

# ヨーロッパ3大取引所の株式上場と ヨーロッパ株式市場統合

吉 川 真 裕

## 要 旨

2000年12月11日、ドイツ取引所の監査役会でロンドン証券取引所との合併計画のために中止した株式上場が再び決議され、2001年2月5日に世界の主要な取引所としてはじめて株式上場を行った。初値は公募価格から8.1%の値上がり、引け値では公募価格から11.3%の値上がりであり、旺盛な買い注文が集まった。他方、パリ取引所を中心としたユーロネクストもドイツ取引所の上場計画発表後に2001年第2四半期の上場計画を発表していたが、新規株式公開市場全体の低迷から上場時期を延期し、2001年5月24日にロンドン証券取引所の上場計画が発表された後、7月5日の上場を決定した。初値は公募価格から4.2%の値下がり、引け値では公募価格から8.5%の値下がりと人気を集めることはできなかった。そして、2001年7月20日にロンドン証券取引所も株式上場を果たしたが、新規売出しを行わず、店頭市場での取引もすでに行われており、引け値では8.2%の値下がりであった。

2001年9月28日にロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）は複数から買収提案を受けていると発表し、その後、買収提案を持ちかけているのが上場を果たしたヨーロッパの3大取引所であることが明らかになった。そして、LIFFEの取締役会は10月29日にユーロネクストの買収提案を受け入れることを株主に提案した。ヨーロッパの株式市場統合という点では、イギリス、ドイツ、フランスの株式市場が何らかの形で統合されることがその核心であり、単一の取引システムに拘ることはかならずしも必要ない。国益やプライドといったものがヨーロッパの株式市場統合を妨げている最大の要因であり、1人勝ちする仕組みではなく、共存できる仕組みの速やかな導入こそが目指されるべきであろう。

## 目 次

- I. はじめに
- II. ドイツ取引所
  - 1. ドイツ取引所の歩み
  - 2. ドイツ取引所の新たな戦略
  - 3. ドイツ取引所の株式上場
- III. ユーロネクスト
  - 1. ユーロネクストの歩み
  - 2. ユーロネクストの株式上場
  - 3. ユーロネクストの株式上場不振の背景
- IV. ロンドン証券取引所
  - 1. ロンドン証券取引所の歩み
  - 2. 2000年の脱相互組合組織化
  - 3. 脱相互組合組織化後の推移
  - 4. ロンドン証券取引所の株式上場
- V. LIFFEの買収とヨーロッパ株式市場統合
  - 1. 3大取引所によるLIFFE買収劇
  - 2. ユーロネクストによるLIFFE買収の背景
  - 3. ユーロッパ株式市場統合の行方

## I. はじめに

2001年4月には大阪証券取引所が、2001年11月には東京証券取引所が会員制証券取引所から株式会社制証券取引所へと組織変更し、いずれも将来的には自らへの株式上場を目指している。この2つの取引所は第2次世界大戦前には株式会社であり、いずれも自らに上場し、活発に取引が行われていたという特異な経歴を持つが、取引所が上場されるという現象はここ数年の間に世界中で急速に広まってきている。

1998年にはスウェーデンのストックホルム証券取引所 (OMグループの子会社となり、親会社の株式は上場されているが、取引所自体の株式は上場されていない) とオーストラリア証券取引所、2000年には香港取引所とシンガポール取引所、2001年にはドイツ取引所、フランス/オランダ/ベルギーの取引所連合であるユーロネクスト、そしてロンドン証券取引所が株式上場を果たしており、アメリカのナスダック (取引所申請中) やシカゴ・マーカントイル取引所 (CME)、シカゴ商品取引所 (CBOT) も株式上場を計画している。

こうした動きが急速に広まっている背景には取引の電子化、取引所の電子化という事態がある。かつての取引所は人間が取引フロアに集まって取引するという形態をとっており、人々が集まることができるという物理的な制限から、取引所で取引できる者は限られざるをえなかった。そこで、取引への参加資格を制限する形で会員制の組織形態をとっていた。ところが、取引所の取引が電子化されれば物理的な制限はなくなり、参加資格を満たす者はだれでも取引に参加することが可能となった。取引所の電子化・コンピューター化が持つ帰結は既存会員には明らかであり、高額の会員権を購入して会員となった既存会員は取引所の電子化・コンピューター化の抵抗勢力となりかねない。他方、大規模な電子取引システムの導入には巨額の資金が必要であり、限られた会員がその資金を負担するということが容易ではない。

かくして、このジレンマを克服する方法の1つとして取引所の株式会社化、株式上場ということが急浮上してきたわけである。既存会員は株式を受け取ることで新規の会員 (参加者) とは異なり、株主兼会員 (参加者) という地位を得、新規会員 (参加者) は従来よりも少ない費

用で取引を行う権利を得られる。そして、電子取引システムに必要な資金は株式売出しによって確保するというわけである。

さらに、ヨーロッパでは1999年の共通通貨ユーロの導入によって外国為替相場の変動要因がなくなり、国境を越えた市場の再編が進んでいる。短期金融市場ではユーロ導入国の短期金利はヨーロッパ銀行協会貸出金利（Euribor）に収斂し、資本市場でも従来ベンチマークとなっていた各国の長期国債金利はドイツ長期国債（Bund）を基準として各国国債のリスクに見合ったスプレッドを定着させつつある。とはいえ、債券市場においてもクロスボーダー取引を行う中央市場ができあがったわけではなく、これまで国境によって分断され、取引所や決済機関が分立してきた株式市場においては市場の再編はまだ生じてはいない。各国の市場を統合するためには取引所や決済機関のなんらかの統合は不可欠であり、取引所や決済機関が株式会社化されていれば買収や合併という形での統合もありうるということが取引所や決済機関の株式会社化を後押ししている。

本稿では、2001年の上場を果たしたドイツ取引所、ユーロネクスト、ロンドン証券取引所というヨーロッパの3大取引所の上場過程を明らかにし、その後の3大取引所によるLIFFE買収劇を踏まえてヨーロッパ株式市場統合の行方について考察する<sup>1)</sup>。

## Ⅱ．ドイツ取引所

### 1．ドイツ取引所の歩み

ドイツにはフランクフルト、デュッセルドルフ、ミュンヘン、ハンブルク、シュトゥットガルト、ベルリン、ハノーバー、ブレーメンの8

カ所に証券取引所が存在し、ドイツ証券取引所連合会が組織されていたが、1986年にはこの組織が改編され、新たな取り組みが開始された。1987年には第二部市場が創設され、1988年にはドイツ先物取引所（DTB）が設立され、フランクフルトとデュッセルドルフの計算センターが合併してドイツ証券計算センター（DZW）が誕生し、1989年には7つの証券保管振替機関が統合され、ドイツ証券保管振替機関（DKV）が設立された。1989年には大手銀行の依頼を受けてDWZが開発した銀行間情報表示システムIBISを利用した取引がオプション上場の予定されていた14銘柄の株式で開始された。さらに、1990年にはDTBで個別株オプション取引が開始され、1991年にはDAX指数を構成する30銘柄と長期国債を含めた28種類の債券を対象として執行機能を備えた改良版IBISが導入された。

イギリスのビッグバン直後からフランクフルト証券取引所を核としてドイツの証券取引所を再編成するという考えがブンデスバンクや大手銀行（ドイツでは銀行が証券業務を行える）をはじめとした金融市場関係者の間では広まっており、旧IBISの導入はこうした動きを背景としていた。そして、1989年のベルリンの壁崩壊、1990年の東西ドイツ統一はドイツ金融市場の再編成による国際競争力向上という空気を一気に盛り上げることになった。国内で3分の2のシェアを持つフランクフルト証券取引所はこうした流れにいち早く対応し、1990年7月に取引所の運営会社としてフランクフルト証券取引所AGを株式会社として設立した。そして、フランクフルト証券取引所AGの株式の89%は銀行、残る11%が仲立人に保有されることになった。ドイツの証券取引所は各州の商工会議所等が運営しており、迅速な意志決定や革新的な行動が取

りにくかったということもあるが、証券市場の主体である大手銀行の意向を反映しやすいように改編したというのが実状のようである。さらに株式会社化と同時にフランクフルト証券取引所はドイツ統一取引所構想を発表した。

1993年1月にはフランクフルト証券取引所AGを母体としてドイツ取引所AGが誕生し、フランクフルト証券取引所、IBIS、DTB（1994年から）の運営にあたることになった。このほかにもドイツ取引所はDKV（ドイツ取引所清算会社に改名後、セデルとの合併時にクリアストリーム・ドイッチェランドと再改名）、DWZ（現在のドイツ取引所システム会社）、FBF（中東欧取引所・金融市場育成会社）を傘下におさめ、地方取引所が株主となることによってドイツ証券取引所連合会もドイツ取引所に引き継がれ、フランクフルト証券取引所のドイツ統一取引所構想の実現へと近づいた。なお、ドイツ取引所の株式の81%は銀行、10%は地方取引所、残る9%が仲立人によって保有されることになった。

1996年、ドイツ取引所はIBISに代わる新たな電子取引システムの開発に着手し、アンダーセン・コンサルティングの調査結果を受け、DTBのシステムをベースとして新取引システムの開発を進めた。そして、1997年6月にはXetraリリース1と名付けられたフロント・オフィス・ツールが導入され、11月にはXetraリリース2へと移行し、IBISを通じて取引されていた109銘柄の株式はXetraを通じて取引されるようになった<sup>2)</sup>。

1998年7月、ドイツ取引所とロンドン証券取引所は将来の共通プラットフォーム開発を目指して戦略的提携を結び、パリ証券取引所をはじめとするヨーロッパの証券取引所を驚かせた<sup>3)</sup>。当面の計画は1999年からドイツ取引所の会員は

ロンドン証券取引所の電子取引システムSETSを通じて取引ができ、ロンドン証券取引所の会員はドイツ取引所のXETRAを通じて取引を可能にすることであったが、ヨーロッパの300銘柄程度の主要株式を対象として単一取引プラットフォームの導入を目指しているということで、単一通貨ユーロの導入とともにヨーロッパ株式市場統合が急速に進展するものとみられた。しかし、両取引所間の主導権争いが表面化し、1999年9月には単一取引プラットフォームではなく、各取引所にアクセスする共通アプリケーション・インターフェイスの開発へと合意は後退した。

そこで、DTBとスイス金融先物オプション取引所（SOFFEX）が1998年に合併して誕生したEUREXがシカゴ商品取引所（CBOT）を追い越して世界一の先物取引所となり、フランクフルト証券取引所が1997年に開設したベンチャー株式市場ノイア・マルクト（Neuer Markt）がヨーロッパ最大のベンチャー株式市場に成長したことに自信を強めたドイツ取引所は2000年6月にノイア・マルクトに上場し、名称もユーロボード（Euroboard）と改めるという独自路線を一度は打ち出した。しかし、2000年3月にパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所の合併計画が発表され、ドイツ取引所は戦略の見直しを迫られることになり、5月3日にはロンドン証券取引所と対等合併し、新取引所は取引システムとしてXetraを採用すること、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市場を共同子会社として設立すること、そしてマドリッド証券取引所とミラノ証券取引所も新取引所に参加する覚書に調印していることが発表された<sup>4)</sup>。

