

# NYSEとユーロネクストの合併合意

～欧米証券取引所再編の思惑～

吉川 真裕

二〇〇六年五月二二日、ドイツ取引所に続いてニューヨーク証券取引所（NYSE）が旧パリ取引所を核とするユーロネクストに対して合併提案をおこなったことはこの間の経緯を知らない人々を驚かせた。六月一日には早くもNYSEとユーロネクストの経営陣の間で合併合意がおこなわれたことはグローバルな取引所再編への第一歩として、ドイツ取引所、ロンドン証券取引所、そしてアメリカのナスダックに対して、新たな戦略の必要性を痛感させることになった。これまでヨーロッパでは市場統合の一形態としてヨーロッパ統合株式会社市場の設立を目指して、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ユーロネクストの間で主導権争いがおこなわれ、アメリカではNYSEとナスダックが勢力争いを繰り広げてきたが、NYSEとユーロネクストという大西洋を越えた取引所統合はこれまでとは異なるコンセプトによるものであり、今後はアジアを含めたグローバルな取引所ネットワークという方向に向かうことになるとの見方も生じている。しかし、今回のNYSEとユーロネクストの合併合意はこれまでの取引所統合の動きの中から次善の選択肢として生まれたものであり、合併合意の撤回や三つ巴の合併へと組み替えられる可能性も残しており、歴史的な快挙とは言えないのが実情である。

本稿では、ヨーロッパとアメリカでの証券取引所をめぐるこれまでの経過を振り返り、この結果として生じたNYSEとユーロネクストの合併合意とこれをめぐる欧米主要取引所の思惑について考察する。

# 1 証券取引所を取り巻く状況

## (1) ヨーロッパ

ヨーロッパではECの市場統合の一環として証券取引所のリンケージが一九八〇年代前半に話し合われていたが、一九八五年にロンドン証券取引所がSEAIQインターナショナルという外国株市場を開設して以来、取引がロンドンに流出し、話し合いによるリンケージから市場の力による統合へと流れは傾いた。しかし、一九九〇年代に入ってヨーロッパ各国での証券市場改革が功を奏し、ロンドンの一人勝ちという構図は後退した。この頃、ロンドンの力による統合という路線に対抗すべく、それぞれデリバティブ取引所を傘下に持つパリ取引所とドイツ取引所が提携し、現物株取引はパリ取引所の取引システム、デリバティブ取引はドイツ先物取引所(DTB、後のユーレックス)の取引システムを採用するという合意がおこなわれた。ところが、東西ドイツ統合と通貨統合をにらんでドイツ国債の取引が急増したことに自信を強めたドイツ取引所は、この合意を撤回し、フランクフルトを通貨統合後の金融センターとすべく、独自の現物株取引システムの開発に着手し、ロンドン対大陸ヨーロッパ(独仏)という構図も崩れ去った。

ユーロ導入を半年後に控えた一九九八年七月、ロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を発表し、三〇〇銘柄程度のヨーロッパ統合株式市場の開設を打ち出したことはパリ取引所を驚かせ、パリ取引所を四対四対のマイナー参加者として受け入れる用意があるというドイツ取引所会長の発言はパリ取引所を激怒させた。パリ取引所はヨーロッパの他の取引所に呼びかけ、英独連合への対抗を試みたが、オランダのアムステルダム取引所、スペインのマドリード証券取引所、イタリアのミラノ証券取引所が英独を核とした統合株式市場構想を支持したために有効な対抗策を打ち出すことはできなかった。ところが、この戦略的提携は英独のイニシアティブ争

