

ユーロネクストをめぐる攻防

～ 欧米取引所再編の行方 ～

吉川 真裕

二〇〇六年六月一日、ニューヨーク証券取引所（NYSE）と旧パリ取引所を核とするユーロネクストが合併合意を発表したことはこの間の経緯を知らない人々を驚かせた。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市場の設立を目指し、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、NYSEよりも早くユーロネクストとの合併交渉を進めてきたドイツ取引所は、この合併合意を受けてユーロネクストに対する合併提案を見直しており、ユーロネクストとの提携を進めてきたイタリア取引所はドイツ取引所、ユーロネクスト、イタリア取引所というユーロ圏の取引所統合を働きかけていると伝えられており、一二月に予定されているユーロネクストの臨時株主総会における株主による投票まで事態の行方は流動的である。

本稿では、NYSEとユーロネクストの合併合意に至る経緯とその後の推移を振り返り、ユーロネクストをめぐる欧米取引所間の攻防について考察する。

1 ユーロッパの証券取引所をめぐる動き

(1) ロンドン証券取引所の力による統合とこれへの対応

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SEAQ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)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。

(2) 英独主導の展開と挫折

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、スペインのマドリッド証券取引所、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金融先物・オプション取引所（LIFFE）から奪取したユーレックス（旧DTB）とIT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（DBC）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はますます強まっていた。

（3）パリ取引所の反撃とロンドン証券取引所包囲網

こうした中、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計画が発表され、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OM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LIFFE副会長のファース女史を最高経営責任者（CEO）に迎え、L

IFFE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LIFE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と合併し、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(LCH)がフランスのクリアネットと合併したことにより、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。

(4) ドイツ取引所の逆襲と挫折

二〇〇四年一二月、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、ドイツ取引所の成長を支えてきた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。

(5) アメリカ勢の参入

三月一〇日、ナスダックが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発表し、関係者を驚かせた。しかし、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。ところが、四月一日にロンドン証券取引所に対する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。

五月一日、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、大株主であるヘッジファンドによって強いられてきたドイツ取引所との合併交渉以外の選択肢をおわせ、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交渉の専念は否決されたが、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。

2 NYSEとユーロネクストの合併合意以後の展開

NYSEとユーロネクストの合併合意後、六月五日にはフランスの大手銀行BNPパリバが旧パリ取引所を中心としたユーロネクストのドイツ取引所との合併に賛成していたことが報道され、フランスの金融界でも意見が分かれていることが明らかとなった。そして、六月六日にはフランスのシラク大統領がユーロネクストのドイツ取引所との合併を望むという声明を発表し、NYSEの株価が大幅に下落するという事態も生じた。しかし、これはドイツのメルケル首相との会談の際に発表されたものであり、その後は一度も言及されていないことから外交儀礼に過ぎないという見方が強い。フランスのように政府の経済界に対する影響力の強い国で、事前の根回しなしに重大な企業合併がおこなわれるとは考えにくく、フランスの官僚であったユーロネクストのテオドールCEOが政府への根回しなしにこうした決定をおこなったとは考えにくい。この点に関してはユーロネクストやNYSEの幹部が合併合意の前にフランス大蔵省を何度も訪問していたという報道も見られる。ちなみに、ドイツのメルケル首相は独仏取引所の合併が望ましいとしながらも、あくまで民間企業の経営判断であり、政府がこうした問題に口出しすべきではないという見解を示しており、ドイツ取引所がNYSEとユーロネクストとの合併から取り残され、影響力が低下することに対する心配をしていないようであったのは意外であった。

イタリア取引所がユーロネクストとの合併交渉に入ったことを受けて六月七日にイタリアのパダア・スキオツパ経済大臣がドイツ取引所を含めたユーロ圏での取引所統合を望むという見解を表明し、六月八日にはフランス大蔵省出身のトリシエ欧州中央銀行総裁もユーロ圏での取引所統合が望ましいと発言し、関係者を驚かせた。他方、六月九日にはドイツ取引所の労働組合代表（監査役会役員）が合併後の雇用削減を理由として独仏取引所合併に反対する声明を発表し、事態の複雑さを露呈した。そして、六月一四日にはイタリアのプロディ首相（前欧

