

# ロンドン証券取引所買収提案の帰結

吉川 真裕

## 要 旨

2004年12月13日、ロンドン証券取引所は1株5ポンド30ペンス（総額13億5,000万ポンド）のドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表した。しかし、買収提案価格が低すぎるということを理由としており、引き続き条件交渉をおこなっていくことも明らかにされた。これを受けて、ユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案の意向が示され、12月から1月にかけて両当事者間で買収条件の交渉がおこなわれた。そして、2005年1月27日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の内容を公表したことで、事態は緊迫したものとなった。

ところが、ロンドン証券取引所に対する買収交渉は3月6日にドイツ取引所が株主の反対を考慮して提案を撤回し、3月29日にはドイツ取引所とユーロネクストからそれぞれ買収提案の審査を要請されていたイギリスの公正取引庁（OFT）がイギリス株式の取引をめぐる競争を阻害する恐れがあるという判断を示したことにより、実質的には立ち消えという形になった。

今回のドイツ取引所によるロンドン証券取引所買収提案はドイツ取引所またはユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収は今後とも認めないというOFTの判断を引き出したことにより、ヨーロッパ株式市場統合の行方を左右しかねないものとなった。今後は三大取引所の競合を前提とした決済市場の統合がヨーロッパ株式市場統合の課題ということになる。

## 目 次

- |                         |                    |
|-------------------------|--------------------|
| I. はじめに                 | 1. ドイツ取引所による買収提案   |
| II. ロンドン証券取引所買収提案をめぐる背景 | 2. ユーロネクストによる買収提案  |
| III. ロンドン証券取引所買収提案に至る経過 | V. ドイツ取引所による買収提案撤回 |
| IV. ロンドン証券取引所買収提案       | VI. OFTによる買収提案の評価  |

## Ⅶ. ヨーロッパの株式市場統合

### 1. 買収提案の意味するもの

### 2. OFTの判断に伴う今後の展開

## I. はじめに

2004年12月13日、ロンドン証券取引所は1株5ポンド30ペンス（総額13億5,000万ポンド）のドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表した。しかし、買収提案価格が低すぎるということを理由としており、引き続き条件交渉をおこなっていくことも明らかにされた。これを受けて、旧パリ取引所を核とし、オランダ、ベルギー、ポルトガルの取引所、そしてロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）を傘下におさめるユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案の意向が示され、12月から1月にかけて両当事者間で買収条件の交渉がおこなわれた。その後、関係者の話としてさまざまな条件が伝えられたが、取引所からの正式な発表はなく、交渉の行方は混沌としていた。ところが、2005年1月27日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の内容を公表したことで、事態は緊迫したものとなった。

ロンドン証券取引所とドイツ取引所は、2000年3月のユーロネクスト設立計画を受け、同年5月に対等合併の計画を公表したが、ロンドン証券取引所の株主の反対で同年9月に合併計画を撤回した。しかし、2001年10月のユーロネクストによるLIFFE買収、2002年2月のドイツ取引所によるクリアストリームの買収、同年7月のユーロクリアによるクレストの買収、2003年7月のクリアネットによるロンドン・クリアリング・ハウス（LCH）の買収を受けて、ロ

ンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストに買収されるのは時間の問題とも噂されていた。

結局、ロンドン証券取引所に対する買収交渉は3月6日にドイツ取引所が株主の反対を考慮して提案を撤回し、3月29日にはドイツ取引所とユーロネクストからそれぞれ買収提案の審査を要請されていたイギリスの公正取引庁（OFT）がイギリス株式の取引をめぐる競争を阻害する恐れがあるという判断を示したことにより、実質的には立ち消えという形になった。

以下では、ロンドン証券取引所買収提案をめぐるこれまでの経緯を振り返った後、今回のドイツ取引所とユーロネクストによる買収提案の経過とその中身、そしてドイツ取引所が買収提案を撤回した経緯とOFTの報告書の内容を紹介し、ロンドン証券取引所の買収問題がもつ意味と今回のOFTの判断が及ぼす今後の展開について考察する。

## Ⅱ. ロンドン証券取引所買収提案をめぐる背景

ロンドン証券取引所は18世紀に誕生した最古の証券取引所の1つであり、イギリスが世界経済をリードした19世紀には外国証券の取引においても世界の中心であった。しかし、第2次世界大戦後にはイギリス経済の後退や為替管理政策の影響等により、外国証券の取引は減少し、ローカル色を強めていた。ところが、1986年の証券市場改革（ビッグバン）に先駆けて1985年

に導入された外国株式を対象とした SEAQ インターナショナルによって、ヨーロッパ諸国の外国株取引が急増し、一時はロンドン証券取引所が EC（現在の EU）の目指す市場統合を株式市場において実現するかも見られた。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、各国の証券取引所も電子化に着手した結果、ロンドン証券取引所の一人勝ちという状況は変化した。

1999年1月から統一通貨ユーロが EU 11カ国で導入されることが1998年5月に決定された直後の7月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所が戦略的提携を結び、将来の共通取引プラットフォームの開発とヨーロッパ統合優良株市場の開設を試みたが、この構想は両取引所の主導権争いから1999年秋に挫折した<sup>1)</sup>。しかし、2000年3月にフランス、オランダ、ベルギーの取引所が統合取引所ユーロネクストの設立計画を発表したことを受け、同年5月にロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併することで合意した。ところが、ストックホルム取引所を傘下に持つスウェーデンの OM グループがこの計画に反対し、ロンドン証券取引所に敵対的買収 (TOB) を仕掛けたことからロンドン証券取引所の株主の反対でこの合併計画も同年9月に撤回された<sup>2)</sup>。

こ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り、OM グループによる敵対的買収提案と関わりがあるとしても、この決定は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た。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おこなわれていた。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

(CEO) の運営手法に疑問が呈されていた2000年9月11日の監査役会でも2001年に任期の切れるザイフェルト CEO の2006年までの留任が決定された。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同年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かった。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を占めたと言われており、この3分の1の株主を説得できなかったことに合併計画撤回の原因があったと考えられる。

