

ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案

吉川 真裕

二〇〇四年一月二三日、ロンドン証券取引所は一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇〇万ポンド）のドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表した。しかし、買収提案価格が低すぎるということを理由としており、引き続き条件交渉をおこなっていくことも明らかにされた。これを受けて、旧パリ取引所を核とし、オランダ、ベルギー、ポルトガルの取引所、そしてロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）を傘下におさめるユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案の意向が示され、一月から一月にかけて両当事者の間で買収条件の交渉がおこなわれた。その後、関係者の話としてさまざまな条件が伝えられたが、取引所からの正式な発表はなく、交渉の行方は混沌としていた。ところが、二〇〇五年一月二七日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の内容を公表したことで、事態は再び緊迫化している。

ロンドン証券取引所とドイツ取引所は、二〇〇〇年三月のユーロネクスト設立計画を受け、同年五月に対等合併の計画を公表したが、ロンドン証券取引所の株主（＝会員）の反対で同年九月に合併計画を撤回した。しかし、二〇〇一年一〇月のユーロネクストによるLIFFE買収、二〇〇二年二月のドイツ取引所によるクリアストリムの買収、同年七月のユーロクリアによるイギリス証券決済機関クレストの買収、二〇〇三年七月のクリアネットによるイギリス清算機関ロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）の買収を受けて、ロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストに買収されるのは時間の問題とも噂されてきていた。

本稿では、ロンドン証券取引所をめぐるこれまでの経緯を振り返った後、今回のドイツ取引所による買収提案の経過とその中身を紹介し、ロンドン証券取引所の買収がもつ意味について考察する。

1 ロンドン証券取引所をめぐる経緯

ロンドン証券取引所は一八世紀に誕生した最古の証券取引所の一つであり、イギリスが世界経済をリードした一九世紀には外国証券の取引においても世界の中心であった。しかし、第二次世界大戦後にはイギリス経済の後退や為替管理政策の影響等により、外国証券の取引は減少し、ローカル色を強めていた。ところが、一九八六年の証券市場改革（ビッグバン）に先駆けて導入された外国株式を対象としたSEAQインターナショナルによって、ヨーロッパ諸国の外国株取引が急増し、一時はロンドン証券取引所がEC（現在のEU）の目指す市場統合を株式市場において実現するかも見られた。しかし、一九九〇年代に入ってヨーロッパ諸国が証券市場改革を進め、各国の証券取引所も電子化に着手した結果、ロンドン証券取引所の一人勝ちという状況は変化した。

一九九九年一月から統一通貨ユーロがEU一カ国で導入されることが一九九八年五月に決定された直後の同年七月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を結び、将来の共通取引プラットフォームの開発とヨーロッパ統合優良株市場の開設を試みたが、この構想は両取引所の主導権争いから一九九九年秋に挫折した。⁽¹⁾しかし、二〇〇〇年三月にフランス、オランダ、ベルギーの取引所が統合取引所ユーロネクストの設立計画を発表したことを受け、同年五月にロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併することで合意した。ところが、ストックホルム取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループがこの計画に反対し、ロンドン証券取引所に敵対的買収を仕掛けたことからロンドン証券取引所の株主（＝会員業者）の反対でこの合併計画も同年九月に撤回

された。⁽²⁾

この合併計画撤回はロンドン証券取引所が決定したわけであり、OMグループによる敵対的買収提案と関わりがあるとしても、この決定は基本的にはロンドン証券取引所の株主構成の問題に起因していた。一九九三年に株式会社化したドイツ取引所では大手銀行の持ち株比率が高く、ドイツ銀行を中心とした大手銀行主導で意志決定がおこなわれている。ドイツ国内でも合併反対声明が出され、ザイフェルト最高経営責任者（CEO）の運営手法に疑問が呈されていた二〇〇〇年九月一日の監査役会でも二〇〇一年に任期の切れるザイフェルトCEOの二〇〇六年までの留任が決定されている。これに対して、二〇〇〇年三月に株式会社化したばかりのロンドン証券取引所は同年七月二四日にカザノブ社を通じて取引が開始されたばかりであり、株主構成は会員組織であった頃とまだ大きくは異なっていなかった。合併計画承認投票を過半数ではなく、七五%以上としたにもかかわらず、小口ブローカーが三分の一を占めたと言われており、この三分の一の株主を説得できなかったことに合併計画撤回の原因があったと考えられる。

