

欧州と日本における証券取引所グループの 合併と競争法

——ドイツ取引所とロンドン証券取引所の合併計画に
関する欧州委員会決定を中心に——

村 田 淑 子

目 次

序章	はじめに
1章	金融市場インフラの市場の特徴
2章	ドイツ取引所とロンドン証券取引所の合併計画に関する欧州委員会決定
3章	ドイツ取引所と NYSE ユーロネクストの合併計画に関する欧州委員会決定
4章	東京証券取引所と大阪証券取引所の合併に関する公正取引委員会決定
終章	むすびに代えて

序章 はじめに

2000年以降、ユーロネクスト、NYSE ユーロネクスト、ナスダック OMX が誕生し、世界的に証券取引所グループの再編が進んでいる¹⁾。証券取引に

1) 近年の欧米における取引所等の統合に関する主な文献として以下がある。漆原春彦「証券取引所の国際間合併に関する考察」平成法政研究17巻1号1頁(2012)、吉川真裕「ドイツ取引所とNYSE ユーロネクストの合併撤回」証券レポート1670号30頁(2012)、早稲田大学ファイナンス研究センター編、宇野淳・大崎貞和『証券市場のグランドデザイン』(中央経済社、2012)。Alexander P. Okuliar, Financial Exchange Consolidation and Antitrust: Is There a Need for More Intervention, 28 Antitrust 66 (2014); Christina D. Cress, The Failed NYSE Euronext-Deutsche Börse Merger: Foreshadowing Future Consolidation of the Global Stock Exchange Market, 16 N.C.Banking Insts. 375 (2012); Craig Pirrong, Financial Exchanges: Competition and Vertical Integration in Financial Exchanges, 7 Competition Policy International 90 (2011), Neal L.Wolkoff and Jason B. Werner, The History of Regulation of Clearing in the Securities and Futures Markets, and its Impact on Competition, 30 Rev. Banking & Fin. L. 313 (2010-2-11).

関する金融市場インフラである取引所、清算機関及び決済機関は、欧州において、従来は国別に存在したが、ユーロ導入を契機に統合・再編が進んでいる。そして我が国においても、2012年に東京証券取引所グループと大阪証券取引所が統合し日本取引所グループが誕生している（以下「東証・大証合併」という）。しかし近年、ドイツ取引所による NYSE ユーロネクストとの合併計画及びロンドン証券取引所との合併計画は、ともに欧州委員会により承認されなかった。

証券取引に関する金融市場インフラの統合には、「垂直型統合」と「水平型統合」という2つの基本的な統合モデルがある²⁾。垂直型統合とは、証券取引所が、清算機関や決済機関を所有する形で、取引から決済までのプロセスを縦に統合することを指す。ドイツ取引所が清算機関のユーレックス・クリアリング (Eurex Clearing) や決済機関のクリアストリーム (Clearstream) を所有しているのが典型例である。これに対して、水平型統合とは、取引所同士、清算機関同士及び決済機関同士のように同じ機能を果たす機関同士が統合を進めるアプローチである。欧州において、取引段階ではユーロネクスト (Euronext) が、清算段階では LCH クリアネット (LCH.Clearnet) (以下「LCH」という) が、決済段階ではユーロクリア (Euroclear) が、それぞれの機能段階において国境を越えて統合している。LCH は、2012年にロンドン証券取引所が LCH の株式の過半数を取得した後も、他の取引所の取引の清算を引き受けるオープンなビジネス・モデルを維持している。

2016年3月にドイツ取引所とロンドン証券取引所が、統合計画（以下「DB/LSE 合併計画」という）を発表した³⁾。これは、欧州最大かつ世界最大級の取引所グループを誕生させ、かつ、清算業務の事実上の独占となるため、欧州委員会の判断が注目された。2017年3月29日、欧州委員会は、水平的な競争上の懸念だけでなく垂直的な競争上の懸念を重視し、当事会社が提案する

2) 証券取引の決済の仕組みについては、後掲注7の文献参照。

3) ドイツ取引所とロンドン証券取引所が同じ持株会社の傘下になる計画である。

問題解消措置は不十分であるとして、これを禁止する決定を下した⁴⁾。特に、いわば上流市場の取引段階の競争者である Euronext と、下流市場の決済段階の競争者である Euroclear に対する、投入物閉鎖や顧客閉鎖などの市場閉鎖について検討した。

DB/LSE 合併計画と同様に、我が国における東証・大証合併は、国内最大の取引所グループを誕生させ、かつ、清算業務を独占するものであった。しかし、公正取引委員会（以下「公取委」という）は、一定の問題解消措置を条件に、これを認めた⁵⁾。しかし、その問題解消措置が十分であったのか疑問視する意見もある⁶⁾。

本稿では、DB/LSE 合併計画を中心に、欧州における証券取引所グループの合併計画に関する競争当局の分析枠組みとその特徴を明らかにし、東証・大証合併に関する公取委の判断、特に問題解消措置について検討を行う。以下、1章では、証券取引に関する金融市場インフラの市場の特徴および同市場に競争を導入する規制を確認する。2章では、DB/LSE 合併計画に関する欧州委員会決定を検討する。3章では、ドイツ取引所と NYSE ユーロネクストの合併計画に関する欧州委員会決定を検討する。以上をもとに、4章では、2章と3章でみた欧州委員会の分析の特徴を確認し、それと比較することで東証・大証合併の問題解消措置について検討する。

4) Case No COMP/M.7995 - Deutsche Börse/London Stock Exchange, Commission decision of 29 March 2017.

5) 公正取引委員会決定、東京証券取引所グループと大阪証券取引所の統合計画（平成24年7月5日）

6) 泉水文雄「企業結合規制の課題」日本経済法学会編『企業結合規制の新たな課題（日本経済法学会年報第33号）』（有斐閣、2012年）1頁、7頁、宮井雅明「金融商品取引所間の統合と競争政策」NBL995号62頁。

1章 金融市場インフラの市場の特徴

(1) はじめに

本章では、まず、金融市場インフラの市場の特徴を確認する⁷⁾。欧州委員会は、DB/LSE 合併計画に関する決定の報告書（以下「報告書」という）において、金融市場インフラの市場の主な特徴として次の二つを挙げている。

一つの特徴は、横軸を金融商品（又は資産の種類）、縦軸を取引段階とする、2つの軸を持つマトリックスであることである。すなわち、横軸は、①株式、②債券、③デリバティブ、④レポ取引の4つに大きく区分され、縦軸は、①上場、②取引、③清算、④決済等（カストディ・決済・担保管理）のバリューチェーンの各段階に区別される。

もう一つの特徴は、これらの金融市場インフラの市場に共通して、ネットワーク効果が強く働き、規模の経済や範囲の経済があることである。以下、取引、清算、決済の各段階のインフラの役割とネットワーク効果を中心にみてゆく。

(2) 取引所（取引施設）の役割と特徴

株式などの売買取引（以下「取引」という）を行う既存の取引所や私設電子取引ネットワーク等の「取引施設（trading venues）」、すなわち市場の役割は、ある銘柄に関する取引の注文を集めることで、取引を成立しやすくし、公正な価格を形成することである。取引施設において、ネットワーク効果は次のように働く。市場にある銘柄の取引の注文が集中するほど、流動性が高くなり、取引が成立しやすくなり、公正な価格が形成され、取引コストが低

7) 本章の記述においては、2章と3章で取り上げる2つの欧州委員会決定の他、以下を参照した。中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて（第2版）』（東洋経済新報社、2008年）、糠谷英輝編『現代証券取引の基礎知識』（2012年、蒼天社）、嶋拓哉「決済システムをめぐる独占禁止法上の一考察」金商1765号25頁（2006）。