この合併計画撤回を受けて、ロンドン証券取引所では合併計画を推進してきたケイシー CEO が辞任し、合併計画発表後に就任していたクルックシャンク会長（当時）は利用者の声を反映するためにエクステンジ・マーケット・グループとの定期会合をおこない、小口ブローカーの関心の高いベンチャー市場 AIM を盛り立てるなど、独自路線を追求することになった。

2001年2月には空席となっていた CEO に元 LIFFE 副会長のクララ・ファース女史が就任し、デリバティブ取引所を傘下におさめるドイツ取引所やユーロネクストに対抗してロンドン証券取引所も LIFFE の取り込みをはかることは明らかであった。ところが、イギリスのデリバティブ市場では独占的な地位を確保していた LIFFE はロンドン証券取引所との提携や合併には興味を示さず、主力商品がユーロ建て金利先物であることから明らかなように、ヨーロッパ諸国の市場への進出に関心を持っていた。2001年9月、度重なるロンドン証券取引所からの買収提案に対して LIFFE は買収企業の

募集を公表し、翌10月にはユーロネクストの傘下入りを決定した<sup>3)</sup>。この結果、ヨーロッパの二大デリバティブ取引所であるユーレックスとLIFFEはそれぞれドイツ取引所とユーロネクストの子会社となり、ロンドン証券取引所の独自路線の追及は難しくなった。

こうした流れに拍車をかけたのは、その後に生じたセトルメント機関とクリアリング機関の統合であった。ロンドン証券取引所はかつて従事していたセトルメント業務を1997年に手放し、セントラル・カウンターパーティ (CCP) を2002年まで導入していなかったのでクリアリング業務もおこなっておらず、CCP導入の際にもLIFFEのクリアリング業務をおこなってきたLCHにクリアリング業務を委託した。他方、ドイツ取引所と旧パリ取引所はデリバティブ取引所のみならず、セトルメント機関とクリアリング機関も傘下におさめており、しかもそれぞれがユーロ債の決済をおこなってきた国際証券決済機関 (ICSD) であるクリアストリーム (旧セデル) とユーロクリア (ユーロネクストの子会社ではない) を取り込んでいた。その上、2002年2月のドイツ取引所によるクリアストリームの完全買収、同年7月のユーロクリアによるイギリスのセトルメント機関クレストの買収、2003年7月のユーロネクスト傘下のクリアリング機関クリアネットによるイギリスのクリアリング機関LCHの買収という事態が相次いで生じた<sup>4)</sup>。ロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併撤回以来、ヨーロッパの株式市場統合は取引所の統合ではなく、セトルメント機関やクリアリング機関の統合を通じて生じるという見方が強まったが、ロンドン証券取引所はセトルメント機関にもクリアリング機関にも関わりを持たない。そこで、上場株式時価総額や取

引規模で上回るにもかかわらず、ロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネクストに買収されるのは時間の問題とも噂されてきたのである。

### Ⅲ. ロンドン証券取引所買収 提案に至る経過

2000年9月にロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画が撤回された後、ヨーロッパの統合株式市場の主導権を争う三大取引所は相次いで株式上場を果たした。まず、ドイツ取引所が2001年2月5日にスウェーデンのOMグループ、オーストラリア証券取引所、香港取引所、シンガポール取引所に続いてフランクフルト証券取引所に株式を上場し、約30%の新規株式売り出し (IPO) をおこなった。この結果、ドイツ取引所は9億8,000万ユーロの現金を手に入れ、時価総額ではロンドン証券取引所の約3倍、OMグループの約1.5倍の規模に達する世界最大の上場株式会社取引所が誕生した。

次いで、2000年9月に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持ち株会社としてオランダに誕生したユーロネクストがIPOをおこない、2001年7月6日にユーロネクスト・パリ (旧パリ取引所) で取引を開始した。ユーロネクストは当初から株式上場の意向を明らかにしていたものの、ドイツ取引所に先を越され、IPO市場の動向を見守っていたが、ロンドン証券取引所が同年7月中の株式上場を明らかにした後、ロンドン証券取引所に先を越されまいとしてIPO・上場へと踏み切った。しかし、ドイツ取引所が予想レンジの上限でIPOを実現したのとは対照的にユーロネクストの

IPOは予想レンジの下限となり、約30%の予定売り出し株数はかろうじて消化できたが、その後の株価の推移を見てもドイツ取引所のIPOとは明暗を分ける形になった。

最後に、同年7月20日にロンドン証券取引所も自市場への株式上場を果したが、IPOを伴わないイントロダクションという形をとり、店頭市場での取引がすでにおこなわれていたこともあって上場初日に株価は8%値下がりした<sup>5)</sup>。

こうしてヨーロッパの三大取引所が相次いで株式上場に踏み切った背景には、資金調達手段の多様化という面もあったが、1人1票あるいはそれに準じた会員制取引所のガバナンスを多数決制に転換し、経営陣により大きな決定権をもたらすことにあったといっても過言ではない。2000年9月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、この決定がロンドン証券取引所の株主構成の問題に起因していたことはすでに見た通りである。こうした点を意識して、ヨーロッパの三大取引所は相次いで株式上場に踏み切り、会員業者の影響力の希薄化を狙ったものと考えられる。

ドイツ取引所はIPOによって9億8,000万ユーロを手に入れ、クリアストリームの完全子会社化に16億ユーロを費やし、ユーロネクストもLIFFEの買収に総額5億5,500万ポンドを費やしており、買収による統合には資金調達能力が重要となっている。ロンドン証券取引所も2003年にOMグループからロンドン所在の北歐株デリバティブ取引所であるOMロンドン取引所(現EDXロンドン)を買収しているが、ドイツ取引所やユーロネクストの買収金額とは比較にならない。こうしたことからロンドン証券取引所がドイツ取引所かユーロネク

ストにいずれは買収されることは時間の問題とも噂されていた。そして、それを裏付けるかのように株主資本利益率(PER)で計ればロンドン証券取引所の株価はドイツ取引所やユーロネクストの株価よりも割高であり続けた。

