

～資本市場調査本部情報～

2008年2月6日 全4頁

証券取引所の国境越えのM & Aをめぐる最近のトレンド

資本市場調査本部
制度調査部
吉川 満

【要約】

- ①2007年は国境を越えた3件の証券取引所M&Aが実現し、4件目も当事者同士が合意し、M & A実現目前になった。
- ②NYSEとユーロネクストの統合により、大西洋にまたがる証券取引所の事業が出来た。
- ③日本も何らかの形で、国境を超えたM&Aに巻き込まれて行くだらう。

〇はじめに

2007年は国際的な、証券取引所のM&Aの第一号が起こった年として回顧されることになるであろう。21世紀になってから毎年のように、証券取引所のM&Aが話題になったのだが、2006年までは1件も実現していなかった。それが2007年になって一挙に3件のM&Aが実現し、1件も形式的な手続きを残すだけというところまできたのである。

具体的には次の3件が統合完了し、さらに4件目(Nasdaq+OMX 取引所)が統合目前にまで達している。

- ①NYSE+ユーロネクスト
- ②LSE+イタリア取引所
- ③ユーレックス+国際証券取引所
- ④Nasdaq+OMX取引所

このうち最も注目を集めたのは、いうまでもなく①である。世界最大の証券取引所NYSE（ニューヨーク証券取引所）が絡んだ取引であるうえ、大西洋をはさんで米州と欧州を結ぶ取引だからである。しかし、②～④も、それぞれに注目に値する取引といえる。②はイギリスの証券取引所に、ヨーロッパ大陸での地盤を与えることになるため、これも大きな注目点となる。③は、ドイツ証券取引所の子会社ユーレックスが、米国の証券取引所（国際証券取引所）と手を結ぶ取引であるから軽視する事はできない。④は米国の新興市場、NasdaqとOMXを結ぶ取引であるから、これも大きなポテンシャルをもっているといえる。

〇これらのトレンドを加速する要因、将来のトレンドに大きな影響を与える要因

国境を越えた取引所の統合の動きには、これを促進するいくつかの要因がある。近年、多くの米国取引所は、相互会社形態であることをやめている。大抵は、親会社となる持株会社を設立したり、またそうした親持株会社の中には、今や株式公開会社となっているものもある。その結果、多くの米国取引所は、資本を新しく得る為に、そして、ビジネスを世界的に大きく拡大するために、投資家が取得を考えるための手段に、アクセスすることができるようになったのである。加えて、世界的な取引所に対する要求は、大投資家も小投資家も含めて、ますます大きくなり、投資家の母国の

国境を越えて、投資機会を求めるようになりつつある。今日では、たとえば米国の株式投資家の2/3近くは、個別株の形で、もしくは国際投信、ないしグローバル投信の形で、外国株を保有するようになっている。

そして最後に、技術の発展と、引き下げられたコミュニケーション・コストが、市場にとって地理的な境界のもつ意味をますます小さいものになっている。このことは、もちろん、投資家が国境を越えた証券活動を行うことを、はるかに容易で、はるかに安価なものにしているのである。

○規制の変わる環境下において、こうしたトレンドのもつ意味

米国及び海外の規制者にとって、証券市場のグローバル化は、明らかに今後とも解決しなければならない課題をもたらすといえる。今日では、まだ、SECの直面する規制問題は、相対的に穏やかなものであるからである。米国の取引所を含んだ提案された取引が、持株会社構造の下で、分離された事業形態を保ってきたからである。例えばNYSEユーロネクストをとってみても、NYSEグループとユーロネクスト・マーケットとは、現在もお分離された流動性のプールとして、それぞれの領域内で活動を続けている。

これらの市場における単一の持株会社を設立することは、本来、米国の規制上はさほど多大な問題をもたらすものではない。基本的には、SECは提案されたガバナンスと、新持株会社の所有構造をチェックし、SECがその後も、100%は米国の管轄化におかれぬ米国取引所を、効率的に監督する適正な手段を持っているかを決定するのである。しかしながら、時が経つうちには、グローバルな取引所グループは、更に市場の統合を進めようとするだろうと考える。技術プラットフォームの合体によるのかもしれないし、互いの管轄内においたトレーディング・スクリーンによるのかもしれないし、或いは複数の流動性プールを結合させて実現するのかもしれない。統合の程度に応じて核となる広範な米国の規制問題が関連してくると考える。そうして浮上してくる問題点には、証券取引所登録の問題、上場会社登録の問題も含まれると考える。

○そうした変化が市場と投資家に対して持っている、または持ち得る影響について

こうした、グローバルな取引所のイニシアティブにより、競争が非常によく促進され、国境を越えた資金の流れが効率化される。かつ、こうして米国内外の市場と投資家に、ポテンシャルな利益をもたらすといえる。

以下では、こうした問題を米国SECの資料を参考にしながら、眺めていく。核となるSECのミッションは、米国投資家を保護することで、米国SECは、その努力に当たって米国投資家に対する、適正な開示と規制による監視を保障しなければならない。同時に、SECのもう一つの核となるミッションは、資本形成の促進である事を、ここにおいて我々は思い出さねばならない。資本は近年、次第に海外で調達されるようになり、証券は海外を含む、様々な取引所で取引されるようになっている。

近年、いくつかの海外市場、海外諸国から、海外証券取引所の登録は必要なのか、もし、海外の国において、米国に比肩できる規制が提供できるのなら、米国のブローカー・ディーラー登録は投資家保護のために重要なものなのか、という問いが寄せられる。国によっては、米国の「投資家保護規定」は、米国内の機関投資家、法人企業の利益の保護に使われている、との不満をもちあすこともある。