州委員会委員長）もヨーロッパ統合の観点から独仏取引所統合が望ましいという見解を明らかにした。こうしたイタリア政府関係者の発言はユーロネクストには直接影響力を持たないはずだが、ユーロネクストと合併交渉をおこなっているイタリア取引所に対する牽制と見られている。

こうした中で六月一九日にドイツ取引所はユーロネクストに対する合併提案の改定案を提示した。ドイツ取引所のユーロネクストに対する合併提案はNYSEの合併提案が出される前に発表されており、NYSEはドイツ取引所の合併提案を踏まえて、より有利な条件をユーロネクストに提示していたはずであるからドイツ取引所がNYSEの合併提案の発表、そしてNYSEとユーロネクストとの合併合意を受けて合併提案の内容を改定することは予想された通りであった。ドイツ取引所の合併提案改定案のポイントは以下の六点にまとめられる。

①ユーロネクストとドイツ取引所の株主は当初案通り、株式交換前三カ月間の時価総額に応じて株式交換によって新会社の株式を受け取るようになるが、その際に新会社は総額約二〇億ユーロの現金をすべての株主に支払うものとする。

②新会社の取締役会の構成はユーロネクストとドイツ取引所から同数の役員が選出され、CEOはドイツ取引所から、監査役会会長はユーロネクストから選出される。

③新会社はユーロネクストが採用する各国の取引所の連合体モデルを採用し、持ち株会社をオランダに設立する。株式取引の拠点はパリ、デリバティブ取引の拠点はフランクフルトとロンドン、情報サービスの拠点はアムステルダム、ITオペレーションの拠点はアムステルダム、フランクフルト、パリとし、クリアストリームはルクセンブルグで運営される。

④新会社の取引プラットフォームは現物取引ではユーロネクストのNSC、デリバティブ取引ではドイツ取引

所のユーレックスを採用する。

⑤グループ全体のIT部門の拠点はフランクフルトとパリであるが、両者ともユーロネクストがおこなっているようにフランスのアトス社とのジョイント・ベンチャーに統合する。

⑥合併に伴うシナジー効果は三億ユーロと推定され、このうち六〇〇万ユーロは顧客に還元される。

改定案の①はNYSEの合併提案がユーロネクストの株主に新株と現金を提案していたことから追加された項目であるが、NYSEの合併案ではユーロネクストの株主だけが現金を受け取れるのに対してドイツ取引所の改定案ではドイツ取引所の株主も現金を受け取れる点が異なっている。改定案の②はNYSEの合併提案がユーロネクストに新会社の会長を約束していたことに対してなされた改定であり、ドイツ取引所の当初案では移行期間中はユーロネクストとドイツ取引所から一人ずつ共同CEOを選出するとしながらも移行期間後にはCEO、監査役会会長ともにドイツ取引所から選出されるとされていた。改定案の③はITオペレーションの拠点到アムステルダムを加え、オランダの株主に対する配慮を追加し、NYSEの合併提案との差別化をはかったものである。改定案の④はNYSEの合併提案が取引プラットフォームを将来的には現物取引とデリバティブ取引でそれぞれ一つずつに統合するとしていた点を一歩進めてユーロネクストの現物取引システムをドイツ取引所が採用することを明確にし、旧パリ取引所の開発した現物取引システムの継承を明確にしたものである。改定案の⑤はユーロネクストが採用するアトス社とのジョイント・ベンチャーによるシステム開発を継続し、ドイツ取引所もこれを通じてシステム開発をおこなう形をとることでユーロネクストの関心を引こうとしたものである。改定案の⑥はNYSEの合併提案が合併に伴うシナジー効果を三億七五〇〇万ドル（二億九五〇〇万ユーロ）と見込んでいたことに対して、これを上回るシナジー効果を提示したものである。

この改定案でドイツ取引所は、新会社の監査役会会長職、ユーロネクストの現物取引システムの採用、アトス社とのジョイント・ベンチャーによるシステム開発の継続といった点で大幅な譲歩をしたつもりであったが、ユーロネクストからは当初案とほとんど変わらないと一蹴された。他方、フランクフルトのあるヘッセ州の知事からはドイツ取引所は譲歩しすぎであるという不満が表明され、ヘッセ州の経済大臣からはヘッセ州の雇用減少が著しい場合には取引所の免許取り消しも考えなければならぬという発言まで飛び出した。