下する。すなわち、価格に影響を与えることなく、その市場で素早く売買でき、スプレッドが低下する。このため、同じ銘柄の売買を行う複数の取引施設が存在すれば、投資家や投資家の注文を仲介する証券会社は、通常、より有利な価格で迅速な執行が可能な取引施設で注文を執行しようとする。すなわち、流動性が流動性を呼び、流動性は一つの取引施設に集中する傾向がある。

(3) 清算機関の役割と特徴

清算とは、取引の約定から決済までの間の全ての活動を意味する。清算の主な機能は、取引相手の信用リスク（カウンターパーティ・リスク）の管理である。清算機関（CCP：Central Counterparty）は、清算サービスを行う中立の第三者であり、当初の取引当事者の間に入り、取引の債務を引き受け、自ら取引の相手方となる⁸⁾。

清算機関による清算（以下、単に「清算」という）には大きなメリットがある。まず、多数の取引がネットティング（相殺）され、決済の件数と金額が減るため、大幅なコスト削減となり、バランス・シートを小さくできる。そして、清算機関が債務を負担するため、当初の取引相手の身元は関係なくなり、取引相手の信用リスクが減少できる。このように同一清算機関に多くの取引が集まるほどネットティングの機会が多くなるため、ネットワーク効果、規模の経済及び範囲の経済が働く。このような清算は、特にデリバティブ取引において重要となる（詳細は3章（2）・（3）参照）。

(4) 決済機関の役割と特徴

決済とは、取引された証券が売手から代金と引換えに買手に受渡しされることであり、取引の最終段階である。取引相手と同一の決済機関を用いる場合と比べ、取引相手と異なる決済機関を用いる場合は、二つの決済機関をまたがる「クロス決済」となるため、時間がかかり、費用が高く、かつ、不履

8) 例えば、AB間の取引が「AとCCP」及び「CCPとB」の二つの別個の取引に分離される。

行のリスクが高い。このような非効率を避けるために、取引相手と同一の決済機関を利用しようとするネットワーク効果が働く。

さらに、担保の有効活用の観点から、利用する決済機関を一か所に集約する方が効率的となるため、規模の経済と範囲の経済が働く。このため顧客は決済を一又は少数のプロバイダーに集約する傾向がある。

(5) 金融市場インフラの市場に競争を導入するための規制

金融市場インフラの市場は、上述のような特徴のため、集中が進み、参入障壁が高くなる。その結果、既存事業者は、シェアが高く、相当な市場支配力を有する⁹⁾。2001年にジョバンニーニ報告書は、清算や決済における競争の欠如による非効率、統合した欧州資本市場にとっての障害であり、投資家にとっての重要なコストであるとした¹⁰⁾。さらに、金融危機後の規制により、顧客にとってマージン及び資本の効率性のニーズは高まっている。このよう背景のもと、ネットワーク効果を克服して競争を導入する規制が導入されてきた。

まず、2004年制定(2007年施行)の金融商品市場指令(MiFID)により¹¹⁾、取引所集中義務が撤廃され、多角的取引施設(MTF)と呼ばれる電子取引所が参入し、既存の取引所との市場間競争が活発に行われ、取引コストの低下やイノベーションの導入が生じている。

しかし、顧客は取引と清算のトータルの費用を勘案してプロバイダーを選択するため、取引段階の新規参入者が競争するには、清算コストを下げるために、既存の競争者と同等の条件で清算機関での清算を利用できること、す

9) しかし、競争や参入が不可能なわけではない。例えば、清算において、小規模のライバルが流動性の大きなプロバイダーからのサポートを得る場合、隣接市場における強い地位を「てこ」とした参入の場合、製品・サービスの差別化(例:執行スピード、匿名性の高さ、高頻度取引(HFT)への対応)による場合である。

10) ジョバンニーニ・グループは、「EUの金融統合とユーロの金融市場の効率性」に関するテーマについて助言するための欧州委員会の諮問機関である。

11) Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments.

なわち清算機関への「非差別アクセス」(non-discriminatory access)が必要となる。同様に、清算段階の新規参入者が競争するには、清算コストを下げるため、既存の競争者と同等の条件で、取引施設の取引データを利用できること、すなわち取引施設への「非差別アクセス」が必要である。

2014年制定(2018年施行)の第二次金融商品市場指令(MiFID II)及び金融商品市場規則(MiFIR)では、非差別アクセスを認めることを要求する規制(以下「非差別アクセス規制」という)が導入され、取引施設が清算機関に対し非差別アクセスを認めること、及び、清算機関が取引施設に対し非差別アクセスを認めることを義務付けている¹²⁾。同様に、2014年制定の決済機関規制(CSDR)は、CCPと取引施設が、CSDに対し非差別アクセスを認めることを義務付けている¹³⁾。

2章 ドイツ取引所とロンドン証券取引所の合併計画に関する欧州委員会決定

(1) はじめに

欧州委員会は、ドイツ取引所グループ(Deutsche Börse AG)(以下「DB」という)とロンドン証券取引所グループ(London Stock Exchange Group)(以下「LSE」という)の合併計画をEU合併規則に基づき禁止した。欧州委員会は、特に、当事会社が清算業務を事実上独占することを重視し、「広義の債券の清算の市場」「決済等の取引後サービスの市場」及び「個別株デリバ

12) Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments, Regulation (EU) No 600/2014, of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) No 648/2012. MiFIR 35条と36条は、透明かつ非差別アクセスを原則として義務づけている。この規制に関する文献として、神山哲也「第二次金融商品市場指令(MiFID II)の概要とインパクト」野村資本市場クオーターリー2014Summer42頁、大橋善晃「第二次金融商品市場指令(MiFID II)の概要」証券レビュー54巻12号1頁。

13) Regulation on Central Securities Depositories. Regulation (EU) No 909/2014.

タイプの市場」の3つの市場において有効競争を著しく阻害することとなる、すなわち競争上の懸念があり、当事会社が提案した問題解消措置は不十分と判断した。

欧州委員会は、価格引上げという水平的な競争上の懸念と、競争者に対する市場閉鎖などの垂直的な競争上の懸念を検討した。後者は、川上部門の取引段階の競争者である Euronext と、川下部門の決済等の段階における競争者である Euroclear に対する市場閉鎖について検討した。注目されるのは、その際に、これらの競争上の懸念が、非差別アクセスや LCH の統治構造等により、有効に抑止できるかが検討されたことである。本章では、以下、本件の当事会社、3つの各市場における競争分析、問題解消措置をみたくて、競争上の懸念の主な防止策とその評価について検討する。

(2) 当事会社

各当事会社は、取引所だけでなく、清算機関や決済機関を傘下に持つ多角的な金融市場インフラを運営するグループであるが、そのビジネス・モデルには閉鎖的な垂直統合かオープンなものかの違いがある。

DB は、フランクフルト証券取引所やデリバティブ取引所であるユーレックス (Eurex) 等の取引所の他、清算機関の Eurex Clear と決済機関の Clearstream を有する。そして、「サイロ (silo)」と呼ばれる閉鎖的な垂直統合のビジネス・モデルを採り、取引・清算・決済等のサービスをセットでのみ販売している¹⁴⁾。

LSE は、ロンドン証券取引所やイタリア取引所等の取引所の他に、決済機関の LCH (LCH.Clearnet) と CC & G (Cassa di Compensazione e Garanzia) を有する。LCH は、ロンドンを拠点とする英 LCH (LCH. Clearnet Ltd) とパリを拠点とする仏 LCH (LCH. Clearnet SA) を傘下に持つ持株会社であり、LSE がその株式の過半数を有している。DB とは対照的に、LSE はオープンなビジネス・モデルを採っている。そのため LCH による清算を、グループ

14) ごく一部例外あり。

外の取引施設や決済機関での取引や決済と組み合わせて利用することができる¹⁵⁾。つまり LCH はグループ外の取引施設での取引の清算の引き受け、すなわち清算業務の外販も行っている。