かくして、ヨーロッパの株式市場統合は再び



英独取引所を中心として進展するものと思われたが、2000年9月にはストックホルム証券取引所を傘下に持つOMグループに敵対的買収をかけられたロンドン証券取引所がドイツ取引所との合併計画を撤回し、ヨーロッパ株式市場統合は再び振り出しに戻ることになった<sup>5)</sup>。

## 2. ドイツ取引所の新たな戦略

OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収に際しては、ドイツ取引所がホワイト・ナイトとしてロンドン証券取引所に対して買収提案を行うのではないかという見方が有力であったが、結局、ドイツ取引所は動かなかった。しかし、水面下ではOMグループに対して英独取引所合併に加わるように交渉していたとも伝えられている。

OMグループによるロンドン証券取引所の敵対的買収が成功すると見ていた向きは少ないが、OMグループは英独取引所合併計画を破談に追い込んだことで目的は十分に達せられたと見る向きは多い。OMグループは2000年2月にモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターとともにクロスボーダー小口ECNとも言えるJIWAYの開設を発表しており、2000年11月に予定していたJIWAYの成功のためにはヨーロッパの株式市場統合の核になる英独取引所合併は障害と見られていたに違いないからである。また、OMグループはアドバイザー料として支払った6億円程度で世界中にOMの名前を売り込めたのであるから、極めて効果的なPRであったという見方もある。しかし、OMグループの希望の星であったJIWAYは2000年11月のスタートから期待されたほどの取引は集められてはいない<sup>6)</sup>。

とはいえ、JIWAYが提唱したクロスボーダー小口取引というコンセプトはこれを独自に追求

するライバルを数多く生み出した。ゴールドマン・サックスはプライム・アクセス (PrimeAccess) というクロスボーダー小口取引サービスを2000年9月から開始しており、メリルリンチも2000年10月からMLXマーケット・エッジ (MLX MarketEdge) というクロスボーダー小口取引サービスをヨーロッパで開始している。さらに、JIWAY導入直後にはドイツ取引所とロンドン証券取引所もクロスボーダー小口取引への取り組みを表明していた。

2000年12月5日、ドイツ取引所は次のような小口投資家のためのサービス拡充パッケージを明らかにした。①2001年第1四半期に小口投資家の執行価格、執行時間、市場の透明性を向上させるため、売り買いそれぞれ最良気配から五番目までの注文をインターネット上で閲覧できるXETRAライブと名付けたサイトを導入する、②2001年第1四半期にフランクフルト証券取引所のフロアでの執行価格を向上させるために規則変更を行う、③2001年中にフロアでの株式取引の価格決定の責任は執行価格パフォーマンスに応じてブローカーに委ねる、④2001年第2四半期にはXETRAでの低流動性銘柄の流動性を向上させるため、指定スポンサー (Designated Sponsor) を導入する、⑤現在の問い合わせ窓口を小口投資家のためにセントラル・サービス・ホットラインに一本化する、⑥2001年にはインターネット上で小口投資家のためのワークショップを行う<sup>7)</sup>。

さらに、12月11日にはドイツ取引所の監査役会でロンドン証券取引所との合併計画のために中止した株式上場が再び決議された。今回はユーロボードへの名称変更は行わず、ノイア・マルクトではなく、フランクフルト証券取引所 (XETRAを含む) のメイン・ボードへの上場が

1月中旬の株主総会での承認を経て2001年2月中旬に計画されていることが報じられた<sup>8)</sup>。2000年9月にパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所の合併によって誕生したユーロネクストも株式上場を目指していたが、ドイツ取引所に先を越される形となり、あわてて2001年第2四半期の上場計画を発表した。OMグループによる買収提案に際して持ち株制限の4.9%を撤廃しなかったロンドン証券取引所は上場計画をこの時点では明らかにしておらず、ヨーロッパの主要な取引所の中ではドイツ取引所が一番先に上場を果たすことになり、再びドイツ取引所がヨーロッパ株式市場統合で注目を集めることになった。

### 3. ドイツ取引所の株式上場

ドイツ取引所は株式上場計画の発表後、1876万ユーロの資本金を、剰余金の5439万ユーロと2000年第3四半期までの利益から見込める2226万ユーロを繰り入れて9542万ユーロとして株式上場前に株式分割し、さらに株式新規売出しによって3817万ユーロ追加する計画も明らかにしていたが、2001年1月18日と決定された株主総会までに2000年の会計監査を完了することが困難であることから見送られた。この決定の背景にはパリ取引所を中心として3つの取引所が合併してできたユーロネクストが2000年の会計監査の結果を用いて2001年5月の株式上場を決定しており、ドイツ取引所は先行利益を得るために2月5日に株式上場を実施したかったからであると伝えられている<sup>9)</sup>。

1月18日に行われたドイツ取引所の株主総会では709万票のうち反対は10票だけという圧倒的な多数で株式上場計画が承認され、2月5日の上場へ向けての準備が急ピッチで進められた<sup>10)</sup>。

株式上場の引受主幹事は前回と同様にドイツ・エバンクとゴールドマン・サックスであり、引受シンジケートに参加した業者によるドイツ取引所の評価は29億ユーロから43億ユーロという広いレンジで伝えられていた。1月22日に発表されたブック・ビルディングのレンジは、売出し株数をグリーンシュ・オプション（引受主幹事による追加株式発行請求権）の39万株と既存株主による売却可能株数の264,000株を合わせて最大2,936,000株という前提で、1株285ユーロから335ユーロと決定され、これによればドイツ取引所全体の評価は29億ユーロから34億ユーロということになった。そして、1月23日から2月2日までの9営業日に140回にも及ぶ株式上場説明会が精力的に行われた。

前回の株式上場計画では外国の有力業者や機関投資家に優先的に割り当て株主層を国際的に広げることが意図されていたが、今回の株式上場では最低購入株式数を5株とし、既存株主以外には割り当てを行わなかったため、個人投資家からの応募も殺到し、株式上場のブック・ビルディングは活発に行われた。ブック・ビルディングの期間中にもすでに10倍を超える申し込みがあったとか、20倍を超えることは明らかであるとも伝えられ、株式上場市場全体が世界的に一時ほどの盛り上がりを欠いている中でドイツ取引所の株式上場は注目を集めた。また、グレー・マーケット（店頭の相対市場）ではすでにドイツ取引所株の取引が開始されており、ブック・ビルディングの人気を反映して上限価格335ユーロを上回る価格が伝えられた。

2月4日には外国の機関投資家からの需要が大きく、合計23倍以上の申し込みがあり、売出し価格は上限価格の335ユーロとなることが明らかにされた。既存株主の応募株数419,676株と

ドイツ取引所の従業員に対する27,741株を除いた275万株が外部応募者に割り当てられることになり、この結果、ドイツ取引所は9億8000万ユーロの現金を手に入れ、時価総額でロンドン証券取引所の約3倍、OMグループの約1.5倍の規模に達する取引所が誕生することになった。なお、この公募株式割り当ての内訳は小口投資家20%に対して機関投資家80%、国内投資家23%（このうち小口投資家6%、機関投資家17%）に対して外国投資家77%となり、イギリス（28%）、アメリカ（11%）、イタリア（9%）、スイス、スペインといった外国からの応募が多かったと伝えられている<sup>11)</sup>。

2月5日の初値は、フランクフルト証券取引所のフロアで362ユーロで成立し、公募価格から8.1%の値上がりであり、引け値は373ユーロで公募価格から11.3%の値上がり、初値からでも3.0%の値上がりであった。前日に23倍の応募が伝えられていたことから初値での売り抜けが予想され、355ユーロ（6%の値上がり）はつけられないと見られていたが、こうした予想を覆す旺盛な買い注文が集まったようである。

### Ⅲ. ユーロネクスト

#### 1. ユーロネクストの歩み

2000年3月20日、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は合併計画を発表し、ロンドン証券取引所やドイツ取引所をはじめとするヨーロッパの取引所を驚かせた。3取引所とその傘下にあるデリバティブ取引所や決済機関等を子会社とする持ち株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／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、2000年9月の合併完了と年内の上場、2001年第1四半期のルール統一と株式取引システム統合といった計画が明らかにされた。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取引所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、ユーロネクストはこの時点で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ことも示されていた<sup>12)</sup>。

ユーロネクストの設立計画を受けて、フランスの中央証券保管機関であるSICOVAMと国際中央証券保管機関であるユーロクリアはSICOVAMがユーロクリアの子会社になる形で合併の合意に達したことを3月24日に明らかにし、ユーロネクストのセトルメント業務を行うことを表明した<sup>13)</sup>。また、フランスのクリアリング機関であるクリアネット（Clearnet）と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）も統合ヨーロッパ・クリアリング・ハウスを設立する計画を4月4日に発表した（後に撤回）<sup>14)</sup>。そして、4月28日には新会社ユーロネクストの持ち株比率を合併計画のアドバイザーであるABNアムロの評価に基づいてパリ取引所60%、アムステルダム取引所32%、ブリュッセル取引所8%とすることも明らかにされた<sup>15)</sup>。

ところが、2000年5月3日にはユーロネクストの設立計画に触発されてロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画とヨーロッパに進出

を計画していたアメリカのナスダックとの提携計画が発表され、ユーロネクストに対する注目は薄れることになった<sup>16)</sup>。

6月22日にはユーロネクストの市場分類として、ユーロネクスト100とネクスト150（優良株）、ネクスト・エコノミー（成長株）、Mプライム（中小型株）の4つの新たな市場分類を導入することが明らかにされ、8月7日にはクリアリング・システムの統合は2001年第3四半期、株式の上場はできるだけ速やかにという表現に改められ、当初の年内上場という目標は後退することになった<sup>17)</sup>。

2000年9月12日にはストックホルム証券取引所を傘下に持つOMグループに敵対的買収をしかけられたロンドン証券取引所がドイツ取引所との合併計画を撤回し、ドイツ取引所やユーロネクストもロンドン証券取引所の買収に乗り出すのではないかと噂が広まった。しかし、結局、ドイツ取引所からも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は出されず、OMグループによるロンドン証券取引所の公開買付も失敗に終わった<sup>18)</sup>。