この合併計画撤回を受けて、ロンドン証券取引所では合併計画を推進してきたケーシーCEOが辞任し、合併計画発表後に就任していたクルックシャンク会長（当時）は利用者の声を反映するためにエクステンジ・マーケット・グループとの定期会合をおこない、小口ブローカーの関心の高いベンチャー市場AIMを盛り立てるなど、独自路線を追求することになった。二〇〇一年二月には空席となっていたCEOに元LIFFE副会長のクララ・ファース女史が就任し、デリバティブ取引所を傘下におさめるドイツ取引所やユーロネクストに対抗してロンドン証券取引所もLIFFEの取込みをはかることは明らかであった。ところが、イギリスのデリバティブ市場では独占的な地位を確保していたLIFFEはロンドン証券取引所との提携や合併には興味を示さず、主力

商品がユーロ建て金利先物であることから明らかのように、ヨーロッパ諸国の市場への進出に関心を持っていて。二〇〇一年九月、度重なるロンドン証券取引所からの買収提案に対してL I F F Eは買収企業の募集を公表し、翌一〇月にはユーロネクストの傘下入りを決定した。⁽³⁾この結果、ヨーロッパの二大デリバティブ取引所であるユーレックスとL I F F Eはそれぞれドイツ取引所とユーロネクストの子会社となり、ロンドン証券取引所の独自路線の追及は難しくなった。

こうした流れに拍車をかけたのは、その後が生じた証券決済機関と清算機関の統合であった。ロンドン証券取引所はかつて従事していた証券決済業務を一九九七年に手放し、セントラル・カウンタートパーティ(C C P)を二〇〇二年まで導入していなかったので清算業務もおこなっておらず、C C P導入の際にもL I F F Eの清算業務をおこなってきたL C Hに清算業務を委託した。他方、ドイツ取引所と旧パリ取引所はデリバティブ取引所のみならず、証券決済機関と清算機関も傘下におさめており、しかもそれぞれがユーロ債の決済をおこなってきた国際証券決済機関(I C S D)であるクリアストリーム(旧セデル)とユーロクリア(ユーロネクストの子会社ではない)を取り込んでいた。その上、二〇〇二年二月のドイツ取引所によるクリアストリームの完全買収、同年七月のユーロクリアによるイギリス証券決済機関クレストの買収、二〇〇三年七月のユーロネクスト傘下の清算機関クリアネットによるイギリス清算機関L C Hの買収という事態が相次いで生じた。⁽⁴⁾ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併撤回以来、ヨーロッパの株式市場統合は取引所の統合ではなく、証券決済機関や清算機関の統合を通じて生じるという見方が強まったが、ロンドン証券取引所は証券決済機関にも清算機関にも関わりを持たない。そこで、上場株式時価総額や取引規模で上回るにもかかわらず、ロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストに買収されるのは時間の問題とも噂されてきたのである。

2 ドイツ取引所による買収提案の公表

二〇〇〇年九月にロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画が撤回された後、ヨーロッパの統合株式市場の主導権を争う三大取引所は相次いで株式上場を果した。まず、ドイツ取引所が二〇〇一年二月五日にスウェーデンのOMグループ、オーストラリア証券取引所、香港取引所、シンガポール取引所に続いてフランクフルト証券取引所に株式を上場し、約三〇%の新規株式売り出し（IPO）をおこなった。この結果、ドイツ取引所は九億八〇〇万ユーロの現金を手に入れ、時価総額ではロンドン証券取引所の約三倍、OMグループの約一・五倍の規模に達する世界最大の上場株式会社取引所が誕生した。次いで、二〇〇〇年九月にフランスのパリ取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所の持ち株会社としてオランダに誕生したユーロネクストがIPOをおこない、同年七月六日にユーロネクスト・パリ（旧パリ取引所）で取引を開始した。ユーロネクストは当初から株式上場の意向を明らかにしていたものの、ドイツ取引所に先を越され、IPO市場の動向を見守っていたが、ロンドン証券取引所が七月中の株式上場を明らかにした後、ロンドン証券取引所に先を越されまいとしてIPO・上場へと踏み切った。しかし、ドイツ取引所が予想レンジの上限でIPOを実現したのとは対照的にユーロネクストのIPOは予想レンジの下限となり、約三〇%の予定売り出し株数はかろうじて消化できたが、その後の株価の推移を見てもドイツ取引所のIPOとは明暗を分ける形になった。最後に、同年七月二〇日にロンドン証券取引所も自市場への株式上場を果したが、IPOを伴わないイントロダクションという形をとり、店頭市場での取引がすでにおこなわれていたこともあって上場初日に株価は八%値下がりした。⁽⁵⁾