いで実質的に頓挫することになった。一九九八年にドイツ国債先物・オプション取引をロンドン国際先物・オプション取引所（L I F F E）から奪取したユーレックス（旧 D T B）と I T ブームを背景に急成長したノイア・マルクトを傘下に持つドイツ取引所はヨーロッパ株取引が大幅に減少したロンドン証券取引所に対して、ユーロ・ボードへの名称変更（独自の統合株式市場への布石）と株式公開による資金調達をちらつかせ、統合株式市場のイニシアティブを握ろうとしていたのである。さらに、一九九九年にはユーロ債の二大決済機関の一つであるユーロクリアがライバルのセデルを抑えて一人勝ちを目指したことから、セデルとドイツ取引所傘下のドイツ取引所クリアリング（D B C）の対等合併によるクリアストリーム（二〇〇二年にはセデルのスキヤンダルからドイツ取引所の完全子会社化）を生み出すことになり、ドイツ取引所の影響力をますます強まっていた。

こうした最中、二〇〇〇年三月にパリ取引所、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化によるユーロネクストの設立が発表され、これを受けて五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併、そして新取引所とナスダックの提携による新ベンチャー市場の開設が発表された。しかし、八月にストックホルム取引所を傘下に持つ O M グループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛けたことからロンドン証券取引所はドイツ取引所との合併を撤回し、再び英独仏の三極関係がヨーロッパでは定着することになった。ロンドン証券取引所はドイツ取引所とユーロネクストがそれぞれ傘下にデリバティブ取引所を擁していることに対抗すべく、二〇〇一年に元 L I F F E 副会長のファース女史を C E O に迎え、L I F F E の買収を試みたが、ヨーロッパ大陸市場への進出を目指した L I F F E は同年、ユーロネクストに買収されることを選択した。さらに、二〇〇二年にはイギリスのセトルメント機関であるクレストがユーロクリアに買収され、二〇〇三年にはイギリスのクリアリング機関であるロンドン・クリアリング・ハウス（L C H）がフランスのクリアネットに

買収されたことにより、デリバティブ取引と決済業務からユーロネクストによるロンドン証券取引所包囲網はますます強まることになった。

二〇〇四年十二月、ユーロネクストによるロンドン証券取引所の取り込みに対抗すべく、ドイツ取引所はロンドン証券取引所に対して買収提案をおこない、ユーロネクストも買収価格を明示しないまま、ロンドン証券取引所と買収交渉を重ねることになった。二〇〇一年に相次いでドイツ取引所、ユーロネクスト、ロンドン証券取引所は株式公開を果たしていたが、新たにドイツ取引所の株主となった英米のヘッジファンド等がドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収に反対した結果、二〇〇五年三月にドイツ取引所は買収提案を撤回し、ドイツ取引所の拡大を支えてきたCEOと会長の交代という事態にまで見舞われることになった。他方、イギリスの公正取引庁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の調査を競争委員会に依頼し、クリアリング機関に対する影響力が問題となっていたが、八月にはオーストラリアのマッコーリー・グループがロンドン証券取引所の買収を示唆し、一二月に正式な買収提案をおこなうことになった。ドイツ取引所やユーロネクストとの交渉とは異なるロンドン証券取引所の厳しい反対を受けたマッコーリー・グループは二〇〇六年二月二〇日に買収提案価格の引き上げをおこなわず、二月二十八日に買収提案を正式に撤回した。

ところが、三月一日にはナスダックがロンドン証券取引所に対する買収提案を発表し、関係者を驚かせた。ナスダックの突然の買収提案はかつてさまざまな提携交渉をおこなったことのあるロンドン証券取引所にとっても驚きであり、交渉自体を受け付けないという厳しいロンドン証券取引所の姿勢から三月三〇日にナスダックは買収提案を取り下げることになった。この過程で明らかになったのはロンドン証券取引所はユーロネクストとの合併・統合に前向きであり、アメリカの取引所との合併にさほど関心を示していないということであった。