9月22日にはパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所がユーロネクストの1市場となり、上場株式数1861銘柄、時価総額2兆6910億ユーロの取引所が誕生した。しかし、3市場はそれぞれユーロネクスト・パリ、ユーロネクスト・アムステルダム、ユーロネクスト・ブリュッセルとして業務を行っており、この時点においては取引システム、セトルメント・システム、クリアリング・システムなどは統一されておらず、取引所の合併といっても市場統合という表現は当てはまらない。また、当初の計画では2001年第1四半期とされていた共通株式取引システムの導入計画は2001年前半（第2四

半期）へと後退したことも明らかにされた<sup>19)</sup>。

10月3日には新指数ユーロネクスト100とネクスト150の算出方法が公表され、11月16日にはルクセンブルグ取引所がアムステルダム取引所とブリュッセル取引所との間で1998年12月14日に合意したベネルクス・クロス会員権協定の継続性が確認された（共通取引システム導入後はユーロネクスト・パリも含む<sup>20)</sup>）。そして、12月20日にはロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）に対する再三の働きかけにもかかわらず、LIFFEがユーロネクストへの参加に合意しないことから、デリバティブ取引の共通取引システムはユーロネクスト・アムステルダム・デリバティブ市場（旧ヨーロッパ・オプション取引所）のSWITCHとユーロネクスト・パリ・デリバティブ市場（旧フランス国際金融先物取引所MATIF）のNSC-VFを改良したネクスト・デリバティブ・システム（NDS）を導入する計画が発表された<sup>21)</sup>。

さらに、2001年1月9日にはネクストトラック（NextTrack）と名付けられた上場投資信託（ETF）の取引市場の開設が発表され、1月12日にはユーロSTOXX50指数とSTOXX50指数を対象としたETFの上場が発表された。そして、2月7日にはユーロネクストとアメリカン証券取引所の間でETFの相互上場・相互取引を目指す共同子会社の設立に関する覚書に調印が行われた<sup>22)</sup>。

他方、2000年9月14日にはシカゴ・マーカントイル取引所とニューヨーク・マーカントイル取引所が共同開発したクリアリング21というクリアリング・システムがフランスのデリバティブ市場であるMATIFとMONEPに、2001年1月12日にはユーロネクスト・パリの株式取引に導入され、2月1日からはクリアネットがロンド

ン証券取引所やドイツ取引所に先駆けてフランス株取引のセントラル・カウンターパーティとなっている<sup>23)</sup>。そして、4月23日にはユーロネクスト・パリで、5月21日にはユーロネクスト・ブリュッセルでNSC-EMMと名付けられた共通株式取引システムへの移行が完了している<sup>24)</sup>。

## 2. ユーロネクストの株式上場

2000年12月11日、ドイツ取引所の監査役会でロンドン証券取引所との合併計画のためにいったんは中止した株式上場が再び決議され、1月中旬の株主総会での承認を経て2001年2月中旬に株式上場を実施する計画が報じられた。合併計画発表当初から株式上場を計画していたユーロネクストはドイツ取引所に先を越される形となり、あわてて2001年第2四半期のの上場計画を発表することになった。ドイツ取引所は株式上場計画の発表後、資本金に剰余金と2000年第3四半期までの利益を繰り入れて株式分割を行い、さらに株式上場によって資本金を追加する計画も明らかにしていたが、2001年1月18日と決定された株主総会までに2000年の会計監査を完了することが困難であることから見送られた。この決定の背景にはユーロネクストが2000年の会計監査の結果を用いて2001年5月に株式上場を実施する計画を1月11日に発表しており、ドイツ取引所は先行利益を得るために2月5日に株式上場を実施しなかったからであると伝えられている。

2月4日に決定されたドイツ取引所の株式売出し価格はブック・ビルディングの上限である335ユーロとなり、2月5日の初値は362ユーロ、引け値は373ユーロと事前の予想を上回る結果であった。ところが、新規株式公開市場全体の低迷からユーロネクストは5月と発表していた

株式上場を6月に延期することを3月7日に明らかにした。そして、3月23日には6月の株式上場自体も5月末に最終決定すると発表し、売出し株数や売出し価格に関する予想が数多く発表される中で株式上場に対する期待に水を差す形となった。

5月24日にはロンドン証券取引所が7月中の株式上場計画を発表し、これに対抗意識を燃やしたユーロネクストはロンドン証券取引所よりも先に株式上場を実施することを宣言した。そして、ようやく5月31日に6月26日からロードショーを実施し、7月5日に売出し価格を決定、7月6日から取引を開始するスケジュールが明らかにされた。さらに6月8日にはユーロネクストの時価総額は24億ユーロから34億ユーロとなる見通しが報じられ、6月13日にはポルトガルリスボン証券取引所がユーロネクストへの参加に関する覚書に調印し、2001年中に具体的な交渉を完了する予定であることも明らかにされていた<sup>25)</sup>。

6月20日には新規売出し株数は1450万株から1670万株でブック・ビルディングの範囲は24ユーロから27.5ユーロであること、時価総額は28億ユーロから31億ユーロとなることなどが発表され、翌6月21日には目論見書が発行され、詳細な条件が明らかにされるとともにブック・ビルディングが開始された<sup>26)</sup>。

新規株式売出し前の時点でユーロネクストには額面1ユーロの株式が98,388,417株(365株主)存在しており、新規売出し株式の14,545,454株から16,666,666株、引受主幹事による追加発行可能株式(グリーンシュール・オプション)の4,251,895株から4,331,441株、ユーロネクストの従業員向けの最大350万株が新たに発行され、これに既存株主の売却株数12,209,609株から

13,800,518株を加えると、36,097,867株から36,707,716株が上場されることになり、売出し株式比率は29.76%から29.80%とドイツ取引所の売出し株式比率を上回ることになる<sup>27)</sup>。また、引受主幹事はABNアムロ・ロスチャイルドとBNPパリバであり、グローバル（金融機関／機関投資家向け）・プレースメントはABNアムロ・ロスチャイルド、BNPパリバ、UBSウォーバークが主導（その他の共同幹事6社）し、フランス、オランダ、ベルギーでの公募（個人投資家向け）ブック・ビルディングはSGインベストメント・バンキング、ABNアムロ・ロスチャイルド、BNPパリバが主導（その他の共同幹事6社）することも明らかにされた。

ユーロネクストの売出し価格は6月20日に24ユーロから27.5ユーロであることが発表され、その日のグレー・マーケットでの気配値は28ユーロから32ユーロと伝えられた。グレー・マーケットでの気配値は6月21日の午前中は30ユーロから32ユーロと堅調であったが、午後には25ユーロから29ユーロと値を下げ、6月22日には25.5ユーロから26ユーロと人気の低迷を印象づけた<sup>28)</sup>。ハイテク企業を中心としたアメリカのナスダック市場での株価の下落が世界全体で株価の下落をもたらしていたことも関係しているようだが、ドイツ取引所の株式上場の際には旺盛な需要が伝えられたのとは好対照をなしていた。その後もグレー・マーケットでのユーロネクストの気配値は低迷を続け、ブック・ビルディング最終日である7月4日には22ユーロから24ユーロと売出し価格の下限を下回る水準で取引が行われていた。他方、7月20日に上場を決めていたロンドン証券取引所の株価は買収期待に基づく人気が集まり、1月の安値から9割高、5月の上場計画発表以後でも3割高で推移していた<sup>29)</sup>。

7月5日に発表されたユーロネクストの新規株式公開の結果は、売出し価格が下限の24ユーロ、上場株数が1670万株の新株と1220万株の既存株（従業員向けを除く）、売出し株式比率は27.4%、時価総額は28億ユーロ、調達資金は4億ユーロというものであった。応募状況はグリーンシュ・オプションの430万株を含めて1.63倍、機関投資家の購入比率は85%（個人投資家の購入比率は15%）であり、やはり盛り上がりには欠け、グレー・マーケットでの気配値は前日と同じ22ユーロから24ユーロであった<sup>30)</sup>。そして、7月6日のユーロネクスト・パリでの初値は23ユーロで4.2%の値下がり、引け値は21.97ユーロで8.5%の値下がりとなり、グレー・マーケットでの気配値や事前の予想通り、人気を集めることはできなかった<sup>31)</sup>。

### 3. ユーロネクストの株式上場不振の背景

ユーロネクストは株式上場に際して2000年12月末の上場株式数1653銘柄（うち重複上場107銘柄）と時価総額2兆4200億ユーロはロンドン証券取引所に次いでヨーロッパ第2位であり、ユーロSTOXX50指数の50%、MSCIヨーロッパ指数の27%を占めており、2001年のオークション形式の株式売買代金は1兆7120億ユーロでヨーロッパ最大（ドイツ取引所9690億ユーロ、ロンドン証券取引所8780億ユーロ）であることを表明していた。また、2000年の会計監査報告書に基づいて、経常収入は6億9530万ユーロで前年比26%増、総収入は7億5180万ユーロで34%増、EBIT（金利・税引き前利益）は2億1790万ユーロで60%増、純利益は1億2700万ユーロで45%増と、数字の上からは申し分のない結果を株式上場に際して提示していた。それにもかかわらず、ユーロネクストの株式上場は人気を

集められず、応募倍率は2倍未満、売出し価格も下限に止まり、初値は売出し価格を下回るという結果に終わった。これは23倍以上の応募を集め、売出し価格は上限で、初値もその後の価格も売出し価格を上回ったドイツ取引所の株式上場とは好対照をなしていた。もちろん、2001年2月と7月という新規株式公開の実施時期の違いやドイツ取引所が意識していた先行利益といった点も考慮すべきであろうが、それだけでは説明がつかないであろう。何がこうした違いをもたらしたのであろうか。

ユーロネクストの株式上場が不振に終わった原因の1つは、ユーロネクストが現物市場、デリバティブ市場、決済機関の統合という野心的な目標を持ちながら、この時点では共通のルールと取引システムを持たず、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寄せ集めに過ぎないということに起因していると考えられる。確かに2000年の会計監査報告書を見ればユーロネクストはドイツ取引所に匹敵する結果を残しているわけであるが、これらの数字はフランスとオランダとベルギーの数字の合計に過ぎず、各市場は合併以前と同様に国内市場を運営し続けている。3取引所が合併したことにより、具体的に合併以前と違ったところはほとんどないといっても過言ではない。ユーロネクスト・ブリュッセルはユーロネクスト・パリと同一の取引システムNSC-EMMを五月に導入しているが、実は導入以前の取引システムもパリ取引所が開発したNSCのベルギー版であり、注文の回送という点ではそれほど利便性が向上したというわけではない。他方、ユーロネクスト・アムステルダムはNSC-EMMの導入を計画しているが、その日から3取引所のシステムが統合され、相

互の注文回送が即座に行われるわけでもない<sup>32)</sup>。こうした点で現時点では3取引所の統合効果がどの程度あらわれるのかは未知数であり、積極的に株式上場で株式を購入しようという意欲が盛り上がらなかったものと考えられる<sup>33)</sup>。また、6月に入ってユーロネクスト・パリとユーロネクスト・ブリュッセルでNSC-EMMがシステム・トラブルを起こしていたことも3取引所のシステム統合に対して疑問を投げかけることになっていった<sup>34)</sup>。