こうしてヨーロッパの三大取引所が相次いで株式上場に踏み切った背景には、資金調達手段の多様化という面もあったが、一人一票あるいはそれに準じた会員制取引所のガバナンスを多数決制に転換し、経営陣により大き

な決定権をもたらすことにあったといっても過言ではない。二〇〇〇年九月の合併計画撤回はロンドン証券取引所が決定したわけであるが、この決定がロンドン証券取引所の株主構成の問題に起因していたことはすでに見た通りである。こうした点を意識して、ヨーロッパの三大取引所は相次いで株式市場に踏み切り、会員業者の影響力の希薄化を狙ったものと考えられる。

ドイツ取引所はIPOによって九億八〇〇〇万ユーロを手に入れ、クリアストリムの完全子会社化に一六億ユーロを費やし、ユーロネクストもLIFFEの買収に総額五億五五〇〇万ポンドを費やしており、買収による統合には資金調達能力が重要となっている。ロンドン証券取引所も二〇〇三年にOMグループからロンドン所在の北欧株デリバティブ取引所であるOMストックホルム取引所(現EDXロンドン)を買収しているが、ドイツ取引所やユーロネクストの買収金額とは比較にならない。こうした観点からもロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストにいずれは買収されることは時間の問題とも噂されてきていた。そして、それを裏付けるかのように株主資本利益率(PER)で計ればロンドン証券取引所の株価はドイツ取引所やユーロネクストの株価よりも割高であり続けた。

二〇〇四年八月一日にドイツ取引所が第2四半期の決算報告をした際、六月末現在で三億九〇〇〇万ユーロの現金保有が明らかになり、追加配当や株式買戻しを求める質問が相次いだのに対して、ドイツ取引所はビジネス・パートナーと交渉中であることを示唆した。そして、デリバティブ取引所ユーレックスと株価指数算出会社STOXXに共同出資しているスイス取引所の買収観測が強まったが、八月二〇日にスイス取引所の取締役会はドイツ取引所との買収交渉を拒否することを発表した。しかし、その後もドイツ取引所は追加配当や株式買戻しをおこなう気配を見せず、一一月九日に第3四半期の決算報告をした際、九月末現在で六億ユーロの現金を保有

していることが明らかになり、少なくとも数ヶ月間は財務の柔軟性を高めるため現金の積み増しを計ると発表し、ロンドン証券取引所に対する買収提案の噂は耐えなかった。

一二月一〇日金曜日にロンドン証券取引所の株価は5%上昇して四ポンド三〇シリングに達し、一〇月末から二五%の上昇を示したが、一三日月曜日早朝、ロンドン証券取引所はドイツ取引所からの一株五ポンド三〇ペンスの現金（総額一三億五〇〇万ポンド）による買収提案を拒否したと発表した。そして、取引所の将来性と買収に伴うシナジー効果から見て提案価格が過小評価であること、取引所の統合が成功する保証がないというアドバイスをアドバイザーから受けたことを買収提案の拒否理由として上げていた。しかし、株主と利用者の利益となり、成功見込みの高いものに買収提案を大幅に改善するためにドイツ取引所と交渉することで合意したとも付け加えていた。同日、ドイツ取引所も買収提案の事実を公表し、この買収が英独両取引所の事業戦略、使用通貨、規制枠組みといった現在の市場構造を変更するものではないこと、イギリスの電子取引の利用料を大幅に引き下げること、ロンドン証券取引所と清算機関、証券決済機関との現行契約を尊重することに言及していた。

ロンドン証券取引所の株価は買収価格の引き上げを見込んで一二月一七日に五ポンド五六ペンスまで上昇していたが、二〇日の月曜日にロンドン証券取引所とユーロネクストが交渉の事実を認めたことにより、五ポンド七九ペンスまで上昇した。その後、各取引所からの正式な発表はなく、ドイツ取引所がデリバティブを含めた取引統括本部をロンドンに置くこと、ロンドン証券取引所のファースCEOとホーウェル財務担当役員に買収後のドイツ取引所の役員ポストを提示していること、クリアストリームの売却は考えていないことなどが関係者の話という形で報じられ、雇用の減少や金融市場の縮小を心配してドイツ国内で反対論が生じていた。