2004年8月10日にドイツ取引所が第2四半期の決算報告をした際、6月末現在で3億9,000万ユーロの現金保有が明らかになり、追加配当や株式買い戻しを求める質問が相次いだのに対して、ドイツ取引所はビジネス・パートナーと交渉中であることを示唆した。そして、デリバティブ取引所ユーレックスと株価指数算出会社STOXXに共同出資しているスイス取引所の買収観測が強まったが、8月20日にスイス取引所の取締役会はドイツ取引所との買収交渉を拒否することを発表した<sup>6)</sup>。しかし、その後もドイツ取引所は追加配当や株式買い戻しをおこなう気配を見せず、11月9日に第3四半期の決算報告をした際、9月末現在で6億ユーロの現金を保有していることが明らかになり、少なくとも数カ月間は財務の柔軟性を高めるため現金の積み増しを計ると発表し、ロンドン証券取引所に対する買収提案の噂は耐えなかった。

12月10日金曜日にロンドン証券取引所の株価は5%上昇して4ポンド30シリングに達し、10月末から25%の上昇を示したが、13日月曜日早朝、ロンドン証券取引所はドイツ取引所からの1株5ポンド30ペンスの現金(総額13億5,000万ポンド)による買収提案を拒否したと発表した<sup>7)</sup>。そして、取引所の将来性と買収に伴うシナジー効果から見て提案価格が過小評価であること、取引所の統合が成功する保証がないというアドバイスをアドバイザーから受けたことを買収提案の拒否理由として上げていた。しかし、株主と利用者の利益となり、成功見込みの

高いものを買収提案を大幅に改善するためにドイツ取引所と交渉することで合意したことも付け加えていた。同日、ドイツ取引所も買収提案の事実を公表し、この買収が英独両取引所の事業戦略、使用通貨、規制枠組みといった現在の市場構造を変更するものではないこと、イギリスの電子取引の利用料を大幅に引き下げること、ロンドン証券取引所とクリアリング機関、セトルメント機関との現行契約を尊重することに言及していた<sup>8)</sup>。

ロンドン証券取引所の株価は買収価格の引き上げを見込んで12月17日に5ポンド56ペンスまで上昇していたが、12月20日の月曜日にロンドン証券取引所とユーロネクストが交渉の事実を認めたことにより、6ポンドまで上昇した<sup>9)</sup>。その後、各取引所からの正式な発表はなく、ドイツ取引所がデリバティブを含めた取引統括本部をロンドンに置くこと、ロンドン証券取引所のファースCEOとホーウェル財務担当役員に買収後のドイツ取引所の役員ポストを提示していること、クリアストリームの売却は考えていないことなどが関係者の話という形で報じられ、雇用の減少や金融市場の縮小を心配してドイツ国内で反対論が生じていた。

2005年1月15日、TCIファンド・マネジメントという英系ヘッジファンドがドイツ取引所の株式の5%を獲得し、買収提案に反対するため、臨時株主総会の開催を申し入れたことをドイツ取引所が発表した<sup>10)</sup>。しかし、ドイツの会社法では5%以上の株式を3カ月以上保有してはじめて臨時株主総会の招集を提案できるため、この提案が有効になるのは4月以降であることも明らかとなった。こうして株主の一部からもドイツ取引所の買収提案の中身がわからなければ賛否を決められないという圧力が高まっ

た。また、買収価格の引き上げを検討するためにはロンドン証券取引所の内部情報の提供が欠かせないという要求に対してロンドン証券取引所から十分な情報が提供されないことにもドイツ取引所の不満が高まっていた。

ドイツ取引所のザイフェルトCEOは2000年に生じた反独キャンペーンの経験からロンドン証券取引所の取締役会の支持がなければ株主に直接接触すること(敵対的買収)はないと言いつづけていたが、自らの株主の要求とロンドン証券取引所の対応の遅さに痺れを切らし、ドイツ取引所がロンドン証券取引所に提示している買収提案の中身を1月27日に公開した<sup>11)</sup>。そして、買収交渉の内容を交渉の終了まで公表しないことをロンドン証券取引所が要請してきたことも明らかにした。さらに、ドイツ取引所はフランクフルト、ロンドン、ニューヨーク等で説明会を開催し、ドイツ取引所の株主やロンドン証券取引所の株主、市場関係者との間で提案内容の改善も含めて議論することを発表した。

ドイツ取引所が明らかにした文書では買収提案価格は5ポンド30セント以上とされており、前回の提案価格を明確に越えておらず、ロンドン証券取引所は再びこの買収提案の拒否を発表したが、ドイツ取引所とユーロネクストとの間で交渉を続けることも表明した<sup>12)</sup>。翌1月28日、ユーロネクストは買収提案内容を公表しないままイギリスの公正取引庁(OFT)にロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった。これを受けて、ドイツ取引所も1月31日に買収交渉の申請をOFTにおこない、OFTは買収に伴う競争環境について市場関係者に意見を求めた。そして、2月9日にユーロネクストもようやく買収提案内容を公表したが、買収提案価格が示されないという異例の形

であった<sup>13)</sup>。

## IV. ロンドン証券取引所買収提案

### 1. ドイツ取引所による買収提案

ドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収提案は多岐にわたっているが、以下では8つのポイントに絞って紹介する<sup>14)</sup>。

#### (1) 条件付き現金買い取り提案

この提案は1株5ポンド30ペンス以上の価格でロンドン証券取引所の株主から株式を現金で買い取る提案であるが、ロンドン証券取引所の取締役会が株主に対して無条件で売却を推奨するという条件付きの提案（ただし、ドイツ取引所はこの条件を放棄する権限を保持する）であり、株主に対する直接買い取り提案ではない。

#### (2) ワールド・クラスのコンビネーション

この買収によってヨーロッパで傑出した市場運営会社が誕生し、最初のグローバルな取引所組織が誕生することになる。買収実現後にはドイツ取引所は名称を変更し、フランクフルト証券取引所に加えてロンドン証券取引所にも上場する予定である。これによって、すでにドイツ取引所の株式の過半数が英米系の企業に保有されている現状から株主層の国際化がさらに進展するものと期待される。他方、ロンドン証券取引所という国際的に評価の高いブランドはユーレックスやクリアストリームといったブランドとともに保持され、グループの中核となる。