SECのこの点に関する回答は、一般に米国は同時に、資本形成の促進を目指しながら、米国の強行規定は高いレベルの投資家保護を要求するものなのである、ということである。それゆえ、海外の証券取引所、及び証券会社は、米国の同業者同様、規則15a-6に従って、登録を行いさえすれば、米国で事業を行うことを歓迎するというのである。

しかし、疑いもなく、米国人投資家の保護を危機にさらすことなしに米国で海外証券を取引することに伴う、コストと摩擦を減らすために我々にできることはある。

○証券取引所、規制者および投資家がさらに前進することに伴う機会と課題

SECは世界的に市場アクセスを促進するための、「相互認識」アプローチのメリットの探求を開始した。昨年12月、SECは、「相互認識に関する円卓会議」をホストとして主催した。円卓会議には、米国及び海外の証券取引所、世界的な及び地方の証券会社、小口投資家及び機関投資家の代表者、その他の者が参加し、相互認識の可能性に関する意見を交換した。

実行可能な相互認識アプローチは、未だ開発の初期の段階であるが、要約すれば、海外の証券取引所及び証券会社に対して、米国人投資家に対し、一定の条件の下で、簡約化した登録システムの下でのサービスの提供とアクセスとを認めるということである。このアプローチは、全体的には米国に比肩できる監督プログラムを提供する海外諸国において監督された企業によって提供され、そうした企業に依存するものである。

例えば、海外証券取引所の文脈では、現在米国において支配的なシステムでいえば、米国でビジネスを行う証券取引所は、例えば、トレーディング・スクリーンを直接、米国の証券会社に設置する、というような形で、証券取引所と、取引所における証券取引をSECに登録しなければならない。同時に少なくとも一つの自主規制機関に登録しなければならない。加えて、海外証券会社の文脈からは、現行の米国システムの下では、米国の投資家に勧誘を行う、もしくは勧誘を行おうとする海外証券会社は、一般にSECと、少なくとも一つの自主規制機関に、登録しなければならない。

しかしSECは、米国に登録した証券会社を通じて、米国機関投資家を対象に取引を実行するなど、限られた米国業務しか行っていない海外証券会社に対しては、一定の例外を認めている。加えて、現行の規制の枠組みにおいては、いくつかの米国に登録した証券会社は、海外の証券取引所に対して、米国顧客に対して電子的にアクセスする手段を与えている。

相互認識システムでは、例えば、いかなる状況の下で、海外の証券取引所に対して、米国に立地する、全面的には登録していない、米国の証券会社に対して、トレーディング・スクリーンを設置することを認めるか、と言った問題を検討することしていくことになる。相互認識システムの下では、いかなる状況の下で、それぞれの国の規制基準に従っている海外証券会社は、米国投資家への増大したアクセスを、米国に登録した証券会社の仲介の必要なしに認められるべきか、と言った問題も検討していくことになる。このアプローチは、国境を超えたアクセスに伴う、摩擦は軽減するものの、今日、外国取引所での取引に対して課されている管理コスト、決済コストを大幅に減らすものではない。

投資家保護と資本形成の促進と言うSECのミッションを、満足させるため、これらの登録の例外は、海外証券取引所、及び海外証券会社が、総合的で効率的な本国の規制に従っているかにかかってくることとなる。この決定をするためにはSECは、海外諸国の証券規制を詳細にわたって調査する必要がある。具体的にこのようなポイントの調査が必要になる。

投資家保護、市場の公正、詐欺行為、相場操縦、インサイダー取引、登録要件、取引の監視、販売に関する慣行の基準、財務の健全性に関する責任の規準、紛争の解決方法

他の要求、及び、限界もまた、適切なものが求められる。(少なくともスタート時点では)例えば、相互認識を認めるいかなる例外も、程度は外国証券のトレーディングに限定されたものでなくてはならない。なぜなら、このアプローチが米国の市場活動に与える、影響に対する懸念を抑えるためなのです。

同様に取引は、市場のプロ、及び、一定の大規模で洗練された投資家(彼らであれば、仲介者を通じて海外市場で直接取引するリスクは十分に認識できると期待される。)に限定されなければならない。

最後に、このアプローチには、次のような効果もあるだろうということは申し述べておきたい。海外証券取引所、海外証券会社の本国は、米国の証券取引所、米国の証券会社に対して、その国でビジネスを行うことを認めるようになるだろうということである。

〇まとめ

国境を越えた、証券取引所のM&Aと言う、最近のトレンドは、金融サービスに対する世界的なニーズの拡大という、より一般的な現象と共に、我々が米国市場をそれだけで孤立したものとして捉えるのではなく、より大きな世界の市場の一部として捉えることを余儀なくしつつある。

グローバリゼーションは、米国市場と投資家に対して、大きな便益をもたらす可能性を秘めている。同時に、SECは海外市場と海外市場参加者の、米国人投資家に対するアクセスが自由化されたことに伴うリスクを、正しく認識していることを確認しなければならない。米国の規制目的が阻害されていないこと、及び、米国の投資家と米国市場に対するSECの直接的な責任が満たされていることを確認するためである。

最後になるが、今後の証券市場の世界的な統合を考える上で、前提が変わったと思われる点を挙げておこう。英国は 1980 年代以来、ビッグ・バンを推進してきた。従来はその一環として、英国当局は外国証券取引所によるロンドン証券取引所取得を認める可能性があると考えられてきた。

しかし、2007 年にロンドン証券取引所がイタリア取引所を取得し、政府もそれを後押ししたので、英国は基本的に証券取引所は、英国独自のものを維持していく方針である事が明らかになった。