ヨーロッパの株式市場統合

吉川真裕

要　旨

ヨーロッパの株式市場では単一通貨ユーロの導入によってこれまで以上に国境を越えたクロスボーダー取引が増えているとはいえ，各国の受け渡し・決済に関わる基盤の統合が不十分であり，各国の法制度や取引規則の違いが存在することなどから，ユーロ導入諸国を１つの国のように見なして各業種間で資金の再配分を行うという動きは予想されたほどには進んではいない。ヨーロッパ各国の証券取引所はこれまでも国境で分断された各国の株式市場統合を模索してきたが，証券取引所の合併や統合という形での株式市場統合は各国の証券取引所や会員業者の存立基盤を危うくするという反対から予想されたほどには進展してはいない。

1998年７月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携，これを受けてイギリス，ドイツ，フランス，スイス，オランダ，ベルギー，イタリア，スペインの証券取引所が1998年11月に結んだ株式市場統合協定，2000年５月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画，および新取引所とアメリカのベンチャー株式市場ナスダックとの間で交わされた新たなベンチャー株式市場の開設計画，さらには2000年８月にストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループが試みたロンドン証券取引所の買収計画はいずれも失敗しているが，2000年９月には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合併が実現しており，2001年６月にはスイス取引所がイギリスのトレードポイント証券取引所に取引システムとともに優良銘柄の取引を移管する計画が進行中である。

まだ将来のヨーロッパ株式市場統合に結びつくような道筋は現時点では見えないものの，このようにヨーロッパでは各国の証券取引所の連結・統合を通じた株式市場統合が模索されている。

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．ヨーロッパの株式市場統合前史
　1．ヨーロッパ株式市場統合構想
　2．IDIS
　3．ユーロクォート
　4．ユーロリスト
　5．独仏取引所提携構想
Ⅲ．英独取引所の戦略的提携
　1．株式市場統合へ向けての戦略的提携
　2．難航する戦略的提携構想
Ⅳ．決済機関の再編成
　1．ユーロクリアの統合構想
　2．セデルとDBCの合併：クリアストリーム
　3．クレストの動き
Ⅴ．英独取引所の合併計画
　1．3取引所の合併：ユーロネクスト
　2．英独取引所合併計画：iX
　3．スイス取引所の選択：virt-x
　4．英独取引所の合併計画撤回：OMグループによるロンドン証券取引所の買収提案
Ⅵ．英独取引所の合併計画撤回が意味するもの

Ⅰ．はじめに

ヨーロッパの経済統合は国境の壁を取り払い，あたかも1つの国のようにヒト・モノ・カネの移動を自由にすることを目指しており，1999年の単一通貨ユーロの導入は従来の共同フロート制とは比べものにならないほど資金移動を促進し，金融市場の統合を促した。

短期金融市場においては単一通貨ユーロの導入によって各国の短期金利の収斂が即座に実現し，ブリュッセルのヨーロッパ銀行協会が算出するヨーロッパ銀行間貸出金利（Euribor）がその指標としてすでに定着している。他方，長期金融市場においても単一通貨ユーロの導入によって各国の国債価格から逆算される長期金利も以前に比べれば大幅に収斂しつつある。

これに対して，長期金融市場のもう一方の核である株式市場では，単一通貨ユーロの導入によってこれまで以上に国境を越えたクロスボーダー取引が増えているとはいえ，各国の受け渡し・決済に関わる基盤の統合が不十分であり，各国の法制度や取引規則の違いが存在することなどから，単一通貨ユーロ導入諸国を1つの国のように見なして各業種間で資金の再配分を行うという動きは予想されたほどには進んではいない。ヨーロッパ各国の証券取引所はこれまでも国境で分断された各国の株式市場統合を模索してきたが，証券取引所の合併や統合という形での株式市場統合は各国の証券取引所や会員業者の存立基盤を危うくするという反対から予想されたほどには進展してはいない。しかし，これまでのように国境で区切られた小さな株式市場を運営することで，グローバルな競争が激化する時代に生き残っていくことが困難であることは各国の証券取引所も十分に認識しており，なんらかの形での取引所間の連結・統合を通じた株式市場統合を目指しているという点ではある程度の共通認識はできあがっている。

1998年7月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携，これを受けてイギリス，ドイツ，フランス，スイス，オランダ，ベルギー，イタリア，スペインの証券取引所が1998年11月に結んだ株式市場統合協定，2000年5月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画，および新取引所とアメリカ

のベンチャー株式市場ナスダックとの間で交わされた新たなベンチャー株式市場の開設計画，さらには2000年８月にストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンのOMグループが試みたロンドン証券取引所の買収計画はいずれも失敗しているが，2000年９月には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合併が実現しており，2001年６月にはスイス取引所がイギリスのトレードポイント証券取引所に取引システムとともに優良銘柄の取引を移管する計画が進行中である。

まだ将来のヨーロッパ株式市場統合に結びつくような道筋は現時点では見えないものの，このようにヨーロッパでは各国の証券取引所の連結・統合を通じた株式市場統合が模索されており，この動きは他の地域の証券取引所にも少なからず影響を与えている。本稿では，こうしたヨーロッパにおける株式市場統合の試みを振り返って整理することにより，今後のヨーロッパ株式市場の行方を展望することに役立てたい。

Ⅱ．ヨーロッパの株式市場統合前史[1)]

１．ヨーロッパ株式市場統合構想

ヨーロッパにおける株式市場統合構想は1966年のセグレ報告にまで遡る。この報告書はEC委員会に提出された『単一欧州資本市場の発展』と題する専門家による報告書であり，座長の名をとって通称セグレ報告と呼ばれている。セグレ報告の焦点は債券発行市場の改善と統合に置かれていたが，EC金融資本市場の統合に関する青写真としての性格を合わせ持っており，第４部（証券市場の統合）第11章（単一欧州証券市場の展開）では，①外国株式の上場による上場銘柄の拡大と国際的裁定取引による証券市場間の結びつきの強化，②外国証券の上場を妨げる一切の差別的条項の廃止，③情報開示項目と上場手続きの域内調和，④上場手続きの簡単な構成国の第二部市場への外国証券の導入促進，⑤株価・気配値表示方法の域内調和に基づく外国証券市場情報へのアクセス容易化と裁定取引の促進，⑥単一欧州証券決済機関の設立，⑦証券取引所の会員業者に適用される規制の調和，といった具体的な提案がすでに行われていた。

セグレ報告では外国株式の重複上場による欧州株式市場の統合が提案されていたが，1980年に『単一欧州証券取引所を目指して』と題するシンポジウムがEC委員会の呼びかけのもとブリュッセルで行われ，EC域内証券市場統合のアプローチとして，各国証券取引所を共通のシステムでリンクする証券取引所リンク案が打ち出された。このリンク案に対しては，国際債券ディーラー協会（AIBD，現在のISMA），セデル，ロンドン証券取引所等の消極派の反対や，コンピューターによるEC証券取引所の設立という少数意見も見られたが，EC委員会およびEC証券取引所委員会（のちのEC証券取引所連合）が取引所間のリンクを強化するという漸進的方法でヨーロッパの株式市場を統合していこうとしていることが明らかにされ，後のEC証券市場統合の試みを規定することになった。そして，1983年にはEC委員会から『金融統合』という通達が出され，第一段階として域内の複数の取引所に上場されている欧州株式に限ったリンクを行い，最終的には他の証券や他の市場に拡大していくという具体策が提起された。

1984年には『域内取引所のリンクによる単一欧州株式市場創設のための提案』と題する専門家による報告書がEC委員会とEC証券取引所委

員会に提出された（公表は1985年）。この報告書はホール＝ダンカン報告と呼ばれており，300に及ぶ指令案をリストアップした1985年の『域内市場白書』にもこの報告の主旨が受け継がれている。ホール＝ダンカン報告は全22章470ページからなる膨大なもので，取引所リンクのために取り除くべき障壁として，①政府レベルでの障壁（14章），②投資家にとっての障壁（15章），③取引所サイドの障壁（16章，17章，18章）を詳細に分析し，取引所リンクに関しては，①情報のリンク（19章），②決済のリンク（20章），③立会場の電子的リンク（21章）の３つの領域での課題を検討した後，①情報サービスの施行と政策目標の策定，②情報伝達システムの取引所間取引システムへの転換，③取引所の全面的リンクという３段階にわたる具体的な提案（22章）を行っていた。

２．IDIS

ブリュッセル・シンポジウムで確認された証券取引所リンク案を実現するために，EC証券取引所委員会はIDIS（Interbourse Data Information System）と呼ばれる計画を構想し，1983年にはその概要が明らかにされた。IDIS計画は，①各取引所が選択した銘柄の価格データの伝達，②気配値の伝達，③スクリーン取引システムの開始，④自動決済の導入，という４つの段階を経て，最終的には域内証券取引所の総体的リンクを進めていくというもので，セグレ報告，ブリュッセル・シンポジウムの路線に沿って証券取引所リンクを実現しようとする最初の試みであった。

IDISの実施に際しては，ドイツの８つの証券取引所が共通の価格情報システムをもっていないこと，ギリシャの証券取引所がコンピュータ情報ネットワークを持っていないこと，さらには株価情報の意味が各証券取引所で異なっていたこと（ロンドンでは気配値の中値，ブリュッセルとコペンハーゲンでは気配値，フランス，オランダ，スペイン，イタリアでは約定価格）等の問題が生じたが，1984年にはロンドン，アムステルダム，ブリュッセル，パリを結んで第一段階が開始され，４つの証券取引所で重複上場されている外国株式と各証券取引所の主要20銘柄，計280銘柄の株価情報がIDISを通じて伝達されることになった。

1985年末までには，ルクセンブルグ，コペンハーゲン，ダブリン，マドリード，ミラノの５つの証券取引所が参加し，対象銘柄も400銘柄まで拡大された。1987年10月にはパリとロンドンがIDISの第二段階を先導し，アムステルダムとコペンハーゲンがこれに続いた。さらに他の証券取引所が第二段階に加わった段階でECから50％の補助金がでる予定であったが，IDIS計画は1988年に挫折することになった。

IDIS計画は気配値を伝達する第二段階まで進み，ある程度まで域内証券取引所リンクという名目的な成功をおさめたが，実際に各証券取引所がIDISの恩恵を受けることはほとんどなく，資金的にシステム対応が不可能な証券取引所がでてきたために断念されたと伝えられている。また，のちのEWM（European Wholesale Market）構想やEIM（European Interprofessional Market）構想の主旨から考えると，1985年６月にSEAQインターナショナルを導入し，主要ヨーロッパ株式の取引を急速に拡大させていたロンドン証券取引所がIDIS第三段階のスクリーン取引システムの導入に関心を示さず，消極派に転じたということも考えられる。

3．ユーロクォート

IDISの挫折にも関わらず，EC証券取引所連合（先のEC証券取引所委員会）は1989年９月に域内およびスイスの株価情報と会社情報にアクセスできるシステムとしてPIPE（Price Information Project for Europe）と名付けた情報伝達システムを導入することを発表した。その後，PIPEはユーロクォートと名前を変え，1990年５月にはEC証券取引所連合のコペンハーゲン会議で合意に達し，ブリュッセルに独立の株式会社Euroquote S.A.が設立された（ロンドン，パリ，フランクフルト，マドリードが各15%，残る８取引所が40%を出資）。