(3) 広義の債券の清算市場の競争分析

欧州委員会は、債券とレポ取引¹⁶⁾を含む「広義の債券 (fixed income instruments) の清算の市場」に関して、3つの関連市場を画定し検討した¹⁷⁾ (報告書6及び7)。

欧州委員会は、特に競合する清算機関である DB の Eurex と LSE の LCH が結合することを重視した。そして、本件合併による清算に関する当事会社の事実上の独占¹⁸⁾及び支配的地位の強化により、市場における有効競争が著しく阻害されることとなると判断した (報告書6.3)。

例えば、債券の清算市場の競争分析の内容は以下の通りである。第一に、清算段階における事実上の独占が創出される。第二に、唯一の重要なライバルがなくなり、唯一の競争的制約が消滅する。なぜなら、DB は現時点で清算を外販していないが、少なくとも間接的に LSE と競合しており、最も直接的な代替先だからである。以上の二点から、当事会社は、ライバルに売り上げを奪われるリスク無しに、清算価格を一方的に引き上げる能力をもつこととなる。第三に、隣接市場における清算機関が顧客の支援を受けて新規参

15) しかしイタリアに関しては、取引所、清算機関、決済機関を有し、垂直統合をしている。これはLSEがイタリア取引所を買収した際に、同取引所がすでに垂直統合をしていたためである。

16) レポ取引 (Repurchase agreements) とは、資金を借りるために証券 (主に債券) を担保として用いる (又は証券を借りるために資金を担保として用いる) 金融取引である。証券は時価で売却された後、事前合意価格で買い戻され、証券の買手は特定又は同等の証券を返却する義務がある。

17) 「債券の清算市場」、「自動レポ取引システム (ATS) による取引 (以下「ATS 取引」) かつ清算機関による清算 (以下「CCP 清算」) の非三者間レポの市場」 (もしくは ATS 取引の非三者間レポの清算の市場) 及び「ATS 取引かつ CCP 清算の三者間レポの市場」の3つである。三者間レポと非三者間レポの違いは、担保管理に社外の第三者を利用するかしないかの違いである。

18) 3つの関連市場において、少なくとも清算に関しては、90-100%のシェアとなる。

入する見込みは、ありそうにない。

(4) 決済等の取引後サービスの市場の競争分析

欧州委員会は、決済等の取引後サービスに関して、「国際的な決済・カストディの市場」と「担保管理の市場」の二つの関連市場¹⁹⁾を画定し検討した(報告書8)。これらの市場にとって、前述(3)の広義の債券の清算市場は川上市場である。清算機関は、これらの市場で活動する決済機関等に対し、広義の債券の清算済み取引データ(trade feed)(以下「取引データ」という)の提供と、証拠金の要求を通じた担保の提供を行っている。

そのため、本件合併は、垂直合併における市場閉鎖の分析枠組みに基づき判断された。非水平合併ガイドライン²⁰⁾によれば、合併により市場閉鎖が生じる場合とは、「合併の結果、(現在の又は潜在的な)競争者の供給者又は市場へのアクセスが害され又は消滅することにより、競争者が競争する能力やインセンティブが害されること」であり、市場閉鎖された競争者が市場から退出を余儀なくされることまでは不要である。

懸念される市場閉鎖は、当事会社の清算機関(LCH)による、グループ内の決済機関(Clearstream)の主要な競争者である決済機関(Euroclear)に対する、取引データと担保についての投入物閉鎖である。

欧州委員会は、このような投入物閉鎖について、①それを行う能力、②それを行うインセンティブ、③市場における競争への影響、④非差別アクセス規制等により防止できるか、の4つの観点から分析を行った。その結果、川上市場における当事会社の独占的地位を前提として、市場における有効競争が著しく阻害されることとなると判断した。例えば、「決済・カストディ市場」の競争分析の主な内容は以下の通りである(背景として1章参照)。

19) この分野の関連市場として競争分析がされたのは、厳密には「国際的な決済機関(ICSD)とグローバル・カストディアンが提供する債券の国際的な決済・カストディのサービス市場」と「担保管理市場」の2つである。

20) Guidelines on the assessment of non-horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings [2008] OJ C 265/07.

第一に、二つの理由から当事会社には投入物閉鎖を行う能力がある。まず、清算機関からの取引データは、規模の経済とネットワーク効果のため波及効果が大きく重要な投入物である。さらに、清算機関は、特定の取引の決済場所の決定に重要な役割を果たしている。なぜなら、清算機関は全ての取引の取引相手となるため、清算機関と同じ決済機関を利用しなければ、内部決済よりも不利なクロス・システム決済となる。そのため、LCH は、自己の取引の決済を Clearstream で行うことにより、決済に Euroclear を利用する者にクロス・システム決済を余儀なくさせることができる。

第二に、当事会社は、このような投入物閉鎖を行うインセンティブを持つ。なぜなら、Euroclear のサービスの質とコストを悪化させ、(川上市場を事実上独占するため) 川上部門での収入を損なうことなく、川下部門の収入を増やすことができるからである。

第三に、このような投入物閉鎖は、この市場における競争に影響を及ぼし、有効競争を阻害することとなる。なぜなら、Euroclear は、Clearstream と同様に欧州で二つしかない国際的な決済機関 (ICSD) の一つであり、密接な競争者であるからである。

第四に、CSDR の非差別アクセス規制等の取り組みは、このような投入物閉鎖を防止できない。なぜなら、同規制は、清算機関に対し、決済機関から求められる取引データの提供、すなわちアクセス付与を義務付けているが、全ての決済機関と取引すること自体は義務付けていない。そのため、LCH は、Euroclear における自己の口座を閉じることで、Euroclear の顧客に「クロス・システム決済」を余儀なくさせることができる。

(5) 個別株デリバティブ市場の競争分析

ア) はじめに

デリバティブに関して競争上の懸念があるとされた関連市場は、「個別株デリバティブの取引かつ清算の市場」である (報告書9)²¹⁾。この市場にお

21) すなわち、個別株を原資産とし、上場されたデリバティブの取引かつ清算の市場である市場

いては、主に、DB が提供する垂直統合されたバンドル（Eurex での取引と Eurex Clear での清算）と、主な競争者である Euronext が提供するバンドル（Euronext での取引と LCH での清算）との競争が行われ、市場参加者は競合する取引・清算のバンドル間で選択をしている。（この市場の特徴については3章（2）参照）

欧州委員会は、本件合併は、価格引き上げという水平的な競争上の懸念に加え、LCH の清算に依存する Euronext に対する（少なくとも部分的な）市場閉鎖という垂直的な競争上の懸念があり、個別デリバティブ市場における有効競争を著しく阻害することとなると判断した。以下、二つの競争上の懸念に関する検討内容を見てゆく。

イ) 水平的な競争上の懸念

欧州委員会は、合併の水平効果について、①市場構造（合併後のシェア等）、②（合併後に）価格引き上げが可能か、③価格引き上げのインセンティブ、④価格引き上げを抑止する対抗力、⑤当事会社（Eurex）と Euronext との密接な競争関係、について検討した。以下のように判断したうえで、本件合併により、当事会社は自己（DB）と競争者の両方のバンドルの価格を支配する立場となるため、価格引上げが可能となり、市場における有効競争を著しく阻害することとなると結論付けた。

第一に、合併後の清算段階の当事会社のシェアは高い²²⁾。第二に、当事会社による価格引上げが可能になる。なぜなら、本件合併により当事会社は、自己（DB）のバンドルの清算と、LCH が Euronext に外販する清算の両方を支配できるようになるため、自己のバンドルと競合するバンドルの両方の

画定を厳密に行うと、原資産が国別（フランス、ベルギー、オランダ）個別株の市場（以下「国別市場」という）と、EEA 全体の個別株である市場の二つの市場画定の可能性があるが、結論には影響しないとして主に国別市場について検討された。