他方、ユーロネクストの収入の内訳を見ると、株式取引が24%、クリアリングが22%、テクノロジー販売が12%、デリバティブ取引が12%、情報サービスが9%、上場賦課金が8%、セトルメント／カストディが4%となっており、デリバティブ関連（主として債券取引）業務の収入が大きいドイツ取引所に比べれば株式関連業務の比率が高く、株式関連業務は相場に影響を受けやすいことから、投資対象としては収入が変動する可能性の高いことが機関投資家から敬遠された理由の1つであるとも言われている<sup>35)</sup>。

ところで、ユーロネクストの最大株主であったオランダのバン・デア・ムーレン（Van der Moolen）はニューヨーク証券取引所のマーケットメーカーとしても上位五位に入る証券会社であるが、ユーロネクスト・アムステルダムがNSC-EMMというオークション・システムを導入し、マーケットメーカー業務がなくなることとグループ全体の利益の70%を占めるニューヨーク証券取引所での利益の減少から、ユーロネクストの保有株式を1,763,369株すべて売却することを表明していた。この決定自体はユーロネクスト・アムステルダムでのマーケットメーカー業務からの撤退に伴うものでユーロネクストの将来性とは無関係であったが、最大株主が保

有株式全部を売却するという報道は短期的には売り圧力の高まりを意味し、潜在的な買い手を躊躇させるものであったに違いない。これに加えて、INGグループとABNアムロ、BNPパリバといったユーロネクストの有力株主も株式の一部売却を表明しており、ユーロネクストのインサイダーが株式を売ろうとしているという事実は投資家に不安を抱かせたに違いない<sup>36)</sup>。ドイツ取引所の株式上場の際にはこうした報道は全く見られなかった。

さらに、ユーロネクストがオランダの株式会社であることからフランスの株式ファンドが税制優遇措置を受けられず、積極的には投資しないだろうという報道がなされていたことも買い意欲の減退に結びついたのではないとも言われている。また、ユーロネクストの株式上場直前にスウェーデンのOMグループの利益が大幅に悪化しているというアナリストの予想が報道されたこともユーロネクストにとっては不運であったと言えよう。

## Ⅳ. ロンドン証券取引所

### 1. ロンドン証券取引所の歩み<sup>37)</sup>

ロンドンでは1690年代から証券取引が活発化し、当初は他の商品取引と同様に王立取引所で取引が行われていたが、1760年に王立取引所から追い出された約150人の株式ブローカーは隣接するエクステンジェ・アレイのコーヒーハウスに場所を移して取引を行っていた。そして、1773年7月12日にスウィーティンクス・アレイにストック・エクステンジェと名付けられた新たな建物が開設されたのがロンドン証券取引所の起源とされている。ただし、1773年には取引場所が移ったというだけであり、1801年3月1

日にストック・サブスクリプション・ルームと改名し、会員資格審査が導入されたこと、そして1802年3月27日に制定された定款を設立根拠とする任意団体となったことが、今日のロンドン証券取引所につながる画期と言われている。

19世紀半ばにイギリスでは各地にロンドン証券取引所をまねた証券取引所が開設されていたが、政府やローカル企業の発行した証券を取引すること、重複上場銘柄の値鞘を稼ぐということがその存立基盤となっていた。しかし、電信や電話の普及とともにその存立基盤を失い、1973年3月25日にアイルランドのダブリン証券取引所を含めた約20の証券取引所がロンドン証券取引所に統合され、ザ・ストック・エクスチェンジを正式名称とすることになった。

1986年のビッグバンにおいて、会員に対する出資制限の撤廃(3月)、手数料の自由化(10月)、単一資格制度の廃止(10月)、自動気配表示システムSEAQの導入(10月)が行われ、外国証券業者が中心となって外国株やユーロ債の取引をロンドンで行っていたISRO(International Securities Regulating Organization)との年内の合併を控えて、11月19日にはロンドン証券取引所の定款が変更され、連合王国・アイルランド共和国国際証券取引所という名称で1985年会社法に基づく有限責任会社(private limited company)としてイングランド／ウェールズで登記された。そして、この定款の変更によって会員資格は無限責任の個人会員から有限責任の法人会員へと変更され、それまでの個人会員には所有権・議決権・取引参加権はなく、60歳になれば1万ポンドで償還されるA株が交付され、個人会員によって結成された会員商社には所有権・議決権・取引参加権を伴うB株が交付された。また、会員の対顧客業務を監督する自主規



制機能は1986年金融サービス法に基づいて設立された証券業協会（The Securities Association, 後のSecurities and Futures Association）に移管された。

1988年4月には金融サービス法に基づく公認投資取引所として認定され、1991年には取引所の執行機関は理事会（The Council of the Exchange）から取締役会（Board of the Directors）に変更された。その際、取締役会の定員は32人から25人へと7人削減され、メンバー構成も会長、最高経営責任者、3名の常任役員のほか、非常任役員には会員以外の銀行や上場企業、資産運用業者も加え、ニューヨーク証券取引所と同じような形となった。

なお、EU加盟国は自国の法規制を有すべしというEU投資サービス指令の発効を1996年に控えてアイルランド証券取引所が分離独立し、1995年12月9日には正式名称はロンドン証券取引所リミテッド（London Stock Exchange Limited）に変更されている。

一方、1992年には株式オプション部門LTOMをロンドン国際金融先物取引所（LIFFE）に移管、1993年には株式受渡し・決済システムTAU-RUSの導入を断念（1997年にはイングランド銀行が尽力したCRESTに株式決済部門を移管）し、ピーター・ローリンズ最高経営責任者は引責辞任、1995年12月には電子株式オークション取引システム（1997年10月導入のSETS）の採用を決定したが、1996年1月には電子取引システムの導入を強行したマイケル・ローレンス最高経営責任者は解任<sup>38)</sup>、1998年7月にはヨーロッパ統合株式市場を目指してドイツ取引所と戦略的提携の締結<sup>39)</sup>、2000年1月の上場承認権限の金融サービス機構（Financial Services Authority）への移管、2000年5月のドイツ取

引所との合併／ナスダックとの提携計画発表<sup>40)</sup>、2000年8月のOMグループによる買収提案、2000年9月のドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画撤回、ギャビン・ケイシー最高経営責任者の引責辞任、2000年11月のOMグループによる株式公開買付（TOB）失敗、2001年4月の南アフリカ共和国のヨハネスブルグ証券取引所との相互取引計画発表など、ロンドン証券取引所を取り巻く重大事件は目白押しであった。

他方、この間のロンドン証券取引所の一貫した方向性は会員業者の利害からの独立であり、個々の事例においては必ずしも成功してはいないが、1999年7月30日には当時はナスダックやニューヨーク証券取引所も目指していると伝えられた脱相互組合組織化（demutualisation）の方針を打ち出し、2000年3月15日の臨時会員総会での承認を経て、2000年6月8日にはロンドン証券取引所ピーエルシー（London Stock Exchange plc）という公開会社に組織変更されている。そして、かつてのB株保有者に対して10万株が割り当てられた株式の取引が2000年7月24日にはカザノブ社を通じて開始された。

OMグループによるTOBのさなかの2000年10月19日には株式会社への移行の経過措置として設けられた4.9%の保有株式制限条項の撤廃が臨時株主総会で投票にかけられたが、4分の3の賛成は得られなかった。ロンドン証券取引所の上場規則ではこの条項を撤廃しなければ上場できず、2001年7月19日の投票で撤廃されたことを受けて、翌7月20日にロンドン証券取引所は自らの市場に上場することとなった。

## 2. 2000年の脱相互組合組織化

1999年7月30日、ロンドン証券取引所の取締役会は相互組合的組織形態から株式公開会社の

組織形態へ移行するという方針を発表した<sup>41)</sup>。この提案はそれまでの1会員(株主)1票という相互組合的組織形態から保有株式数に応じた決定権を持つ組織形態へ移行するということであり、同時に取引所の所有権(議決権・配当請求権)と取引所での取引参加権を分離するということを意味する。そして、プレスリリースでも述べられているように、この所有権と取引参加権の分離は電子取引が普及した市場の要求に應えるためであった。

ヨーロッパでは1993年に制定され、1996年から施行されているEU投資サービス指令によって、あるEU加盟国の規制当局によって認可された金融機関は他のEU加盟国における活動を当該国の規制当局の認可なしに行うことができるようになった。その結果、国内での活動拠点の設置を認可の要件としてきた従来の規制体系は無意味となり、当該国に活動拠点を持たずに活動することも可能になった。そして、規制当局の監督のもとに会員の自主規制を行ってきた取引所も国内拠点の有無を会員資格取得の条件とすることはできなくなった。折からの電子取引システムの普及と相まって、遠隔地会員制度がアムステルダム証券取引所(後の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)やストックホルム証券取引所(現OMストックホルム取引所)、ドイツの金融先物取引所DTB(1998年にスイスの金融先物取引所SOF-FEXと合併して現在は世界最大の先物取引所EUREX)などで採用されることになった。取引所の電子化は物理的な制約を最大の原因として会員数を制限してきた取引所にとっては、一定の資格要件を満たせば新規会員を排除する理由が見当たらないという意味で伝統的な取引所の会員組織に変革を迫ることになったのである。

また、電子取引システムの採用がこうした会員組織の変更を伴うことから会員権が高く、既得権益の大きい会員を要する取引所ほど、電子取引システムの採用が遅れることにもなった。

ロンドン証券取引所は1985年にいち早く自動気配表示システムSEAQインターナショナルを導入し、一時はヨーロッパ諸国の株式取引を一手に担うほどの勢いであった。しかし、1990年代に入ってヨーロッパ諸国が証券市場改革を進めるとともに取引所の電子化に乗り出したのに対して、ビッグバン以前のジョバー制度との類似性を備えた気配表示システムに固執したロンドン証券取引所は自動執行機能を有したオークション形式の電子取引システムで遅れをとり、ロンドン証券取引所の1人勝ちという状況は失われてしまった。しかもイギリス政府が共通通貨ユーロの導入を決意しないことで、ユーロ導入国の取引はユーロ導入国に拠点を見出すのではないかという見方も広がった。ドイツ取引所が一躍ヨーロッパの主要市場として注目されるようになった背景にはこうした要因も働いていたものと考えられる。