六月二一日にはユーロネクストと合併交渉を続けるイタリア取引所に対してドイツ取引所が買取提案をおこなう可能性があることをドイツ取引所の監査役会役員が匿名でリークし、イタリア取引所の動向に注目が集まることになった。そして、六月二二日にはイタリア取引所の副会長がドイツ取引所からヨーロッパ連合を呼びかける書簡が届いていることを明らかにし、ヨーロッパ連合に対して前向きな発言をおこなった。七月八日にはドイツ取引所とイタリア取引所が共同でユーロネクストに対する買取提案を検討しているという報道が流れ、イタリア取引所副会長の発言を裏付けることになった。

八月七日にはドイツ取引所がユーロネクストとの合併後に設立するオランダの持ち株会社の定款を公表し、関係者のコメントを求めた。この定款自体はドイツ取引所のユーロネクストに対する買取提案改定案に基づくものであったが、改定案のプレス・リリースでは明らかにされていないいくつかの点に関する情報を含んでいた。これによると、新会社のCEOと最高財務責任者(CFO)のメイン・オフィスはフランクフルト、最高現物市場責任者(Chief Cash Market Officer)のメイン・オフィスはパリ、事務方(Corporate Secretary)のメイン・オフィスはアムステルダムと定められていること、取締役会の主たる開催地はフランクフルトであるが、取引所の所在地を巡回しながら開催されること、などが盛り込まれていた。

八月二七日、NYSEのセインCEOが合併承認投票をそれぞれ一二月末か、一二月初めにおこなうというコメントを出し、八月三〇日にはユーロネクストのテオドルCEOも上半期決算発表の際にNYSEとの合併承認投票を一二月初めの臨時株主総会でおこなうことを明らかにした。そして、NYSEと合併する際にはオランダにワン・ボード制のファウンデーションを設立するので、ユーロネクスト上場企業はアメリカのサーベンス・オクスレー法の適用を受ける心配はないとも発言した。他方、大株主であるヘッジファンドのTCIが一二月の臨時株主総会ではドイツ取引所との合併に関する投票もおこなうべきであると主張したのに対して、経営陣は株主の利益を考えているとして、ドイツ取引所との合併に関する投票をテオドルCEOは約束しなかった。

九月五日、イタリア取引所がまとめたドイツ取引所、ユーロネクストとの合併計画案の草稿ができあがり、ドイツ取引所は新会社の株式を過半数取得することを諦め、決済業務の調和をはかることが提案されていると報じられた。これに対して、NYSEは九月六日に買取提案価格を引き上げる可能性があることにはじめて言及した。これは五月の買取提案以後、為替相場と株価の変動によってドイツ取引所の提案価格がNYSEの提案価格を上回る事態が生じていたためである。

九月二〇日、イタリア取引所の三取引所合併計画の柱がリークされ、ユーロネクストが持ち株会社の株式の五〇%を取得すること、持ち株会社は現物取引、デリバティブ取引、システム開発（ジョイント・ベンチャー）を扱う三つの子会社を設立すること、決済業務に関してはクリアリング業務とセトルメント業務をそれぞれ扱う新会社を設立するが、持ち株会社は株式の過半数を取得しない方向で検討中であることが明らかになった。この報道に対して、伝えられるような大幅な譲歩をしてまでドイツ取引所はユーロネクストと合併する必要はないとドイツのシュタインブリュック大蔵大臣が発言している。

一方、九月二一日にはNYSEがユーロネクストとの合併の認可を証券取引委員会（SEC）に申請している。申請文書は七〇〇ページを超える大部のものであるが、それほど目新しい内容を含んでいるわけではない。この文書から明らかになった点を挙げるとすれば、①新会社の子会社としてオランダにファウンデーション、アメリカのデラウェア州にトラストを設立し、アメリカの監督機関の規制権限がヨーロッパの取引所に、ヨーロッパの監督機関の権限がアメリカの取引所に及ばない工夫をすること、②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出し、片方から会長とCEOの両方が選出されることはないこと、③新会社の定款の変更には取締役会の三分の二以上または八〇%以上の株主の賛成が必要であること、④特別な場合を除いて新会社の授権資本の二〇%を超える株式を保有することと発行済み株式の一〇%を超える投票権を行使することは禁じられていること、⑤NYSEとユーロネクストの交渉は二〇〇六年一月初めからおこなわれていたこと、などである。