## (2) アメリカ

ヨーロッパと異なり、アメリカでは証券取引所の合併や買収は最近までほとんどおこなわれていない。しかし、取引所類似施設であるECNの買収は頻繁に起こっており、証券取引所の買収も今後は珍しくなくなるだろう。二〇〇二年にはECN最大のインスティネットが第二位のアイランドを買収（統合後はINET）し、中堅ECNであったアーキペラゴとレディブックが合併（統合後はARCAEX）した。そして、二〇〇二年の電子取引システム（スーパーモニタージュ）導入後も取引シェアが低下し続けたナスダックも二〇〇三年に中小ECNのBRUTを買収し、スーパーモニタージュへの注文回送の増加を試みたが、取引量はさほど増えず、ナスダック、INET、ARCAEXがナスダック銘柄の取引の大半を分け合っていた。ちなみにアーキペラゴは二〇〇一年にパシフィック取引所の現物株取引を移管され、証券取引所の認可を受けてアーキペラゴ取引所（ARCAEX）と名乗るようになっており、二〇〇五年一月にはパシフィック取引所の買収に合意していた。

こうした状況に大きな変化が生じたのはINETを傘下を持つインスティネットの親会社であるイギリスの通信社ロイターが二〇〇四年秋に戦略の見直しからインスティネットを一括売却する意向であることが報じられてからである。二〇〇五年四月二二日、ナスダックがインスティネットを買収し、INETを除く部門を売却するという形でINETの買収計画が発表された。このナスダックによるINETの買収はINETでの取引が低下したわけでもインスティネットの業績が極端に悪化したわけでもなく、インスティネットの親会社であったロイターの経営戦略の見直しによるものであり、スーパーモニタージュ導入後もINETからの取引奪還を実現できなかったナスダックにとっては幸運であった。ただし、INETはインスティネットとアイランドの取引システムの統合に手間取り、一時はARCAEXに取引シェアで抜かれるという失態を演じたこともある。

ナスダックのINET買収はロイターのインターネット売却報道からある程度は予想された事態であったが、この買収計画発表の二日前である四月二〇日に発表されたNYSEによるARCAEXの買収（買収後はARCAEXの持ち株会社であったアーキペラゴ・ホールディングスをNYSEグループと改名）は事前の報道もなく、関係者を驚かせた。INETの買収競争をナスダックと演じることを諦めたアーキペラゴがナスダック銘柄での取引シェア低下を見越すと同時に、フロア取引と電子取引のハイブリッド化を目指すNYSEの支援をする形でNYSEのハイブリッド化が失敗した場合にはNYSEの電子取引システムに取って代わることも見込んだ画期的な決断であった。買収を通じて大きくなったアーキペラゴが買収されることで更なる拡大を目指すという戦略はLIFFEがユーロネクストに買収されることでヨーロッパ大陸への進出を成し遂げたことに通じるところがあると言えよう。他方、ARCAEXを買収したNYSEはハイブリッド化失敗のヘッジとともに、パシフィック取引所のオプション取引と、NYSEほど厳しくない上場基準の市場を手に入れ、従来はNYSEの上場対象とはなっていなかったナスダック銘柄の取り込みをはかるといふ利点を考えていたのである。そして、上場企業の買収後に被買収企業を存続会社にするので、株式会社化（非会員組織化）と株式公開という時間のかかるハードルを飛び越え、会員制の非営利企業から上場された株式会社へと一気に転換するという離れ業を成し遂げ、ライバルであるナスダックに追いつくことになったのである。

この二つの合併計画の発表は電子取引への移行を促すレギュレーションNMSの導入決定とともに他の証券取引所にも影響を及ぼしており、すでに株式会社化を終えていたフィラデルフィア証券取引所は有力業者の出資を受け、ポストン証券取引所は有力業者の出資を受けた子会社として電子取引所を開設する計画を、電子オプション取引所であるISEも有力業者の出資を募って子会社として証券取引所の開設計画を明らかにしている。