#### (3) ロンドン市場

買収後もロンドン市場のオペレーションはこ

れまで通りであることが保証されるが、短期的には顧客のコスト削減、長期的にはシステム容量やプラットフォームの拡充という形で改善が指される。取引業務においては、ロンドン証券取引所はイギリスの監督機関である金融サービス機構（FSA）の規制に服し、ベンチャー市場のAIMを含めて現状の市場モデルを維持、イギリス企業の取引通貨はこれまで通りポンド建て、イギリス企業と非ヨーロッパ企業の上場が促進される。セトルメント業務においてはクレストと長期的な契約を結ぶ方向を目指す一方、クリアリング業務においてはLCHクリアネットとの契約を1年間は続け、十分にコストが削減されれば更新するものとする。

#### (4) 利用料引き下げ

ロンドン証券取引所の電子取引の利用料を2006年1月から10%引き下げ、少なくとも5年間は変更せず、将来においても現在の水準を上回ることはない。

LCHクリアネットの現行クリアリング料金の50%水準で新たなクリアリング・サービスをロンドン証券取引所の利用者に提供する。

イギリスとドイツの情報サービスを両方契約する顧客には10%の利用料金引き下げをおこなう。

#### (5) ガバナンス

ドイツ取引所は顧客にロンドン証券取引所の取締役の相当数を提供すると同時に、両取引所からも顧客からも独立した取締役をロンドン証券取引所の取締役に指名する。そして、ロンドン証券取引所の会長にはこの独立した取締役が就くものとする。

ロンドンの現物市場において顧客に影響する

オペレーションの変更にはロンドン証券取引所の取締役会の発議とドイツ取引所の取締役会および監査役会の承認を必要とする。

ドイツ取引所の監査役会は14人の株主代表と7人の従業員代表からなるが、買収が実現した場合には14人の株主代表のうち7人をロンドン市場関係者とする。

現物取引業務、デリバティブ取引業務、クリアリング&セトルメント業務のそれぞれを担当するドイツ取引所の取締役はロンドンに居住することとする。

買収後のグループはロンドンとフランクフルトの2つの取引所市場で活動することになるが、これまで通り前者はFSA、後者はドイツ取引所監督機構のもとで活動する。

#### (6) 買収によるシナジー効果

ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせは買収実施から3年後の2008年から少なくとも年間1億ユーロの税引き前利益をもたらすものと推定される。この1億ユーロのシナジー効果のうち2,500万ユーロは売り上げ増加のシナジー効果から、7,500万ユーロはコスト削減のシナジー効果から生じるものと見込まれる。なお、リストラクチャリング費用の総額は1億ユーロ未満と推定される。

また、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせは買収実施から最初の通期の決算年度においてリストラクチャリング費用を除いた1株当たり利益を増加させ、投資収益率は8%に達するものと推定される。そして、この8%はドイツ取引所の現在の資本コストを上回る。

さらに、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の組み合わせはドイツ取引所の累進的な配当政策の継続をもたらすとともに、ダブルAの格付

を維持しながら自社株買い戻しを2006年末までに実施することを可能とする。

#### (7) フランクフルト市場

フランクフルト市場における上場業務、取引業務、監督業務はロンドン証券取引所の買収によって全く影響を受けない。ドイツ取引所はこれまで通りドイツの株式会社であり、グローバル本部はフランクフルトに置く。

#### (8) 新事業

イギリスにおける株式デリバティブ取引の現物取引に対する比率はドイツの5分の1であり、ユーレックスはイギリスでの株式デリバティブ取引を振興する。

イギリスで成功したベンチャー市場AIMをモデルとしたベンチャー市場の開設をドイツでも検討する。

上場投資信託(ETF)、仕組み商品、ワラント、店頭デリバティブ等を取引する市場を整備する。

## 2. ユーロネクストによる買収提案

ユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収提案も多岐にわたっているが、ドイツ取引所の提案内容と比較しやすいように、以下では6つのポイントに絞って紹介する<sup>15)</sup>。

#### (1) 価格を明記しない現金買い取り提案

この提案はロンドン証券取引所の経営陣が株主に対してユーロネクストによる買収を推奨すること、そしてロンドン証券取引所とユーロネクストの株主、利用者、監督機関が交渉の中身を理解することを目的とするものであり、現段階で買収価格は提示しない。しかし、現金でロ

ロンドン証券取引所の株主から株式を買い取することを予定しており、8つの国際的な銀行団（ABN アムロ、バークレイズ、BNP パリバ、カリオン、HSBC、モルガン・スタンレー、ソシエテ・ジェネラル、UBS）によるシンジケート・ローンを受けることで原則的に合意している。ただし、現段階ではユーロネクストがロンドン証券取引所に買収提案をおこなうことは決定されているわけではない。

### (2) ナチュラル・パートナー

ユーレックス・クリアリングやクリアストリームを傘下に持つドイツ取引所の「垂直モデル」とは異なり、ロンドン証券取引所とユーロネクストはクリアリング機関やセトルメント機関を利用者が選択できる「水平モデル」を目指しており、両者の統合にはビジネス・モデルの上で支障がない。また、イギリスを対象としたデリバティブ取引をおこなうロンドン所在のLIFFEはユーロネクストに属するフランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルの各デリバティブ取引所とユーロネクストLIFFEというグループを形成しており、現物市場とデリバティブ市場が同じグループに属することは利用者の利便性を向上させることにつながるため、ロンドン証券取引所がユーロネクスト・グループに加わることは最も自然なことである。

### (3) ロンドン市場

ユーロネクストはパリ、アムステルダム、ブリュッセルの各取引所が統合された2000年9月の誕生の際にも、2002年にリスボン取引所とLIFFEが新たに加わった際にも、共通の規則に従いながらも従来の監督機関のもとでの組織変更をスムーズにおこなったという実績を持つ

