

ロンドン証券取引所の買収問題

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。一月二〇日には旧パリ取引所を核とす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、両当事者間で買収条件の交渉がおこなわれた。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進展し、翌一月二八日にはユーロネクストが買収提案内容を公表しないまま公正取引庁（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い、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこなった。そして、二月九日にはユーロネクストも買収提案内容を公表したが、買収価格は明示されていないかった。

ところが、三月六日にドイツ取引所が主要株主の反対を理由にロンドン証券取引所に対する買収提案を取り下げたことで、買収観測は一気に後退した。さらに、三月二九日にはOFTからドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収審査結果が公表され、承認は留保された。ただし、OFTは問題の重要性に鑑み、この問題に対する調査を競争委員会（CC）に依頼し、CCによる七月の中間報告では現状での買収は認められないものの、クリアリング機関の問題が改善されれば買収が不可能なわけではないという判断が示された。

本稿では、ロンドン証券取引所の買収をめぐるここ一年の経過を振り返った後、OFTの報告書とCCの中間報告書の中身を紹介し、今後の事態の推移を展望する。

1 ロンドン証券取引所の買収をめぐる経過

二〇〇四年二月一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こ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クリアリング機関、セトルメント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、二月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、六ポンドまで上昇した。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ト最高経営責任者（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、買取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取提案の本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、買取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ロンドン証券取引所から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いたが、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取提案の本身を一月二七日に公開した。そして、買取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た。

ドイツ取引所が明らかにした文書では買取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、ロンドン証券取引所は再びこの買取提案の拒否を発表したが、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。翌一月二八日、ユーロネクストは買取提案内容を公表しないままイギリスの公正取引庁（OF T）にロンドン証券取引所に対する買取交渉の申請をおこなった。これを受けて、ドイツ取引所も一月三一日に買取交渉の申請をOF Tにおこない、OF Tは買取に伴う競争環境について市場関

係者に意見を求めた。そして、二月九日にユーロネクストもようやく買収提案内容を公表したが、買収提案価格が示されないという異例の形であった。

二〇〇〇年の合併計画発表後にはイギリスで反独キャンペーンが起こり、合併計画撤回後のロンドン証券取引所の会員総会では合併計画を推し進めた経営陣が批判され、ケイシーCEOが辞任するという事態にまで至った。これに対して、ドイツでは一部には反対の声もあったが、プロイアー監査役会会長が監査役会で支持を取り付け、合併計画立ち消え後に合併計画を推進したザイフェルトCEOの再任も混乱なくおこなわれた。ところが、今回の買収提案発表後には前回と異なる反応が両国で見られた。この間の経緯によつて、ドイツ取引所やユーロネクストを買収できない以上、ロンドン証券取引所が買収されるのは時間の問題であるという認識が広く行き渡つていたこと、両取引所が上場し、最終決定権を持つ株主の構成が当時とは変化していたことによるものと考えられる。イギリスでは金にものを言わせた買収であるとか、裏口からのユーロ導入であるといった批判は見られず、あくまでロンドン証券取引所の将来性を過小評価した買収提案価格の問題として取り上げられ、垂直モデルを追及するドイツ取引所とはビジネス・モデルが異なるという主張はあつても、ビジネス上の経営判断の問題として論じられていた。他方、ドイツでは国内の金融センター機能の低下や雇用の減少が心配され、ドイツ連邦銀行の役員やフランクフルト市長、国会議員の反対意見が報じられた。しかし、強気のザイフェルトCEOは前回と同様に反対意見に耳を傾けず、買収提案内容の説明会でも「私の唇を読め（真意を押し量れ）」といった表現で質問に十分には答えなかつた。前回の合併計画の時点ではドイツ取引所の株主はドイツの銀行（証券業務をおこなえるユニバーサル・バンク）、しかもプロイアー監査役会会長が率いるドイツ銀行をはじめとした大手銀行が中心であり、プロイアー監査役会会長が監査役会で反対を押さえ込んだという経緯が知られてい