## 2 NYSEとユーロネクストの合併計画

二〇〇五年五月にCEOと会長の交代を勝ち取ったドイツ取引所の株主はロンドン証券取引所の買収よりもユーロネクストとの合併を望んでいたが、同時にユーロネクストの株主でもあり、ユーロネクストに対してもドイツ取引所との合併を要求していた。一月に就任したドイツ取引所のフランチオーニCEOはユーロネクストとの合併が優先課題であるという意見を表明していたが、ユーロネクストとの交渉は本部の所在地とセトルメント機関をどうするかで対立したままであった。ユーロネクストもドイツ取引所との合併は最優先課題であるとしながらもイギリスの競争委員会の決定を待つてロンドン証券取引所に対する買収提案をおこなうという選択肢も捨ててはなかった。そこで、ユーロネクストの株主であるウィンチフィールド・ホールディングが四月五日に年次株式総会でドイツ取引所との合併を議題として掲げる提案をおこなった。ユーロネクストのテオドルCEOは五月二三日の年次株主総会で株主の意見を聞くことを約束したが、選択肢はドイツ取引所に限らないという姿勢を示し、ロンドン証券取引所とシカゴ・マーカントイル取引所の名前が新聞紙上で報じられた。そして、ユーロネクスト経営陣を支持する意見がフランスの金融機関から連名で発表され、ドバイ国際金融センターもユーロネクストの株式を経営陣に通知した上で取得したことを表明した。ユーロネクストは一年前にドイツ取引所の経営陣がヘッジファンドだけでなく、大手業者からの支持も失って辞任に追い込まれた経験に学んでおり、水面下で株主の支持取り付けにも動いていた模様である。

ところが、四月一日にロンドン証券取引所に対する一株九五〇ペンスの買収提案を取り下げていたナスダックがロンドン証券取引所の株式の一四・九九%を一株一一七五ペンスで取得したと発表し、NYSEもロンドン証券取引所の買収に動き出したという報道が流れ、ロンドン証券取引所の株価は急騰した。そして、五月三日に

ナスダックが一株二一八ペンスでロンドン証券取引所の株式を買い増し、一八・七%を取得したことを発表するに及んで、ユーロネクストはロンドン証券取引所との買収交渉を停止したことを明らかにした。三月一〇日のナスダックの買収提案に対してロンドン証券取引所はマッコーリー・グループに対してと同様に冷淡であり、これはユーロネクストとロンドン証券取引所の交渉が進んでいる証拠と見られていたが、ナスダックによる株式取得は一年以上に及ぶユーロネクストとロンドン証券取引所の合併交渉をぶち壊し、五月二三日に迫った株主総会を前にしてユーロネクストに戦略の見直しを迫ることになった。ユーロネクストの経営陣はドイツ取引所以外の選択肢も排除すべきでないという見解を表明し、ドイツ取引所との合併決定に反対するよう株主に呼びかけた。そして、このときはじめてNYSEとの合併の可能性が新聞紙上で報じられるようになった。また、債券デイトラー市場のMTSを共同で買収したユーロネクストとイタリア取引所（旧ミラノ証券取引所）が合併交渉を進めているという報道も現れ、取引所の買収問題の中心はロンドン証券取引所からユーロネクストへと移っていった。

五月一八日、ユーロネクストはトランスフォーメーション・トランザクションにかかわる交渉が進んでいるという発表をおこない、ドイツ取引所以外との交渉をにおわせ、NYSEの名前が各紙で報じられるようになった。そして、五月一九日にはドイツ取引所がユーロネクストに対する合併提案をおこない、五月二二日にはNYSEもユーロネクストに対する合併提案をおこなった。五月二三日のユーロネクストの株主総会では賛成三〇五〇万株に対して反対四三八〇万株、棄権二〇〇万株でドイツ取引所との合併提案は否決されたが、NYSEとの合併は議題に上っておらず、合併問題は将来の臨時株主総会で承認を求めることが経営陣から発表された。しかし、NYSEのセインCEOは数日中に合併合意が得られるだろうという楽観的な見通しを表明し、その言葉通り、六月一日にNYSEとユーロネクストの合併合意が経営陣から発表された。



六月一日に発表されたNYSEとユーロネクストの合併合意は五月二二日に公表されたNYSEの買収提案とほぼ同じ内容であったが、ユーロネクストのテオドルCEOによれば執行取締役の交代に取締役会の三分の二または株主の八〇%の同意が必要であること、新会社の会長とCEOはNYSEとユーロネクストから一人ずつ選ばれることが確認された点が異なると報じられている。ただし、合併合意撤回に対する賠償条項は付されておらず、ユーロネクストは合併が成立するまでドイツ取引所による買収提案を選択肢とする余地が残されている。