ところが，この当時，ヨーロッパ投資サービス指令（ISD）の規制市場（Regulated Market）の定義をめぐってヨーロッパ各国は地中海クラブ（フランス，イタリア，スペイン）と北海同盟（イギリス，ドイツ，オランダ）に二分されており，このあおりを受けて1991年５月のEC証券取引所連合のアテネ会議でイギリス，ドイツ，アイルランドがユーロクォート社への増資を拒否し，1991年７月にEC証券取引所連合の全会一致でユーロクォート計画を凍結することが決定され，ユーロクォートもまた挫折することになった。

4．ユーロリスト

ユーロリスト構想は1989年４月にパリ取引所のレジ・ルセール理事長が提唱したもので，一定の基準に基づいて主要欧州企業を選び出し，それらを域内の各証券取引所に重複上場させ，各国の投資家が当該銘柄を自国市場で自国の制度に基づいて取引できるようにするという計画である。この計画は当初，ユーロクォートと平行して進めていくことで1990年11月に12の証券取引所の間で合意されたが，ユーロクォートの凍結後はユーロクォートの株価情報と会社情報の伝達という機能も合わせ持つことになった。

ユーロリストがIDISやユーロクォートと異なるのは，注文回送や決済のリンクといった政治問題化しやすい要素を取り除き，重複上場のみを当面の目標とすることにより，参加者の負担を緩和した点にあった。ユーロリストはユーロクォートを凍結した1991年５月のアテネ会議でも計画を推進していくことが確認され，1991年のアムステルダム会議では1992年半ばから開始することで合意が行われた。

ところが，ユーロリストの実施は繰り返し延期されることになった。1993年２月の会議では，時価総額10億ECU（約1300億円）以上，年間売買代金２億5000万ECU（約325億円）以上で，６カ国以上の証券取引所に重複上場されている銘柄の会社情報を伝達するメッセージ・システムの創設に関する合意が行われ，1993年第３四半期に実施は延期されたが，ECが重複上場企業の上場義務の簡素化のための法改正に手間取ったために1994年春，1994年秋へと延期された。1994年11月には消極化したフランスを参加させるために重複上場基準が６カ国から３カ国に引き下げられたが，再び1995年４月，５月，10月へと延期され，10月２日の実施計画もフランスの要請により10月９日まで一週間延期された。

1995年10月９日，EU15カ国とスイス，スウェーデンが参加してユーロリストはようやく開始された。９カ国から63の企業が上場される予定であったが，フランスの４銘柄が上場申請を延期し，９カ国59銘柄によるスタートとなった。国別内訳は，オランダ17銘柄，ドイツ13銘柄，スウェーデン９銘柄，ベルギー７銘柄，フラン

ス５銘柄，スペイン４銘柄，イギリス２銘柄，イタリア，ルクセンブルグ各１銘柄であった。ヨーロッパの時価総額で最大のイギリス企業の参加が２銘柄であり，ユーロリストを提唱したフランスが５銘柄しか上場していないことからもわかるように，ユーロリストは開始当初から困難な船出を強いられた。

1996年８月時点では，ドイツ48銘柄，フランス，イギリス各43銘柄，スイス40銘柄，オランダ，ベルギー各38銘柄，ルクセンブルグ23銘柄，オーストリア17銘柄，スウェーデン13銘柄，スペイン８銘柄，イタリア４銘柄，デンマーク３銘柄，アイルランド２銘柄，ポルトガル，ギリシャ各１銘柄，計15カ国322銘柄にまでユーロリスト上場銘柄は達していたが，母国以外での取引は期待されたほど行われず，実施から２年足らずで，1997年６月にユーロリスト計画の停止が決定された。

５．独仏取引所提携構想

1995年10月30日，パリ取引所，パリ・オプション取引所（MONEP），パリ国際金融先物・オプション取引所（MATIF）と，フランクフルト証券取引所とドイツ先物取引所（DTB）の持ち株会社であるドイツ取引所の間で市場間提携の覚書が取り交わされた。この覚書の主旨は両国の現物・派生証券市場の参加者が電子取引システムを通じて相手国の市場に相互にアクセスできるようにすることによって，両国市場間の協力関係を拡大しようというものであったが，通貨統合後のヨーロッパ金融市場でロンドンと対抗していくための提携であったことは誰の目にも明らかであった。

両国間の協力関係は1993年７月の協定に基づいて1994年９月に実施段階に入ったMATIFとDTBの提携に端を発しており，今回の覚書では，①MATIFとMONEPが派生証券市場における電子取引システムとしてDTBのシステムを採用し，②フランクフルト証券取引所が現物市場における電子取引システムとしてパリ取引所のNSC（スーパーCAC）を採用することが計画されていた[2]。

しかし，1996年４月11日，パリ取引所，MONEP，MATIFとドイツ取引所は，包括的な協力関係を確立するための協議を続けてきたが，将来的に共通の売買システムを採用するとしていた当初の計画を断念することを発表した。この提携構想にフランス側は積極的であったが，ドイツの現物市場では大口市場のIBISとフランクフルト証券取引所のBOSS-CUBEをパリ取引所のNSCに置き換えることに対する抵抗が強く，結局，両国で共通の電子取引システムの採用には至らなかった。この後，ドイツ取引所は後にXetraと名付けられた電子取引システムの開発に着手している[3]。

Ⅲ．英独取引所の戦略的提携

１．株式市場統合へ向けての戦略的提携

1998年７月７日，ロンドン証券取引所とドイツ取引所は両国間で主要株式の取引制度を調和させ，将来的には共同電子取引プラットフォームの開発を目指すという戦略的提携の覚書に調印した。そして，両取引所による骨子の決定後，ヨーロッパの他の証券取引所がこの提携に参加することを歓迎し，300銘柄程度のヨーロッパ共通株式市場の設立を提唱した。

両取引所は研究・開発・規制・システムを収斂させるための共同作業を行うために，各取引所から２人ずつの代表からなる計画理事会を設

置し，ロンドン証券取引所のケイシー最高経営責任者が議長を務めること，共同出資によるジョイント・ベンチャー企業を設立すること，1999年1月4日の通貨統合までに両取引所への共通アクセス・パッケージを提供し，両取引所で重複上場されている英独主要株式に単一市場を設けること，そして12カ月以内に市場規制や大口取引を調和させるための重大な進展が予定されていることも同時に発表した[4]。

これを受けて，アムステルダム証券取引所はいち早くこの提案に対する支持を非公式に表明したが，大陸取引所で協力してロンドンに対抗していこうとしていたパリ取引所はヨーロッパ共通市場の主導権がロンドンとフランクフルトに移ったことに対して激しい反発の姿勢をあらわにした。フランスが参加する場合のシェアは英独の4に対して2だというドイツ取引所幹部の発言が伝えられたこともパリ取引所を刺激し，パリ取引所はイタリア，スペイン，オランダ，ベルギーの証券取引所に呼びかけて英独提携に対抗する意図を表明し，ニューヨーク証券取引所にも提携の打診をする用意があると巻き返しをはかった。

11月4日にロンドン，翌5日にフランクフルトで開かれたセミナーで，ロンドン証券取引所とドイツ取引所は，①1999年1月4日からロンドン証券取引所会員はドイツ取引所の遠隔地会員としてXetraを通じた取引に参加でき，ドイツ取引所会員はSETS特別会員としてSETSを通じた取引に参加できること，②両取引所への入会金は免除されること，③SETS／Xetraにアクセスするためのソフトウェアその他は一年間割引レートでトライアル・パッケージとして提供されること，④決済に関してはCrestとドイツ取引所クリアリング（DBC）の決済システムが利用され，1年間定額費用免除であること，⑤取引規則・規制・取引時間・税制については両国の従来の制度に従うこと，⑥1999年中にジョイント・ベンチャー企業の設立，共通の規則と規制の制定，使用料金体系の簡素化，SETS／Xetraへの共通フロントエンドの提供，共通清算機構の提供へ向けての作業を行い，2000年以降に単一取引プラットフォームと規則・使用料・決済機構の調和が計画されていることを明らかにした[5]。

パリ取引所の英独提携に対する反撃の企てにも関わらず，11月19日にマドリード証券取引所が英独提携に将来的に参加する用意があると正式に表明し，ミラノ証券取引所も英独提携支持の立場にあることが伝えられ，パリ取引所の反英独提携構想は破綻した形となり，11月27日にはEU統合後のヨーロッパ市場の構想をめぐってパリでヨーロッパの9つの証券取引所による会合が開かれた。この会議ではストックホルム証券取引所を除く8つの取引所の間で将来のヨーロッパ統合株式市場を目指して取引所提携委員会が設立され，次回の会合の決定がなされただけで具体的な成果はえられなかった模様であるが，英独取引所提携に他のヨーロッパ主要証券取引所が追随するという今後の状況は決定的なものとなった。

2．難航する戦略的提携構想

1999年1月からは予定通り，ロンドン証券取引所とドイツ取引所の電子取引システムの間で重複上場銘柄の流動性の統合が行われ，ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第一歩は緒についた。しかし，1998年11月のセミナーで公表されていた次のステップであるジョイント・ベンチャー企業の設立，共通の規則と規制の制定，使

用料金体系の簡素化，SETS/Xetraへの共通フロントエンドの提供，共通決済機構の提供のうち，ジョイント・ベンチャー企業の設立に関しては所有比率の調整で難航し，300銘柄程度の株価指数をどのように決定するのかに関しても調整は進んでいないと伝えられていた。

こうした状況のもとで1999年３月９日にロンドン証券取引所とドイツ取引所は短期的な市場調整に関する提案を公表した。この提案の骨子は取引時間・注文規模の上限・指し値注文の有効期限の統一に関するものであり，1998年７月に取引開始時間を30分繰り下げたロンドン証券取引所が取引開始時間を１時間繰り上げるということを除けばほとんど反対する理由は見当たらない[6]。そこで，今回の提案は両取引所による調整の難航を隠蔽するための手段に過ぎないという見方さえあった。そして，両取引所による調整の難航を取り繕うかのように，1999年５月４日にはマドリードで８取引所による覚書の調印が行われ，各国の優良銘柄を取引するための共通プラットフォームの開発と共通の規則と規制の制定が８取引所の間で再度確認された[7]。

1999年９月22日にブリュッセルで８取引所から発表されたプレス・リリースでは，共通プラットフォームではなく，共通マーケット・モデルに従う各国の取引システムにアクセスするための共通電子インターファイスの導入を2000年11月までに行うという形に合意は後退した。このプレス・リリースでは調和した規則に従って共通の機能を持つ，高流動性銘柄のための共通マーケット・モデルを想定し，流動性の拡大，透明性の向上，取引手続きの簡素化，利用者のシステム装備の削減，新規資金の獲得，投資家保護の促進，市場のインテグリティ（継続性）の確保，といった目的のために，以下のような特徴を持つ共通マーケット・モデルが合意されていることが示された[8]。

①寄り付きと引けおよび場合によっては日中にもコール・オークションが行われる電子的継続オーダー・ドリブン取引システムの採用
②各証券取引所のオーダー・ブックにアクセスするための調和したアレンジの採用
③取引前と取引後の匿名性の確保とセントラル・カウンターパーティの採用
④注文形態，サイズ，オークションの利用形態，ディーリング容量，ティック・サイズといった継続取引のための調和した機能の採用
⑤大口取引に対して，注文総量をオーダー・ブックに表示しないhidden orderやiceberg orderといった特殊なタイプの注文をサポートする機能の採用
⑥価格操作や指数操作を防止するための共通アプローチの採用
⑦会員業者の立地に左右されない公正で平等な市場へのアクセス