ている。したがって、ロンドン証券取引所がユーロネクストに加わった場合にも同様にロンドン市場のオペレーションはこれまで通りであることが保証される。ただし、ユーロネクストに加盟する4カ国の取引所の現物株取引システムはすでに同一システムを導入しており、現段階では決まっていないが、将来的には取引システムの統一という目標が目指される。

取引業務においては、ロンドン証券取引所はイギリスの監督機関であるFSAの規制に服し、ベンチャー市場のAIMを含めて現状の市場モデルを維持、イギリス企業の取引通貨はこれまで通りポンド建て、イギリス企業と非ヨーロッパ企業の上場が促進される。そして、クリアリング業務においては現在のLCHクリアネットが利用され、セトルメント業務においてもユーロクリア・グループに属するクレストが引き続き利用されるので、利用者にとって新たな負担は生じない。

### (4) 利用料引き下げ

ロンドン証券取引所の電子取引の利用料を即座に10%引き下げ、将来においてもこの水準を引き上げることはない。

ロンドン証券取引所とユーロネクストの情報サービスを両方契約する顧客には10%の利用料金引き下げを即座におこなう。

### (5) ガバナンス

現在、ユーロネクスト・パリ（旧パリ取引所）に上場しているオランダの株式会社ユーロネクストは、ドイツ取引所を含めたヨーロッパ大陸諸国によく見られるように、経営を預かる取締役会と取締役を任命する監査役会の2つのボードを持つ。しかし、ロンドン証券取引所は

取締役会のみであり、ロンドン証券取引所を統合する機会に、ユーロネクストはイギリスやアメリカで採用されている1ボード制への移行を計画している。そして、ロンドン証券取引所の株式を取得した暁にはロンドン証券取引所の株式を上場廃止とするが、ユーロネクストの株式をロンドン証券取引所に上場し、フランスとイギリスの両方で規制当局の監督に服する二重母国上場 (dual primary listing) という形をとることを目指している。

まず、親会社となるユーロネクストの取締役会は16人の取締役からなり、このうち会長と副会長を含めた12人を外部取締役とし、この外部取締役には5人から6人のイギリス市場関係者を指名する。また、この外部取締役のうち2人は利用者の代表とする。そして、執行権を持つ4人の取締役はCEOと最高財務責任者 (CFO)、現物株式/上場部門のトップとデリバティブ部門のトップからなるものとする。

次に、子会社となるロンドン証券取引所の取締役会は12人から15人の取締役からなり、このうち会長を含めた8人から10人を外部取締役とし、この外部取締役には5人から6人の利用者代表と2人から3人の規制・監督業務の関係者で構成される。執行権を持つ取締役はロンドン証券取引所が選ぶ役員が2人から3人、ユーロネクストが選ぶ役員が2人から3人とする。

なお、ロンドン証券取引所のCEOはユーロネクストの現物取引/上場部門のトップを兼任し、ポンド建て現物取引をロンドンで統括すると同時に、ユーロ建て現物取引をパリで統括する。そして、ユーロネクストの情報サービス部門のトップはロンドンで業務を統括する。

## (6) 買収によるシナジー効果

ロンドン証券取引所とユーロネクストの組み合わせはドイツ取引所が発表したシナジー効果の2倍を上回る年間2億300万ユーロの税引き前利益をもたらすものと推定される。この2億300万ユーロのシナジー効果のうち5,100万ユーロは売り上げ増加のシナジー効果から、1億5,200万ユーロはコスト削減のシナジー効果から生じるものと見込まれる。ただし、リストラクチャリング費用等の総額もドイツ取引所の2倍以上の2億400万ユーロと推定されている。

まず、1億5,200万ユーロのコスト削減のシナジー効果は買収完了後2年目に達成されると想定されており、ITシナジーの9,400万ユーロ (共通現物取引プラットフォームの採用による5,500万ユーロ、イギリスのITサービスの統合による3,200万ユーロ、LIFFEとEDXロンドンの統合等に伴う700万ユーロ)、LIFFEとロンドン証券取引所がオフィスを共有することに伴う1,500万ユーロ、ITサービス以外のシナジーの2,900万ユーロ (マーケティング、商品開発、サポート等で1,700万ユーロ、上場サービスで500万ユーロ、指数サービスで200万ユーロ、情報サービスで500万ユーロ)、本部機能の統合によるシナジーの1,400万ユーロが推定されている。

また、5,100万ユーロの売り上げ増加のシナジー効果は買収完了後3年目に達成されると想定されており、イギリスの現物取引とデリバティブ取引の統合シナジーで2,500万ユーロ、イギリスと他の国での上場企業の増加シナジーで1,000万ユーロ、情報サービスと指数提供のシナジーで1,000万ユーロ、クロス・ボーダーの現物取引の増加シナジーで600万ユーロが推定されている。

他方、リストラクチャリング費用等の2億400万ユーロは買収完了後2年以内に支出されると想定されており、リストラクチャリング費用の1億8,400万ユーロ（コスト削減シナジーを達成するための1億5,300万ユーロ、売り上げ増加シナジーを達成するための3,100万ユーロ）、そして利用料引き下げに伴うディスシナジーの2,000万ユーロが推定されている。

## V. ドイツ取引所による 買収提案撤回

2000年の合併計画発表後にはイギリスで反独キャンペーンが起り、合併計画撤回後のロンドン証券取引所の会員総会では合併を推し進めた経営陣が批判され、ケイシーCEOが辞任するという事態にまで至った。これに対して、ドイツでは一部には反対の声もあったが、プロイアー監査役会会長が監査役会で支持を取り付け、合併計画立ち消え後に合併計画を推進したザイフェルトCEOの再任も混乱なくおこなわれた。ところが、今回の買収提案発表後には前回と異なる反応が両国で見られた。この反応の相違は、この間の経緯によって、ドイツ取引所やユーロネクストを買収できない以上、ロンドン証券取引所が買収されるのは時間の問題であるという認識が広く行き渡っていたことと、両取引所が上場し、最終決定権を持つ株主の構成が当時とは変化していたことによるものと考えられる。