二〇〇五年一月一五日、TCIFファンド・マネジメントという英系ヘッジファンドがドイツ取引所の株式の

五%を獲得し、買収提案に反対するため、臨時株主総会の開催を申し入れたことをドイツ取引所が発表した。しかし、ドイツの会社法では五%以上の株式を三カ月以上保有してはじめて臨時株主総会の招集を提案できるため、この提案が有効になるのは四月以降であることも明らかとなった。こうして株主の一部からもドイツ取引所の買収提案の中身がわからなければ賛否を決められないという圧力が高まった。また、買収価格の引き上げを検討するためにはロンドン証券取引所の内部情報の提供が欠かせないという要求に対して十分な情報が提供されないことにもドイツ取引所の不満が高まっていた。

ドイツ取引所のザイフェルトCEOは二〇〇〇年に生じた反独キャンペーンの経験からロンドン証券取引所の取締役会の支持がなければ株主に直接接触すること（敵対的買収）はないと言い続けてきたが、自らの株主の要求とロンドン証券取引所の対応の遅さに痺れを切らし、ドイツ取引所がロンドン証券取引所に提示している買収提案の中身を一月二七日に公開した。そして、買収交渉の内容を交渉の終了まで公表しないことをロンドン証券取引所が要請してきたことも同時に明らかにした。さらに、ドイツ取引所はフランクフルト、ロンドン、ニューヨーク等で説明会を開催し、ドイツ取引所の株主やロンドン証券取引所の株主、市場関係者との間で提案内容の改善も含めて議論することを発表している。

ドイツ取引所が明らかにした文書では買収提案価格は五ポンド三〇セント以上とされており、前回の提案価格を明確に越えておらず、この買収提案の拒否をロンドン証券取引所は再び発表した。ドイツ取引所とユーロネクストとの間で交渉を続けることも表明した。ドイツ取引所は買収交渉の期限を切るため、買収提案内容の公表当日にイギリスの公正取引庁（OFT）に買収交渉の申請をおこなったが、翌一月二八日にはユーロネクストも買収提案内容を公表しないままOFTにロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった。

3 ドイツ取引所による買収提案の本身

(1) 条件付き現金買い取り提案

この提案は一株五ポンド三〇ペンス以上の価格でロンドン証券取引所の株主から株式を現金で買い取る提案であるが、ロンドン証券取引所の取締役会が株主に対して無条件で売却を推奨するという条件付きの提案（ただし、ドイツ取引所はこの条件を放棄する権限を保持する）であり、株主に対する直接買い取り提案ではない。

(2) ワールド・クラスのコンビネーション

この買収によってヨーロッパで傑出した市場運営会社が誕生し、最初のグローバルな取引所組織が誕生することになる。買収実現後にはドイツ取引所は名称を変更し、フランクフルト証券取引所に加えてロンドン証券取引所にも上場する予定である。これによって、すでにドイツ取引所の株式の半分が英米系の企業に保有されている現状から株主層の国際化がさらに進展するものと期待される。他方、ロンドン証券取引所という国際的に評価の高いブランドはユーレックスやクリアストリームといったブランドとともに保持され、グループの中核となる。

(3) ロンドン市場

買収後もロンドン市場のオペレーションはこれまで通りであることが保証されるが、短期的には顧客のコスト削減、長期的にはシステム容量やプラットフォームの拡充という形で改善が目指される。取引業務においては、ロンドン証券取引所はイギリスの監督機関であるFSAの規制に服し、ベンチャー市場のAIMを含めて現状の市場モデルを維持、イギリス企業の取引通貨はこれまで通りポンド建て、イギリス企業と非ヨーロッパ企業の上

場が促進される。決済業務においては英証券決済機関であるクレストと長期的な契約を結ぶ方向を目指す一方、清算業務においてはLCHクリアネットとの契約を一年間は続け、十分にコストが削減されれば更新する。