この発表に対して，共通プラットフォームを切望してきたヨーロッパの機関投資家や大手金融機関からは失望の声が上がり，ヨーロッパ統一株式市場構想には，各証券取引所は総論では賛成であるものの，自らの存続に関わる各論では合意ができないことが明らかとなった。とりわけ，この対立の中心は戦略的提携の発表によってヨーロッパ統一株式市場構想を打ち出したロンドン証券取引所とドイツ取引所の間にあり，統合後のイニシアティブをどちらが握るのかという問題でどちらも譲歩ができなかったことが最大の理由である。株式市場の長い伝統とヨーロッパ最大の時価総額を持ち，SEAQインターナショナルで１度はヨーロッパ株式市場を独占しかけたロンドン証券取引所と，東ドイツの併

合によって勢いづき，経済規模では他のヨーロッパ諸国を寄せ付けないドイツにあって，世界最大の先物取引所EUREX（DTBがスイスのSOFFEXと合併して1998年に誕生）やヨーロッパ最大のベンチャー株式市場ノイア・マルクト（Neuer Markt）を傘下に持つドイツ取引所の提携ということ自体に最初から無理があったのかもしれない。

Ⅳ．決済機関の再編成

1．ユーロクリアの統合構想

ヨーロッパにおける国境を越えたクロスボーダー取引では取引そのものにも増して受け渡し・決済業務にコストがかかると言われている。国の数だけ受け渡し・決済機関（証券保管振替機関）が存在し，その決済機関の組み合わせの数だけでも膨大な数にのぼり，しかもそれぞれの決済機関が歴史的な経緯からかならずしも同一の期日や手続きで決済業務を行っているわけではない。株式取引のクロスボーダー化に先駆けて，1960年代におけるユーロ債市場の発展とともに，ヨーロッパのみならず，世界的な規模でのクロスボーダー化が進展した債券取引では，1968年にはブリュッセルにユーロクリア（Euroclear），1970年にはルクセンブルグにセデル（Cedel International）という２つの国際決済機関が誕生し，ユーロ債市場のほとんどの取引を決済してきた。しかし，株式取引では1980年代後半から活発化したロンドン証券取引所のSEAQインターナショナルでのクロスボーダー取引でもユーロクリアやセデルの利用は限定的で大半は母国市場の決済機関を通じて決済業務は行われてきた。そこで，ヨーロッパでは各国の決済機関の連合体である欧州中央証券保管振替協会（ECSDA）が個々の決済機関が双務契約を結ぶことにより，各国の決済機関をリンクさせるというECSDAモデルを推進してきた。

1999年５月４日，くしくも８取引所が共同声明を発表した同じ日に，ユーロクリアはHub and Spokesモデルという新たな決済機関統合モデルを打ち出し，ユーロクリアによるセデルの買収提案を発表した[9]。ユーロクリアはECSDAモデルの推進には各国決済機関の協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかりすぎるとして批判し，他方で単一中央決済機関の設立を目指す国際中央決済機関（ICSD）モデルに対しては，①イギリスやイタリアは外国での証券保管を禁止し，上場証券の国内登録を義務づけている，②ドイツは上場証券取引の国内証券保管振替機関での決済を義務づけている，③フランスは配当支払いを国内銀行に限定している，④単一中央決済機関の立地問題は雇用問題と絡んで政治的対立を生み出す，⑤多くの国々では特定業種に対する外国人による株式保有制限を課している，といった点を考慮すると，各国での法改正の問題が避けられず，近い将来に実現する見通しは立たないと断定している。ユーロクリアの提唱するHub and SpokesモデルはECSDAモデルとICSDモデルを折衷させることで，より早く決済業務の効率化を実現できるという点が売りものであり，各国の決済機関（Spokes）は引き続き国内決済業務を継続するが，国際決済業務に関しては各国の決済機関が直接相互に受け渡し・決済を行うのではなく，それぞれが国際中央決済機関（Hub）との間でのみ受け渡し・決済を行い，国際中央決済機関が各国決済機関のための決済機関として受け渡し・決済業務を行うというものである。したがって，国際中央決済機関が複数存在する必要はなく，これまでの

実績からみてユーロクリアが国際中央決済機関に適任であり，セデルを統合することによって国際中央決済機関の機能を強化できるというのがユーロクリアの提案内容であった。

2．セデルとDBCの合併：クリアストリーム

ユーロクリアのHub and Spokesモデルは各国決済機関に国内業務を継続させることによって法改正の問題を回避し，各国決済機関の不合理な反発を招くこともなく，各国決済機関の間の国際決済業務を効率化できるという点では現実的で優れたアイデアであると評価できよう。しかし，買収を提案されたセデルと，ECSDAモデルのもとでヨーロッパ最大の国内決済機関であると同時に国際決済業務への進出を目指してきたドイツ取引所クリアリング（DBC）にとっては，Hub and Spokesモデルはユーロクリアの地位を安泰にし，自らの事業展開を制約するという受け入れがたい提案として受け取られたようである。ユーロクリアの提案を受けて，1999年5月14日にルクセンブルグでセデルとDBCは2000年1月の対等合併を発表し，フランスの決済機関であるSICOVAMも新会社設立後に参加する覚書に調印したことが明らかにされた。対等合併の内容はDBCが独自の決済システムの開発を放棄し，セデルのCreationというITシステムを採用することによって，単一決済システムを各国の決済機関にも波及させ，ドイツの国内受け渡し・決済業務も行う新会社が国際中央決済機関となるという形であり，ユーロクリアのHub and Spokesモデルに対する代案としてECHモデルと名付けられた。そして，定評の高いフランスのネッティング・システムであるClearnetが利用される予定であることも発表され，新会社設立後に合流するSICOVAMの出資比率は今後の交渉によって実績に応じて決定されるとも伝えられた[10]。

新会社の最高経営責任者はセデルの最高経営責任者アンドレ・ルッシ氏が継承し，本部も引き続きルクセンブルグに置かれるということであるから，いっけんDBCにとってのメリットは少ないようにみえるが，ロンドン証券取引所とドイツ取引所の取引システムをめぐる交渉の力関係にセデルとDBCの合併は大きく影響を及ぼすものと考えられた。決済システムとリンクしたドイツ取引所の電子取引システムXetraの方がロンドン証券取引所の電子取引システムSETSよりもヨーロッパ共通プラットフォームにふさわしいとささやかれていたが，DBCが国際中央決済機関の一部となり，統一ITシステムを採用するとなれば，ドイツ取引所のXetraが共通プラットフォームになる可能性は著しく高まるものとみられていた。

5月26日にセデルとDBCは各国の決済機関にECHモデルへの参加を呼びかけ，9月10日にはイタリアの決済機関であるモンテ・ティトーリ（Monte Titoli）と覚書の調印に向けて協議に入ったことを明らかにし，11月2日にはセデルとDBCは正式な合併契約書に調印したが，11月22日にはSICOVAMとの交渉打ち切りが発表され，翌11月23日にはユーロクリアとSICOVAM，そしてパリ取引所傘下のデリバティブと店頭取引の決済機関クリアネットが2000年4月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の決済・ネッティングのための戦略的提携計画を打ち出した（この後，ユーロネクストの誕生により，SICOVAMはユーロクリアの子会社となることになった）。今回のユーロクリアの目標はHub and Spokesモデルの追求ではなく，セデルとDBCが目指した単一決済システムの採用にあり，DBCに次ぐヨ

ーロッパ第２の国内決済機関であるSICOVAMと組むことにより，セデル・DBC連合に対抗しようという戦略である。2000年１月17日にセデルとDBCの新会社はClearstream International（通称クリアストリーム）という名称で発足し，決済業務を扱うClearstream Bankingと決済プロセスとIT開発を行うClearstream Servicesを傘下に置いて業務を開始している。

３．クレストの動き

ところで，決済問題に関しては蚊帳の外に置かれていたイギリスのクレスト（Crest）も決済費用の削減に向けて独自の戦略を追求している。

1998年７月のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携の発表を受けて，９月22日にクレストはイングランド銀行からイギリス国債とマネーマーケット商品の決済業務の移管を取り付け，1999年９月19日からイギリス国債とマネーマーケット商品の決済業務を開始し，ドイツのDBCやフランスのSICOVAMと対等な形にこぎつけている。また，1999年８月23日からはスイスの決済機関であるSIS（SegaInterSettle）との間で，10月25日からはドイツのDBCとの間でリンクを開始しており，2000年３月26日にはSISとの間でThe Clearing Network（TSN）と名付けた決済ネットワーク・システムを導入し，2001年２月26日にはロンドン証券取引所とロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）とともにイギリスの懸案であったセントラル・カウンターパーティの導入を実現した（ネッティングは2002年２月以降）。

Ⅴ．英独取引所の合併計画

１．３取引所の合併：ユーロネクスト

2000年３月15日，フランスのパリ取引所と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が合併交渉に入ったというニュースが流れ，1998年７月７日のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携以来の衝撃が走った。そして，３月18日には各取引所の理事会による全会一致の支持を受けて覚書に調印され，３月20日にはロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携の記者会見を行ったロンドンのサボイ・ホテルで記者会見が行われた[11]。

合併後の新会社の名称はユーロネクスト（Euronext）であり，３取引所およびその傘下のデリバティブ取引所の会員または株主を同一資格の株主として持つ新会社としてオランダに設立される（４月に発表された各取引所による出資比率は60対32対８）。新会社はパリ取引所のジャン・フランソワ・テオドール会長，アムステルダム取引所のジョージ・メラー会長，ブリュッセル取引所のオリバー・ルフェーブル会長の３人からなる取締役会と投資家を含めた12人の監査役会によって運営され，初代の社長兼最高経営責任者にはパリ取引所のテオドール会長，最高業務責任者にはアムステルダム取引所のメラー会長（次期会長兼最高経営責任者を予定），法務および人事を担当する専務理事にはブリュッセル取引所のルフェーブル会長の就任がそれぞれ予定されている。そして，2000年９月の合併完了と，年内の上場（後に2001年第２四半期に延期），2001年第１四半期のルール統一とシステム統合が公表された。

この合併は株式市場の統合に止まらず，それ

ぞれの取引所がデリバティブ市場と決済機関を傘下におさめていることから，株式市場，デリバティブ市場，決済機関，すべての統合を目指しており，各国の証券取引所と決済機関の間で独自に行われてきたヨーロッパ統合をデリバティブ市場も含めて一挙に実施するという新たな戦略を提示した。なお，ユーロネクストはすでにルクセンブルグ取引所から参加の意向を打診されており，新たなパートナーの参加を歓迎するが，これまでの8取引所による株式市場統合計画を排除するものではなく，引き続き統合計画に参加していくという意向も示された。

合併後の業務運営については，パリ取引所が優良株式市場，アムステルダム取引所がデリバティブ市場，ブリュッセル取引所がベンチャー株式市場を分担するとか，パリ取引所が株式市場，アムステルダム取引所がデリバティブ市場，ブリュッセル取引所が決済業務を分担するといった報道が流れたが，記者会見では地理的な棲み分けは計画していないと説明された。そして，取引システムについてはパリ取引所とブリュッセル取引所で使用しているパリ取引所の電子取引システムNSCに基づいて株式取引が行われ，ネッティング業務についてはフランスのクリアネットを拡張する形で対応し，決済業務についてはパリ取引所が採用しているシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）とニューヨーク工業品取引所（NYMEX）が共同開発したクリアリング21に基づいて行われる予定であると説明されたが，デリバティブ取引に関してはどの取引システムを採用するかは決まっておらず，ロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）のLIFFEコネクトにも関心があるとして，ユーロネクストへのLIFFEの参加を促していた。