イギリスでは金にものを言わせた買収であるとか、裏口からのユーロ導入であるといった批判は見られず、あくまでロンドン証券取引所の将来性を過小評価した買収提案価格の問題として取り上げられ、垂直モデルを追及するドイツ

取引所とはビジネス・モデルが異なるという主張はあっても、ビジネス上の経営判断の問題として取り上げられていた。

他方、ドイツでは国内の金融センター機能の低下や雇用の減少が心配され、ドイツ連邦銀行の役員やフランクフルト市長、国会議員の反対意見が報じられた。しかし、強気のザイフェルトCEOは前回と同様に反対意見に耳を傾けず、買収提案内容の説明会でも「私の唇を読み（真意を推し量れ）」といった表現で質問に十分答えなかった。前回の合併計画の時点ではドイツ取引所の株主はドイツの銀行（証券業務をおこなえるユニバーサル・バンク）、しかもプロイアー監査役会会長が率いるドイツ銀行をはじめとした大手銀行が中心であり、プロイアー監査役会会長が監査役会で反対を押さえ込んだという経緯が知られている。ところが、2001年に上場し、IPOをおこなったドイツ取引所の株主は過半数を英米系の金融機関やファンドが占め、ドイツの企業ではあるが、すでに従来のドイツ流のガバナンスが通用しない形となっていた。

もちろん、このことにザイフェルトCEOやプロイアー監査役会会長が気づいていなかったはずはない。しかし、それでもヨーロッパ株式市場統合という「錦の御旗」を掲げれば、分断された株式市場よりも統合された株式市場を望む利用者は支持してくれるものと考えていた模様である。

2004年の夏からドイツ取引所による買収提案を予想していくつかのヘッジファンドがドイツ取引所の株式を買い集めた。その代表は筆頭株主となり、1月15日に臨時株主総会の開催を要求した英系ヘッジファンドのTCIファンド・マネジメントであり、その後、これに同調した

米系ヘッジファンドのアティカス・キャピタル (Atticus Capital) である。ロンドン証券取引所の株価はドイツ取引所に続いてユーロネクストが買収提案の意向を示した12月20日に天井をつけているが、ドイツ取引所の株価は年明け以降に上昇を続けた。これについては、ドイツ取引所による買収が成功すればドイツ取引所の株は長期的に値上がりを見込めるし、ドイツ取引所による買収が失敗すればドイツ取引所の手持ち資金の還元で短期的に利益を得られるという判断があったと報じられている。ただし、TCIのクリストファー・ホーン氏はイギリスで知られた企業買収家ではあるが、今回の介入についてはロンドン証券取引所、ひいてはロンドン市場の独立性を守るという観点から参入した可能性もその発言からはうかがわれる。

2月20日にはTCIやアティカスといったヘッジファンドにフィデリティやキャピタル、ハリス・アソシエイツといった米系機関投資家も賛同し、ドイツ取引所の35%の株主がロンドン証券取引所の買収提案に反対しているという報道が流れた。これに対して、ドイツ取引所は2月21日の四半期業績開示の際に配当の引き上げを発表したが、ロンドン証券取引所の買収提案を再検討するという兆しは全く見られなかった。そして、2月27日にはドイツ取引所の監査役会会長にヤコブ・ロスチャイルド卿、CEOにスイス取引所のレト・フランチオーニ会長 (元ドイツ取引所次席経営責任者) を臨時株主総会で指名する動きが水面下で進んでいると報じられた。ここに至ってようやくドイツ取引所のロンドン証券取引所買収反対派株主に対する説得の動きが現れたが、米系機関投資家であるステート・ストリートはブロイアー監査役会会長とザイフェルトCEOの交替に反対の意向を

表明したものの、TCIやフィデリティはザイフェルトCEOとの面会を拒否し、説得工作は失敗した。米系投資銀行のメリルリンチもロンドン証券取引所の買収に反対しており、イタリアの保険大手ジェネラーリも反対を表明し、3月6日にドイツ取引所はロンドン証券取引所に対する買収提案の撤回を発表した<sup>16)</sup>。

## VI. OFTによる買収提案の評価

1月27日にドイツ取引所が買収提案内容を公開した翌日の1月28日、ユーロネクストは買収提案内容を公表しないままイギリスの公正取引庁 (OFT) にロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった (ユーロネクストが買収提案内容を公開したのは2月9日)。これを受けて、ドイツ取引所も1月31日に買収交渉の申請をOFTにおこない、OFTは買収に伴う競争環境について2月14日までという期限付きで市場関係者に意見を求めた。

EU加盟国では25億ユーロ以上の企業買収については欧州委員会が審査をおこなうことになっているが、それ未満の規模の企業買収については欧州委員会に審査を付託するかどうかは加盟各国の担当部門の判断に委ねられている<sup>17)</sup>。ロンドン証券取引所の独立性をできるだけ長く維持したいと望む者はOFTがこの案件を欧州委員会に付託することにより、「ユーロクラット」と揶揄される欧州委員会の官僚機構が数年をかけて審議することを期待していたが、この問題はイギリス1国の問題ではなく、ヨーロッパ株式市場統合の問題とも絡むので、欧州委員会が審議するのがふさわしいという意見も多く報道されていた。しかし、2月16日にOFTはこの問題を欧州委員会には付託せず、

3月31日までに自ら判断を下すことを決定した<sup>18)</sup>。

ところが、3月6日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の撤回を発表したことで、実質的には今回のロンドン証券取引所の買収問題は決着することになった。ユーロネクストはまだロンドン証券取引所に対する買収提案を取り下げてはいないが、TCI等のヘッジファンドはユーロネクストの株主でもあり、ユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収を了承するとは考えられないからである。ヘッジファンドがユーロネクストに対しては声を上げず、ドイツ取引所に対して声高に反対してきたのは、ドイツの会社法では企業買収の承認を株主に求めることが義務づけられてはいないが、オランダの会社法に服するユーロネクストはイギリスと同様に企業買収の承認を株主から受ける必要があるからであった。たとえロンドン証券取引所の経営陣とユーロネクストの経営陣の間で合意ができてユーロネクストの株主の承認が得られなければこの買収は成立しえない。