22) 合併後、当事会社はフランス個別株デリバティブについては、清算の80-90%近くの価格を支配することとなる。同様に、ベルギー個別株とオランダ個別株の場合は、60-70%の価格を支配することとなる。欧州における他の唯一の大手の清算機関である ICE Clear は清算の外販をしていない。

価格を同時に上げて、価格競争を減少又は消滅させることができる。第三に、当事会社には価格引き上げのインセンティブがある。なぜなら、合併後 DB に支配される LCH は、Euronext が頼ることができる唯一の清算機関であり、LCH が清算の外販価格を引き上げれば、DB のバンドルの価格引き上げも可能となるからである。第四に、価格引き上げを抑止する対抗力はない。まず、LCH 以外に清算の外販を行う清算機関は存在しないため、Euronext には価格引き上げを抑止する購買力はない。次に、後述（7）の理由により、FRAND 確約を含む LCH の統治構造は価格引き上げの抑止には不十分であり、顧客が価格引き上げを防ぐことはできない。さらに、仮に合併後に価格引き上げを LCH ができなくとも、DB（Eurex）はできる。なぜなら、価格引き上げにより顧客を失っても同一グループの LCH の利益が増えるからである。第五に、Euronext は当事会社（Eurex）と密接な競争関係にある。

ウ) 垂直的な競争上の懸念

欧州委員会は、清算段階の市場支配力を「てこ」とする、水平的な競争上の懸念に加え、垂直的な競争上の懸念を検討した。そして当事会社は、Euronext に対する市場閉鎖を行う能力及びインセンティブを有し、規制等は市場閉鎖を防ぐには不十分であると判断した。

まず、取引と清算のビジネスは、ネットワーク効果と規模の経済を特徴とするため、成功するには効率的な規模を確保することが必要になる。そのため、市場閉鎖は、マージン・スキーズのような価格を手段とする方法でも、アクセスの質を低下させるような価格以外の手段でも可能である。市場閉鎖戦略は、取引と清算の各段階での当事会社の価格支配力を強化し、かつ、参入障壁を高めるため、当事会社にとって大きな経済的利益となるため、これを行うインセンティブがある²³⁾。

23) 特に、取引段階の競争者を排除した後は、潜在的な参入者は、清算と取引の両方への参入が必要となる。さらに、LCH は当事者の完全子会社ではないため、(利益の一部を少数株主にも配分することが必要な) LCH から Eurex へ顧客を移動させるインセンティブをもつ。

当事会社は、市場閉鎖のような垂直的な競争上の懸念は無いとして、次の3つの根拠を主張した。すなわち、①LCHが非差別的なオープン・アクセス確約（後述（7）イ）をもつ統治構造を持ち、かつ、顧客には対抗的な購買力があること、②非差別アクセス規制が市場閉鎖を妨げること、及び、③オープンなビジネス・モデルを採るLCHの評判を損ない、大規模顧客からの報復が見込まれるため、市場閉鎖戦略をとるインセンティブはないこと、である。

しかし、欧州委員会は、いずれも競争上の懸念を防ぐ効果は不十分であると判断した。まず、①のFRAND確約を含むLCHの統治構造も②の非差別アクセス規制も、後述（7）の理由により、市場閉鎖戦略を防ぐことはできない。さらに、③過去の事例に照らして判断すると、Euroclearには購買力は無く、LCHとの個別の取り決めによりアクセスの質を確保して市場閉鎖戦略を十分に防ぐことは、できない。

（6）問題解消措置

当初、当事会社は、LCH傘下の仏LCHのEuronextへの売却を基本的内容とする問題解消措置を提案した。しかし、欧州委員会は、仏LCHの重要な取引相手である（取引プラットフォームである）MTSがLSEに属するため、仏LCHの分割後の存続可能性が懸念されることを理由に、当事会社の提案は不十分と判断し、MTSも分割することを示唆した。しかし、当事会社がこの点に関して最終的に提案したのは、仏LCHとMTSとの間の取引関係を3年間切断しないと確約であった。欧州委員会は、MTSも分割しなければ、存続可能性についての懸念は払拭されず、そもそも行動的措置についてはモニタリングが難しいとし、問題解消措置として不十分であると判断した。

（7）競争上の懸念の防止の検討

本件における競争上の懸念の前提は、LESがLCHの株式の過半数である58%を所有し、LCHを支配することである。そこで、本件全体を通じて、

当事会社は、本件における競争上の懸念が無いことの理由として、主に次の三点を主張した。第一に、LCHの統治構造の下では、LCHに対するLSEの影響力は限定的であり、LSEがLCHに市場閉鎖戦略を取らせることはできない。第二に、LCHは、FRAND確約からなるオープンなビジネス・モデルを採っているため、市場閉鎖戦略を行うことはできない。もし、行えばビジネス上の信頼を損ない顧客から報復を受ける恐れがあるため、行うインセンティブが無い。第三に、非差別アクセス規制により市場閉鎖戦略は妨げられる。

以下、LCHの統治構造におけるLSEの影響力、FRAND確約を含むLCHの統治構造、非差別アクセス規制の三つについて、その内容を確認し、競争上の懸念を防ぐ有効性についての欧州委員会の評価をみてゆく。

ア) LCHの統治構造とLCHに対するLSEの影響力

当事会社は、LSEによるLCHの株式取得の際に導入された、LCHの特別な統治構造のため、LCHに対するLSEの影響力は限定的であり、LSEが他の取引所やユーザーなどの利益を害してまで、LCHに市場閉鎖戦略を取らせることはできないと主張した。なぜなら、LCHの取締役17名中、LSEが直接選出するのはCEOとLSE代表3名の合計4名のみであり、議長と独立取締役5名の他、ユーザー等の代表枠が7名ある²⁴⁾。さらにリスク委員会及び商品諮問委員会においてもユーザー代表が参加している。

しかし、欧州委員会は、以下の理由から、LSEがLCHに対して少なくとも消極的な支配権を有すると判断した。第一に、LSEは、LCHの取締役のうちユーザー等の代表(合計7名)の候補者について承認権を持つため、取締役17名中11名の選出を直接・間接に支配している。そして、残り6名(議長と独立取締役5名)の選出には、LSEが議決権の過半数を有する株主総会の承認が必要である。第二に、LSEには特別な権利として、一定の事項に関する同意権と株主総会への提案権が与えられているため、LCHの予算、

24) ユーザー(大手銀行)代表4名、取引所代表2名(EuronextとNasdaq)、顧客代表1名。

重要な業務の変更及び重要な投資において影響力を持つ。特に株主総会への提案権は、すでに取締役会の決定がある案件でも可能である。(報告書5.3)

イ) LCH の FRAND 条件によるオープン・アクセス方針

LCH は、「基本経営原則 (core principal)」において、「公正、合理的かつ非差別な (Fair, Reasonable and Non-Discriminatory すなわち「FRAND」) 条件」に基づき、サービスを提供することを確約している。このようなオープンなアクセスを提供することの確約は、「オープン・アクセス方針」又は「FRAND 確約」と呼ばれる。

しかし、欧州委員会は、以下の理由から FRAND 確約自体では、本件で懸念される市場閉鎖戦略を防ぐことはできないと判断した。まず、FRAND 条件のポイントは、「非差別」かつ「合理的」価格水準であるが、二つの点で限界がある。第一に、「非差別」的に市場閉鎖をすることが可能である。なぜなら、Euronext 等への清算の外販料金にあわせてグループ内部の清算価格も同様に高く (清算と決済のバンドルについて、清算の価格を高く、取引の価格を低く) すればよいだけである。第二に、もともと価格の「合理性」や「公正」の判断は難しく、特に本件では、清算の外販は LSE が独占に近い状態であるため、外販価格の競争的な価格標準は存在しない。さらに、価格以外の「サービス」の質を下げた場合、FRAND 条件の遵守状況の判断はさらに難しい。そのため、FRAND 条件の確約自体は市場閉鎖を防ぐには不十分である。なお、力関係から判断して、顧客からの報復が見込まれるとの当事会社の主張は説得的ではない。