また，決済機関については単一の機関を予定しており，フランスのSICOVAMとの間で戦略的提携を計画しているユーロクリアが第一候補であると言明し，ユーロネクストへのユーロクリアの参加も促していた。ユーロネクストの設立計画を受けて，3月24日，ユーロクリアとSICOVAMはSICOVAMがユーロクリアの子会社になる形で合併の同意に達したことを明らかにし，ユーロネクストの受け渡し・決済・ネッティング業務を行うことを表明した[12]。

その後，ヨーロネクストは2000年9月22日に株式会社として発足し，2000年12月にはデリバティブ取引のシステムを独自開発することに決定しており，2001年6月の株式上場を計画している。

2．英独取引所合併計画：iX

（1）合併計画発表に至る経緯

2000年5月4日，ロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併し，ヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのナスダックとの間でベンチャー株式市場を共同子会社として設立する計画を明らかにしたが，ユーロネクストの出現が今回のロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画に影響していることは間違いない。ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者によれば，2月半ばにロンドン証券取引所とドイツ取引所，パリ取引所の間で合併に関する話し合いが持たれていたが，パリ取引所は不作法な形で退席したということであり，すでに水面下ではさまざまな交渉が進んでいた模様である。

4月5日にはロンドン証券取引所とドイツ取引所が真剣に交渉中であると伝えられたが，この日，ロンドン証券取引所の電子取引システムSETSはシステム障害で午後3時近くまで取引が始まらず，取引時間を延長するというハプニ

ングが生じた。この日はイギリスの個人投資家にとってキャピタルゲイン課税の最終取引期限であり，ロンドン証券取引所は投資家からの信頼を失うことになった。そして，監督当局である金融サービス機構（FSA）のデービス長官がロンドン証券取引所以外でのイギリス株取引も投資家は考慮する必要があるという発言を行い，SETSが将来の共通取引プラットフォームになる可能性はなくなったとも言われている。

4月18日，翌週にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併発表があるという報道が一斉に流れた。4月20日にはロンドン証券取引所のケンプ=ウェルチ会長の後任として5月25日にクルックシャンク氏が就任することが発表され，記者会見の席上でクルックシャンク氏はロンドン証券取引所がドイツ取引所と合併交渉中であることを認め，さまざまな報道が飛び交った。一説では穏健なロンドン証券取引所のケイシー最高経営責任者ではドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者との交渉で太刀打ちできず，シティでのビジネスが経験ないにも関わらず，交渉を有利に進めるために押しの強いクルックシャンク氏を採用したともいう。

その後も合併発表は行われないままであったが，4月24日になってアメリカの店頭株式市場ナスダックが合併交渉中のロンドン証券取引所とドイツ取引所に提携を持ちかけているという報道が流れ，事態は一層複雑化した。ドイツ取引所は合併交渉の報道前からユーロボードへの名称変更と新規公開（公募増資）の方針を固め，5月4日の会員総会での投票を受けて7月中には新規上場するスケジュールを決定しており，合併交渉の期限は5月3日というのが関係者の間で一致した見解であった。

4月28日には合併は確実という報道が流れ，ドイツ取引所は4月29日に理事会で合併承認の決議を行った。そして，5月2日にはロンドン証券取引所も理事会を行い，5月3日に正式発表がロンドンで行われるという報道が知れ渡った。さらに，ナスダックも5月3日にニューヨークでヨーロッパ戦略に関する重大発表を行うと伝えられ，関係者の間ではロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併にナスダックが関わるものと考えられた。また，マドリード証券取引所とミラノ証券取引所が英独合併取引所とすでに交渉を進めているという報道も現れ，5月3日の発表に注目が集まった。

そして，5月3日のロンドンでの記者会見にはロンドン証券取引所のケイシー最高経営責任者とクルックシャンク次期会長，ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者とブロイヤー会長，そしてナスダックを運営するNASDのザーブ会長兼最高経営責任者が出席し，ロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併（新取引所の名称はiX）と，iXとナスダックによる対等出資の共同子会社を通じたベンチャー株式市場の創設が発表された[13]。

（2）合併と共同子会社設立計画

5月3日に発表された合併計画では，両取引所が対等合併して新会社iX（international exchange plc）をイングランドに設立し，ドイツ取引所が保有する決済機関クリアストリームの保有株式50%を除いて，ロンドン証券取引所とドイツ取引所の全事業によって構成される（ドイツ取引所はクリアストリームの株式を引き続き保有する）。

両取引所の共有するビジョンの核心は，共通のマーケット・モデルと規制アプローチのもとで，あらゆるヨーロッパ株式の取引を行う統合

されたXetraに基づくプラットフォームによって株式流通市場の取引施設が提供されることである。そして，ナスダックとiXはヨーロッパ全域にわたる高成長企業のグローバルにリンクした市場の開発に取り組み，相互株式保有，ナスダックのブランドを用いたグローバルなプラットフォームの開発計画等の更なる事業協力に関する協議も行う。

より細かな内容は以下のようなものであった。

(a) iX

iXはあらゆるヨーロッパ株式にXetraに基づいた単一の取引プラットフォームを提供する。その目的はあらゆるヨーロッパ株式が最終的には市場条件とコンサルテーションに基づいてユーロ建てで取引されることである。各市場は規制やマーケッティング上の理由で場合によっては各国ベースで組織されることになり，各市場の規制構造の変更を目指してはいない。

(b) テクノロジー

両取引所のテクノロジーはiXの子会社に移転されるが，ドイツ取引所のシステム子会社がiXの技術サービスの主たる提供者となり，ドイツに止まってロンドンでのシステム援助も行う。

(c) デリバティブ，クリアリング，セトルメント

ドイツ取引所の子会社であるEUREXとEUREX Clearingは引き続き先物・オプション取引業務と決済業務を行い，規制に関する変更はない。

(d) クリアリング・サービス

統合された全ヨーロッパ市場の取引は，顧客に最大の利益をもたらすために最終的には単一のセントラル・カウンターパーティを採用することを計画している。

(e) セトルメント・サービス

国内の事情を考慮しながらも最終的には決済業務は統合された全ヨーロッパ・ベースで行われるべきものである。iXは利用者に決済インフラの管理・所有・構造についてコンサルテーションを行う予定であるが，当面は受け渡し・決済業務はクリアストリームとクレストによって引き続き行われる。

(f) インフォメーション・サービス

合併で統合された全ヨーロッパ市場の創設はiXの市場情報や会社情報の幅と深さを拡大させるものであり，これらの情報は利用者に最大限の透明性・効率性・付加価値を提供するために適切な手段を通じて提供される。また，iXは当該市場で取引される証券の指数を開発するために単一の戦略を採用する。

(g) その他

iXはドイツ取引所とロンドン証券取引所の能力を活用して市場や取引システムを設計・施工し，他の取引所へのサービス，ドットコム取引サービス，エネルギー取引，B2Bサービス，OTC債券取引といったサービスを提供するというビジネス・モデルを採用する。

ロンドン証券取引所とドイツ取引所は他の取引所が順次，適切な条件のもとでiXに参加することを歓迎する。ヨーロッパにおける統合の一貫としてミラノ証券取引所とマドリード証券取引所の間ではすでに話し合いが始まっている。

(h) ナスダック・iXの共同事業

ナスダックとiXは全ヨーロッパの高成長企業を対象とした株式市場を開設するための共同事業を行うことで合意した。ナスダック・iXの共同子会社はナスダック・ヨーロッパとiXが50%ずつ出資してイングランドの企業として設立され，本部をロンドンに置き，ナスダックというブランド名を持ち，ドイツの規制のもとでフランクフルトで運営される。

ナスダック・ヨーロッパとiXはこの市場が全ヨーロッパの高成長企業の株式を上場・取引する主要な市場となることを目指しており，関連する株価指数の開発とマーケティングを行う。この市場は国際的な証券，取引所上場ファンドや指数をも対象とし，他のナスダック関連の市場とリンクされる。

ナスダック・iXの共同子会社は当該プラットフォームを通じて取引される証券にとって最適となる市場構造を採用し，そのマーケット・モデルはオーダー・ドリブン方式とクォート・ドリブン方式を組み合わせて最大限の流動性と透明性を実現し，ディーラーが注文を内部で付け合わせ，市場施設を通じて取引を報告することができるというものになる。

ナスダック・iXの取引／ネットワーク・プラットフォームはXetraシステムとなる予定である。ナスダック・ヨーロッパとiXは市場参加者と相談しながら次世代の取引機能を設計・開発することで協力する。

(i) 理事会・経営陣・従業員

iXはイギリスのコーポレート・ガバナンス・モデルに沿って運営される単一の理事会を持ち，ロンドン証券取引所とドイツ取引所から同数の理事会メンバーを採用する。

ロンドン証券取引所のクルックシャンク次期会長が会長，ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者が最高経営責任者となり，その他の理事会メンバーは追って決定される。iXはロンドンに本部を置き，英語を公用言語とする。

ロンドン証券取引所とドイツ取引所の従業員は年金や雇用といった従業員の権利は完全に保護される。

(j) 株式保有・上場・取引

iXの規則ではいかなる株主や関連した株主グループも4.9%を越える株式を保有することはできない。ドイツ取引所は当面iXの50%の株式を保有することを認められるが，50%を越えることは認められず，できるだけ速やかにiXの株式を株主に配分する。iXの株主の承認を必要とする事項はすべて75%の多数決によって決定される。

ロンドン証券取引所の株式はロンドン証券取引所による計画文書の郵送後，カザノブ社によって提供される場外取引施設を通じて取引することができる。合併完了後，iXの株式についても同様の取引施設を確保する。

iXの上場に関する決定はiXのビジネスの進展をみながら検討される。

(k) 文書交付と計画表

合併に関する正式文書の交付はロンドン証券取引所とドイツ取引所の株主に対してできるだけ速やかに行われる。この文書はロンドン証券取引所とドイツ取引所のそれぞれの株主総会の通知とロンドン証券取引所のスキームを含み，ロンドン証券取引所とドイツ取引所の株主によって必要な手続きを明記する。合併の完了は2000年秋と予定されている。

(l) アドバイザー

この合併に関して，ロンドン証券取引所はシュローダーとメリルリンチ，ドイツ取引所はゴールドマン・サックスからアドバイスを受けている。

（3）合併計画発表後の推移

5月3日の記者会見はロンドンで行われたこともあって，イギリスの報道関係者が多く，イギリス株式が将来的にはユーロ建てで取引されるであろうという見通しを含んでいたことに報道陣が反応し，ユーロ導入反対が根強く，ユー

ロ導入を決定していないイギリスで株式取引がユーロ導入を裏口から強制しようとしている陰謀だという反応が巻き起こった。また，伝えられたところではイングランド銀行や大手証券会社の反応は好意的であったが，イギリスの個人顧客投資マネジャー・株式ブローカー協会（APCIMS）は個人投資家の取引コストを引き上げるとして反対していた。そして，iXの決済業務を当面は分担することになったイギリスのクレストとドイツのクリアストリームは，1998年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携発表以来協力関係にあり，1999年10月からは決済リンクも行っており，5月3日に共同でプレス・リリースを発行し，協力してiXをサポートしていくことを明らかにした[14]。さらに，ユーロネクストの決済業務を担当する予定のユーロクリアもこの合併計画をヨーロッパの資本市場統合への更なるステップとして歓迎すると述べていた。