かくして、今回のロンドン証券取引所の買収問題はドイツ取引所の買収提案撤回で実質的には決着したものと見られていたが、3月14日になってドイツ取引所はユーロネクスト等がロンドン証券取引所に対して買収を正式に提案した場合には再度買収提案をおこなう用意があるとして、イギリスのOFTとドイツの連邦カルテル庁（Bundeskartellamt）に対して審査の継続を要請した<sup>19)</sup>。おそらく、この要請は今回の買収については役立つことはないだろうが、将来の買収提案に役立てようという狙いがドイツ取引所にあったものと考えられる。

ところが、3月29日にOFTはドイツ取引所

とユーロネクストのロンドン証券取引所に対する買収提案に関する審査結果を発表し、いずれについてもイギリス市場の競争を大幅に弱める危険性があるとして現段階では承認せず、より詳細な調査をおこなう競争委員会に調査を委託した<sup>20)</sup>（競争委員会の報告書の提出期限は9月12日）。今回のロンドン証券取引所買収劇は実質的にはすでに決着したものと見られていたが、OFTのこの決定は将来の買収をも否定する可能性を残し、ヨーロッパの株式市場統合の道筋を決しかねない重要性をもつことになるかもしれない。この決定の意義についてはV.2で改めて論じることとし、ここではこの決定の論拠をOFTの報告書に即して紹介する<sup>21)</sup>。

まず、ドイツ取引所の買収提案とユーロネクストの買収提案に関するOFTの報告書の中身は大半が同じであるが、クリアリング機関とセトルメント機関を傘下にもつドイツ取引所に対しては、この垂直モデルがロンドン証券取引所を買収した場合には競争を阻害する危険性があることを追加している。クリアリング機関とセトルメント機関をめぐる問題はユーロネクストに対しては問題とされていないので、以下では両者に共通する問題点とされている株式取引業務に論点を絞る。

OFTが取り上げている具体的な事例は2つであり、1つはロンドン証券取引所が2002年の株式会社化後に国内上場企業に対する上場年賦金を引き上げたこと、もう1つは2004年にロンドン証券取引所がオランダ株を取引するEuroSETSという仕組みを導入したことである。前者の上場年賦金の引き上げは他に証券取引所の存在しないイギリスでは独占企業による独占価格の設定とみなされ、OFTの調査が開始された後、2004年にロンドン証券取引所は自主的

に上場年賦金を引き上げ前の水準に戻した。他方、後者のオランダ株取引の仕組みはオランダの利用者の要望に答え、場口銭（取引手数料）を半分にするものであったが、ユーロネクストが対抗上、大幅に場口銭を引き下げたため、結果的にロンドン証券取引所でのオランダ株取引はさほど増えなかったものの、利用者は大幅な料金引き下げを享受することができた。

OFTはこの2つの最近の事例を重視し、ドイツ取引所やユーロネクストがロンドン証券取引所を買収することになれば、ヨーロッパ三大取引所間でおこなわれている競争圧力は低下し、料金引き下げのインセンティブが失われ、逆に料金引き上げのインセンティブが働きかねないことを最大の理由として、ロンドン証券取引所に対する買収提案の承認を留保した。ただし、OFTの報告書はロンドン証券取引所の買収によってヨーロッパ株式市場統合が進むことによる利用者の利便性の向上を考慮しておらず、十分に説得力があるとは言えない。24週間（場合によっては8週間の延長もありうる）という期限を持つ競争委員会の報告書がこの点についてより詳細な検討を加えてくれることを期待したい。

## Ⅶ. ヨーロッパの株式市場統合

### 1. 買収提案の意味するもの

1999年の統一通貨ユーロの導入によってヨーロッパにおける金融市場の統合が加速したが、短期金融市場や債券市場ほど株式市場の統合は進んでいない。各国の主要株式は引き続き各国の取引所での取引が活発であり、変化の兆しは見られない。株式市場の規模から見て、イギリ

ス、ドイツ、フランスが他を引き離しており、これら3国の株式市場の統合がヨーロッパの株式市場統合の中心となることは明らかであるが、各国の既得権益も絡んで話し合いでは市場統合は実現できなかった。その他の国は自国がヨーロッパの株式市場統合にイニシアティブを發揮できるとは考えておらず、3国間で何らかの決定がおこなわれればそのリーダーに従うといった構図が出来上がっている。

1990年代前半まではECの市場統合に懐疑的であったイギリスはSEAQインターナショナルでの外国株取引を背景に話し合いよりもマーケットが統合市場を決定するという力による統合を掲げており、これに対してEC加盟各国での話し合いを推進してきたのはフランスであった。一時はフランスとドイツが提携し、イギリスに対抗する姿勢を見せたが、東ドイツ統合によって自信をつけたドイツがこの提携を撤回した。そして、ユーロ導入直前になってイギリスとドイツが提携し、フランスをはずして統合株式市場へのイニシアティブを強めた。結局、この試みもイギリスとドイツの主導権争いから失敗し、この間にフランスは周辺諸国を取り込んでイギリスやドイツへの対抗力を高めた。

この3国がまとまればそれに越したことはないが、3国のうち2国の提携ないし統合が実質的にヨーロッパの株式市場統合の中心になることをそれぞれが意識しているからこそ、この3国間の交渉は主導権をめぐる勝ち組の2国の間でも紛糾する。現在のところ、かつてのドイツの寝返りをフランスは許せず、この2国間の提携は考えられない。また、歴史的にロンドンが国際金融市場として果してきた役割もフランクフルトやパリでは代替できそうにない。そこで、イギリスとドイツ、あるいはイギリスとフ