る。ところが、二〇〇一年に上場し、新規株式売り出し（IPO）をおこなったドイツ取引所の株主は過半数を英米系の金融機関やファンドが占め、ドイツの企業ではあるが、すでに従来のドイツ流のガバナンスが通用しない形となっていた。もちろん、このことにザイフェルトCEOやブローイアー監査役会会長が気づいていなかったはずはない。しかし、それでもヨーロッパ株式市場統合という「錦の御旗」を掲げれば、分断された株式市場よりも統合された株式市場を望む利用者は支持してくれるものと考えていた模様である。

二〇〇四年の夏からドイツ取引所による買収提案を予想していくつかのヘッジファンドがドイツ取引所の株式を買い集めた。その代表は筆頭株主となり、一月一五日に臨時株主総会の開催を要求した英系ヘッジファンドのTCIファンド・マネジメントであり、その後、これに同調した米系ヘッジファンドのアティカス・キャピタル（Atticus Capital）である。ロンドン証券取引所の株価はドイツ取引所に続いてユーロネクストが買収提案の意向を示した一二月二〇日に天井をつけているが、ドイツ取引所の株価は年明け以降に上昇を続けた。これについては、ドイツ取引所による買収が成功すればドイツ取引所の株は長期的に値上がりを見込めるし、ドイツ取引所による買収が失敗すればドイツ取引所の手持ち資金の還元で短期的に利益を得られるという判断があったと報じられている。

二月二〇日にはTCIやアティカスといったヘッジファンドにフィデリティやキャピタル、ハリス・アソシエイトといった米系機関投資家も賛同し、ドイツ取引所の三五%の株主がロンドン証券取引所の買収提案に反対しているという報道が流れた。これに対して、ドイツ取引所は二月二一日の四半期業績開示の際に配当の引き上げを発表したが、ロンドン証券取引所の買収提案を再検討するという兆しは全く見られなかった。そして、二月二七日にはドイツ取引所の監査役会会長にヤコブ・ロスチャイルド卿、CEOにスイス取引所のレト・フランチオ

一二会長（元ドイツ取引所次席経営責任者）を臨時株主総会で指名する動きが水面下で進んでいると報じられた。ここに至ってようやくドイツ取引所のロンドン証券取引所買収反対派株主に対する説得工作の動きが現れたが、米系機関投資家であるステート・ストリートはブローカー監査役会会長とザイフェルトCEOの交代に反対の意向を表明したものの、TCIやフィデリティはザイフェルトCEOとの面会を拒否し、説得工作は失敗した。米系投資銀行のメリルリンチもロンドン証券取引所の買収に反対しており、イタリアの保険大手ジェネラーリも反対を表明し、三月六日にドイツ取引所はロンドン証券取引所に対する買収提案の撤回を発表した。

一月二八日にユーロネクストは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を申請し、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこない、OFTは買収に伴う競争環境について二月一四日までという期限付きで関係者にコメントを求めた。EU加盟国では二五億ユーロ以上の企業買収については欧州委員会が審査をおこなうことになっているが、それ未満の規模の企業買収については欧州委員会に審査を付託するかどうかは加盟各国の担当部門の判断に委ねられている。ロンドン証券取引所の独立性をできるだけ長く維持したいと望む者はOFTがこの案件を欧州委員会に付託することにより、「ユーロクラット」と揶揄される欧州委員会の官僚機構が数年をかけて審議することを期待していた一方、この問題はイギリス一国の問題ではなく、ヨーロッパ株式市場統合の問題とも絡むので、欧州委員会が審議するのがふさわしいという意見も多く報道されていた。しかし、二月一六日にOFTはこの問題を欧州委員会には付託せず、三月三一日までに自ら判断を下すことを決定した。⁽¹⁾

ところが、三月六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撤回を発表したことで、実質的には今回のロンドン証券取引所の買収問題は決着することになった。ユーロネクストはまだロンドン証券取引所