ところで，注目を集めたロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併発表から日が経つにつれ，当初は聞かれなかった反対意見の報道が目立つようになった。5月10日にFinancial Times紙はクレディ・スイス，UBSウォーバーグ，メリルリンチといった投資銀行がガバナンス，上場計画，テクノロジー費用等に関する疑問が解消されれば合併計画を支持すると留保条件を付けたと報じ，Daily Telegraph紙はナスダック・ヨーロッパをロンドンに誘致したブラウン蔵相はナスダック・iXの取引がフランクフルトに移るという発表に落胆していると報じる一方，イングランド銀行のクレメンティ副総裁もロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）がロンドンのあらゆる金融取引のセントラル・カウンターパーティになるという計画を台無しにするのではないかと心配していると報じた。そして，英国経営者協会のコックス専務理事からの手紙が5月19日のFinancial Times紙に掲載され，合併計画のロンドン側のイニシアティブはメリルリンチ，ゴールドマン・サックス，モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターといった米国投資銀行に握られており，ロンドンの利益を考えているとは限らないという批判が公言された。

その後もイギリスでは合併計画に対する反対意見が数多く報道されたが，ドイツでも反対意見が吹き出した。5月17日にはReutersがロンドンへの上場を強制されることになるドイツの優良企業は戸惑っていると報じ，Dow Jones Newswiresはドイツ取引所監査役会の準メンバーであるドイチェ・ギロツェントラーレ・ドイチェ・コムナルバンクのツァス会長が対等合併の内容がロンドンに有利なものであれば反対すると述べたと報じた。また，ドイツ取引所監査役会のメンバーであるBHF銀行のメケル氏は新取引所のベンチャー株式市場は上場委員会だけでなく，トップ・マネジメントやマーケティング部門もフランクフルトへ置くべきであると述べ，ドイツ取引所監査役会のメンバーであるドレスナー銀行のフィッシャー会長もノイア・マルクトはフランクフルトに止まることをマネジメントの所在によってはっきりさせるべきであると述べていた。さらに，ドイツ連邦銀行のレッカーズ氏も個人的な見解としてベンチャー株式市場をフランクフルトに残すためにベンチャー株式市場部門の本部もフランクフルトに置くべきであると発言し，フランクフルト取引所を監督するヘッセ州のポッシュ経済大臣はドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者に合併計画に関する14項目の質問状を送付し，回答によっては合併計画の差し止めもあり得るとも報じ

られた。

しかし，５月22日夜に行われたドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者との会見でポッシュ経済大臣はナスダック・iXがロンドンのiX本部から十分に独立して運営されること，フランクフルトの優良銘柄がロンドンへの上場を強制されないことに納得し，５月23日に行われたドイツ証券取引所の監査役会でもブロイヤー会長の尽力によって21人の理事のうち賛成17，棄権４で合併計画が承認され，ドイツでの合併反対論はとりあえずはおさまった模様であった。

３．スイス取引所の選択：virt-x

2000年７月10日，ロンドン証券取引所と同じ公認投資取引所であるイギリスのトレードポイントがイギリス以外のヨーロッパ諸国の株式取引を開始したその日に，トレードポイントとスイス取引所が共同でvirt-x（virtual exchangeから命名）と名付けたヨーロッパ第三の共通株式市場を設立する計画を発表した。

ヨーロッパではパリ取引所を核とするユーロネクスト，英独取引所によるiXの出現によってヨーロッパの株式市場は二大陣営に分かれるかと思われた矢先，イギリス，ドイツ，フランスに次ぐヨーロッパ第四の株式市場を有するスイス取引所がトレードポイントと協力してヨーロッパ第三の市場の設立に動き出した。

（１）トレードポイント

トレードポイントは1992年１月に設立された株式会社であり，当初はカナダのバンクーバー証券取引所に株式を上場（現在は上場廃止）し，ロンドン証券取引所の未上場株市場AIM（Alternative Investment Market）で取引が行われている。トレードポイントは当初からロンドン証券取引所と競合するオークション方式の取引システムの開発を表明しており，1994年12月に当時の監督官庁である英国証券投資委員会（SIB）に公認投資取引所の資格を申請し，1995年６月にはSIBから正式に承認を受け，同年９月21日に400銘柄のイギリス株式を対象として50社の参加者で取引を開始した。そして，同年12月にはヨーロッパ投資サービス指令のもとでの正式取引所（Regulated Market）としても認可された。

1996年１月にはブルンバーグ社との間でブルンバーグの端末を通じた取引執行の契約を結び，その後の成長が期待されたにもかかわらず，黒字になるほどに取引は伸びず，1997年５月と７月には株式や転換社債の発行といった形でインターディーラー・ブローカーとベンチャー・キャピタルから資本注入を受けていた。

1997年10月のロンドン証券取引所による新取引システムSETSの導入直前にはインターディーラー・ブローカーの参入によって取引が急増したが，損益分岐点といわれるロンドン証券取引所の２％には達せず，同年11月には取引振興策としてアメリカからの注文を増やすために登録免除取引所の認可を米国証券取引委員会（SEC）に申請した。1998年７月にはSECへの申請がフェデラル・レジスター上で公開され，最終認可は1999年３月23日に下された。なお，これに先立って1998年８月14日に香港証券先物委員会は香港所在の金融機関がブルンバーグを通じてトレードポイントで英国株式を取引することを認可し，1999年３月２日にはスイス連邦銀行委員会が機関投資家とブローカー／ディーラーによるトレードポイントでの英国株式の取引を認可していた。

SECがトレードポイントを登録免除取引所と

して認可し，アメリカの投資家がトレードポイントを利用する可能性が高まり，1999年５月６日，トレードポイントはインスティネットを筆頭とするコンソーシアムによるファイナンス計画を公表した。このコンソーシアムのメンバーは英国通信社ロイター傘下のECNであるインスティネット，ゴールドマン・サックスとEトレードが25％ずつ出資するECNであるアーキペラゴウ，米国大手投資信託運用会社アメリカン・センチュリー，米国証券会社モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター，米国マネーセンター・バンクのJPモルガン，の５社であったが，５月12日にはスイスのUBS傘下にあるイギリスの大手証券会社ウォーバーグ・ディロン・リードもコンソーシアムに参加することになった。その結果，コンソーシアム・メンバーを通じたイギリス株の取引比率は25％に達し，コンソーシアム・メンバーがトレードポイントでの取引を通じてサポートするとすれば，トレードポイントの損益分岐点と言われるロンドン証券取引所の２％の取引は容易に達成されるものと見られていた。しかもSBCと旧UBSのスイス二大銀行が合併した新UBSを親会社とするウォーバーグ・ディロン・リードはヨーロッパの株式市場でも15％の取引シェアを占めると言われ，トレードポイントがヨーロッパ株式を取引対象に含める可能性も高まった。そして，インスティネットから派遣されることが決まっていた次期最高経営責任者のキルスビー氏は1999年６月にトレードポイントが１年以内にヨーロッパの主要株式の取引を開始することを明らかにしていた[15]。

期待に反して，トレードポイントの英国株取引はその後も大きく伸びることはなく，損益分岐点と言われるロンドン証券取引所の２％に達することはなかった。しかし，ロンドン証券取引所とドイツ取引所を核とした８取引所による共通株式市場構想も難航し，1999年９月22日に８取引所から発表されたプレス・リリースでは，共通プラットフォームではなく，共通マーケット・モデルに従う各国の取引システムにアクセスするための共通電子インターフェイスの導入を2000年11月までに行うという形に合意は後退していた。これを受けて，翌９月23日，クレディ・スイス・ファースト・ボストン，ドレスナー・クラインウォート・ベンソン，メリルリンチの３社がトレードポイントのコンソーシアムに参加することを表明し，他の２社も検討中であると伝えられた。そして，11月10日にはドイツ銀行，12月29日にはABNアムロ銀行がトレードポイントのコンソーシアムに加わり，11社となったコンソーシアムのメンバーは８取引所主導によるヨーロッパ共通株式市場に見切りをつけ，トレードポイントにその役割を果たさせようという姿勢を明らかにした。

2000年２月10日，トレードポイントはLCHとユーロクリアとの提携によって，英国株について行っているのと同じセントラル・カウンターパーティによるネッティング・受け渡しサービスをヨーロッパ主要株式についても2000年後半に提供する計画を発表した[16]。これによって，ヨーロッパ主要株式を対象とした電子取引システムが年内にスタートすることは明らかとなり，３月20日のユーロネクストの誕生にも大きな影響を与えたものと考えられている。そして，４月26日にはトレードポイントが主要なヨーロッパ株価指数を構成する230銘柄について７月10日から取引を開始する計画が明らかにされ，５月３日の英独取引所合併計画発表にも多少は影響を及ぼした模様である。

ところで，英独取引所の合併計画は他のヨー

ロッパの証券取引所に大きな衝撃を与え，ユーロネクスト，iXのいずれに属するかの選択を強いることにもなった。マドリード証券取引所とミラノ証券取引所はiX陣営への参加が報じられており，ルクセンブルグ証券取引所はユーロネクストへ参加する意向が伝えられたが，イギリス，ドイツ，フランスに次ぐヨーロッパ第四の株式市場を有するスイス取引所の挙動は不明であった。5月23日，スイス取引所とトレードポイントはヨーロッパ主要株式取引プラットフォームの開発について3カ月間の優先交渉に入ったことを発表し，スイス取引所がユーロネクストにもiXにも属さない第三の道を模索していることが明らかになった[17]。

7月10日のトレードポイントによるヨーロッパ株取引の開始を目前に控えた7月5日，トレードポイントを通じた米国投資家によるヨーロッパ株の取引を認めるノー・アクション・レターがSECから発行され，トレードポイントでのヨーロッパ株取引開始に注目が集まることになった[18]。そして，注目された7月10日，トレードポイントでのヨーロッパ主要株式の取引開始の日の午前10時，ロンドンとチューリッヒで同時に記者会見が行われ，スイス取引所がトレードポイントに出資する形で新たな取引所virt-xを設立する計画が発表された[19]。

（2）スイス取引所

スイス取引所は1993年にジュネーブ，バーゼル，チューリッヒの3つの証券取引所を統合する目的で設立され，1995年に3つの証券取引所を統合すると同時にスイス金融先物オプション取引所（SOFFEX）を傘下におさめた。1995年12月には外国株市場に電子取引システムEBS（Electronic Bourse System）を導入し，1996年8月にはその他の上場商品にもEBSを導入したことで，1988年に世界ではじめて取引フロアを持たない電子取引所として誕生したSOFFEXと合わせて，上場商品をいちはやく電子取引へと移行させた。しかも，DTB（現EUREX）が導入したSOFFEXのシステムがそうであったように，EBSは取引だけでなく，清算・受け渡し決済までも一貫して行うシステムであり，スイス取引所はこのシステムの性能に現在でも誇りを持っている。

1997年1月にはEUREXがドイツ取引所とスイス取引所の共同子会社として設立され，1998年9月からはDTBとSOFFEXはEUREXに業務を譲り，世界ではじめて外国の取引所間の統合・合併が行われた（ただし，実質的にはSOFFEXがDTBに吸収合併されたと見る向きが多い）。EUREXへのシステムの移行はもともとDTBのシステムがSOFFEXのシステムを基にして改良して作られていたこともあり，スムーズに行われた。

他方，スイス取引所は1998年7月に260銘柄のユーロ債（当初はドル建てのみ），1999年6月にはレポ取引を対象として電子取引市場を開設し，株式市場とデリバティブ市場に止まらず，債券市場やレポ市場にも電子取引をいちはやく導入している。こうした試みも取引から清算・受け渡し決済までを一貫しておこなうEBSシステムに対する自信のあらわれであると言えよう。

EUREXの誕生によってスイスとドイツの取引所間の関係は緊密化し，1998年7月のロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携に端を発したヨーロッパの取引所間の協議では，スイス取引所はドイツ取引所との関係を強化するものと見られていたが，英独主導の動きに反発したパリ取引所やストックホルム証券取引所