2000年2月2日、前年7月の取締役会の決定を受けてロンドン証券取引所の脱相互組合組織化に関するインフォメーション・メモランダムがB株所有者(法人会員)に配布された<sup>42)</sup>。インフォメーション・メモランダムでは脱相互組合組織化のメリットとして、①顧客ニーズに対する明確なフォーカス、②効率的な意思決定、③ビジネス環境の変化に対するフレキシビリティ、④完全な商業ベースでの運営、の4つを上げており、当面は4.9%を越える株式の保有を禁止し、株式上場に関しては今後の検討課題とすること、2000年3月15日の臨時株主総会で投票総数の4分の3で可否を決すること、減資に対

する裁判所の承認を待って早ければ2000年5月からカザノブ社を通じて毎日12時から12時30分の間にオークション形式で株式の取引を開始すること、脱相互組合組織化後には正式名称をロンドン証券取引所ピーエルシーに変更すること、この脱相互組合組織化のアドバイザーはシュローダー社 (J. Henry Schroder & Co. Limited) であること、などが説明されていた。

このほかにインフォメーション・メモランダムでは以下のようなことも明らかにされていた。ロンドン証券取引所には1999年9月30日時点で2億1130万ポンドの株主ファンドがあり、このうち1470万ポンドはA株所有者（個人会員）、1億9660万ポンドはB株所有者（法人会員）に属する。ロンドン証券取引所の授權資本金1000ポンドは5601株のA株と14,399株のB株（各5ペンス）から成っている。そして、A株は所有者の希望に応じて1株1万ポンドで2002年12月31日までにロンドン証券取引所によって買い戻される予定であり、2000年1月31日時点ではすでに4,538株が買い戻され、1,063株しか存在していない。他方、B株は2000年2月2日時点で14,399株存在し、株式信託会社 (Share Trustee) を通じて移転されてきたが、株式信託会社の所有するB株には議決権は認められていない。

今回の提案では、①A株は非発行分も含めてすべて償却され、減資が実施される日にA株所有者は1万ポンドを支払われること、②株式信託会社が所有するB株は1ポンドでロンドン証券取引所に移転され、償却される、③B株は普通株に転換されること、④法定資本金は39,985,601株の追加普通株の発行によって200万ポンドに引き上げられること、⑤株式信託会社保有B株の移転・償却後、普通株保有者は99,999株の普通株式を付与される（保有株式と

合わせると1社10万株となる）ことが予定されており、その結果、授權資本金は4000万株で200万ポンド、払い込み資本金は2980万株で149万ポンド（各5ペンス）となる。

2000年3月15日の臨時株主総会では脱相互組合組織化が可決され、6月9日にはロンドン証券取引所はロンドン証券取引所ピーエルシーとしてドイツ取引所やパリ取引所（当時）に先駆けて公開会社となり、7月24日からはカザノブ社を通じて取引を開始した<sup>43)</sup>。

### 3. 脱相互組合組織化後の推移<sup>44)</sup>

2000年5月3日に発表されたドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画ではロンドン証券取引所とドイツ取引所がともに持ち株会社に所有される形が計画され、ロンドン証券取引所に残る4.9%の保有株式制限条項の撤廃がその前提条件となった。9月14日に予定されていた臨時株主総会で合併計画の承認と合わせて保有株式制限条項の撤廃が投票される予定であったが、株式通り引き開始が遅れたこともあって株主構成は小口ブローカーの株主が多い状態で推移し、重要決定事項に対する4分の3という決議条項も災いして、8月後半には合併計画の承認を危ぶむ声が強まっていた。そして、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グループは8月25日にロンドン証券取引所に対して買収提案を行い、これが拒否されたことを受けて8月29日にロンドン証券取引所の株主に対して株式公開買付を宣言した。これもロンドン証券取引所が公開会社となったからこそ可能となったことであり、脱相互組合組織化＝公開会社化のもたらした結果であった。

結局、ロンドン証券取引所はOMグループの敵対的買収への対応に専念するという名目で9

月12日のドイツ取引所との合併／ナスダックとの提携計画を撤回したが、OMグループが公開買付を宣言しなかったとしても予定通り、ドイツ取引所との合併計画が株主によって承認されていたかどうかは定かではない。9月14日の臨時株主総会は経営陣に対する中小株主の不満が爆発し、翌9月15日にはケイシー最高経営責任者がロンドン証券取引所の最高経営責任者としては3人続けて任期中に交替することになった。小口ブローカーの不満が高まったことを受けて10月7日の講演でロンドン証券取引所のクルックシャンク会長は、①諮問会議を設置し、政策決定に利用者の声を反映すること、②大口の国際的市場と並んで国内の小口市場のニーズにも応えること、③未上場株市場であるAIM (Alternative Investment Market) とテクノロジー銘柄を集めたテックマーク (techMARK) を国際的な市場として再編成し、ヨーロッパのベンチャー株式市場をロンドンに作り上げることなどを明らかにした。他方、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%の株式保有制限の撤廃が投票にかけられたが、4分の3の賛成は得られず、OMグループによる公開買付は絶望的となった。そして、11月10日の公開買付最終期限までに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、OMグループによる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。

2001年1月24日にはケイシー前最高経営責任者の辞任以来、クルックシャンク会長が兼任してきた最高経営責任者に元LIFFE副会長のクララ・ファース女史が2月5日に就任することが発表され、ファース女史は最高経営責任者の指名直後にロンドン証券取引所の上場はロンドン

証券取引所の新たな戦略の1つであると語ったと伝えられた。3月5日にはファース最高経営責任者がAIMとテックマークの国際的なプロモーションを開始することを発表し、3月23日にはこうしたマーケティングを重視した戦略に合わせて、ロンドン証券取引所の経営構造も大幅に見直されることになった。そして、4月2日にはロンドン証券取引所は南アフリカのヨハネスブルグ証券取引所 (JSE) に電子取引システムSETSを提供し、将来的にはロンドン証券取引所のSETS対象銘柄とJSEのSETS対象銘柄を相互に取引できるようにする予定であることを明らかにした。また、4月には外国株電子マーケットメーカー市場であるインターナショナル・リテイル・サービス (IRS)、SEAQインターナショナルで取引されてきたエマージング・マーケット株式の預託証券の取引をSETSによるオークション取引に変更したSEAQインターナショナル・オーダーブック (IOB)、SEAQ銘柄のクロス取引を行うSEAQクロッシーズ (SEAQ Crosses) といったTSE April 2001 (Trading Services Enhancements April 2001) と名付けられた一連の取り組みもロンドン証券取引所で行われた。

#### 4. ロンドン証券取引所の株式上場

2001年5月18日、2001年3月末の年次報告を行う5月24日にファース最高経営責任者がロンドン証券取引所の4.9%の保有株式制限条項撤廃を提案し、株式上場を宣言するのではないかという噂が流れた<sup>45)</sup>。そして、ロンドン証券取引所自身の時価総額はドイツ取引所やユーロネクストには及ばないことから再び買収提案を受ける可能性があり、それを見越して株価は5月18日 (金) の29.8ポンドから5月21日 (月) に

は33.9ポンドまで値上がりし、最高値を更新した<sup>46)</sup>。5月24日、ロンドン証券取引所は7月中に株式を上場することを発表した<sup>47)</sup>が、その際に株式売出しに伴う資金調達には行わないことも明らかにした。その代わりに10倍の株式分割を行い、流動性を高めるとクルックシャンク会長は語り、ファース最高経営責任者はヨーロッパの株式市場間競争で優位に立つためには買収も辞さないという強気の発言をしたと伝えられている<sup>47)</sup>。

6月18日には上場目論見書が発行され、7月19日に4.9%の保有株式制限条項の撤廃投票を行い、7月20日に自らへの上場が計画されていることが明らかになった<sup>48)</sup>。

7月19日の臨時株主総会では賛成1500万票以上、反対630票の大差で4.9%の保有株式制限条項の撤廃が決まり、翌7月20日にロンドン証券取引所は自らの市場で株式の株式上場を果たした<sup>49)</sup>。ロンドン証券取引所の株式上場は2001年2月5日のドイツ取引所の株式上場、2001年7月6日のユーロネクストの株式上場に次いでヨーロッパの主要証券取引所の株式上場としては最後になり、新規の資金調達（株式売出し）を伴わないイントロダクションという形での上場であり、ドイツ取引所やユーロネクストの上場の際ほど注目を集めることはなかった。

すでにロンドン証券取引所の株式は2000年7月24日からカザノブ社を通じて取引が開始されており、4.9%の保有株式制限条項が撤廃され、10倍の株式分割が行われたことを除けば、株式上場前と何のかわりもなかった。実際、カザノブ社を通じた取引が開始された2000年7月24日にはロンドン証券取引所の株式の初値は28ポンド、その日の安値は20ポンド、引け値は22ポンドと乱高下していたが、2001年7月19日のカザ

ノブ社での引け値は39.75ポンド、2001年7月20日のロンドン証券取引所での引け値は3.65ポンド（10倍分割前では36.5ポンド）と小幅な値動きに止まった<sup>50)</sup>。

## V. LIFFEの買収とヨーロッパ株式市場統合

### 1. 3大取引所によるLIFFE買収劇

2001年9月28日、ロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）は複数から買収提案を受けていることを発表し、買収提案の評価に関するアドバイザーとしてクレディ・スイス・ファースト・ボストンと契約を結んだことを明らかにした<sup>51)</sup>。その直後にロンドン証券取引所はLIFFEに買収提案を行っていることを認め、デリバティブ取引所を傘下に持つドイツ取引所やユーロネクストに対抗するためにLIFFEの買収を計画していることを明らかにした。2月にロンドン証券取引所の最高経営責任者に就任したクララ・ファース女史はLIFFEの元副会長であり、LIFFEのブライアン・ウィリアムソン会長とも親しく、最高経営責任者への就任がロンドン証券取引所とLIFFEの関係改善を目的としているとも噂されていただけに、この発表はさほど大きなインパクトはもたらさなかった。むしろ、ロンドン証券取引所以外の買収提案者が誰なのかということに関心が集まり、かつてLIFFEに参加を呼びかけたことのあるユーロネクスト、3月にEASDAQをナスダック・ヨーロッパとして再編し、アメリカでの個別株先物の共同子会社をLIFFEと設立したナスダック、2000年9月にロンドン証券取引所に敵対的買収を仕掛けたOMグループが候補者として噂されていた<sup>52)</sup>。そして、カザノブ社を通じて取引さ

れていたLIFFEの株価はその日のうちに3.15ポンド値上がりして11.75ポンド(時価総額3億1500万ポンド)となり、ロンドン証券取引の株価も30.25ペンス値上がりして3.38ポンドとなっていた<sup>53)</sup>。

10月1日にはロンドン証券取引所によるLIFFEの買収提案は1株13ポンドから14ポンドで総額3億4300万ポンドから3億7000万ポンドと報じられ、翌10月2日にはユーロネクストがLIFFE買収提案のアドバイザーとしてUBSウォーバーグと契約を結んだという報道もあらわれた<sup>54)</sup>。そして、10月7日にはユーロネクストの買収提案は1株15ポンドで総額四億ポンドであるとも報じられた<sup>55)</sup>。