に対する買収提案を取り下げてはいないが、T C I等のヘッジファンドはユーロネクストの株主でもあり、ユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収を了承するとは考えられないからである。ヘッジファンドがユーロネクストに対しては声を上げず、ドイツ取引所に対して声高に反対してきたのは、ドイツの会社法では企業買収の承認を株主に求めることが義務づけられてはいないが、オランダの会社法に服するユーロネクストはイギリスと同様に企業買収の承認を株主から受ける必要があるからであった。たとえロンドン証券取引所の経営陣とユーロネクストの経営陣の間で合意ができてユーロネクストの株主の承認が得られなければ、この買収は成立しえない。かくして、今回のロンドン証券取引所の買収問題はドイツ取引所の買収提案撤回で実質的には決着したものと見られていたが、三月一四日になってドイツ取引所はユーロネクスト等がロンドン証券取引所に対して買収を正式に提案した場合には再度買収提案をおこなう用意があるとして、イギリスのO F Tとドイツの連邦カルテル庁 (Bundeskartellamt) に対して審査の継続を要請した。おそらく、この要請は今回の買収については役立つことはないだろうが、将来の買収提案に役立てようという狙いがドイツ取引所にあったものと考えられる。

三月二九日にO F Tはドイツ取引所とユーロネクストのロンドン証券取引所に対する買収提案に関する審査結果を発表し、いずれについてもイギリス市場の競争を大幅に弱める危険性があるとして現段階では承認せず、より詳細な調査をおこなう競争委員会 (C C) に調査を委託した。⁽²⁾ 今回のロンドン証券取引所買収劇は実質的にはすでに決着したものと見られていたが、O F Tのこの決定は将来の買収をも否定する可能性を残し、ヨーロッパの株式市場統合の道筋を決しかねない重要性をもつことになるかもしれない。したがって、O F Tから調査を依頼されたC Cの判断にその後は注目が集まることになった。

三月三〇日にC CはO F Tの要請を受けて今回のロンドン証券取引所の買収問題に関するコメントを四月二〇

日を期限として募集し、五月五日には論点整理を公表して、再び五月二〇日を期限としてコメントを募集した。七月半ばを予定されていたCCの中間報告は委員長長の病気に伴う交代もあって七月二十九日までずれ込み、OFTと同じく現状では競争を阻害する恐れがあるという暫定的結論を公表し、暫定的結論については八月一九日、救済策については八月一八日を期限として再びコメントを求めた。⁽³⁾その後、八月一五日にはオーストラリアのマカリー銀行グループがロンドン証券取引所の買収を選択肢の一つとして検討していることが発表されたが、八月一八日にCCは当初の最終報告期限である九月一二日を、問題の複雑さに鑑み、規則にしたがって十一月七日に変更することを決定し、救済策については九月七日、暫定的結論については一〇月七日を期限としてコメントを求めた。⁽⁴⁾そして、競争を阻害する可能性を減らし、買収を可能とするための救済策の一案として、新たなクリアリング機関が参入し、クリアリング業務の相互移管 (Interoperability) を高めるというアイデアを九月一日にCCは発表し、九月八日の期限付きで関係者にコメントを求めた。⁽⁵⁾しかし、このアイデアに対しては新たなクリアリング機関が十分な利益を上げられる可能性が極めて低く、クリアリング業務の相互移管を実現するためのインフラ整備費用は利用者の負担となる可能性が高いことから、積極的に賛成する者は見られない。⁽⁶⁾

なお、ロンドン証券取引所に対する買収提案を撤回したドイツ取引所では、五月二五日の年次株主総会を前にして、ブローカー監査役会会長を含めた監査役会メンバーの交代を求める動きが止まらず、ついに五月九日にはザイフェルトCEOが辞任し、ブローカー監査役会会長も後任のCEOを見つけ次第、年内に辞任することが発表された。そして、七月一二日には後任の監査役会会長にヒポ・リアル・エステートのクルト・フィアメッツ会長の就任が内定し、九月一二日には後任のCEOにスイス取引所のレト・フランチョーニ会長の就任が内定している (CEOの正式決定は一〇月一〇日の予定)。

2 OFTの報告書

三月二十九日にOFTはドイツ取引所とユーロネクストのロンドン証券取引所に対する買収提案に関する審査結果を発表し、いずれについてもイギリス市場の競争を大幅に弱める危険性があるとして現段階では承認せず、より詳細な調査をおこなう競争委員会に調査を委託した。今回のロンドン証券取引所買収劇は三月六日のドイツ取引所の買収提案撤回で実質的にはすでに決着したものと見られていたが、OFTのこの決定は将来の買収をも否定する可能性を残し、ヨーロッパの株式市場統合の道筋を決しかねない重要性をもつことになるかもしれない。そこで、OFTの決定の根拠となった報告書の中身をここで紹介する。⁽⁷⁾