（取引所間協議からは初回で離脱），英独主導の再編を支持したアムステルダム取引所やミラノ証券取引所とは一線を画して静観を続けた。1998年11月にスイス取引所は遠隔地会員制度の導入を決め，最初の遠隔地会員２社がいずれもドイツの金融機関であったことからやはりドイツとの関係を強化するものと見られたが，年が明けた1999年１月28日にはパリ取引所との間でクロス会員制を目指したパートナーシップ契約を結び，驚かせた[20]。そして，３月11日には先のクロス会員制をイタリア取引所を加えてさらに拡大するパートナーシップ契約が３取引所間で結ばれ，スイス取引所のスタンスは現物取引はフランス・イタリアと，デリバティブ取引はドイツと組むという分裂したものと映った。しかし，こうした戦略はドイツ，フランス，イタリアという大国に囲まれて独立を守り続けてきたスイス人の知恵であり，ドイツに呑み込まれてしまう危険に対する対策なのであろう。ただし，このパートナーシップ契約は当初の予定から大幅に遅れており，まだ12月１日からスイス取引所とパリ取引所の間でパイロット会員による相互乗り入れが始まっただけに止まる。

2000年３月20日のユーロネクストの設立計画発表直後にスイス取引所はパートナーシップ契約を結んでいるパリ取引所からなんの連絡もなかったとして驚きをあらわにした。パリ取引所を利用してドイツ取引所に呑み込まれるのを防ごうとしていたにもかかわらず，パリ取引所からは緊密なパートナーとは見なされていなかったことが明らかとなり，スイス取引所は再び新たな構想を練り直す必要に迫られた。そして，５月３日にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画，さらにはナスダックとの提携という計画が発表され，ユーロネクスト，iXのいずれにも属せないスイス取引所はトレードポイントとの提携という形で第三の道を模索することになったのである。

（３）virt-x設立計画[21]

(a) 設立の背景

ヨーロッパ規模でのクロスボーダー株式取引の必要性が以下のような要因によって増しているため，取引・通知・清算・受け渡し決済を１つにまとめたシステムの導入が不可欠となった。ヨーロッパにおける株式取引，とりわけクロスボーダー取引の規模や回数が飛躍的に拡大しており，GSTPA（Global Straight Through Processing Association）によれば，このクロスボーダー取引は今後５年間に毎年45％のペースで拡大していくものと推計されている。

ヨーロッパ株に対する需要は，年金のような長期負債を高齢者に偏る人口構成の変化や低金利状態のもとで運用するため，ますます増加していく。とりわけ，アメリカからヨーロッパへの資金流入が増加しており，この影響は大きい。

ヨーロッパの株式取引はますます業種ベースで行われていき，投資家はもはや国別ではなく，たとえばヨーロッパの金融機関とか情報通信といった形で取引を進めていく。ユーロの導入もこの一因ではあるが，ますますより広範な現象となっており，伝統的な取引所ではうまく対処できなくなっている。

新たな注文執行技術が進歩しており，投資家は異なる流動性のプールから価格と数量を組み合わせた仮想注文板（virtual order book）を眺め，最も有利な市場へ注文を振り分けていくことになる。そして，ヨーロッパ規模で清算と受け渡し決済を統合することへの関心も高まっている。

(b) 組織

トレードポイントがvirt-xに名前を変え，スイス取引所はvirt-xに出資し，38%の筆頭株主となることで新取引所は誕生する。現在，トレードポイントに出資しているインスティネットをはじめとする11社のコンソーシアムの持ち株比率の合計は54%であるが，この比率はvirt-xの誕生に伴ってスイス取引所と同じ38%まで引き下げられる。

virt-xの理事はスイス取引所，コンソーシアム・メンバー，トレードポイントの現行経営陣，社外役員から構成され，会長にはトレードポイントのスティーブンス会長，副会長にはトレードポイントのキルスビー最高経営責任者，最高経営責任者にはスイス取引所のフンティカー・エプネター最高経営責任者が就任する。なお，新会社の設立は2001年第1四半期中に，取引開始も2001年第1四半期末と発表された（2001年1月，取引開始は6月に延期された)。

(c) オペレーション

取引は完全にコンピューター化された中央指値注文板で行われる。ただし，一定の条件を満たしたブロック取引とポートフォリオ取引については取引通知システムを通じて報告する形で取引を行うこともできる。

LCHをセントラル・カウンターパーティとすることによって取引前にも取引後にも匿名性は完全に守られる。スイスの中央受け渡し決済機関であるSISを傘下におさめるFSG（Swiss Financial Services Group）の子会社は，SIS利用者に対してLCHの一般清算会員（第三者の取引を清算できる会員）としてサービスを提供する。

virt-xではクリアリングからセトルメントまでのストレート・スルー・プロセッシング（STP）を，SISとイギリスの中央受け渡し決済機関であるクレスト，そしてユーロクリアを通じて行う。これによって，virt-xはクリアリングやセトルメントの効率を最大化するためのフレキシビリティーを市場参加者に与える。

(d) プラットフォーム

スイス取引所とトレードポイントの間の設備管理協定に基づいて，virt-xはスイス取引所の開発した電子取引システムEBSをヨーロッパの主要株式の取引に採用する（すでにトレードポイントに上場されている銘柄で主要株式に属さないイギリス株式等については引き続き現行の取引システムで取引は継続される)。

EBSシステムとそのネットワークは頑健性・機能性・規模対応能力に優れており，大量の取引に迅速に答えることができる。EBSは経験豊富で有能，そして評判の高いITチームによって運営されている。そして，virt-xが市場のニーズの変化に対応するためにシステムの機能を拡張するのに十分な開発能力をスイス取引所が有している。これらがvirt-xがヨーロッパ主要株式市場にEBSの採用を決めた理由である。

virt-xはすべての投資家に開かれているが，効率性から考えて大口利用者は直接に接続し，小口利用者はサードパーティの製品やシステムを経由してアクセスすることを予想している。

(e) 取引対象

virt-xはまず，FTSE Eurotop 300，MSCI Pan-Europe，S&P 350，STOXXといったヨーロッパ総合株価指数の構成銘柄の取引を開始する予定であるが，これらの銘柄の取引金額は少なくともヨーロッパ全体の株式取引金額の80%に達している。そして，株式は発行通貨に基づいて取引される予定である。

スイス取引所はスイス国内での優良銘柄の取引をすべてvirt-xに移管するが，スイス取引所

の会員はスイス取引所のEBSを通じてvirt-xでスイス株取引を引き続き行うことができる。また，スイス取引所への上場企業でvirt-xに取引が移管される株式の発行会社はこれまで通り，スイス取引所への上場規則以外の手続きを行う必要はない。

将来的にはvirt-xは市場のニーズに沿って上場商品をさらに拡大する計画である。EBSの機能とスイス取引所での取引状況からすれば，ワラントの上場は比較的容易に行うことができそうである。

(f) 規制

virt-xはトレードポイントを引き継ぎ，ロンドンに所在し続けるので，現在と同じようにイギリスの公認投資取引所であり，ヨーロッパ投資サービス指令に基づく正式取引所であり続ける。したがって，virt-xは金融サービス機構（FSA）の監督に服する証券取引所であり，イギリス法およびイギリスの証券規制にこれまで通り従う。

virt-xの規則は取引システムの変更に伴う修正は施すものの，2000年6月に発効されたトレードポイントのパン・ヨーロッパ株式取引に関する規則を継承する。ただし，取引時間や業務手続き等を規定するvirt-xの憲章（Directives）はスイス取引所のものに基づくものとする。

4．英独取引所の合併計画撤回：OMグループによるロンドン証券取引所の買収提案

（1）英独取引所合併計画のその後の推移

2000年7月17日，ロンドン証券取引所とドイツ取引所は5月3日の合併計画発表の際に予告していた合併計画に関するインフォメーション・ドキュメントを発行した[22]。この文書のポイントを列挙すれば以下のような点である。

①合併に伴う収入の変動を除いても，両取引所の合併の結果，2002年1月以降には年間約5000万ポンド（8300万ユーロ）の運営費用の節約が生じる。

②新取引所は株式やデリバティブの取引や情報提供，統合クリアリング・サービス，取引所システム・テクノロジー，eコマース・ビジネスのサポート等を通じて幅広いサービスを提供することを目指している。

③市場構造やサービスの大幅な変更を行う前に市場関係者の意見を求めるため，シニア・マーケット・アドバイザー・グループを設立し，理事会の決定に役立てる。

④既存の上場企業は新取引所に上場するために母国での上場を廃止する必要はなく，特定通貨の採用を求められることもない一方，新規に上場する企業は監督当局を選択することができる。

⑤ヨーロッパ優良株式市場での取引はロンドン証券取引所によって監視され，イギリスの公認投資取引所規制に服し，ヨーロッパ高成長株式市場での取引はフランクフルト証券取引所によって監視され，ドイツの取引所規制に服する。

⑥新取引所はドイツ取引所のXetraに基づく単一電子取引プラットフォームをあらゆる現物取引に採用し，ロンドン証券取引所の利用者に対しては各3万ポンド（5万ユーロ），総額800万ポンド（1330万ユーロ）の取引システム変更補助金を支給する。

⑦両取引所は他の取引所が順次参加することを歓迎しており，ヨーロッパでの株式市場統合を推進するためにミラノ証券取引所とマドリード証券取引所とすでに協議を開始している。

⑧両取引所の究極的目標はアメリカのナスダックとグローバルなベースでの関係を確立することであり，現在のジョイント・ベンチャー計画を第一歩として，株式の相互保有を計画しており，将来的には合併をも視野に入れている。

⑨新取引所は将来的には株式の上場を構想しているが，現段階では上場は行わない。

このインフォメーション・ドキュメントに対する市場関係者の評価は厳しいものであり，とりわけロンドン市場関係者の間では125ページにも及ぶ文書でありながら内容に乏しく，新取引所がどのように運営されるのか明らかでない，バック・オフィス部門のコスト削減計画が示されていない，３万ポンドの取引システム変更補助金は小さなシステム・エンジニア・チームの１週間分の費用に過ぎない，といった意見が新聞紙上で報じられた。そして，７月24日に発表されたロンドンの非上場企業同盟（Quoted Companies Alliance）による小型株ファンドマネージャーに対するアンケート調査の結果でも60件の回答のうち40%はこの合併を小型株投資の最大の阻害要因として上げており，インフォメーション・ドキュメントが不十分であることを印象づけた。

また，７月24日にはロンドン証券取引所の株式がカザノブ社を通じてはじめて取引され，初値は28ポンド（時価総額８億3000万ポンド）であったが，非上場企業同盟の発表を受けて20ポンドまで値下がりし，引け値は22ポンド（時価総額６億5600万ポンド）であった。時価総額は引け値では予想されていた最低水準の７億ポンドを下回ったが，株式会社化の際の３億5000万ポンドという名目水準は大幅に上回っていた。

その後も合併がイギリスの小型株市場にもたらす影響が懸念され，ロンドン証券取引所の非上場企業市場であるAIMは合併後に売却されるという噂が広がり，ロンドン証券取引所はあわててこれを否定した。

８月に入ってロンドンでは９月14日の合併計画承認投票を延期すべきであるという意見が高まった。そして，ロンドン証券取引所の株式を25万株（約１%）まで買い集めたニュージーランドのギネス・ピート社のブリーレイ会長は合併計画に明確に反対することをはじめて表明し，ドイツ取引所との対等合併はロンドン証券取引所の株主にとって不利であり，合併するならば合併前に１株10ポンドの現金配当を支払うことを要求した。さらに，こうしたロンドンでの合併計画への懐疑的雰囲気の高まりを受けてLIFFEは８月17日に合併が破綻した場合にはロンドン証券取引所に電子取引システムを提供する技術的提携の可能性を示唆した。