この他にもLIFFEの経営陣やスタッフは発行済株式の10%にあたるストックオプションを保有しており、これが行使されれば買収総額が膨張すること、ロンドン証券取引所の買収提案は現金と株式の折半であることなど、さまざまな噂が飛び交っていたが、10月16日にLIFFEは買収提案者に対して買収後の方針について月内にプレゼンテーションを要請していることを明らかにした。そして、電子取引所の役割に対する認識、テクノロジーの重要性に対する理解、既存の顧客や提携関係に対する取り扱いなど、グローバルなデリバティブ取引という成長分野においてLIFFEの能力をどのように生かしていくのかという戦略がプレゼンテーションでは期待され、これらを満たす提案がなければ買収提案を受け入れず、独自路線を歩むことが表明された<sup>56)</sup>。

他方、10月18日にはLIFFEの買収提案最低許容価格は1株14ポンド、総額4億8800万ポンドであると報じられ、それまで買収価格を提示していなかったドイツ取引所も買収提案を行う方

向で動き出したという報道もあらわれた<sup>57)</sup>。ただし、ユーレックスという世界最大の電子デリバティブ取引所を子会社に持つドイツ取引所にとってLIFFEの買収はロンドン証券取引所やユーロネクストほど重要ではなく、ライバルの買収支出を引き上げるのが目的であるという見方も報じられた<sup>58)</sup>。

10月24日にはLIFFEの最低許容価格は1株16ポンド、総額5億6000万ポンドと報じられ、ロンドン証券取引所の提案内容は株式とデリバティブを両方取引できる新取引システムを導入し、LIFFEのウィリアムソン会長とフリードバーグ最高経営責任者はロンドン証券取引所の副会長と次席経営責任者になるというものであると伝えられた。他方、ユーロネクストの提案内容はLIFFEの経営陣はそのままにし、ユーロネクストのデリバティブ部門をLIFFEの傘下におさめ、LIFFEの電子取引システムであるLIFFEコネクトをデリバティブ部門で採用するというものであると報じられた。また、ドイツ取引所の提案内容は国債関連のデリバティブを除くデリバティブをユーレックスからLIFFEへ移管するというものであると伝えられた<sup>59)</sup>。

10月25日に行われたロンドン証券取引所、ユーロネクスト、ドイツ取引所によるプレゼンテーションではLIFFEの決定は下されず、引き続いて個別の交渉が継続された模様である。プレゼンテーションの当日にはロンドン証券取引所の買収提案は17ポンドあまりに引き上げられたという報道もあり、最終的には買収価格は18ポンドに達するのではないかという見方も報じられた<sup>60)</sup>。そして、この美人審査の判定基準は買収価格、テクノロジー、経営陣の処遇、グループの成長戦略という四つのポイントに絞られているという関係者の話も伝えられた<sup>61)</sup>。さらに

翌日にはロンドン証券取引所の買収提案は現金と株式折半で18ポンド、ユーロネクストとドイツ取引所の買収価格は現金の17ポンドであったこと、ドイツ取引所のプレゼンターはザイフェルト最高経営責任者ではなく、ユーレックスのフェルチャ最高経営責任者であったことなどが報じられた<sup>62)</sup>。

10月29日午後2時52分（パリ時間）、ユーロネクスト・パリでのユーロネクスト株式の取引が停止された。そして、間もなくLIFFEとユーロネクストによる共同記者会見が午後3時（ロンドン時間）からLIFFEではじまることが報じられ、LIFFEがユーロネクストの買収提案を受け入れることが明らかになった<sup>63)</sup>。

10月29日の記者会見で配布された資料によれば、買収価格は1株18.25ポンドであり、約2億6900万株のLIFFEの発行済株式に対する買い取り代金および約4700万株相当のストックオプションとワラント保有者への差額支払金を合わせて総額約5億5500万ポンドがユーロネクストによって支払われる。この買収価格は9月27日の株価8.6ポンドに対して112%のプレミアム、10月26日の株価15.13ポンドに対しても21%のプレミアムであり、LIFFEの取締役会は全会一致でユーロネクストの提案を受け入れ、株主に対してユーロネクストから行われる買い取り請求に応じることを推奨する。発行済株式の43%、新規発行を含めた株式総数の51%の株主はすでにこの提案に賛成しているが、シティ・テークオーバー・コードにしたがって75%以上の株主が賛成しない場合にはこの公開買付は成立しない。買い取り請求条件の詳細と受諾確認書は14日以内に株主に送付され、発送日から21日以内（さらに期限を21日間延長する権利をユーロネクストは持つ）に受諾者は応じなければならない。

買収提案の背景と理由については、デリバティブ取引、とりわけ金利関連のデリバティブ取引が主力商品であるLIFFEと、株式取引（デリバティブ取引でも株式関連商品）が中心であるユーロネクストは、相互に補完し合う関係にあり、両者の統合によって収益をより安定させることができ、利用者にはより多くの商品をより容易に提供することができることが上げられている。そして、その結果、相当の規模と範囲を兼ね備えた取引所が誕生することになり、とりわけデリバティブ市場においてはヨーロッパや世界の主要取引所と競争していく能力が格段に改善されることになる。さらに、この成長著しいデリバティブ部門は統合取引所の収益拡大の原動力となるとともに、ヨーロッパ市場における主力4商品の地位を確保することに結びつく。

ユーロネクストの現行デリバティブ部門はロンドンに拠点を止めるLIFFEのもとに経営組織を統合され、LIFFEコネクトを取引システムとして導入する。クリアリングに関しては商品ごとにLIFFE上場商品はロンドン・クリアリング・ハウス、ユーロネクスト上場商品はクリアネットを通じて行われるが、将来的には利用者の利便性と経営効率を考慮して最適なソリューションを追求する。ITシナジー効果については2000万ポンドの統合コストによって年間1000万ポンドから1500万ポンドの税引き前コスト削減を2005年までに実現することが見込まれている。

LIFFEの取締役会における非執行役員と外部役員の地位は確保され、ウィリアムソン会長とフリードバーグ最高経営責任者はLIFFEの取締役会に止まり、引き続き経営陣もユーロネクストからの代表を加えて経営にあたる。他方、ユーロネクストの監査役会にはロンドンの金融関係者とLIFFE会員から2人が加えられ、フリー

ドバークLIFFE最高経営責任者はユーロネクストの取締役会にも参加する。なお、LIFFEのスタッフの雇用と年金等の権利一切は保証される。

配布資料に含まれているユーロネクストのテオドル会長のコメントでは、「LIFFEの取締役会の決定は非常に光栄であり、優れた経営陣、最新の取引技術、広範な商品に基づいてパワフルな市場を作り上げることでヨーロッパのデリバティブ・ビジネスを強化し、発展させる歴史的なステップとなるであろう」と述べられている。また、LIFFEのウィリアムソン会長のコメントでは、「開設以来、LIFFEは常に開かれたものであり、国際的な性質を持つことに努めてきた。今回の決定でもビジネスを拡大するためにテクノロジーを拡大するというわれわれの戦略が継続されている。ニューヨークと東京における注目すべき取り組みに続き、今回の決定は急拡大するヨーロッパ地域において更なるディメンジョンをもたらすであろう」と述べられている。

## 2. ユーロネクストによるLIFFE買収の背景

今回のユーロネクストによるLIFFEの買収合意はロンドン証券取引所によるLIFFEの買収提案に始まるものと考えられる。ユーロネクストは確かに設立計画発表直後にデリバティブ部門の取引システムを定めず、LIFFEコネクトを採用する用意があるとしてLIFFEに参加を求めた経緯があるが、伝えられたアドバイザーの指名や買収提案の内容を見る限り、用意周到に準備したというよりもロンドン証券取引所に対抗して買収提案を行った可能性が高い。

ロンドン証券取引所は1998年7月にドイツ取引所との戦略的提携を発表し、共通プラットフォーム

フォームやヨーロッパ統合株価指数の開発を試みたが、結局は主導権争いから実現しなかった。1999年5月にはドイツ取引所が国際中央証券保管機関であるセデルを取り込み、2000年3月にはパリ取引所がアムステルダム取引所とブリュッセル取引所を取り込んで統合取引所ユーロネクストの設立計画を明らかにしたことを受け、2000年5月にはドイツ取引所との合併、ナスダックとの提携を発表したが、株主の反対とOMグループからの敵対的買収を受け、2000年9月には合併・提携計画を撤回している。この結果、ケイシー最高経営責任者が辞任し、ロンドンの独立性を維持した形での戦略の策定を迫られていた。ライバルであるドイツ取引所やユーロネクストがデリバティブ取引所や決済機関を傘下におさめているのに対して、ロンドン証券取引所はこれまでオプション取引や決済業務を手放す方向でただけに、独立性を維持するという点からはLIFFEとの関係が極めて重要になり、LIFFEのウィリアムソン会長を最高経営責任者として迎えるという選択肢も取り沙汰されていた。2001年2月にロンドン証券取引所の最高経営責任者に就任したファース女史はLIFFEの元副会長であり、LIFFEのウィリアムソン会長とも親しく、最高経営責任者への就任がロンドン証券取引所とLIFFEの関係改善を目的としているとも噂されていた。就任の際にロンドン証券取引所の上場の可能性を口にしたファース最高経営責任者は2001年7月に上場を実現し、上場の際には今後は買収も辞さないという姿勢を示していた。そして、LIFFEへの働きかけが強まり、今回の買収提案が持ち上がったと考えれば話は筋が通っている。

ロンドン証券取引所からすればロンドンの独立性を守ってライバルと対抗していくにはLIFFE



との提携・合併は最重要課題であったはずであるが、LIFFEがロンドン証券取引所による買収に同意せず、ホワイト・ナイトを求める形で他からの買収提案を要請したことから明らかなように、LIFFEはロンドン証券取引所との関係強化を必ずしも最重要課題とは考えてはいなかった模様である。

かつてウィリアムソン現会長が会長を務めていた1987年にもロンドン証券取引所によるLIFFEの買収計画が持ち上がったが、1982年に開設された新参者のLIFFEはロンドン証券取引所に呑み込まれてしまうことを恐れて提案を拒否した経緯がある。その後、LIFFEは1988年にドイツ国債先物、1989年にユーロマルク金利先物を導入し、外国商品を主力として急拡大を遂げるようになった。しかし、1997年からはドイツ国債先物がフランクフルトのDTB（現EUREX）に流出して経営危機に陥り、1998年にウィリアムソン会長が復帰してフロア取引から電子取引への移行を決断した<sup>64</sup>。2000年にLIFFEは2年ぶりに黒字転換の見通しがつき、ウィリアムソン会長に対するシティの評価は高まり、2000年秋にはウィリアムソン会長がロンドン証券取引所の最高経営責任者に就任することに対する期待が高まっていたのである。ただし、窮地に追い込まれたロンドン証券取引所とLIFFEが合併するという構想については、2000年秋の時点でLIFFEコネクトを提供することで技術提携はできるが、合併自体には反対という姿勢をウィリアムソン会長自身が表明していた。