まず、ドイツ取引所の買収提案とユーロネクストの買収提案に関するOFTの報告書は別々に作成されているが、中身の大半は全く同じであり、クリアリング機関とセトルメント機関を傘下にもつドイツ取引所に対しては、この垂直モデルがロンドン証券取引所を買収した場合には競争を阻害する危険性があることを追加している点に違いが見られた。OFTの報告書ではクリアリング機関とセトルメント機関をめぐる問題はユーロネクストに対しては問題とされていないので、以下では両者に共通する問題点とされているイギリス株取引に論点を絞る。

ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収はイギリスの株式市場における競争を阻害する恐れがあるという判断を下すにあたってOFTが重視したのは、二〇〇〇年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併計画が撤回された後に生じた二つの事例であり、この二つの事例から推測される将来の事態から競争の阻害が生じる恐れがあるという結論を導いている。OFTが取り上げた事例の一つはロンドン証券取引所が二〇〇二年の株式会社化後に国内上場企業に対する上場年賦金を引き上げたことであり、もう一つは二〇〇四年にロンドン証券取引所がオランダ株を取引するユーロSEETS（あるいはDTS）という仕組みを導入したこ

とである。前者の上場年賦金の引き上げは実質的には他に証券取引所の存在しないイギリスでは独占企業による独占価格の設定とみなされ、OFTの調査が開始された後、二〇〇四年にロンドン証券取引所が自主的に上場年賦金を引き上げ前の水準に戻したことによって決着しているが、競争相手の欠如が独占価格設定につながりかねない事態としてOFTには強く意識されている。他方、後者のオランダ株取引の仕組みは、ユーロネクスト誕生後にフロア取引を廃止し、旧バリ取引所の電子取引システムへと移行したにもかかわらず、取引手数料の引き下げという形では十分な見返りが与えられていないというオランダの大口利用者の要望に答え、ロンドン証券取引所がイギリス株取引に用いている電子取引システムSEETSをオランダ株取引にも拡張し、取引手数料をユーロネクストの半分に設定するというものであった。ユーロSEETSは二〇〇四年五月二四日に取引を開始したが、ユーロネクストが対抗上、大幅に取引手数料を引き下げたため、結果的にロンドン証券取引所でのオランダ株取引はさほど増えなかったものの、利用者は大幅な料金引き下げを享受することができた。なお、ロンドン証券取引所がオランダ株取引の取り込みをはかったことに対して、ユーロネクストはイギリス株取引の仕組みの導入を示唆していたが、今回の買収交渉が開始されたことにより、見送ることが決定されている。

OFTはこの二つの事例を重視し、ドイツ取引所やユーロネクストがロンドン証券取引所を買収することになれば、ヨーロッパ三大取引所間でおこなわれている競争圧力が低下し、料金引き下げのインセンティブが失われ、逆に料金引き上げのインセンティブが働きかねないことを最大の理由として、ロンドン証券取引所に対するドイツ取引所とユーロネクストによる買収提案の承認を留保した。OFTの報告書ではロンドン証券取引所の買収によってヨーロッパ株式市場統合が進むことによる利用者の利便性の向上は全く考慮されておらず、イギリス株取引のみに焦点を絞っていることが問題であると言えよう。

3 C Cの中間報告書

ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は現状ではイギリス株取引において大幅な競争の低下をもたらす危険性があるというC Cの暫定的結論は七月二十九日に公表されたが、その根拠となった中間報告書は八月三日に公表された。⁽⁸⁾ O F Tの報告書は二カ月間で作成され、ドイツ取引所による買収とユーロネクストによる買収を別々に取り上げていたが、C Cの中間報告書はドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収を一括して取り上げており、四カ月かけて作成された本文だけで一二〇ページに及ぶ大部の報告書であった。