①新会社はNYSEの持ち株会社であるNYSEグループをNYSEユーロネクストと名称変更し、NYSEグループの株主は新会社の株式一株を受け取り、ユーロネクストの株主は新会社の株式〇・九八株と二一・三二ユーロの現金を受け取り、株式はNYSE（ドル建て）とユーロネクスト・パリ（ユーロ建て）で上場される。

②新会社のアメリカ本部はニューヨーク、国際本部はパリとアムステルダムで、デリバティブ業務はロンドンを拠点とする。新会社の経営陣はNYSEから一人、ユーロネクストから九人が選出され、初代会長はユーロネクストのヘッセル会長、初代副会長はNYSEのカーター会長、初代CEOはNYSEのセインCEO、初代次席経営責任者はユーロネクストのテオドルCEO（国際部門のトップを兼任）を予定している。

③合併に伴うシナジー効果は三年間で三億七五〇〇万ドルとされ、このうち二億五〇〇〇万ドルはITシステムと取引システムの合理化、残る一億ドルは収入の増加が見込まれている。そして、現物株取引で三つ、デリバティブ取引で三つ存在する取引システムはそれぞれ一つずつの計二つに統合することが予定されており、現在アメリカに六つ、ヨーロッパに四つ存在するデータ・センターはアメリカで二つ、ヨーロッパで二つのグローバルにリンクしたデータ・センターへと削減され、最終的には一つのデータ・センターへの統合が目指される。

④新会社のもとで運営される取引所は引き続き所在国の規制に服し、所在国の規制当局の監督を受ける。

### 3 NYSEとユーロネクストの合併合意をめぐる欧米主要取引所の思惑

#### (1) ユーロネクスト

ナスダックによるロンドン証券取引所の大量の株式取得が実現するまで、ユーロネクストの第一目標はすでにイギリスのデリバティブ取引所とクリアリング機関、決済機関の取り込みで包囲したロンドン証券取引所の取り込みであったはずである。ロンドン、フランクフルト、パリというヨーロッパの三大取引所を舞台にした取引所の三極関係は当初、優勢なロンドンにパリとフランクフルトが共同して挑むという図式であったが、フランクフルトが離脱し、さらにはパリをはずしてロンドンとフランクフルトでヨーロッパの統合株式市場を開設しようとしたことでパリ取引所を窮地に追い込んだ。このとき、パリ取引所はニューヨーク証券取引所に声をかけ、ナスダックのグローバル戦略に対抗してニューヨーク証券取引所の主導で世界の10の取引所を結ぶグローバル・エクイティ・マーケット(GEM)という構想を提唱させたが、結局何も生み出すことはできなかった。そこで、オランダとベルギーの取引所を巻き込んでユーロネクストという統合取引所持ち株会社の設立に至った。ユーロネクストに入れば一つの取引所に統合されるという錯覚があるが、実際は上場基準を含めた取引所規則の共通化と取引システムの共通化があるだけであり、各取引所にとっては従来の各国市場での取引確保は保証され、ロンドンやフランクフルトの大取引所の買収や侵入から身を守るといった性格が強いというのが実態である。その証拠に後に参加したポルトガルの取引所を含めて、フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルでクロスボーダー取引が顕著に増加したという事実は見られていない。他方、従来からスウェーデンのOMグループと並んで取引システムの提供を積極的におこなってきたパリ取引所は関連会社を通じて取引システムの提供をはかる一方、各国市場の合計を報告することで自らのグループをロンドンやフランクフルトに対して優勢に見せようとしてきた。