この背景にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の1998年の戦略的提携、2000年の合併計画があり、いずれもロンドン証券取引所はLIFFEには全く根回しもなく、頭越しにドイツ取引所との交渉を行ったことがLIFFEのロンドン証券

取引所に対する不信感を招いていた。というのも、ドイツ取引所の傘下には世界最大のデリバティブ取引所となったEUREXがあり、英独連合が成立した場合にはLIFFEはいずれも蚊帳の外におかれることになっていたかもしれないからである。

今回はロンドン証券取引所からの買収提案はLIFFEやウィリアムソン会長とも関係の深いファース最高経営責任者が仲介することにより、LIFFE側にある長年のロンドン証券取引所に対する不信感が払拭されるのではないかという見方もあったが、ウィリアムソンLIFFE会長にロンドン証券取引所の副会長、フリードバーグLIFFE最高経営責任者にロンドン証券取引所の次席経営責任者のポストを用意するという、実質的には経営権を奪うことになる形でしか買収提案が行われていなかった模様であり、LIFFEの取り込みが当面の最重要課題であるはずのロンドン証券取引所側の配慮の足りなさがかうかわれる。また、人間関係や組織同士の関係を抜きにしてもLIFFEはすでにイギリスもののデリバティブ取引を独占しており、ロンドン証券取引所の傘下に入るメリットは見当たらない。LIFFEコネクトをロンドン証券取引所が採用するという形であればLIFFE側にもメリットがないわけではないが、ロンドン証券取引所は面子にこだわり、新たな電子取引システムを共同で開発するという提案しかしていなかった模様である。

これに対して、ユーロネクストはLIFFEコネクトをデリバティブ部門で採用するだけでなく、デリバティブ部門をLIFFEの下に移すことも辞さずという提案をかつて行っており、LIFFEは労せずしてフランス、オランダ、ベルギーのデリバティブ市場を獲得することになるのである

から、比較のしようがない。パリ取引所を中心とするユーロネクストは国際金融市場としてのロンドンやヨーロッパ中央銀行のお膝元であるフランクフルトに対する劣勢は十分に認識しており、参加者に対するインセンティブの提供を常に考慮してきた。パリ取引所はアムステルダム取引所を取り込むために、持ち株会社をオランダで設立し、監査役会会長にオランダ人を据え、次期最高経営責任者にメラー元アムステルダム取引所会長（現ユーロネクスト最高業務責任者）に予定している。また、国際中央証券保管機関であるユーロクリアを取り込むためにはフランスの中央証券保管機関であるSICOVAMをユーロクリアの子会社（ユーロクリア・フランス）とし、オランダの中央証券保管機関であるNECIGEF、ベルギーの中央証券保管機関であるCIKもユーロクリアの子会社とする計画を進めている。今回のLIFFEに対するデリバティブ部門の移管もこうしたこれまでの方針の延長上にあり、ドイツ取引所との対抗上、ユーレックスに匹敵するデリバティブ市場を獲得するために5億5500万ポンドという買収金額を含めて大幅な譲歩をしたものと考えられる。

他方、LIFFE買収にさほど積極的には見られなかったドイツ取引所でさえ、国債関連商品を除くデリバティブ部門のLIFFEへの移管を提案していた模様であり、ロンドン証券取引所に比べればLIFFEにとっては魅力的であったと考えられる。ただし、世界最大のデリバティブ取引所であるユーレックスは独自の電子取引システムを持っており、LIFFEのEuribor先物を獲得するためだけにLIFFEコネクトを採用したり、多額の資金を支出することには躊躇があった模様で、10月25日のプレゼンテーションにザイフェルト最高経営責任者が出席しなかったことか

らもそのあたりはうかがえる。LIFFEの買収はヨーロッパにおけるデリバティブ市場の独占をもたらすことになるが、それだけではザイフェルト最高経営責任者が目指すヨーロッパの株式市場の統合はもたらされないからであろう。

### 3. ヨーロッパ株式市場統合の行方

10月29日、ユーロネクストによるLIFFE買収合意が成立した後にロンドン証券取引所はプレスリリースを発表し、ロンドン証券取引所の買収提案価格が現金12ポンドと新株約7ポンド、計約19ポンドであったことを明らかにした。そして、ファース最高経営責任者は「われわれは株式とデリバティブをはじめて単一プラットフォームで取引するという骨太のビジネスプランを提案した。LIFFEがわれわれの野心的なビジョンを共有しないということに驚かされている」と述べ、クルックシャンク会長は「ロンドン証券取引所は強力な成長ビジネスを要するヨーロッパ最大の証券取引所であり、組織面でも企業買収面でもビジネスの範囲と規模を拡大する新たな機会を追求していく」と述べていた<sup>65)</sup>。

ロンドン証券取引所は2000年9月にOMグループから買収提案を受けた際に過大評価されている株式を含んでいることを批判していた。そして、2001年7月の上場に際しては株式売出しを行わず、資金が必要になれば柔軟に資金調達を行うと述べていた。それにもかかわらず、LIFFEの買収提案に株式を含め、全額現金で買収するために追加資金を株主に求めなかったことに対しては批判が噴出している<sup>66)</sup>。

今回の買収はロンドン証券取引所にとってどうしても成功させなければならないものであった。これが失敗した以上、次の買収対象はロンドン証券取引所自身であるという見方も広まっ

ている<sup>67)</sup>。そして、株式新規公開資金を温存しているドイツ取引所がロンドン証券取引所に対して買収を仕掛けるのではないかという観測も出始めている<sup>68)</sup>。

今回の買収失敗がロンドン証券取引所にとって大きな痛手であることは明らかである。しかし、LIFFEにとってはロンドン証券取引所に買収されるよりも好ましい結果であり、シティ全体にとってもかならずしも悪い結果とは限らないという見方も少なくはない。LIFFEの主力商品はEuribor先物であり、ユーロ導入国との関係を強化することはシティのビジネスの広がり期待できる。シティのビジネス全体がヨーロッパ関連ビジネスへ傾斜してきており、ロンドン証券取引所でも外国株取引が国内株取引を上回り、その4分の3はヨーロッパ諸国の株式取引である。イギリス政府がユーロ導入を躊躇している間にもユーロ関連ビジネス自体は拡大している。ロンドン証券取引所もこのことをいち早く意識してヨーロッパ株式市場統合への取り組みを進めてきた。もはやシティ大合同というような国益まがいの議論に惑わされる必要はないのであろう。

他方、ユーロネクストも生き残りをかけて参加者の取り込みに余念がない。ユーロクリアに続いてLIFFEを取り込んだことによって、もはやユーロネクストの存在はヨーロッパ株式市場統合にとって無視できないものとなった。ユーレックスとクリアストリームを傘下に持つドイツ取引所に並ぶことになったわけである。

それではロンドン証券取引所はどうなるのだろうか。シティという地の利を持ちながら提携・合併戦略ではドイツ取引所とユーロネクストに遅れをとっていることは否めない。ドイツ取引所やユーロネクストとの交渉力を高めるた

めに提携・合併を進めるとすれば、次の最有力候補はスイス取引所であろう。スイス取引所はバーテックスに出資し、主力銘柄の取引をすでにロンドンに移している<sup>69)</sup>。バーテックスあるいはスイス取引所本体との提携・合併により、交渉力を高めるというのが順当な戦略であろう。しかし、スイス取引所は自らが開発した電子取引システムEBSに誇りを持っており、LIFFEの場合と同じように新取引システムの開発という提案を受け入れるかどうかは明らかではない。ロンドン証券取引所はユーロネクストのようになんらかの譲歩をせざるをえないことになるだろう。また、ヨーロッパの外に目を転じればロンドン証券取引所に対して好意的なナスダックとの関係を強化し、ナスダック・ヨーロッパを取り込むということも考えられよう。さらに、2001年4月にヨハネスブルグ証券取引所と電子取引システムの提供で交わした提携計画があり、これに以来からロンドン証券取引所への働きかけを続けているオーストラリア証券取引所を取り込むということも考えられる。そして、オーストラリア証券取引所とシンガポール取引所の電子取引・決済リンク計画を通じてシンガポール取引所を取り込み、ひいては香港取引所にもネットワークを広げるという旧大英帝国ネットワーク構想もありえないわけではない。

ヨーロッパの株式市場統合という点では、イギリス、ドイツ、フランスの株式市場が何らかの形で統合されることこそがその核心であり、単一の取引システムということに拘る必要はかならずしもないであろう。アメリカではニューヨーク証券取引所とアメリカン証券取引所、ナスダックとECNはいずれも異なる取引システムで取引しているにもかかわらず、単一の取引システムを導入しようという動きは生じていない。

国益やプライドといったものがヨーロッパの株式市場統合を妨げている最大の要因であり、1人勝ちする仕組みではなく、共存できる仕組みの速やかな導入こそが目指されるべきであろう。

注

- 1) ユーロッパの株式市場統合をめぐる経緯については、拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」(『証券経済研究』31号, 2001年5月)を参照。
- 2) 電子取引システムXetraの詳細については、拙稿「ドイツ証券取引所のXetra」(『証券経済研究』第27号, 2000年9月)を参照。
- 3) 英独取引所の戦略的提携については、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～」(『証研レポート』1565号, 1998年12月)を参照。
- 4) 英独取引所の合併計画については、拙稿「iX～英独取引所合併計画～」(『証研レポート』1583号, 2000年6月)を参照。
- 5) 合併撤回に至る事情については、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～」(『証研レポート』1587号, 2000年10月)を参照。
- 6) JIWAYについては、拙稿「JIWAY～OMとMSDWによるクロスボーダー小口ECN～」(『証研レポート』1589号, 2000年12月)を参照。
- 7) Deutsche Borse, "Package of measures for even greater liquidity and transparency/ Potthoff: Increase leading edge against competitors," *Xetra Information*, 5 December 2000.
- 8) William Wright, "Deutsche Börse forges ahead with IPO," *eFinancial News*, 11 December 2000.
- 9) Miles Gregory, "Deutsche Börse to vie with Euronext for IPO," *eFinancial News*, 18 December 2000, "Deutsche Börse drops capital increase plans ahead of IPO," *eFinancial News*, 11 January 2001.
- 10) "ROUNDUP Deutsche Boerse IPO approval paves way for acquisitions," *AFX News*, 18 January 2001
- 11) Carmel Crimmins, "Deutsche Boerse debut to grab European centre stage," *Reuters*, 4 February 2001.
- 12) ユーロネクストの誕生に至る背景と設立計画の詳細については、拙稿「ユーロネクスト～3つともえのヨーロッパ株式市場～」(『証研レポート』1581号, 2000年4月)を参照。
- 13) Euroclear and SICOVAM, "The Alliance: The Euroclear System and Sicovam merge to accelerate consolidation benefits," *Press Release*, 24 March 2000.
- 14) Euronext Paris, "Clearnet and LCH to create consolidated European Clearing House," *Press Release*, 4 April 2000.
- 15) Euronext Paris, "Euronext announces value ratio," *Press Release*, 28 April 2000.
- 16) 前掲「iX～英独取引所合併計画～」(『証研レポート』