まず、この中間報告書の特徴として上げられるのは、O F Tの判断を否定することなく、なおかつロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクストの反論をも取り入れ、救済策によって買収実現の可能性も残そうとする玉虫色の内容ということが言えよう。中間報告書冒頭の要約を読む限り、なぜドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収がイギリス株取引において大幅な競争の低下をもたらす危険性があると判断されたのかはわかりづらい。というのも、ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収はイギリス株の注文板取引市場 (on-book equity trading services) において大幅な競争の低下をもたらさない、イギリス株取引のクリアリング・サービスにおいても大幅な競争の低下をもたらさない、イギリス株取引のセトルメント・サービスにおいても大幅な競争の低下をもたらさないと述べる一方、クリアリング・サービスにおいては代替可能なアクセスを獲得可能であると述べながら、ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は新規参入者に対するクリアリング・サービスを制限することでイギリス株の注文板取引市場において大幅な競争の低下をもたらす危険性があるとして、ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収

の承認を留保しているからである。おそらく権威付けのために大部の報告書を作成する必要があり、各論点ごとに分けて論じるという構成になっている関係上、個別に見れば問題がないにもかかわらず、クリアリング・サービスを新規参入者に対して制限するという方法を通じて、注文板取引市場における競争を排除する危険性が残るという論拠によって、ドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は留保されている。

この判断理由をOFTの報告書の判断理由と比べれば明らかに論点は違っており、OFTはクリアリングやセトルメントの問題もあるものの、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクストというヨーロッパの三大証券取引所の合併自体が競争の低下をもたらすと判断していた。これに対して、CCの中間報告書は三大証券取引所の合併による注文板取引市場における競争の低下はクリアリング・サービスの問題がなければ存在しないと判断しており、このハードルをクリアすればロンドン証券取引所の買収は可能であると説明しているのである。ここで問題をさらに複雑にしているのは、新規参入者にクリアリング・サービスを提供しない、あるいは不利な条件でしか提供しないという行動ができるのは独占企業の行動であり、こうした行動が可能であるとすればクリアリング・サービス市場は独占状態にあることになり、買収によってクリアリング・サービスにおいて大幅な競争の低下をもたらさないと判断と矛盾する。潜在的な競争相手がいて取引所の買収によってクリアリング・サービスに競争の低下がないとすれば、クリアリング・サービスを通じて注文板取引市場への新規参入を制限することがどうして可能なのであろうか。むしろ、買収によってクリアリング・サービスにおいて大幅な競争の低下をもたらすと判断する方が整合的であろう。こうした判断がどうして生まれたのかはよくわからないが、クリアリング・サービスを通じた競争の制限という問題を解決すればロンドン証券取引所の買収は可能であるという判断をCCの中間報告書が示したことは今後の展開に影響するものと考えられる。

4 ロンドン証券取引所買収問題の行方

CCによる暫定的結論はOFTの判断と同じ結論であるが、結論を導く理由付けが異なり、ドイツ取引所またはユーロネクストの対応いかんではロンドン証券取引所の買収を認める道も残されており、OFTの判断に対する批判を考慮したものと考えられる。OFTの判断では付帯条件もなく、ヨーロッパにおける三大取引所の合併は認められないというものであった。これに対して、CCの暫定的結論はクリアリング・サービスの平等な競争条件を確保すれば、ドイツ取引所またはユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は競争を大幅に低下させるものではないという判断であり、買収実現の道が残されていることになる。CCとしてはOFTの頭ごなしの買収提案棄却は反対が多いと見て、厳しい条件をつけて買収提案者が自主的にあきらめてくれることを期待したものと思われるが、買収提案者がこの条件をクリアした場合には反対できなくなるという点も見逃してはならないだろう。

CCの暫定的結論を受けて、ユーロネクストのテオドールCEOはLCHクリアネットの株式売却の可能性を示唆しており、ロンドン証券取引所の買収問題はCCの最終報告を待つて再び活発化する可能性を残している。ドイツ取引所もCEOが不在のままでは重大な決断はできそうにないが、一〇月一〇日には新CEOの決定が予定されており、新CEOのもとで一二月七日までに出るCCの最終報告に対してどういう対応をとるかが注目される場所である。ただし、ロンドン証券取引所の買収提案は株主の反対でいったん撤回している以上、新CEOのもとですぐに再提案されることは考えにくく、時間をかけて戦略を練り直すという作業が必要であろう。