他方，８月18日にはロンドンにおける合併反対の急先鋒であったAPCIMSのナイト最高経営責任者らが新取引所の最高経営責任者に予定されていたドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者とフランクフルトで話し合い，強硬姿勢を後退させたことで合併反対機運は治まるかに見えた。しかし，８月20日にはロンドン証券取引所会員の４分の１を対象とした調査では合併賛成は59.1%，反対は40.9%であり，合併承認に必要な75%には達していないことが報じられ，同時に小口ブローカーだけでなく，有力証券会社であるアビー・ナショナルも合併に反対していることも紹介された。さらに，８月21日にはロンドンのシンクタンク，金融イノベーション研究センター（CSFI）が英独取引所合併に関するレポートを発表し，批判的な評価を下したことから合併反対派を再び勢いづけることにな

った。

（2）OMグループによる敵対的買収提案

ドイツ取引所との合併計画に対する懐疑的な見方が広がる中，ロンドン証券取引所はストックホルム証券取引所とデリバティブ取引所OMストックホルムとOMロンドンを傘下に持つスウェーデンのOMグループから８月24日に買収提案が行われ，この提案を拒否したことを８月25日に発表した[23]。買収提案の内容はロンドン証券取引所の株式１株に対して20ポンド相当のOMの株式と７ポンドの現金を交換するというものであり，ロンドン証券取引所はこの提案をドイツ取引所との合併計画に比べてヨーロッパ株式市場統合に役立たず，買収条件もOMの一時的な高株価に基づく過小評価であると一蹴した。

しかし，８月29日にOMグループはロンドン証券取引所の株主に対して株式の公開買付を宣言し，敵対的買収に踏み切った[24]。公開買付の暫定条件はロンドン証券取引所の株式１株に対して0.65株（約20ポンド）のOMの株式と７ポンドの現金を交換するというものであり，ロンドン証券取引所に提案した条件とほぼ同じであったが，買収に踏み切った理由としてロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画がロンドン証券取引所にとっては不利であることを強調し，合併計画反対派を勢いづかせることになった。

OMグループによる公開買付暫定文書からこうした表現を拾い上げてみると，次のようである。

①今後の証券取引所の成功は経営能力・ブランド力・技術力・システム開発能力にかかっており，こうした能力を備えた証券取引所がヨーロッパの市場シェアを拡大するはずである。ロンドンはすでにヨーロッパの主要な株式市場の１つであるが，ロンドンの規制環境はヨーロッパで最も優れており，この単一の規制環境に服すること（iXは複数の規制当局に服する）で，ロンドンはヨーロッパの株式市場の中心となるはずである。

②ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画は２つの異なる国籍を持つオペレーションの統合という時代遅れのコンセプトのもとで計画されている。

③OMグループの提案の目的は低コストの統合されたソリュージョンを提供することでヨーロッパ最大の取引所としてロンドン証券取引所の地位を確保することである。

④OMグループの取引システムは現行のロンドン証券取引所の取引システム（SETS，SEAQ，SEATSプラス）を容易にサポートでき，技術移転は取引パターンの変更を必要としない。

⑤この買収によってロンドン証券取引所の地位は単一の枠組みのもとで優良株市場だけでなく，成長株市場においてもヨーロッパ最大のものとなるであろう。さらに，ヨーロッパ最大の新規公開株式市場にもなるであろう。

⑥OMグループのもとでは取引とクリアリング，セトルメント機能が垂直的に結びつき，効率化するであろう。

⑦OMグループはクレストとLCHが進めているクリアリング・サービスを支持するし，クレストによるヨーロッパ株式のセトルメント・システム開発プログラムを支持する。

⑧この買収で金融サービス機構（FSA）がロンドン証券取引所の単一の規制機関となり，複数の規制当局による監督という混乱は回避できる。

OMグループによる公開買付が発表された8月29日，ロンドン証券取引所は9月14日に予定されていた株主によるドイツ取引所との合併計画承認投票を延期することを決定した。OMグループによるロンドン証券取引所の公開買付が成功すると見る向きは少ないが，世界初の証券取引所の敵対的買収という大事件として報じられ，ドイツ取引所によるロンドン証券取引所の救済買収提案がなされるという噂が広がった。

（3）合併計画撤回

8月31日，ロンドン証券取引所の株主による9月14日のドイツ取引所との合併計画承認投票が延期された後になって，イギリスの受け渡し・決済機関であるクレストとドイツの受け渡し・決済機関であるクリアストリームから決済コスト削減計画が発表された。この計画はもともと9月14日の合併承認株主投票に合わせて準備されてきたもので，外国株取引決済コストを最大75%まで削減し，国内取引並みに引き下げるというものであったが，両受け渡し。決済機関はOMグループによるロンドン証券取引所の買収が成立した場合でも2001年夏を目途としてこの計画を実現する意向を表明した[25]。

他方，ドイツ取引所はOMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収表明後も，これに反対するロンドン証券取引所の経営陣を支持し，ロンドン証券取引所と協力して対抗していく意向を示してきたが，ロンドンでの合併反対機運の高まりはドイツにも波及することになった。8月31日，ポルシェ（自動車メーカー）が英独取引所合併計画に反対であることを明言し，デグッサ・フルス（化学会社）やBASF（化学会社）からも反対意見が寄せられ，一度は沈静化していたドイツの反対勢力も再び盛り返し始めた。

ところで，OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収提案後，iXへの参加を希望していたミラノ証券取引所とマドリード証券取引所は引き続き英独取引所合併計画を支持する意向をいち早く表明したが，ナスダックは事態の進展を見極めるとして静観する姿勢を明らかにした。ドイツ取引所はOMグループにiXに加わることを提案したが，この提案はOMグループによって即座に拒否され，場合によってはミラノ証券取引所とマドリード証券取引所とともにロンドン証券取引所に対して救済合併提案を行うことを検討しているとも伝えられた。ドイツ取引所はロンドン証券取引所の要請があれば何らかの対抗策を採る用意があるとして，あくまで救済合併であることを強調し，その場合にも単独合併提案ではロンドン証券取引所株主の反発を招くことを予想し，ミラノ証券取引所やマドリード証券取引所と協力していくスタンスを示した。

このように事態が錯綜する中，9月4日には英独取引所合併計画に反対していたウィンターフロッドをはじめとするロンドン証券取引所の6%の株式を保有する11社のグループが9月14日の定時株主総会でクルックシャンク会長を含めた役員の承認を拒否する方向で，合併承認投票延期を合併推進派の責任追及に利用しようと動き出した。OMグループによる敵対的買収提案を受けている最中に経営陣が交替するということは交渉能力の低下を招きかねず，こうした判断をロンドン証券取引所の株主がとることはないと見られたが，こうした動きも経営陣にとっては大きなプレッシャーとなったようである。

さらに，9月7日には英独取引所合併計画のロンドン証券取引所側のアドバイザーであるメ

リルリンチの株式部が法律事務所に依頼した英独取引所合併計画に関するレポートで，実質的な統合は当分は不可能であり，オペレーティング・コストは非常に大きなものとなる，規制基準の調整はより緩やかなドイツ基準にならざるを得ない，と論じられていたことが明らかになり，英独取引所合併計画の実現性に対する信頼は大きく揺らぐこととなった。メリルリンチはこの文書は一部門が外部に依頼した非公開の内部文書であってメリルリンチの見解ではなく，メリルリンチは英独取引所合併計画の実現性を確信しているとあわてて声明を発表した。

年次株主総会を３日後に控えた９月11日，OMグループはロンドン証券取引所の株主に対する敵対的買収提案の正式文書を発行した[26]。ロンドン証券取引所はこれに対して即座に反対声明を発表したが，ドイツ取引所が９月14日の合併計画承認投票の延期を決めたことを受け，翌９月12日，ついにOMグループによる敵対的買収提案に対する対応を最優先させるために合併計画を白紙撤回するという声明を発表した[27]。

（４）その後の推移

ロンドン証券取引所がドイツ取引所との合併計画の撤回を表明した翌日，ロンドン証券取引所の有力メンバーであるUBSウォーバーグはナスダックとの提携よりもヨーロッパの取引所との提携を優先させるべきであり，パリ取引所を中心としたユーロネクストとの合併を検討すべきであるという見解を表明した。

９月14日のロンドン証券取引所の株主総会は小口ブローカーの理事会に対する批判が噴出し，クルックシャンク会長をはじめとする経営陣が吊るし上げに会う形になった。クルックシャンク会長のジョークに対する反応も鈍く，発言を求める小口株主の長蛇の列が伝えられた。

ドイツ取引所との合併計画決定後に就任したクルックシャンク会長，合併計画を推進したケイシー最高責任者，そして合併計画の陰の立役者と伝えられるメリルリンチ・ヨーロッパのマークス理事に対して信任投票が行われ，棄権票を除いてケーシー最高経営責任者は56%，クルックシャンク会長は66%，マークス理事は73%の支持を獲得して留任することになった。しかし，ドイツ取引所との合併計画が撤回されたのに最高経営責任者として留任する感想を質問されたケイシー最高経営責任者は"No thank you."と答え，"coward"（卑怯者）というヤジが飛ぶなど，合併計画反対派が勢いを増し，今後の取引所運営に不安を除かせる結果となった。

翌９月15日，ロンドン証券取引所のケイシー最高経営責任者は合併計画の責任を一身に引き受ける形で辞任し，クルックシャンク会長が暫定的に最高経営責任者を兼任することになった。

その後もOMグループに対抗する買収提案が出されるという噂が飛び交い，９月21日には翌９月22日に発足するユーロネクストが１株40ポンド，総額120億ポンドの買収案をロンドン証券取引所に対して提案するという報道もまことしやかに流された。そして，ロンドン証券取引所によるOMグループに対する買収提案反対文書の交付期限を３日後に控えた９月22日，ドイツ取引所との合併計画を推進したメリルリンチがロンドン証券取引所のアドバイザーを辞任し，OMグループの買収提案反対に対する障害を少しでも取り除こうとするロンドン証券取引所の苦心が目に留まった。

OMグループの正式買収提案から２週間後の９月25日，シティ・テークオーバー・コードの期限の最終日にロンドン証券取引所は正式買収

提案反対文書を交付した[28]。この文書はロンドン証券取引所に対する株主の影響力の決定的な低下，OMグループによるロンドン証券取引所の過小評価，OMグループのテクノロジーを重視したビジネス・モデルのメリットの不明確さ，という3点を中心としてこれらを裏付ける証拠として，以下のようなポイントが上げられていた。

①OMグループの役員の持ち株比率は40%，ワレンバーグ一族の持ち株比率は15.3%，スウェーデン政府の持ち株比率は9.5%であるのに，ロンドン証券取引所の株主の持ち株比率は18.5%にしか達しない。

②現在のOMグループの株価はJiway（OMグループがモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターと準備を進めているクロスボーダー小口ECN）に対する期待で1年前の4倍の水準であり，利益の85倍にも達しており，一時的な過大評価である可能性が高い。

③ロンドン証券取引所の取引コストは大口取引だけでなく，小口取引でもOMグループよりも安い。

④ロンドン証券取引所の取引システムの変更に関する費用の見積りが行われていない。

⑤ロンドン証券取引所の株主は4.9%以上の株式を保有してはならないという規則がまだ存在している。

公開買付の期限であった10月2日までにOMグループはロンドン証券取引所の株式の1.0%（30万株）しか買い取り請求を得られず，翌10月3日に公開買付の期限を10月23日まで延期すると発表した[29]。しかもこのうち0.67%（20万株）はOMグループの公開買付のアドバイザーを務めるイギリスの投資銀行ラザード社のものであり，他の株主からの応募は極めて少なかった。