今回のNYSEとの合併計画もその延長線上にあり、パリはヨーロッパでの主導権をNYSEに渡す気はなく、NYSEの傘下に入ることでも時価総額で大幅に上回るドイツ取引所との合併で主導権を奪われることを回避することを選んだというのが実情であろう。NYSEを取り込んで世界最大の取引所運営会社となった暁にはライバルであるドイツ取引所の買収さえ不可能ではなくなるかもしれない。実際、「ドイツ取引所を迎え入れるという夢も諦めてはいない。大西洋をはさんだ取引所の誕生はヨーロッパ統合取引所の夢を変えるものではない」というテオドルCEOの発言をフィナンシャル・タイムズ紙は報じている。ロンドン証券取引所の買収はすでにナスダックが二五%の株式を取得し、拒否権を握っていることから当面は難しいが、財政面の負担からナスダックがロンドン証券取引所の買収を諦める可能性がないわけではない。パリにとっての目標はヨーロッパで中心的な地位を確保することであり、とりわけ実績からロンドンに譲るところはあってもフランクフルトには負けられないという側面が強い。NYSEとの合併はドイツ取引所の傘下に入ることを避けるための最も有効な手段であり、アメリカに取引システムを提供することができれば一石二鳥であり、さらに将来のヨーロッパ共通取引プラットフォームの獲得につながるかもしれない。たとえNYSEのブランド力を利用したにしても新たに世界中から上場企業を集められるような株式市場を作り出すことはきわめて困難であり、パリがヨーロッパの中心市場になることは考えられず、こうした中でいかに影響力を持ち続けるかというのがユーロネクストの狙いであろう。

## (2) NYSE

NYSEはもともと外国の株式市場や取引所に対して無関心であり、世界中から優良企業を集めて上場することに熱心であった。かつてナスダックがグローバル戦略を打ち出したときもパリに頼まれ、GEMという旗を掲げてナスダックに対抗するような素振りを見せたが、ナスダックがグローバル戦略を後退させるとGEMというアイデアは忘

れ去られた。しかし、エンロン事件等を受けて成立したサーベンス・オックスレー法によって、外国企業の新規上場が減っただけでなく、既上場企業の上場廃止へ向けた動きが生じるに及んで、NYSEも外国取引所との提携を真剣に考えるようになった。二〇〇四年に就任したセインCEOはヨーロッパの三大取引所の三極関係をいち早く見て取り、二つの取引所の合併・買収から残された取引所を取り込もうという姿勢を示し、当時はロンドン証券取引所とドイツ取引所、またはロンドン証券取引所とユーロネクストという組み合わせから外れたドイツ取引所かユーロネクストを取り込もうと考えたに違いない。しかも、ロンドン証券取引所と違ってドイツ取引所もユーロネクストもそれぞれ傘下にユーレックスとLIFFEという世界的なデリバティブ取引所を要していることから、株式取引だけでなく、債券取引やデリバティブ取引に進出して収益の安定化をはかるといふセインCEOの持論にもぴたりであった。また、NYSEの取引開始前に上場銘柄の取引がかなりおこなわれており、これを取り込むために取引時間を早めることも、ヨーロッパ時間で提携取引所が取引をおこなってくれば、それほど大きな問題ではなくなる。

セインCEOの見通しが外れたのはドイツ取引所もユーロネクストもロンドン証券取引所を取り込むことができず、最大のライバルであるナスダックがNYSEの上場という隙を突いてロンドン証券取引所に買収提案をおこなったことであろう。もしロンドン証券取引所をナスダックが買収することになれば残されたドイツ取引所とユーロネクストが提携する可能性が高まり、NYSEには提携すべき有力な相手がいなくなるという事態が生じかねない。もちろん、ナスダックに対抗してロンドン証券取引所の買収を競うことも選択肢の一つであろうが、相当な費用負担を強いられるだけでなく、株式市場としては最も魅力的なロンドン証券取引所は有力なデリバティブ部門を持たないという決定的な弱点があった。さらにドイツ取引所もユーロネクストも関連会社にシステム開発会社を要しており、将来的にはARCAEXの取引システムとの統合問題がNYSE自身で生じかねないこ