さらに、欧州委員会は、FRAND 条件は、上限価格を設定するものではなく、カテゴリーの異なる顧客間での差別的価格引上げを妨げない、と判断した。

ウ) 非差別アクセス規制

非差別アクセス規制は、清算機関に対し、取引所に非差別アクセスを認めることを義務付けている。しかし、欧州委員会は、同規制の下では、清算機

関は「アクセス拒否」、すなわち清算を引き受けないことはできないが、以下の理由から、本件で懸念される市場閉鎖を防止するには不十分であると判断した。

第一に、同規制が完全に実施されるのは、本件合併の完了予定後であり、現時点では（アクセス拒否できる一定の場合等の）詳細は未確定である。第二に、アクセス義務は、価格水準自体については規定していないため、当事会社は清算段階の価格について、外販価格も内部価格も同様に引き上げ、取引段階の価格を引き下げることができる。このような価格変更は、当事会社が提供する（取引と清算の）バンドルの価格には中立的であるが、ライバル（Euronext）の提供するバンドルの価格には不利に働く。そして、同規制の完全施行の前に、当事会社が部分的な市場閉鎖戦略を実施すれば、参入障壁が高まり、同規制の目的と効果が阻害されてしまう。

また、取引後サービス市場の競争分析（前述（4））でみたように、清算機関が自らの決済を行う場所（及び担保を預託すべき場所）を決めることができることを利用して、アクセス拒否と同様の効果をもたらすことを防ぐには、同規則は不十分である。

エ) 小括

欧州委員会は、LCH が市場閉鎖を行うことを防ぐ上で、LCH の FRAND 確約を含む統治構造には一定の効果はあるが、十分ではないと判断した。なぜなら、当事者は、（清算の引き受けや取引データの提供などの）アクセスや供給の拒絶による全面的な市場閉鎖はできなくても、統一的な価格引き上げや質の引き下げ等による部分的な市場閉鎖を行うことはできるからである。

これと同様の判断を、2012年に英国の当時の公正取引庁（OFT）が行っている。OFT は、LSE による LCH の支配権取得に関して、垂直統合により他の取引所を締め出す市場閉鎖が行われるとの垂直的な競争上の懸念を検討した²⁵⁾。そして、支配権取得の取引合意に規定された LCH のオープン・アク

セス方針を含む統治構造及び規制当局の監督により、市場閉鎖を行う能力が制限されるため、競争上の懸念はないと評価した。ただし注意すべき点は、OFTが、当事会社は取引拒絶等の全面的な締め出しはできないが、部分的な締め出し（一律の値上げなど）は可能であると認めていることである。あくまでも当時の状況下では、LCHの潜在的な取引相手である他の取引所は、LSEと競争関係にないため、市場閉鎖のインセンティブがないことを理由に、競争上の懸念はないと判断したのである。

しかし欧州委員会は、DB/LSE合併計画では、当事会社のインセンティブが変化することを重視した。すなわち、清算における独占に加え、LCHの取引相手（EuronextやEuroclear）がDB（EurexやClearstream）と競争関係にあるため、競争者に対する市場閉鎖戦略を行うインセンティブも生じることとなる。

さらに、欧州委員会は、競争を確保するための非差別アクセス規制について、本件のような競争上の懸念を防ぐには不十分であると判断した。その判断には、実際にClearstreamが、競争者であるEuroclearに対し取引拒絶や価格差別を行い市場支配力を濫用したClearstream事件²⁶⁾により、垂直的な競争上の懸念が現実ものと意識されていたことが影響したと考えられる。

25) Anticipated acquisition by London Stock Exchange Group plc of Control of LCH. Clearnet Group Limited, ME/5464-12, The OFT's decision on reference under section 33 (1) given on 14 Dec. 2012. 水平的な競争上の懸念については、当時、清算機関として、LCHは傘下に英LCHと仏LCHを、LSEGは傘下にCC&Gを有していたが、重複が少なく、競争への影響は少ないと判断された。

26) Clearstreamの傘下にあるドイツ国内の決済機関（CSD）は、ドイツ法の下で発行された株式のプライマリーな決済において市場支配的地位を濫用し、親会社と共に、自己の取引相手であり、かつ、兄弟会社の競争者である国際的な決済機関であるEuroclearに対し、一定の清算及び決済について取引拒絶及び価格差別を行った。Commission decision of 2 June 2004, Case COMP/38.096 - Clearstream (Clearing and Settlement), C (2004) 1958.

3章 ドイツ取引所と NYSE ユーロネクストの合併計画に関する欧州委員会決定

(1) はじめに

2011年にドイツ取引所（以下「DB」という）と NYSE ユーロネクスト（以下「NYX」という）は合併計画を発表した。米国司法省はこれを一定の条件付きで承認した²⁷⁾。2012年2月1日欧州委員会は、本件合併計画を合併規則に基づき禁止した²⁸⁾。その主な理由は、世界的に取引所で取引される欧州関連の金融デリバティブの分野において準独占をもたらすこととなり、当事会社が提案する問題解消措置は不十分だからである。さらに、この欧州委員会決定は、2015年の一般裁判所判決により肯定された²⁹⁾。

本件において注目されるのは、効率性に関する評価である。本件において当事会社は、合併により効率性が生じると主張したが、欧州委員会は、合併から生じる競争への悪影響を上回る効率性について立証されなかったと判断した。

以下、本章では、本件における競争上の懸念及び問題解消措置を確認したうえで、効率性に関する欧州委員会の判断を確認する。

(2) 当事会社と市場の特徴

本件の当事会社である DB と NYX は共に、証券取引所だけでなく、金融デリバティブ取引所を含む多くの金融市場インフラを傘下に持つ。金融デリ

27) 2011年12月22日付のリリースによれば、司法省は、DB が子会社を通じて所有する米国4位の株式取引所であるダイレクト・エッジ社の持ち分31.5%を売却することを条件に、本件合併を認めた。<https://www.justice.gov/opa/pr/justice-department-requires-deutsche-b-rse-divest-its-interest-direct-edge-order-merge-nyse>.

28) Case No COMP/M.6166 - Deutsche Börse/NYSE Euronext, Commission decision of 1 February 2012.

29) Case T-175/12, Deutsche Börse AG v Commission, judgment of 9 March 2015.

バティブ取引所としてDBはEurexを、NYXはLiffeを有する。EurexとLiffeは、金融デリバティブにおける世界の二大取引所である。

デリバティブは、その価値が、原資産（例：金利、株式関連、国債）から生じる金融契約であり、金融リスク管理や投資の手段として用いられる。本件において競争上の懸念が生じるとされた主な関連市場は、欧州関連の市場金融デリバティブの市場であり、具体的には、欧州の金利、個別株、株式指数をそれぞれ原資産とする市場デリバティブの3つの市場である。市場画定においては、特に市場デリバティブと店頭デリバティブが区別された³⁰⁾。

現物取引と異なり、デリバティブ取引では、契約期間が長期に及びうため、カウンターパーティー・リスクを管理するための清算が特に重要である。清算機関が徴収する証拠金（マージン）は、ポジション（未決済の約定）のリスクに基づき算出され、現金又は証券が担保として預託される。必要な担保は、同一商品の売りと買いの相殺である「ネットティング」や、類似商品の売りと買いを勘案したマージンの算定である「クロスマージング」により大きく削減できる³¹⁾。そのため、デリバティブの清算においては、特に、ネットワーク効果等が強く働く。デリバティブ商品は、当該デリバティブ商品を設計した取引所で取引され、当該取引所が取引と清算を統合したサービスを提供している。