3 欧州取引所再編の行方

六月一日にユーロネクストの経営陣がNYSEとの合併合意を決定した後、六月一九日にドイツ取引所がユーロネクストに対する買収提案を改定したが、ユーロネクストの経営陣からは相手にされていない。ドイツ取引所としては国内から反対が出るほど譲歩しているのに、ユーロネクストの経営陣からは全く評価されていない。かつての独仏取引所提携を反故にしたドイツ取引所のCEOと会長が交代し、豪腕で知られた前CEOと対立していったドイツ取引所を離れたフランチオーニ新CEOが就任したにもかかわらず、関係の修復は難しいようである。これはCEOの個性や信頼関係の問題というより金融業会の総意をCEOが重視しているためと考えられ

る。政治的にはフランスに譲ることの多いドイツであるからこそ経済面では譲れないという側面があるのかもしれない。ドイツ取引所が国内の反対を抑えてどこまで譲歩できるかがユーロネクストとの合併問題の鍵を握っている。

他方、ユーロネクストは二〇〇六年一月初めからNYSEとの交渉を開始していたということであるから、ドイツ取引所との合併交渉の初期の段階から物別れに終わった場合の選択肢を用意していたことになろう。ロンドン証券取引所に対して買収提案をおこないながら、大株主のヘッジファンドの意向でドイツ取引所と合併交渉をおこない、時価総額で上回るドイツ取引所に呑み込まれないためにNYSEとの合併交渉も並行して進めるという離れ業をユーロネクストはしてきたとも言えよう。ユーロネクストの経営陣、とりわけ旧パリ取引所の関係者はこれまでうまく立ち回ってきたと言えるが、当初発表したテオドールCEOの任期を延長し、オランダのルフェーブル氏への交代を撤回したことなどから、フランス以外の国の支持を得続けられるかどうかも今後は問題となろう。というのもフランスは現物取引やIT部門で得るものは大きいが、その他の国の取引所はそれほど得るものはないからである。これに加えて、ユーロネクストの株主はドイツ取引所と同様に過半数を英米系のファンドが占め、フランスの利害やヨーロッパの市場統合に関心が高いとは言えない。いくら経営陣が合併合意をおこなっても最終決定権は株主にあり、株主を説得できなければ合意は水泡に帰してしまう。

もう一方のNYSEに関しては合併合意に対する反対は聞かれず、ユーロネクストとの合併承認は間違いなく承認されるであろう。二〇〇六年六月から二〇〇七年二月に延期されたレギュレーションNMSの施行に伴い、大幅な取引シェアの低下という懸念がある以上、個々の市場では独占状態にあるユーロネクストとの合併は経営を安定化させ、アメリカでの取引シェア低下とこれに伴う株価下落に対する保険の役割を果たすからである。レ

ギユレーションNMSがまだ施行されていないにもかかわらず、すでにアメリカ国内ではライバルであるナスダックによるNYSE上場銘柄の取引シェアが上昇しており、NYSEの取引シェアは取引所内注文執行比率(Matched Volume)で二〇〇六年八月には一年前の七八・六%から六九・九%にまで低下している。こうした背景がある以上、ユーロネクストでの合併承認投票前に為替相場や株価の変動によってNYSEの提案価格がドイツ取引所の提案価格を下回っていた場合、NYSEが提案価格を少なくともドイツ取引所と同水準まで引き上げることは間違いない。NYSEは合併後もユーロネクストにヨーロッパでの独立した権限を与えるという寛容な姿勢を示しているが、これは裏を返せばそうまでも合併したいという国内事情の現われでもあろう。