ともあって、こうした部門を持たないロンドン証券取引所よりも魅力的であったに違いない。そこで、おそらくパリからの働きかけを受けてユーロネクストとの合併という道が選ばれたのであろう。

さらに、アメリカではじめて上場されたシカゴ・マーカンタイル取引所の株価が一〇倍以上に値上がりしたことを受け、NYSEの株価はナスダックの株価と同様にPER四〇倍という水準で取引されており、株式交換を伴う形の買収や合併をするには時期的に好都合であったことも考えられる。NYSEの株価はレギュレーションNMS導入後に取引シェアの低下がないことを織り込んでいる一方、ナスダックの株価はレギュレーションNMS導入後も取引シェアの上昇があることを織り込んでいるとも考えられ、いずれかまたは両方の株価がレギュレーションNMS導入後に大幅に下がる可能性は高い。そうであれば、この時期に高株価を利用しようとするインセンティブが働いていることも十分に考えられる。とりわけ、ナスダックはNYSE銘柄の取引を奪えないとしてもナスダック銘柄の取引では当面安泰であると考えられるのに対して、NYSEは上場銘柄の取引が流出し、完全な電子化への移行を迫られる可能性もないわけではない。したがって、結果のする前に高株価を利用してリスクをヘッジすることはNYSEがARCAEXを株式交換によって買収したのと同じ手法とも言える。NYSEにとつてはユーロネクストとの合併はリスク・ヘッジの側面もあり、新たな有力市場をヨーロッパに生み出せなくてもグループとしては安定した収益を確保できるということでも十分なのであろう。

### (3) ドイツ取引所

ドイツ取引所は二〇〇五年の株主の反乱によって成長を牽引してきたCEOと会長を失うという事態を迎え、暗中模索というところであろうか。これまでの強引な手法は後退せざるを得ないであろうが、かつてザイフェルトCEOと路線対立から袂を分かったフランチャオーニ氏が新CEOに就任したにもかかわらず、そうした変化は

現れてはいない。ヘッジファンドの要請に応じてユーロネクストを最良のパートナーと位置付けながらも合併交渉においては時価総額の大きさを理由に一歩も引こうとしていない。本部をフランクフルトに置き、クリアストリームを手放す気はないという姿勢は頑なに映り、CEOの個性というよりもドイツ金融界の総意なのであろう。ユーロネクストとNYSEの合併合意によって、こうした姿勢に変化が現れるのかどうかはわからない。

ユーロネクストとNYSE、そしてロンドン証券取引所とナスダックという組み合わせが成立した場合、ドイツ取引所は取り残されることになるかもしれないが、ユーレックスというヨーロッパ最大のデリバティブ取引所と、クリアストリームというユーロクリアと並ぶ国際決済機関を傘下におさめていることからすれば、必ずしもあわてて譲歩する必要はないと考えているようである。確かにドイツの株式市場はイギリスよりも小さく、外国株取引も活発ではないが、外国においてドイツ株の取引が活発なわけでもない。しかもユーレックスではドイツ債関連商品がヨーロッパ債券市場のベンチマークとして取引されており、ユーロ圏の五〇銘柄の株式を対象としたユーロSTOXX五〇指数先物・オプションでもすでにユーロッパ最大の取引を定着させている。こうした点ではイギリスと並んでドイツ抜きヨーロッパ統合はありえないという地位を確保しているのである。したがって、ドイツ取引所はユーロネクストとNYSEの合併合意に対してさほど影響を受けないかもしれない。前CEOの戦略と同様、ロンドンをにらみつつ、ユーレックスのネットワークを利用して世界的な展開をおこない、これと平行してロンドンとヨーロッパの主導権争いをするというのがドイツ取引所のスタンスであるようだ。

#### (4) ロンドン証券取引所

ロンドン証券取引所は五月二二日時点でナスダックに二五・一%の株式を保有され、資金調達面での拒否権を握られた格好になっている。しかし、この時点まで両CEOの面会はおこなわれておらず、ロンドン証券取引所