（3）競争分析

欧州委員会は、以下のように、主に①合併後のシェア、②合併前の当事会社間の競争状況、③参入障壁などを検討したうえで、本件合併は、市場における有効競争を著しく阻害することとなると判断した。第一に、本件合併により、欧州関連の市場金融デリバティブの取引と清算の90%を占める、単一

30) 市場デリバティブは、取引条件が完全に標準化され、小規模で頻繁に取引され、清算機関での清算によりカウンターパーティー・リスクがほぼ無い。これに対し、店頭デリバティブは、はるかに大規模であり、取引頻度は低く、取引条件をカスタマイズできるが、清算機関を利用できない（現在では一部状況が変化している）。

31) それに伴い清算機関の会員が負担する破綻基金の拠出額も減少する。

の垂直統合を生み出すこととなる。第二に、両当事会社は、激しく競争し、最も密接な競争関係にある。第三に、高い参入障壁のため、有効な競争圧力となる十分な規模での参入は期待できない。ゆえに本件合併により、有効な競争圧力がなくなり、価格が上昇し、革新のインセンティブが小さくなり、技術、プロセス及び市場デザインにおける当事者間の競争が失われる。

欧州委員会は、参入障壁の分析において、ネットワーク効果等を重視して、次のように判断した。主な参入障壁は、取引における流動性と、清算におけるネットティングとクロスマージンである。すなわち、まず、ある商品について、ある取引所に取引が集中し流動性が高いほど、主要な取引コストであるスプレッド（売値と買値の差）が低下する。次に、当事会社は取引と清算の垂直統合モデルで運営しており³²⁾、現状では、ネットティングやクロスマージンは、同一の清算機関を利用する場合にのみ可能である。それゆえ、顧客は一つの清算機関で類似のデリバティブ商品の清算を行うことが有利であるため、類似のデリバティブ商品を別の取引所で取引しようとはしない。この他、株価指数デリバティブについては、当事会社が有する知的財産権が参入障壁となる。さらに、ネットワークとして機能する、取引所の顧客基盤の確立の必要性が参入障壁となる³³⁾。

当事会社は、本件合併が「担保削減」と「流動性の増大」による効率性の向上をもたらすため、競争上の懸念は打ち消されると主張した。しかし、欧州委員会は競争上の懸念を打ち消すのに十分な効率性は立証されなかったと判断した（詳細は後述（5））。

（4）問題解消措置

当事会社は問題解消措置として、①分割措置、②アクセス措置、③ライセ

32) Eurex は清算機関を運営しており厳密な意味で垂直統合をしている。Liffe は厳密な意味での垂直統合ではないが、Liffe が選ぶ第三者の清算機関との排他的な契約を通じて、清算サービスを提供している。

33) 取引所の顧客（すなわち会員）は、すでに、取引所との接続の設置に必要なサンクコストと継続コストを負担しているため、顧客基盤の確立は容易ではない。

ンス措置を提案した³⁴⁾。以下、それぞれの内容と、欧州委員会の評価をみてゆく。

第一に、分割措置として、重複する欧州の個別株デリバティブ事業の売却が提案された。これに関して欧州委員会は、分割資産は小規模のためスタンドアローンでの存続は困難であること、国内当局の承認が得られるか不確実であること、さらに、購入者候補の信ぴょう性は検証されていないことを理由として、問題解消措置として不十分であると評価した。

第二に、アクセス措置として、独立の第三者に対する当事会社の清算機関及びマージン・プールへのアクセスの提供が提案された。これに関して欧州委員会は、このアクセスが「新規」契約に限られ競合商品を対象としていないこと、かつ、複雑であり実施と監視が困難であることから、問題解消措置としての実行可能性と有効性について基本的な懸念があると評価した。

第三に、ライセンス措置として、Eurex が有する金利デリバティブ取引ソフトウェアのライセンスが提案された。これに関して欧州委員会は、そもそも当該ソフトウェアは参入障壁ではないため、この措置はほとんど意味がないと評価した。

以上のように欧州委員会は個別の措置について評価した上で、問題解消措置案は全体として、合併後に十分な競争圧力となるタイムリーな市場参入をもたらさそうになく³⁵⁾、本件における競争上の懸念を解消するには不十分であると結論付けた。

(5) 効率性の検討

ア) はじめに

たとえ独占や独占に近い状態となる合併であっても、効率性を理由に合併が認められる余地はある。EUの水平合併ガイドライン³⁶⁾によれば、当事会

34) さらに、非公式にデリバティブ取引と清算の価格について3年間の価格凍結を約束した。

35) 欧州委員会は、そもそも問題解消措置が競争上の懸念の全てには対応していないと判断している。

36) Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the

社は、①検証可能性 (verifiability)、②合併固有性、③消費者の利益、すなわち効率性が消費者に均霑されること、を立証しなければならない。

当事会社は、本件合併がもたらす「担保削減」と「流動性の増大」により効率性が向上するため、競争上の懸念は打ち消されると主張した。担保の削減とは、清算機関の統合によりクロスマージンの機会が増え、必要な担保が削減されることにより、消費者（顧客）の利益となることを意味する。流動性の増大とは、統合された現物取引所とデリバティブ取引所における流動性が増大し、取引コストであるスプレッドが低下し、消費者の利益となることを意味する。

この2つの効率性の主張のそれぞれに関して、欧州委員会は、①検証可能性、②合併固有性、③消費者の利益、の3つの観点から次のように判断した。

イ) 担保削減による効率性に関する判断

欧州委員会は、担保削減による効率性について次のように判断した。

第一に、検証可能性に問題がある。合併によりクロスマージンの機会が増えるため、何らかの効率性が顧客に生じそうであるが、それは当事会社が主張する名目上の担保削減額よりも遥かに小さい。なぜなら、(担保として預託した現金・証券については、ある程度の利息や配当を受け取ることができるため) 必要な担保の削減から生じる顧客の真の利益は、現金・証券を担保として預託することの機会費用だけである。さらに、担保削減による効率性は十分に数値化されていない³⁷⁾。

第二に、合併固有性が認められる範囲は小さい。なぜなら、主張される効率性の少なくとも一部は、より競争制限的でない手段である、清算機関間のマージン相互相殺協定により達成可能だからである。

第三に、合併から生じる消費者の利益は明確ではない。なぜなら、何らか

control of concentrations between undertakings [2004] OJ C 31/03.

37) なぜなら顧客が実際にクロスマージンでできる反対方向のポジションをどの程度有するかのデータを原告が提出していないため、計算できないからである。

の消費者利益はありうるが、合併後の競争圧力はなく、かつ、当事会社は価格差別ができ、消費者の利益の一部を補完的サービスの値上げにより回収可能であるため、消費者の利益の大きさは利用可能なデータからは判断できないからである。

ウ) 流動性の高まりによる効率性に関する判断

欧州委員会は、流動性の高まりによる効率性について次のように判断した。

第一に、合併による流動性の高まりによるスプレッド低下は、検証不可能である。当事者は、2002年のユーロネクスト誕生の際の取引所合併に関する過去のデータを根拠とするが、過去10年間には次のように大きな変化が生じたため、過去の事例と同様の効率性が生じるとは類推できない。すなわち、現物の株式市場について、取引量が増え、2004年制定、2007年施行の金融商品市場指令（MiFID）により、多角的取引施設（MTFs）が参入し市場間競争が激化し、取引費用や取引手数料が大幅に減少している。さらに、そもそも当該合併前からスプレッドの低下傾向があり、合併の影響を識別するのは困難である。さらに、デリバティブの流動性について、当事会社はスプレッドを直接算出しようとしておらず、現物取引と同様のコスト削減が生じる等の多くの仮定に基づいている。