ところで、六月一日にユーロネクストとNYSEとの合併合意の後、ユーロネクストをめぐるドイツ取引所とNYSEの争奪戦で鍵を握る存在として浮上してきたのがイタリア取引所である。イタリア取引所は旧ミラノ取引所が母体であり、ドイツ取引所やスペイン取引所(旧マドリッド証券取引所)と同様にデリバティブ取引所や決済機関を傘下を持つ取引所運営会社である。イタリア取引所は一九九九年に英独主導のヨーロッパ統合株市場提案に対してはアムステルダム取引所(現ユーロネクスト・アムステルダム)やマドリッド証券取引所とともに賛同していたが、その後、アムステルダム取引所がユーロネクストに加わったのに対して、マドリッド証券取引所とともに取引所統合の動きとは一線を画してきた。ところが、二〇〇五年にイタリアの債券取引市場MTSの株式が売却される際にユーロネクストと共同でジョイント・ベンチャーによる子会社としたことからユーロネクストとの関係強化が噂されていたが、今年初めには年内の株式上場を目指すことを明らかにし、提携相手としてはロンドン証券取引所が望ましいということのカプアーノCEOが明らかにしていた。しかし、NYSEとユーロネクストの合併計画が発表されてから一転してユーロネクストとの合併交渉を開始した。イタリアの首相や

経済大臣がヨーロッパの取引所統合を望む発言をいち早くしていたが、カプアーノCEOもその後はドイツ取引所、ユーロネクストとの三取引所連合を目指す発言を繰り返している。独仏取引所間の直接的な対話が難しい中で、イタリア取引所は両者を取り持ち、ヨーロッパ連合あるいはユーロ圏連合を実現する動きを見せている。イタリアは人口や国内総生産ではイギリスやフランスとそれほど大きな差はないが、上場企業数が少なく、上場企業の時価総額ではスペインにも及ばず、証券取引所としての存在感もこれまでヨーロッパの中で大きくはなかった。しかし、近年は取引所の電子化とともに出来高を大幅に拡大させており、ここに来て外国取引所との提携にも積極的になってきているようである。そこで、今回のユーロネクストをめぐるドイツ取引所とNYSEとの争奪戦では周回遅れのランナーに注目が集まっているようなものとも言えよう。

伝えられるところでは、イタリア取引所の三取引所合併計画ではユーロネクストに持ち株会社の株式の五〇%を与えらるということであるが、ユーロネクストが時価総額で上回るドイツ取引所に現金を支払う形での合併は考えられないから、ドイツ取引所が傘下の国際決済機関クリアストリームを切り離すことが考えられているはずである。しかし、それでもユーロネクストに新会社の株式の五〇%を与えることは容易ではないので、おそらくイタリア取引所がユーロネクストに加わったものとしてユーロネクストに五〇%の株式を与え、残る五〇%をドイツ取引所が取得するというのが妥協点であろう。ドイツ取引所としても国内の反対勢力がある以上、これ以上の譲歩をするとは考えられない。この妥協案にしてもユーロネクストとドイツ取引所の双方が呑めるのかどうかも不透明である。

時価総額から考えればイタリア取引所ではなく、ロンドン証券取引所が加わればドイツ取引所が新会社の株式の過半数を得ることを回避できるが、ロンドン証券取引所の大株主となったナスダックが納得するとは思えない

し、今のところ、ロンドン証券取引所にもそこまでする用意はないであろう。しかし、ナスダックがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛けた場合にはロンドン証券取引所がこれを回避するためにこうした選択肢を探る可能性も残されている。そうなればアメリカ勢の参入が結果的にはヨーロッパの取引所統合を促進したという思っても見なかった結果につながるかもしれない。

とはいえ、現状ではイタリア取引所の三取引所合併計画にユーロネクストとドイツ取引所の双方が賛同する可能性は高いとは言えず、NYSEとユーロネクストの合併が実現し、ヨーロッパにおける取引所統合はNYSE傘下のユーロネクスト、ドイツ取引所、ロンドン証券取引所（場合によってはナスダック傘下のロンドン証券取引所）の間で再び対抗関係が続く可能性が最も高いと考えられる。ただし、ユーロネクストの株主の過半数は英米系のファンドであり、ユーロネクストの経営陣と異なる判断をおこなうことになるかもしれない。いずれにしてもヨーロッパの取引所間の競合関係はここ当分続きそうであり、安易に統合を想定すること自体が間違いないかもしれない。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)