のナスダックに対する拒否反応は強い。かつてロンドン証券取引所とドイツ取引所が合併合意をおこなった際にはナスダックとの提携が盛り込まれていたし、この合併合意撤回後にもリンカーン（ロンドン証券取引所）とナポレオン（ナスダック）という暗号名で両者の合併が経営陣によって検討されたこともある。しかし、今やナスダックはロンドン証券取引所を必要としているが、ロンドン証券取引所はナスダックを必要としないのである。ロンドン証券取引所はビッグバンの際にナスダックの気配表示システムを真似てSEEAQを導入し、その後もベンチャー市場を育成する上でナスダックを参考にしてきた。ところが、サーベンス・オックスレー法導入後にはナスダックでの外国企業上場が大幅に減り、ロンドン証券取引所傘下のベンチャー市場AIMに上場する外国企業が増えただけでなく、アメリカ企業までがAIMに上場するという事態に至っているのである。

ロンドン証券取引所はドイツ取引所とユーロネクストとの買収交渉の過程でLIFFEを傘下に持つユーロネクストからいかに有利な条件を引き出すかということに苦心してきたが、ナスダックの介入でユーロネクストはロンドン証券取引所の買収をいったんは撤回している。タイムズ紙によれば、ロンドン証券取引所とユーロネクスト、NYSEの三者合併の協議もナスダックの株式取得後におこなわれたという。当面はナスダックとの関係をどうするかがロンドン証券取引所にとっての最大の焦点であろう。そして、ロンドン証券取引所にとっての懸念材料はこれまで買収に反対してきたイギリスの投資家がナスダックに場外で株式を売っている点である。ロンドン証券取引所は自らよりも時価総額の小さなナスダックによる買収に対して何も打つ手がないのであろうか。

#### (5) ナスダック

ナスダックはかつてナスダック・ジャパンやナスダック・ヨーロッパという拠点を海外に設立し、アメリカと結んで二四時間取引を実現するというグローバル戦略を打ち出したことがある。しかし、海外拠点での取引が振

るわず、ITブーム崩壊による新規公開企業の激減という事態に見舞われ、海外からの撤退を余儀なくされた。また、二〇〇二年に個別株先物が導入された際にはLIIIFEと共同でNQLXという先物取引所を設立したが、二〇〇三年には早くも撤退している。本業のナスダック銘柄の取引でも二〇〇二年に導入した電子取引システム（スーパーモンタージュ）での取引は振るわず、導入後に取引シェアが一層低下するという危機的な状況を迎えた。こうした中で二〇〇三年にはBRUTというECNを買収し、二〇〇五年には最大のライバルINETを買収することに成功し、グループとしてはナスダック銘柄の八〇%近い取引を集めることに成功している。

二〇〇六年一月、NYSEのセインCEOがヨーロッパの取引所に関心があると発言し、ロンドン証券取引所の株式が急騰した際、ナスダックのグレイフェルドCEOはロンドン証券取引所への関心を否定していた。しかし、三月一〇日になってロンドン証券取引所に対して買収提案がおこなわれた。この時期は三月八日にNYSEの株式上場がおこなわれ、既存株主の株式売却をNYSEが予定していた時期であり、NYSEが動けないことを承知で選ばれたものと考えられる。ところが、ロンドン証券取引所の反対にあつて三月三〇日には買収提案を取り下げながら、その後二五%まで株式を買集めている。PER四〇倍のナスダックがPER二〇倍台のロンドン証券取引所を買収できればPERは低下する。しかし、そのための資金繰りでナスダックの格付けはBBBからBBへと格下げされており、ロンドン証券取引所や監督当局の反対を受けた場合、長期間株式を保有し続けられるかどうかには疑問も残る。国内で買収によって復活したナスダックが海外でも買収によって成功するかどうかは不透明である。ナスダックからロンドン証券取引所を守るためにドイツ取引所とユーロネクスト等が協力し、ヨーロッパの株式市場統合が逆に進展するという結末はありえないであろうか。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)