(4) コスト削減

ロンドン証券取引所の電子取引の利用料を二〇〇六年一月から一〇%引き下げ、少なくとも五年間は変更せず、将来においても現在の水準を上回ることはない。

LCHクリアネットの現行清算料金の五〇%水準で新たな清算サービスをロンドン証券取引所の利用者に提供する。

イギリスとドイツの情報サービスを両方契約する顧客には一〇%の利用料金引き下げをおこなう。

(5) ガバナンス

ドイツ取引所は顧客にロンドン証券取引所の取締役の相当数を提供すると同時に、両取引所からも顧客からも独立した取締役をロンドン証券取引所の取締役に指名する。そして、ロンドン証券取引所の会長にはこの独立した取締役が就くものとする。

ロンドンの現物市場において顧客に影響するオペレーションの変更にはロンドン証券取引所の取締役会の発議とドイツ取引所の取締役会および監査役会の承認を必要とする。

ドイツ取引所の監査役会は一四人の株主代表と七人の従業員代表からなるが、買収が実現した場合には一四人の株主代表のうち七人をロンドン市場関係者とする。

現物取引、デリバティブ取引、清算業務のそれぞれを担当するドイツ取引所の取締役はロンドンに居住することとする。

買収後のグループはロンドンとフランクフルトの二つの取引所市場で活動することになるが、これまで通り前者はF S A、後者はドイツ取引所監督機構のもとで活動する。

(6) 買収によるシナジー効果

ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせは買収実施から三年後の二〇〇八年から少なくとも年間一億ユーロの税引き前利益をもたらすものと推定される。この一億ユーロのシナジー効果のうち二五〇〇万ユーロは売り上げ増加のシナジー効果から、七五〇〇万ユーロはコスト削減のシナジー効果から生じるものと見込まれる。なお、リストラクチャリング費用の総額は一億ユーロ未満と推定される。

また、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせは買収実施から最初の通期の決算年度においてリストラクチャリング費用を除いた一株当たり利益を増加させ、投資収益率は八%に達するものと推定される。そして、この八%はドイツ取引所の資本コストを上回る。

さらに、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせはドイツ取引所の累進的な配当政策の継続をもたらすとともに、ダブルAの格付けを維持しながら自社株買戻しを二〇〇六年末までに実施することを可能とする。

(7) フランクフルト市場

フランクフルト市場における上場業務、取引業務、監督業務はロンドン証券取引所の買収によって全く影響を

受けない。ドイツ取引所はこれまで通りドイツの株式会社であり、グローバル本部はフランクフルトに置く。

(8) 新事業

イギリスにおける株式デリバティブ取引の現物取引に対する比率はドイツの五分の一であり、ユーレックスはイギリスでの株式デリバティブ取引を振興する。

イギリスで成功したベンチャー市場AIMをモデルとしたベンチャー市場の開設をドイツでも検討する。

上場投資信託(ETF)、仕組み商品、ワラント、店頭デリバティブ等を取引する市場を整備する。

4 ロンドン証券取引所の買収が意味するもの

一九九九年の共通通貨ユーロの導入によってヨーロッパにおける金融市場の統合が加速しているが、短期金融市場や債券市場ほど株式市場の統合は進んでいない。各国の主要株式は引き続き各国の取引所での取引が活発であり、変化の兆しは見られない。株式市場の規模から見て、イギリス、ドイツ、フランスが他を引き離しており、これら三国の株式市場の統合がヨーロッパの株式市場統合の中心となることは明らかであるが、各国の既得権益も絡んで話し合ひでは市場統合は実現できなかった。その他の国は自国がヨーロッパの株式市場統合にイニシアティブを発揮できるとは考えておらず、三国間で何らかの決定がおこなわれればそのリーダーに従うといった構図が出来上がっている。

一九九〇年代前半まではECの市場統合に懐疑的であったイギリスはSEAQインターナショナルでの外国株取引を背景に話し合ひよりもマーケットが統合市場を決定するという力による統合を掲げており、これに対して

EC加盟各国での話し合いを推進してきたのはフランスであった。一時はフランスとドイツが提携し、イギリスに対抗する姿勢を見せたが、東ドイツ統合によって自信をつけたドイツがこの提携を撤回した。そして、ユーロ導入直前になってイギリスとドイツが提携し、フランスをはずして統合株式市場へのイニシアティブを強めた。結局、この試みもイギリスとドイツの主導権争いから失敗し、この間にフランスは周辺諸国を取り込んでイギリスやドイツへの対抗力を高めた。

