック・インターナライザーが挙げられる。システムティック・インターナライザーとは、組織的・頻繁・システムティックに規制市場若しくは MTF (Multilateral Trading Facility) ²²外で自己勘定で顧客注文を執行するディーラーを指す。

Mifid は、証券取引プラットフォームとして、①LSE やユーロネクストなどの規制市場、②MTF、③OTC 取引 (システムティック・インターナライザーを含む) の三つを規定し、それぞれに透明性基準を設けている。これと、Mifid が投資サービス業者に課している最良執行義務と併せ、上記の証券取引プラットフォーム間の競争を促進し、顧客が最も好ましい結果を得ることを担保する仕組みになっている。

2007 年 11 月に Mifid が施行され、システムティック・インターナライザーが認められるようになれば、フランスやイタリアなど取引所集中義務が課せられている大陸欧州の国でも、投資サービス業者が顧客注文を取引所に回送せずに執行できるようになる。これにより取引所は、取引シェアを多かれ少なかれシステムティック・インターナライザーに奪われることになり、従来の収益水準を確保できなくなる可能性がある。そうすると、

NYSE がユーロネクスト株主に提示している株式交換及び現金付与の条件を NYSE の株主に対して正当化することが困難になり、特に統合プロセスが長期化した場合、統合の重大な足枷となる可能性もある²³。

VI. 今後の展望

NYSE 及びユーロネクストは、株主の承認と監督当局の承認を得た上で、経営統合の合意発表から半年以内に株式交換を開始するとしている。NYSE とユーロネクストの経営陣が経営統合に合意している以上、本稿執筆時点では、ユーロネクストの統合に関して、NYSE がドイツ取引所に対して圧倒的に優位な立場にあることは間違いない。

しかし、前述したように、NYSE 及びユーロネクストが市場を統合しないとしているため、取引所の経営統合の本来的目的である流動性の向上を実現できるのか疑問視する向きもあり、BNP パリバなどユーロネクストの一部株主は NYSE とユーロネクストの経営統合に反対しているとされる²⁴。また、ユーロネクストの取引参加者からも、NYSE との統合では欧州域内におけるクロスボーダー取引のコスト削減が実現されないとの声が上がっている²⁵。更に、フランスのジャック・シラク大統領も、ユーロネクストとドイツ取引所との統合を望む旨発言している²⁶。そのため、このまま NYSE が押し切るとは言い切れない状況である。

¹ 後にリスボン取引所も参加。

² 詳細については、神山哲也「欧米における取引所の再編を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006年春号参照。

³ “Euronext investors set NYSE bid deadline” *Financial Times*, May 19, 2006

⁴ “NYSE says it could set up London exchange” *Financial Times*, June 19, 2006

⁵ “Euronext, Borsa Italiana in talks” *Financial Times*,

June 6, 2006

⁶ “Borsa chief makes prices pledge” *Financial Times*, July 12, 2006

⁷ ユーロネクストはドイツ取引所とのネットのシナジー効果を 1.24 億～1.54 ユーロと見積もっている。

⁸ “Euronext snubs latest D Borse offer” *Financial Times*, June 21, 2006

⁹ ドイツ企業の監査役会は我が国企業の取締役会に相当し、従業員数が 2,000 人以上の企業では、監査役会メンバーの半数が従業員から選出される。

¹⁰ “Deutsche Borse faces merger unrest” *Financial Times*, June 10, 2006

¹¹ “LSE confirms its status as magnet for listings” *Financial Times*, July 12, 2006。なお、50 件のうち 7 件 (27 億ポンド) がメイン・マーケット、43 件 (18 億ポンド) が新興企業向け市場である AIM における新規株式公開となっている。

¹² “Implications of ownership of a UK Recognised Investment Exchange by a US entity” FSA, June 12, 2006

¹³ “Fact Sheet on Potential Cross-Border Exchange Mergers” SEC, June 16, 2006

¹⁴ “Regulators’ boundaries may soon start to blur” *Financial Times*, June 19, 2006

¹⁵ “Exchange merger poses question of liquidity” *Financial Times*, June 19, 2006

¹⁶ ユーロネクストが米国規制の適用を逃れるため、新設する信託に取引所の認可を取得させ、当該信託がユーロネクスト傘下の 4 取引所に対する議決権を保有する一方、それらに対する経済的な保有は持株会社 (ユーロネクスト) に留まるスキームを検討しているとの報道もある。“Euronext seeks rules protection” *Financial Times*, June 28, 2006

¹⁷ ノー・アクション・レターとは、申請者が、取引や商品等に関して、SEC が法的措置を講じないことの確認を求め、SEC の担当者が独自の判断に基づき、法的措置を講じない旨返答する文書を指す。非公式の手続きであり、法的拘束力は持たない。

¹⁸ 例えば、CFTC は、トレーダーが取扱うことのできる契約数を制限しているが、FSA はそのような制限を課していない。

¹⁹ “CFTC Wrestles With Regulatory Turf In Age of Electronic Futures Trading” *The Wall Street Journal*, July 3, 2006

²⁰ “ICE-Nymex saga exposes new problems for regulation” *Financial Times*, June 16, 2006。因みに、Nymex のジェームズ・ニューサム CEO は CFTC の元会長である。

²¹ 2006年7月12日時点。

²² 多角的取引システム。米国の代替的取引システム (ATS)、我が国の私設取引システム (PTS) に該当する。

²³ “Goodbye to the club” *Financial World*, June 2006

²⁴ “LSE shrugs off threat to listings” *Financial Times*, June 5, 2006

²⁵ “NYSE is best for Euronext” *Financial Times*, June 17, 2006

²⁶ “Chirac is against NYSE takeover” *Financial Times*, June 7, 2006