第二に、合併固有性については、そもそも流動性が高まることを推論できないため、検討不要である。第三に、消費者の利益については不明である。なぜなら、合併後、このような効率性を顧客に均霑する競争圧力は、少なくとも現物取引所については存在するが、どの程度が均霑されるかは不明だからである。

エ) 欧州委員会の結論

効率性について、当事会社は次のように主張した。合併から生じる効率性は、実現の蓋然性があり、実質的であり、かつ、消費者に利益が十分な程度に均霑されるため、合併企業が消費者のために競争促進的に行動する能力と

インセンティブを高めることを理由に、本件合併から生じる反競争効果を打ち消し、競争的行動につながる。しかし、当事会社が主張する効率性のうち、検証可能なのは、担保の削減によるもののみである。そのうち合併固有なものはその一部であり、かつ消費者に均霑されそうなのは、さらにその一部である。それゆえ当事会社の主張を認めることはできない。そもそも、これまで流動性を高めてきたのは、取引所の統合よりむしろ競争であった。

4章 東京証券取引所と大阪証券取引所の合併に関する 公正取引委員会決定

(1) はじめに

東証・大証の合併は、日本における大型の取引所グループ間の合併であり、取引所だけでなく清算機関を含むものである。これは、DB/LSE 合併計画とよく似ている。なぜなら、これらの合併は、ネットワーク効果等があり参入障壁が高いという市場の特徴と垂直統合の側面のため、競争上の弊害が大きいは明らかである。すなわち、市場において、独占または独占に近い状態となるため、当事会社は、不適切な価格引上げ等を行う市場支配力を有する。さらに、当事会社はグループ内に独占的な清算機関を有するため、市場閉鎖により競争者を排除することができる。他方で合併による効率性も期待される。そのため、公取委及び欧州委員会の合併審査においては、①価格引上げを抑止する事由があるか、②競争者に対する市場閉鎖を抑止する事由があるか、③合併により反競争効果を上回る効率性が生じるか、が特に検討された。

以下では、この3点を中心に、DB/LSE 合併計画及びDB/NYX 合併計画に関する欧州委員会決定と、東証・大証の合併の主に問題解消措置に関する公取委決定とを比較検討する。

(2) 欧州委員会の考え方

本稿で取り上げた2つの合併計画に関する判断を通じて、欧州委員会による、①不適切な価格引上げの抑止、②競争者に対する市場閉鎖の抑止、③合併により生じる効率性、の判断は次のように要約することができる。(詳細は2章(7)及び3章(5))

ア) 価格引上げの抑止

欧州委員会は、DB/LSE 合併計画において、次のような事由について、価格引上げを十分に抑止できるとは認めなかった。(詳細は2章(7))

第一に、需要者からの競争圧力はない。なぜなら、本件の市場の状況から、不当な価格引上げを行っても、取引相手が代替できる競争事業者等がないため、需要者から価格引上げを抑止できるような競争圧力はない。

第二に、当事会社(LCH)のFRAND条件によるオープン・アクセス方針は、価格引上げを抑止しない。なぜなら、それを遵守しつつ非差別的な方法により価格を引き上げることが可能である。

第三に、当事会社(LCH)のガバナンス構造のためにユーザー等の利益を無視した価格引上げが抑止されるわけではない。LCHの取締役17名には、ユーザー等の代表7名と社外取締役5名が存在し、さらに、リスク委員会及び商品諮問委員会にもユーザー代表が参加している。そのため、ユーザー等の利益を無視した不適切な価格引き上げを抑止する効果もあるように思われる。しかし、当事会社は、このような統治構造について、後述イの効果は主張したが、価格引き上げを抑止する効果について、特に明確には主張をしておらず、そのためか、欧州委員会もこのような効果については踏み込んだ検討もしていない。

イ) 競争者に対する市場閉鎖の抑止

欧州委員会は、DB/LSE 合併計画において、次のような事由について、競

争者に対する市場閉鎖を抑止する効果は不十分とした。(詳細は2章(7))

第一に、LCHの取締役会の構成などの統治構造による抑止効果は不十分である。当事者は、LCHの特別な統治構造からLCHに対するLSEの支配は限定的であるため、ユーザー等の関係者の利益を犠牲にしてまで、LSEはLCHに閉鎖戦略をとらせることはできない、と主張する。しかし、LSEはLCHに対し少なくとも消極的に支配するため、このような当事者の主張は認められない。

第二に、非差別アクセスについて、当事会社(LCH)がそのような確約(オープン・アクセス方針)をし、かつ、それを義務付ける規制が導入されているが、これらが競争者に対する市場閉鎖を十分に防ぐことはできない。

ウ) 合併により生じる効率性

DB/NYX合併決定において、欧州委員会は、合併により生じる効率性について、①検証可能性、②合併固有性、③消費者の利益、の三つの要件を検討し、いずれも認めることに慎重な態度を示した。(詳細は3章(5))

(3) 東京証券取引所と大阪証券取引所の合併計画

公取委は、2012年に東京証券取引所グループと大阪証券取引所の合併計画を一定の問題解消措置を条件に認めた³⁸⁾。東京証券取引所グループは、傘下に、東京証券取引所、東京証券取引所自主規制法人、日本証券クリアリング機構等を子会社として有する持株会社である。

公取委は、特に両者が競合する、「新興市場における株式の上場関連業務」、「株式の売買関連業務」、「株価指数先物取引の売買関連業務³⁹⁾」、の3つの関連市場について検討を行った。公取委は、これらの市場において、当事会社の合算シェアが高く独占に近い状況となること等から、競争を実質的に制限

38) 件は、東京証券取引所グループが、大阪証券取引所の株式を取得し、その議決権の過半数を得ることを計画したものである。

39) ②の市場の地理的範囲は日本であり、③の地理的範囲は世界全体とされた。

するおそれがあるとしつつも、当事会社が申し出た問題解消措置により、競争を実質的に制限することとはならないと判断し、本件合併を認めた。しかし、当事者が主張する、合併により生じる効率性については考慮できないとした。

具体的な問題解消措置の内容は、①上場関連手数料の設定などに関する取締役会決議を外部の有識者からなる諮問委員会の承認にかからしめること、②グループ内の日本証券クリアリング機構が、統合後も競争者における取引の清算業務の引き受けを非差別的な条件で行うこと、③ NYSE Liffe への TOPIX 先物取引のライセンス条件の変更（取引時間の拡大）等である。

以下では、本件合併につき、その問題解消措置の①②、及び、合併から生じる効率性に関する公取委の判断の内容を確認し、(2) で確認した欧州委員会の考え方と比較検討する。

ア) 諮問委員会による不適切な価格引き上げの牽制

i) 事案及び問題解消措置と公取委の判断

公取委は、新興市場における株式の上場関連業務の市場では、当事会社の合算シェアは、(過去5年の上場件数で) 約95%で1位となり、さらに需要者からの競争圧力が働かず、効率性の向上は考慮できないとして、競争を実質的に制限することとなるおそれがあると判断した。すなわち、合併後に競争圧力が無くなり、当事会社による上場関連手数料の不適切な価格引き上げが懸念された。

この点に関し、当事会社は、上場関連手数料の設定、廃止、変更につき、外部の有識者からなる諮問委員会の承認のない限り、取締役会で決議できないとする問題解消措置を申し出た。公取委は、これに対し、①諮問委員会の構成員である証券会社の役職員は、新規上場させたいニーズを有しており、需要者（新規上場を望む企業）と利害が共通する傾向があり、当事会社による不適切な価格引き上げに対する牽制力として期待できること、及び、②取引所の公共的機能と③金融庁の監督（届出）により手数料の引き上げが一定