この三国がまとまればそれに越したことはないが、三国のうち二国の提携ないし統合が実質的にヨーロッパの株式市場統合の中心になることをそれぞれが意識しているからこそ、この三国間の交渉は主導権をめぐって勝ち組の二国間の間でも紛糾する。現在のところ、かつてのドイツの寝返りをフランスは許せず、この二国間の提携は考えられない。また、歴史的にロンドンが国際金融市場として果してきた役割もフランクフルトやパリでは代替できそうにない。そこで、イギリスとドイツ、あるいはイギリスとフランスという組み合わせが焦点となる。

この場合にロンドン証券取引所がドイツ取引所やユーロネクストに買収を仕掛けるということは会社の規模から見て不可能であるから、ロンドン証券取引所は提携するか買収されるかという選択肢しか持たないことになる。しかし、ドイツ取引所もユーロネクストもロンドン証券取引所と交渉せざるを得ないのであるから提携や買収の決定権はロンドン証券取引所の側にあることになる。ロンドン証券取引所は経営上の問題を抱えているわけではなく、ヨーロッパの株式市場統合という目標を掲げなければ提携や買収をおこなわなければならない理由はない。したがって、今回のドイツ取引所の買収提案に対して、まず、ロンドン証券取引所が買収されることを選ぶのか、将来の巻き返しを期して独自路線を選ぶのかという決断があり、買収されることにした場合、ドイツ取引所とユーロネクストのどちらの相手を選ぶのかという決断がある。もちろん、これらの決断に順序があるわけではなく、

買収条件と独自路線を量りにかけることになるはずである。かつてロンドンの株式市場を支えてきたマーチャント・バンクはビッグバンの際に外国の同業者や国内の商業銀行の傘下に入ったが、自主性を全く喪失してしまつたわけではなく、他人のお金を使つてうまく立ち回っている事例が多い。ロンドン証券取引所もこうしたマーチャント・バンクの事例に倣うのか、世界で最も外国株取引の盛んな市場として、あるいはヨーロッパで最大のベンチャー株式市場AIMを要する取引所として独自戦略を立てるのか、判断の難しいところである。

他方、買収提案をおこなつたドイツ取引所はロンドン証券取引所を取り込まなければヨーロッパの株式市場統合においてイニシアティブを發揮できず、ほとんど選択肢を持たない。ヨーロッパの株式市場の中心をロンドンに置くことを約束しているように、たとえロンドン証券取引所の買収に成功したとしてもドイツの一人勝ちということにはならない。むしろ、買収という形で中心市場をロンドンに提供しながらも、アメリカやアジアと競い合うヨーロッパにおける統合株式市場の戦略決定こそドイツ取引所の求めるものである。押し強さで有名なスイス人のザイフェルトCEOは世界最大の上場証券取引所という力を背景にしてロンドン証券取引所に買収を仕掛けているように見えるが、買収成立後には逆にドイツの国内市場の縮小さえ生じるかもしれないことを覚悟で買収提案をしているのであり、この買収が成功すればヨーロッパ株式市場統合の最大の功労者となるかもしれない。ただし、ドイツ取引所にも弱点があり、今回の買収提案が失敗した場合には二〇〇六年に任期の切れるザイフェルトCEOが再びロンドン証券取引所に買収を仕掛ける機会はないかもしれない。ザイフェルトCEOの指導力を支えているのは彼自身の人望というよりも彼を支持するドイツ取引所のブロイヤー監査役会会長（ドイツ銀行監査役会会長）の力であり、今回の買収提案が失敗すれば反ブロイヤー、反ザイフェルト勢力の巻き返しがあるかもしれない。その意味では今回の買収提案はドイツ取引所にとつても諸刃の剣であろう。