ユーロネクストは株主の反乱というドイツ取引所経営陣の指導力の低下をいかして、より積極的にロンドン証券取引所の買収を進めようとしているが、ロンドン証券取引所の経営陣が満足する一株六ポンドという現金によ

る買収をユーロネクストの株主が認める見通しは立たないはずである。ドイツ取引所の買収提案に強硬に反対した勢力はユーロネクストの株主でもあり、おいそれと賛成するとは考えられない。ドイツ取引所が動けない以上、現金による買収ではなく、株式交換による買収という方法もありえるが、その場合にはユーロネクストにおけるロンドン証券取引所の影響力が強まり、庇を貸して母屋を取られることにもなりかねない。ユーロネクストにとってもロンドン証券取引所の買収問題は早急に実現することは困難であろう。

他方、ロンドン証券取引所はスウェーデンのOMX（かつて敵対的買収を仕掛けたOMグループ）との交渉を進めているという観測記事も見られ、ドイツ取引所やユーロネクストに買収され、主導権を握られるのを避けるために、先手を打って自ら進んで有利な条件で合併や統合をおこなう可能性も残されている。また、ドイツ取引所やユーロネクストに買収される場合でも、ビッグバン以降に多くのイギリスの金融機関がやったように、子会社となりながらもうまく立ち回り、名を捨てて実を取るという選択肢もありえよう。

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、取引システムの共通化が実現した場合、ヨーロッパの株式市場統合は前進するとしても、OFTが指摘するように、取引システムの開発を含めた市場間の競争圧力は低下する可能性を排除できない。アメリカが進むNYSEグループとナスダックへの株式市場の二極化がヨーロッパではドイツ取引所とユーロネクストの間で再現されるということにもなりかねない⁹。あるいはCEOの交代でドイツ取引所とユーロネクストの提携の可能性も生まれてきており、その場合にはロンドン証券取引所が蚊帳の外ということもありえないわけではない。市場統合と市場間競争のバランスは微妙であり、アメリカで見られる二極化傾向が好ましくないとすれば、歴史的経緯からでき上がった現在のヨーロッパの三極化構造はむしろより好ましい形と言えるのかもしれない。

注

- (1) Office of Fair Trading, "UK's OFT London Stock Exchange Merger Update," *Press Release*, 16 February 2005.
- (2) Office of Fair Trading, "OFT Refers The Proposed Bids For The London Stock Exchange Plc By Deutsche Börse AG And Euronext NV," *Press Release*, 29 March 2005.
- (3) Competition Commission, "CC Considers LSE Mergers Would Be Harm Competition," *News Release*, 46/05, 30 March 2005.
- (4) Competition Commission, "Reference Relating To The Proposed Acquisition of London Stock Exchange Plc by Deutsche Börse AG: Notice of extension of inquiry period," *News release*, 18 August 2005, "Reference Relating To The Proposed Acquisition of London Stock Exchange Plc By Euronext NV: Notice of extension of inquiry period," *News release*, 18 August 2005.
- (5) Competition Commission, "LSE Mergers Inquiry: New Remedy Option - Interoperable Central Counterparty," *News release*, 1 September 2005.
- (6) 〇〇〇中間報告書をダウンロードするホームページの閲覧履歴ページ (<http://www.competition-commission.org.uk/inquiries/ref2005/lse/index.htm>)。
- (7) Office of Fair Trading, *Anticipated acquisition by Deutsche Börse AG of the London Stock Exchange plc*, 7 April 2005.
- (8) Office of Fair Trading, *Anticipated acquisition by Euronext NV of the London Stock Exchange plc*, 7 April 2005.
- (9) Competition Commission, *Proposed Acquisition Of London Stock Exchange Plc By Deutsche Börse AG Or Euronext NV: Provisional findings report*, 3 August 2005.
- (9) アメリカの株式市場の動向については、拙稿「米国株式市場の再編～ポスト・レギュレーションNMS～」(本誌一六三〇号、二〇〇五年六月)を参照。(ちかかわ ちやひろ・客員研究員)