程度制約される可能性を踏まえて、有効な問題解消措置であると判断した。

ii) 欧州委員会決定との比較検討

合併後に独占に近い状況となるにも拘らず、不適切な価格引上げ等の市場支配力の行使を抑止する事由が認められるか。この判断について欧州委員会と公取委とを比べると、明らかに欧州委員会の方が厳しいといえよう。なぜなら、DB/LSE 合併計画では、LCH の統治構造において、ユーザー等の関係者の利益が少なくとも一定程度反映される仕組みはあったが、それを理由に価格引き上げが妨げられるか掘り下げた検討はしていない。当事会社自身、このような統治構造が、競争者に対する市場閉鎖を抑止すると明確に主張したが、価格引上げを抑止するとの明確な主張はしていない。

価格設定を諮問委員会の承認事項とする問題解消措置については、次の二つの問題が指摘されている。第一に、極めて異例であり、この措置の有効性については疑義がある⁴⁰⁾。たしかに、このような問題解消措置は、そもそも DB/LSE 合併計画でも DB/NXY 合併企画でも提案されていないが、もし提案されたとしても、欧州委員会がこれを有効な措置として受けれる可能性は低いであろう。第二に、上場関連業務が自然独占とならざるを得ず、競争的環境の下での料金決定ができない場合は、このような諮問委員会ではなく、金融庁による料金規制（現在は届出）の強化を求めるのが筋である⁴¹⁾。たしかに、取引所の公共的機能と金融庁の監督（届出）を所与としても、株式会社に組織変更した取引所には、利益の追求も求められる。そのため、市場支配力の行使である価格引き上げの抑止について、諮問委員会という当事会社による自主規制を中心とした抑止策に頼ることが十分な措置とはいえない。

40) 泉水・前掲注6。

41) 宮井・前掲注6。

イ) 競争者における株式売買の清算業務の非差別的な引受けの確約

i) 事案及び問題解消措置と公取委の判断

株式の売買関連業務に関する市場において、当事会社の合算シェアは、約95%で1位となる。公取委は、ネットワーク効果のため、流動性を主たる市場から移転させることが難しいことや、シェアの格差のため、大証が東証に対して強い競争圧力を有していたとは認められないとしつつも、東証の市場における支配的地位が維持・強化されることとなると判断した。

その際、公取委は、当事会社以外の競争者である私設取引システム (PTS) について次のように判断した。PTSの現在のシェアは5%と非常に小さいが、PTSの新規参入・成長を抑制している公開買付に係る「5%ルール」⁴²⁾の適用除外が金融庁により実現されれば、PTSのシェアが拡大し、当事会社に対する一定の牽制力となりうる。ただし、その前提条件として、株式取引の清算業務がPTS取引に対しても他の取引所における取引と同等の条件で提供されることが必要である。ただし現在、我が国における株式の現物取引に係る清算業務は、東京証券取引所グループの子会社である日本証券クリアリング機構が一手に行っている。

以上の状況を踏まえ、株式の売買関連業務に関して、当事会社は、日本証券クリアリング機構が、統合後も、競争者における株式売買の清算業務の引き受けを、実質的に差別的でなく、かつ、競争上不利にならない条件で行うことを内容とする問題解消措置を申し出た。

公取委は、これによりPTS事業者からの競争圧力が確保されることとなり、有効な問題解消措置であると判断した。

ii) 欧州委員会決定との比較検討

当事会社が清算業務を独占することとなる状況は、DB/LSE 合併計画と共

42) これは、市場外における株式の買い付けなどにより株券などの所有割合の5%を超える場合には公開買い付けによらなければならないとする規制である。当該規制により、株券など所有割合が5%を超える場合の株式の買い付けをPTSにおいて行うことができないため、PTS事業者の新規参入・成長を抑制していると考えられている。

通である。公取委も欧州委員会も、市場間の競争における清算の重要性を踏まえ、垂直統合する当事会社による競争者である取引施設に対する市場閉鎖を検討した。しかし当事会社が、非差別的条件で競争者（取引施設）の取引について清算業務を引き受けることについての評価は大きく異なる。欧州委員会は非常に厳しい対応をしている。

欧州委員会は、垂直的な競争上の懸念を重視し、LCHの統治構造、非差別アクセスについて当事会社（LCH）の方針及び規制があるにもかかわらず、これらは市場閉鎖の抑止には不十分と評価した。このような判断の背景には、次のような事情がある。そもそも問題解消措置としての行動的措置は一般的に監視が困難であるが、特にアクセスの価格ではなく「質」における差別は監視が難しい。

より重要なことは、日本と欧州における市場間競争の状況の違いであろう。欧州では、2007年の金融商品市場指令施行以降、多角的取引施設が参入して市場間競争が本格化し、市場閉鎖が現実の問題であるため、その競争には清算機関への非差別アクセスが重要であることが認識されている。従来、LCHは非差別アクセスのビジネス・モデルであったが、清算段階の独占に加え閉鎖的な垂直統合モデルのDBとの合併により、インセンティブが変化する。

これに対し、日本では、市場間競争は可能といえども5%ルールのため、本格的な段階ではなかったため、市場閉鎖が現実的な問題としては、欧州ほど深刻には考えられなかった可能性が高い。

ウ) 効率性

i) 事案及び問題解消措置と公取委の判断

本件において、当事会社は、本件統合による効率性の向上として、システム統一化に伴い年間70億円のコスト削減効果があると主張した。これに対し公取委は、次のように判断して、効率性の向上を考慮することはできないとした。まず、コスト削減の時期が未定であり、効率性について、①当該企業結合に固有の成果であるか（固有性）、②実現可能であるか（実現可能性）

及び③効率性の向上による成果が需要者に還元されるものであるか（需要者の厚生増大）のメカニズムについて説明不足である。さらに、本件が独占に近い状況となるため、たとえ効率性の向上が実現したとしても、当事会社による価格引下げなどの競争的な行動は期待できない。

ii) 欧州委員会決定との比較検討

このように公取委は、合併による効率性の向上の主張を安易に認めず、当事会社が立証責任を適切に果たすことを要求した。特に、独占となる合併の場合、競争圧力が無いため、たとえ効率性が向上してもその成果が需要者（消費者）の厚生増大につながるとは認めがたいとした。この点は、まさにDB/NYX 合併計画における欧州委員会の姿勢と共通する。

終章 むすびに代えて

本稿では、欧州と日本における大型の取引所グループ間の合併に関する、欧州委員会と公取委の判断を検討した。これらの合併は、取引所だけでなく清算機関を含むものである。このような合併は、ネットワーク効果等の市場の特徴から、参入障壁が高く競争上の弊害が大きいことは明らかである。すなわち、独占または独占に近い状態となるため、不適切な価格引き上げなどの市場支配力の行使という水平的な競争上の問題と、市場閉鎖という垂直的な競争上の問題が懸念される。そのため、①価格引き上げを十分に抑止する事由があるか、②市場閉鎖による競争者の排除を十分に抑止する事由があるか、③合併により反競争効果を上回る効率性が生じるか、が問題となる。

このような事例に対する欧州委員会と公取委の判断の枠組みは、これらの3点を検討とするという点で共通する。しかしながら、①と②の判断において、欧州委員会は、公取委よりも明らかに厳しい判断を行っている。すなわち、欧州委員会は、①非差別アクセスについての当事会社の方針や規制の存在、及び当事会社（LCH）の統治構造、を検討したが、これらでは競争上の

懸念が解消されないとした。これに対し公取委は、欧州委員会であれば十分とは認めないであろう問題解消措置を条件に合併を認めた。

このような違いを生じた主な理由として考えられることは、日本においては、市場間競争がまだ本格化しておらず、競争者排除の問題がまだ十分には顕在化していないことである。しかし、現在、5%ルール廃止によりPTSとの市場間競争が活発になると期待され、さらに総合取引所構想も議論されている。それゆえ清算の効率性及び非差別アクセスは、より重要となる。東証・大証合併後、清算業務の価格だけで「質」においても非差別アクセスが確保されるかどうか、注視していくことが必要である。