そこで，OMグループは10月13日にロンドン証券取引所の株主に対する買付条件を次のように変更し，期限を10月27日まで再び延期した[30]。

①買付方法は1株当たりOM株式1.4株（35.83ポンド）または1株当たり20ポンドとOM株式0.5株（計32.79ポンド）のいずれかを選択できる。

②ロンドン証券取引所株主のOMグループにおける持ち株シェアを最大33%に引き上げる。

③ロンドン証券取引所の取締役会に2人の社外取締役をおく。

④OMグループの取締役にロンドン証券取引所の株主から1人を採用する。

10月19日に開かれたロンドン証券取引所の臨時株主総会では4.9%の株式保有制限を撤廃すべきかどうかが議論されたが，規則変更に必要な75%の同意は得られず，OMグループによる公開買付は絶望的となった。

さらに，OMグループは10月27日の修正提案期限の当日に再び申し込み期限を11月10日のシティ・テークオーバー・コードに基づく公開買付期限まで延期した[31]。しかし，結局，11月10日の最終期限までにOMグループはロンドン証券取引所の株式の6.7%（1,979,749株）しか応募を得られず，証券取引所の敵対的買収という前代未聞の試みは失敗に終わった[32]。

Ⅵ．英独取引所の合併計画撤回が意味するもの

1998年7月7日，ロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携に合意したとき，1999年のユーロ導入を前にして将来はヨーロッパの株式市場統合が実現するかもしれないという期待が生まれた。そして，2000年5月3日，ロンド

ン証券取引所とドイツ取引所が合併計画を打ち出したとき，ヨーロッパ株式市場統合はより現実性をもって語られるようになった。しかし，今回の合併計画撤回によってそうした見方は大幅に後退することになった。とはいえ，まだ事態は流動的であり，どのような形になるかは明らかではないが，ヨーロッパ株式市場統合の道が閉ざされたわけではない。場合によっては，やはりロンドン証券取引所とドイツ取引所が中心となるヨーロッパ株式市場統合が実現することもまだ十分に考えられる。

今回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，この決定はOMグループによる敵対的買収提案やドイツ取引所が異なる選択肢もあり得るとしたことと関わりがあるとしても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る。1993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行われている。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の運営手法に疑問が呈されていた９月11日の理事会でも2001年に任期の切れるザイフェルト最高経営責任者の2006年までの留任が決定されている。これに対して，2000年３月に株式会社化したばかりのロンドン証券取引所は７月24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い。合併計画承認投票を過半数ではなく，75%以上としたにもかかわらず，小口ブローカーが３分の１を占めると言われており，この３分の１の株主を説得できなかったことに今回の合併計画が撤回された原因があるものと考えられる。

イギリスで個人投資家を相手にイギリス株式の注文を扱っているブローカーにとっては，イギリスがユーロを導入するかどうか明らかでない現状において，ユーロ建てのヨーロッパ株式が取引の対象となるとは考えられず，むしろベンチャー株式市場をフランクフルトにもっていかれ，優良株市場に関心が集まることからイギリスの中小型株に対する流動性が低下するのではないかという心配をすることは十分に理解できる。しかし，機関化が世界一進展しているイギリス市場では個人投資家の売買回数は50%でも売買代金は10%にも満たず，機関投資家の売買回数は３分の１でも売買代金では３分の２を占めるという現状のもとで，個人投資家を対象とした株主がイギリス市場の将来を大きく左右するというのはいかがなものであろうか。かつてイギリスの投資家は国内産業金融には目もくれず，外国証券投資に夢中であると批判されたことがあったが，現在ではロンドン証券取引所の株主は国内市場に対する関心が強く，ヨーロッパ株式市場統合にはそれほど関心がないと言えそうである。

今回の合併計画撤回に至る経緯の中で，複数の規制当局が協調することはそれほど容易ではないこと，ヨーロッパの規制当局ではイギリスのFSAが最も信頼されていること，国内市場を重視する勢力の発言権が強ければヨーロッパ株式市場統合の実現は難しいことなどが明らかとなった。したがって，ロンドンという国際金融市場は今後もヨーロッパ株式市場統合の中心であり続ける可能性が高いことも明らかになったと言えよう[33]。しかし，ロンドン証券取引所はその株主構成からヨーロッパ株式市場統合にリーダーシップを発揮することが困難であり，ロンドンを拠点とした他の取引所にもその可能性は開かれているとも言えそうである。

こうした観点からヨーロッパの株式市場統合をめぐっては，ロンドン証券取引所，ドイツ取引所，ユーロネクスト，virt-x，そしてヨーロッパへの進出を計画しているナスダックなどが今後どのような動きを見せるのか，これからも目が離せないところである。

注

1）1998年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の提携発表を現在の起点と位置付け，それ以前をまとめて前史とした。この前史の内容については，岩田健治「ＥＣの証券市場統合－域内証券取引所間のリンクを中心として－」『証券資料』114号，1991年６月，安達精司「『欧州統合株式市場』について」『証券』1991年８月・９月，吉田光・栗原宏樹「ＥＣ統合と証券市場」『証券』1993年４月・６月，岩田健治『欧州の金融統合』日本経済評論社，1996年，岩田健治「ＥＵの証券市場」『図説ヨーロッパの証券市場（1997年版）』日本証券経済研究所，1997年，A.N.Licht, "Stock Market Integration in Europe," Working Paper of Harvard Law School Program on International Financial Systems, March 1997に負うところが大きい。

2）パリ取引所の電子取引システムについては，拙稿「取引システムの世界標準へ～パリ証券取引所のスーパーCAC～」『証研レポート』1553号，1997年12月，を参照。

3）ドイツ取引所の電子取引システムについては，拙稿「ドイツ証券取引所のXetra」『証券経済研究』27号，2000年９月，を参照。

4）London Stock Exchange and Deutsche Börse, "London Stock Exchange and Deutsche Börse Form Strategic Alliance: First step to a single European stock market", *Press Release*, 7 July 1998

5）London Stock Exchange and Deutsche Börse, "Seminars Outline Phase One of Alliance Delivery: Exchanges offer market free try-and-buy package", *Press Release*, 4 November 1998

6）London Stock Exchange, "Alliance Continues Move towards Harmonization", *Press Release*, 9 March 1999

7）London Stock Exchange, "European Stock Exchange Sign Agreement", *Press Release*, 4 May 1999

8）London Stock Exchange, "European Stock Exchange Agree Market Model: Electronic market of markets for European Blue Chips by November 2000", *Press Release*, 22 September 1999

9）Euroclear, "New pan-European securities settlement infrastructure is revealed", *Press Release*, 99-PR-009, 4 May 1999, Euroclear, *The hub and spokes clearance and settlement model: The pan-European settlement solution for efficient and competitive capital markets*, May 1999

10）Cedel International, "Major clearers join forces to create European Clearing House", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House: Speech by Andre Lussi", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House: Speech by Dr.Werner G. Seifert", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International, "Creating the European Clearing House: Speech by Jean - Francois Theodore", *News from Cedel International*, 14 May 1999, Cedel International and Deutsche Börse, *Creating the European Clearing House (Presentation Slide)*, 14 May 1999.

11）Amsterdam Exchanges, Brussels Exchanges and Paris Bourse, "Amsterdam, Brussels and Paris merge to create the leading European Exchange: Euronext", *Press Release*, 20 March 2000

12）Euroclear and SICOVAM, "The Alliance: The Euroclear System and Sicovam merge to accelerate consolidation benefits", *Press Release*, 24 March 2000

13）"London Stock Exchange and Deutsche Börse to merge to create iX: Agreement with Nasdaq to create a high growth market", Press Release, 3 May 2000, Nasdaq, "Nasdaq EuropeLtd. Announces A Joint Venture With The Combined London Stock Exchange and Deutsche Börse To Provide A Globally Linked, Pan-European Trading Platform For New Economy Companies", Press Release, 3 May 2000

14）Crest, "Crest And Clearstream Cooperate to Support the LSE-DBAG Merger", *Press Release*, 3 May 2000

15）この間の詳しい事情については，拙稿「トレードポイントの新たな展開～SECの認可と大手金融機関による協調出資～」『証研レポート』1571号，1999年６月，を参照。

16）イギリスとアイルランドの株式はT+５（2001年２月にはT+３に移行予定）であるが，ヨーロッパ大陸の株式はT+３で受け渡し・決済が行われる。TRADEPOINT FINANCIAL NETWORKS PLC, "London Clearing House - Euroclear Platforms provide basis for first integrated Pan-European Exchange", *Press Release*, February 10, 2000

17）TRADEPOINT FINANCIAL NETWORKS PLC, "Tradepoint and the SWX Swiss Exchange enter exclusive negotiations relating to new pan - European initiative", *Press Release*, May 23, 2000

18）TRADEPOINT FINANCIAL NETWORKS PLC, "U.S. members gain direct access to European equity trading for the first time", *Press Release*, July 5, 2000

19）TRADEPOINT FINANCIAL NETWORKS PLC, "Tradepoint and the SWX Swiss Exchange to create virt-x: An exchange for pan-European blue chip stocks", *Press Release*, July 10, 2000

20）SWX Swiss Exchange, "Swiss Exchange SWX welcomes first remote members", *Media Release*, November 25, 1998, SWX Swiss Exchange, "Swiss Exchange SWX and SBF-Paris Bourse announce partnership agreement",

Media Release, January 28, 1999

21) virt-x, *Press summary*, July 2000, *Organization*, July 2000, *Sservice Offering - Management Summary*, July 2000

22) London Stock Exchange and Deutsche Börse, *iX - international exchanges: Merger of Deutsche Börse and London Stock Exchange: Information Document*, 17 July 2000

23) London Stock Exchange, "Rejection Of OM Approach", *London Stock Exchange Regulatory News Service*, 25 August 2000

24) OM Group, *OM Group Offer For London Stock Exchange PLC (For Immediate Release)*, 29 August 2000

25) Crest and Clearstream International, *A Joint Proposal For The Settlement Solution For iX: Delivering settlement for the unified market with minimal change and reduced cost*, August 2000

26) OM Group, *OM Group Offer For London Stock Exchange PLC: A blueprint for the London Stock Exchange*, 11 September 2000

27) London Stock Exchange, "Response To Posting Of OM Gruppen's Offer Document", *Press Releases*, 11 September 2000, London Stock Exchange, "LSE To Focus On Defeating OM Bid: iX Merger proposal withdrawn", *Press Release*, 12 September 2000

28) London Stock Exchange, *London Stock Exchange plc: A successful and valuable business: Reject OM Gruppen's bid*, 25 September 2000

29) OM Group, "Extension of Offer for London Stock Exchange plc ('LSE')," *Press Releases*, 3 October 2000

30) OM Group, *Increased Offer for London Stock Exchange plc*, 13 October 2000

31) OM Group, "Offer for London Stock Exchange plc ("LSE")," *Press Releases*, 27 October 2000

32) OM Group, "Offer for London Stock Exchange plc ("LSE"): Announcement of Acceptance Levels and Lapse of Offer," *Press Releases*, 10 November 2000

33) このことをロンドンのインフラ面から明らかとしたものとしては，ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者のチームによる分析がある。Werner G. Seifert, Ann-Kristen Achleitner, Frank Mattern, Clara C. Streit and Hans-Joachim Voth, *European Capital Markets*, Macmillan, 2000.

（当所大阪研究所主任研究員）