- 1583号, 2000年6月)。
- 17) Euronext Paris, "EURONEXT announces market segmentation: Creation of EURONEXT indices," *Press Release*, 22 June 2000, Euronext Paris, "New step toward creation of Euronext: Shareholders circular sent to Euronext shareholders," *Press Release*, 7 August 2000.
- 18) OMグループによるロンドン証券取引所の買収劇の結末については、前掲「ヨーロッパの株式市場統合」(『証券経済研究』31号, 2001年5月)を参照。
- 19) Euronext Paris, "Birth of EURONEXT, the first pan-European exchange," *Press Release*, 22 September 2000.
- 20) Euronext Paris, "EURONEXT disseminates its first indices: EURONEXT 100 and NEXT 150," *Press Release*, 3 October 2000, "Agreement between EURONEXT and Bourse de Luxembourg," *Press Release*, 16 November 2000
- 21) Euronext Paris, "Euronext decides on the integration of its derivatives trading systems," *Press Release*, 20 December 2000.
- 22) Euronext Paris, "Euronext launches NextTrack, a market segment dedicated to Trackers," *Press Release*, 9 January 2001, "Euro STOXX 50 LDRS and STOXX 50LDRS, the first listed trackers on NextTrack," *Press Release*, 12 January 2001, "AMEX AND EURONEXT ANNOUNCE JOINT VENTURE FOR CROSS TRADING TRACKERS: Alliance Part of Global Network of Exchange Traded Funds (ETF) Marketplaces," *Press Release*, 7 February 2001.
- 23) Euronext Paris, "Clearing 21 gets off to a smooth start in Paris," *Press Release*, 14 September 2000, "Smooth start for Clearing 21 on Paris equity trading," *Press Release*, 17 February 2001, "CLEARNET LAUNCHES THE FIRST PAN-EUROPEAN CENTRAL COUNTER-PARTY," *Press Release*, 2 February 2001.
- 24) Euronext, "Euronext Brussels: successful migration to Euronext Market Model (EMM)," *Press Release*, 21 May 2001.
- 25) "Euronext float valuation pegged at 2.4-3.4 bln euros," *Reuters*, 8 June 2001.
- 26) Euronext N.V., *Prospectus Preliminaire: mission et admission d'actions au premier marché d'Euronext Paris*, 21 June 2001.
- 27) Euronext Paris, "Euronext N.V. IPO: Initial Public Offering commences," *Press Release*, 20 June 2001.
- 28) Neil Moorhouse, "Euronext IPO Price Range EUR24-27.50/Shr - Source," *Dow Jones Newswires*, 20 June 2001, Dominique Vidalon, "Euronext sees float as key step in consolidation," *Reuters*, 21 June 2001, Dominique Vidalon, "Euronext eyes lead in European consolidation," *Reuters*, 21 June 2001.
- 29) Robert Elliot, "Euronext price seen at bottom of range," *Reuters*, 4 July 2001.
- 30) Euronext Paris, "Euronext IPO successfully completed," *Press Release*, 5 July 2001, Robert Elliot, "Euronext val-

- ued at 2.8 bln euros in IPO," *Reuters*, 5 July 2001.
- 31) Robert Elliot, "Euronext sinks on bourse debut," *Reuters*, 6 July 2001.
- 32) ユーロネクスト・アムステルダムは株式上場後の7月27日によりやく新株式取引システムの導入時期を発表した。Euronext Amsterdam, "Euronext Amsterdam to launch NSC on 29 October," *Press Release*, 27 July 2001.
- 33) Kristl Essick, "Euronext's IPO Fails to Fly," *Industry Standard*, 6 July 2001.
- 34) William Wright, "Delays hit Euronext before IPO," *eFinancialNews*, 11 June 2001.
- 35) Kenneth Maxwell and Evelina Shmukler, "Euronext's Theodore Plans Bourse Consolidation Role," *Dow Jones Newswires*, 21 June 2001.
- 36) Shanny Basar, "Van der Moolen exits Euronext," *eFinancialNews*, 25 June 2001.
- 37) 以下の記述は, Ranaid Michie, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press, 1999, 「図説イギリスの証券市場 (1997年版)」日本証券経済研究所, 二上季代司「証券取引所の組織構造」(「証研レポート」1588号, 2000年11月), "CHRONOLOGY: Long, winding road to LSE Plc," *Reuters*, 19 August 2001等による。
- 38) ロンドン証券取引所における電子取引システム導入の経緯については, 拙稿「ロンドン証券取引所における新取引システムの導入 (上)」(「証券経済研究」11号, 1998年1月)を参照。
- 39) ロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携については, 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～」(「証研レポート」1565号, 1998年12月), 「ロンドン証券取引所における取引制度変更～ヨーロッパ統合株式市場へ向けての第2歩～」(「証研レポート」1573号, 1999年8月), 「ユーロネクスト～3つともえのヨーロッパ株式市場～」(「証研レポート」1581号, 2000年4月)を参照。
- 40) ロンドン証券取引所とドイツ取引所との合併/ナスダックとの提携計画については, 前掲「iX～英独証券取引所合併計画～」(本誌1583号, 2000年6月)を参照。
- 41) London Stock Exchange, "London Stock Exchange To Adopt New Structure," *Press Release*, 30 July 1999.
- 42) London Stock Exchange, "Exchange Announce Proposed Changes To Ownership Structure: Vote on demutualisation set for 15 March," *Press Release*, 2 February 2000, *Information Memorandum*, February 2000.
- 43) London Stock Exchange, "Exchange Votes To Demutualise," *Press Release*, 15 March 2000.
- 44) ドイツ取引所との合併計画撤廃, OMグループによる敵対的買収回避, ロンドン証券取引所の建て直し策については, 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～」(「証研レポート」1587号, 2000年10月), 「ロンドン証券取引所の巻き返し策～海外キャンペーンとTSE 2001～」(「証研レポート」1594号, 2001年5月)を参照。
- 45) Allen Mattich, "LSE Seen Calling Poll To Lift 4.9% Shareholder Limit," *Dow Jones Newswires*, 18 May 2001.
- 46) Camila Reed, "Sink or swim for LSE flotation?" *Reuters*, 21 May 2001.
- 47) Margareta Pagano, "London Stock Exchange will float in July," *eFinancialNews*, 24 May 2001.
- 48) Allen Mattich, "London Stock Exchange Confirms July 20 Listing Plan," *Dow Jones Newswires*, 18 June 2001.
- 49) Martin Flanagan, "LSE vote ends share cap," *The Scotsman*, 20 July 2001.
- 50) Geoff Gibbs, "Exchange shares stall on debut," *The Guardian*, 21 July 2001.
- 51) LIFFE, "LIFFE receives approaches," *Press Release*, 28 September 2001.
- 52) "London stock market weighs bid for LIFFE exchange," *Reuters*, 28 September 2001. ナスダック・ヨーロッパについては, 拙稿「ナスダックの新たな戦略～LIFFEとの提携とイースダックの買収～」(「証研レポート」1592号, 2001年3月), 「ナスダック・ヨーロッパとバーテックス～ヨーロッパでの新たな試み～」(「証研レポート」1596号, 2001年7月)を参照。
- 53) James Moore, "LSE offer starts Liffe auction," *The Times*, 29 September 2001.
- 54) Braden Reddall, "LSE bid value LIFFE at 13-14 stg/share - source," *Reuters*, 1 October 2001, Sophy Tonder, "Euronext hires advisors, prepares LIFFE bid - source," *Reuters*, 2 October 2001.
- 55) Richard Wachman, "Euronext to spark Liffe bidding war," *Observer*, 7 October 2001.
- 56) LIFFE, "LIFFE Board invites presentations from interested parties," *Press Release*, 16 October 2001.
- 57) Vincent Boland and Charles Pretzlik, "Deutsche Borse joins race to acquire Liffe: Europe's three largest stock exchange operations likely to compete for the London derivatives market," *Financial Times*, 18 October 2001.
- 58) Sophy Tonder, "D. Boerse to be third bidder for LIFFE - sources," *Reuters*, 18 October 2001.
- 59) Vincent Boland, "LSE-LIFFE trading system planned: London Stock Exchange to build joint platform if its bid for futures operator is successful," *Financial Times*, 24 October 2001, Chris Hughes, "Liffe board summons rival bidders," *The Independent*, 24 October 2001, "Furse to steal a march in Liffe bid battle," *The Daily Telegraph*, 24 October 2001, "Euronext to move derivatives action to London - paper," *Reuters*, 24 October 2001.
- 60) "London stock market raises stakes in LIFFE auction," *Reuters*, 25 October 2001.
- 61) "London stock market raises stakes in LIFFE battle," *Reuters*, 25 October 2001.
- 62) "Liffe board divided over competing takeover offers," *The Independent*, 26 October 2001.
- 63) EuronextSupervision, "Euronext NV: Suspension and resumption of trading," *News*, 29 October 2001, "Euronext suspended pending statement," *Reuters*, 2:09 PM 29 October 2001.

- 64) LIFFEの変遷については、拙稿「LIFFEの反撃～LIFFE  
コネクトと大口取引施設～」(『証研レポート』1570号、  
1999年5月)を参照。
- 65) London Stock Exchange, "London stock exchange notes  
Euronext's offer for LIFFE," *Press Release*, 29 October  
2001.
- 66) Vincent Boland, "Failure to achieve victory puts LSE in  
the line of fire: Vincent Boland analyses City reaction to the  
exchange's performance as it faced its first big test  
under Clara Furse," *Financial Times*, 31 October 2001.
- 67) Steve Slater, "Focus - LSE loses, but London wins in  
LIFFE takeover," *Reuters*, 30 October 2001.
- 68) Peter Wuebben and Marius Bosch, "Deutsche Boerse  
seen mulling London tie-up revival," *Reuters*, 30 October  
2001.
- 69) スイス取引所とバーテックスについては、拙稿「バーテ  
ックス～ヨーロッパ第3の道～」(『証研レポート』1586  
号, 2000年8月), 「ナスダック・ヨーロッパとバーテッ  
クス～ヨーロッパの新たな試み～」(『証研レポート』  
1596号, 2001年7月)を参照。

(当所大阪研究所主任研究員)