さらに、ユーロネクストにとってロンドン証券取引所の買収が持つ意味も考えてみよう。ユーロネクストの買収提案はまだ公開されていないが、ドイツ取引所がロンドンを中心とした統合株式市場を提案しているのだから、ユーロネクストの提案が受け入れられるためにはそれ以上にロンドン証券取引所にとって魅力的でなければならぬはずである。ドイツ取引所のザイフェルトCEOとは対照的に、話し合いでLIFFEやLCHを取り込んできたユーロネクストのテオドルCEOは交渉上手として知られている。LIFFEを買収した際に形式的にはLIFFEを子会社化したわけであるが、実質的にはフランス、オランダ、ベルギーのデリバティブ市場をLIFFEに提供し、ドイツ取引所傘下のユーレックスに対抗するユーロネクストLIFFEグループを形成させた。今回もロンドン証券取引所を買収できたとしてもLIFFE買収の際と同様、ロンドン証券取引所かなりのイニシアティブを約束するものと予想される。より多く相手に与えることによって買収交渉をまとめたテオドルCEOにとってもロンドン証券取引所とドイツ取引所が提携すれば周辺国を取り込んだユーロネクストの存在意義は急減してしまう。ロンドン証券取引所の買収に成功しなくてもドイツ取引所による買収を阻止しなければならぬというのがユーロネクスト側の本音であろう。幸い、清算機関や証券決済機関を取引所と連結するドイツ取引所の垂直モデルに対する批判がロンドン市場関係者には多く、ユーロクリアとの提携を梃子に水平モデルによる株式市場統合を約束することでロンドン証券取引所の関心を引きことができるであろう。また、ドイツ取引所による買収の暁にはザイフェルトCEOが約束を反故にするかもしれないことを恐れるロンドン証券取引所にとって、テオドルCEOとの約束はより信頼できるものであろう。場合によってはユーロネクストのCEOのポストを提供することでロンドンがヨーロッパの株式市場の中心であり続けることを保証することになるかもしれない。テオドルCEOにとって譲れないものがあるとすれば、旧パリ取引所が開発し、ユー

ロネクスト各国に導入された取引システムNSCの存在であろう。同一取引システムで各国の取引所をネットワーク化することがユーロネクストのコンセプトであり、これによって各国の既得権益もある程度は保護される。そのことを保証として周辺国はこれまでユーロネクストに参加してきたのであるから、この仕組みを替えるわけにはいかない。ただし、論理的にはこの同一取引システムをロンドン証券取引所のSETSに置き換えることも可能であるが、そこまでテオドールCEOが踏み込むかどうかは予想できない。

ロンドン証券取引所がいかなる決断を下すかで、今後のヨーロッパの株式市場統合にとって極めて大きな変化が生じることになるかもしれない。歴史の分岐点というべきスリリングな瞬間をヨーロッパは迎えていると言えるだろう。

注

- (1) 詳しくは、拙稿「英独証券取引所による戦略的提携の意味するもの～EU統合後の証券取引所の行方～」本誌一五六五号（一九九八年二月）、拙稿「ロンドン証券取引所における取引制度変更～ヨーロッパ株式市場統合へ向けての第二歩～」本誌一五七二号（一九九九年七月）、拙稿「ユーロネクスト～三つどもえのヨーロッパ株式市場統合～」本誌一五八一号（二〇〇〇年四月）を参照。

- (2) この間の詳細については、拙稿「ユーロネクスト～三つどもえのヨーロッパ株式市場統合～」本誌一五八一号（二〇〇〇年四月）、拙稿「iX～英独取引所合併計画～」本誌一五八三号（二〇〇〇年六月）、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回～OMグループによるLSE買収提案～」本誌一五八七号（二〇〇〇年一〇月）、拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」『証券経済研究』三二号（二〇〇一年五月）を参照。

(3) 詳しくは、拙稿「L I F F Eの決断とユーロネクストによる買収合意」本誌一六〇〇号(二〇〇一年一〇月)、拙稿

「ヨーロッパ三大取引所の株式市場とヨーロッパ株式市場統合」『証券経済研究』三五号(二〇〇二年一月)を参照。

(4) 詳細は、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」本誌一六〇四号(二〇〇二年三月)、拙稿「ユーロ

クリアとクレストの合併」本誌一六一〇号(二〇〇二年九月)、拙稿「クリアネットとLCHの合併とユーロネクスト

のロンドン証券取引所包囲網」本誌一六一九号(二〇〇三年八月)、拙稿「ヨーロッパの株式決済市場統合」『証券

経済研究』四二号(二〇〇三年六月)を参照。

(5) 詳しくは、拙稿「ドイツ取引所の新たな戦略とIPOと情報提供拡充」本誌一五九二号(二〇〇一年三月)、拙稿

「仏蘭義合併取引所ユーロネクストのIPOとドイツ取引所のIPOとの明暗」本誌一五九七号(二〇〇一年八月)、

拙稿「ロンドン証券取引所の株式市場」本誌一五九八号(二〇〇一年九月)、拙稿「ヨーロッパ三大取引所の株式市場

とヨーロッパ株式市場統合」『証券経済研究』三五号(二〇〇二年一月)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)