ランスという組み合わせが焦点となる。

この場合にロンドン証券取引所がドイツ取引所やユーロネクストに買収を仕掛けるということは会社の規模から見て不可能であるから、ロンドン証券取引所は提携するか買収されるかという選択肢しか持たないことになる。しかし、ドイツ取引所もユーロネクストもロンドン証券取引所と交渉せざるを得ないのであるから提携や買収の決定権はロンドン証券取引所の側にあることになる。ロンドン証券取引所は経営上の問題を抱えているわけではなく、ヨーロッパの株式市場統合という目標を掲げなければ提携や買収をおこなわなければならない理由はない。したがって、今回のドイツ取引所の買収提案に対して、まず、ロンドン証券取引所が買収されることを選ぶのか、将来の巻き返しを期して独自路線を選ぶのかという決断があり、買収されることにした場合、ドイツ取引所とユーロネクストのどちらの相手を選ぶのかという決断がある。もちろん、これらの決断に順序があるわけではなく、買収条件と独自路線を量りにかけることになるはずである。かつてロンドンの株式市場を支えてきたマーチャント・バンクはビッグバンの際に外国の同業者や国内の商業銀行の傘下に入ったが、自主性を全く喪失してしまったわけではなく、他人のお金を使ってうまく立ち回っている事例が多い。ロンドン証券取引所もこうしたマーチャント・バンクの事例に倣うのか、世界で最も外国株取引の盛んな市場として、あるいはヨーロッパで最大のベンチャー株式市場 AIM を要する取引所として独自戦略を立てるのか、判断の難しいところである。

他方、買収提案をおこなったドイツ取引所はロンドン証券取引所を取り込まなければヨーロッパの株式市場統合においてイニシアティブ

を発揮できず、ほとんど選択肢を持たない。ヨーロッパの株式市場の中心をロンドンに置くことを約束しているように、たとえロンドン証券取引所の買収に成功したとしてもドイツの一人勝ちということにはならない。むしろ、買収という形で中心市場をロンドンに提供しながらも、アメリカやアジアと競い合うヨーロッパにおける統合株式市場の戦略決定こそドイツ取引所の求めるものであろう。押しの強さで有名なスイス人のザイフェルト CEO は世界最大の上場取引所という力を背景にしてロンドン証券取引所に買収を仕掛けているように見えるが、買収成立後には逆にドイツの国内市場の縮小さえ生じかねないことを覚悟で買収提案をしているのであり、この買収が成功すればヨーロッパ株式市場統合の最大の功労者となるかもしれない。ただし、ドイツ取引所にも弱点があり、今回の買収提案が失敗した場合には2006年に任期の切れるザイフェルト CEO が再びロンドン証券取引所に買収を仕掛ける機会はないと噂されている。ザイフェルト CEO の指導力を支えているのは彼自身の人望もさることながら彼を支持するドイツ取引所のブローカー監査役会会長（ドイツ銀行監査役会会長）の力であり、今回の買収提案が失敗すれば反ブローカー、反ザイフェルト勢力の巻き返しがないとも限らない。その意味で今回の買収提案はドイツ取引所にとっても諸刃の剣であったはずである。

さらに、ユーロネクストにとってはドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収をなんとか阻止したいというのが本音であろう。ユーロネクストはイギリスのクリアリンク機関である LCH、イギリスのセトルメント機関であるクレスト、そしてイギリスのデリバティブ取引所である LIFFE をすでに取り込んでいるのであ

るからロンドン証券取引所の外堀を埋めたも同然である。急がなくても時間をかければ話し合いで統合に至る可能性は十分にあるはずである。しかし、外堀のないロンドン証券取引所がクリアリング機関とセトルメント機関を傘下に持つドイツ取引所にもっていかれては元も子もなく、ドイツ取引所がロンドン証券取引所に提示する条件を上回る条件を提示してドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収を阻止することこそユーロネクストの当面の狙いと考えられる。

ドイツ取引所のザイフェルトCEOとは対照的に、話し合いでLIFFEやLCHを取り込んできたユーロネクストのテオドールCEOは交渉上手として知られている。LIFFEを買収した際に形式的にはLIFFEを子会社化したわけであるが、実質的にはフランス、オランダ、ベルギーのデリバティブ市場をLIFFEに提供し、ドイツ取引所傘下のユーレックスに対抗するユーロネクストLIFFEグループを形成させた。ロンドン証券取引所を買収できたとしてもLIFFE買収の際と同様、ロンドン証券取引所にかかなりのイニシアティブを約束するものと予想される。だが、より多くを与えることによって買収交渉をまとめてきたテオドールCEOにとってもロンドン証券取引所とドイツ取引所が統合すれば周辺国を取り込んだユーロネクストの存在意義は大幅に減少してしまう。幸い、クリアリング機関やセトルメント機関を取引所と連結するドイツ取引所の垂直モデルに対する批判がロンドン市場関係者には多く、ユーロクリアとの提携を梃子に水平モデルによる株式市場統合を約束することでロンドン証券取引所の関心を引きことができるはずである。また、ドイツ取引所による買収の場合にはザイフェルト

CEOが約束を反故にするかもしれないことを恐れるロンドン証券取引所にとって、テオドールCEOとの約束はより信頼できるものであろう。場合によってはユーロネクストをオランダ企業からイギリス企業へと転換することによってロンドンがヨーロッパの株式市場の中心であり続けることを保証することになるかもしれない。

テオドールCEOにとって譲れないものがあるとすれば、旧パリ取引所が開発し、ユーロネクスト各国に導入された取引システムNSCの存在であろう。共通の規則と取引システムで各国の取引所をネットワーク化することがユーロネクストのコンセプトであり、これによって各国の既得権益もある程度は保護される。そのことを保証として周辺国はこれまでユーロネクストに参加してきたのであるから、この仕組みを変えるわけにはいかない。ただし、この共通取引システムをロンドン証券取引所のSETSに置き換えることも論理的には可能であり、その場合には旧パリ取引所の影響力が大幅に低下することになるはずであるが、そこまでテオドールCEOあるいは旧パリ取引所首脳陣が踏み込めるかどうかは予断を許さない。

## 2. OFTの判断に伴う今後の展開

歴史的な経緯から三大取引所が競合するヨーロッパではロンドン証券取引所がいかなる決断を下すかで、今後のヨーロッパの株式市場統合の筋道が決まるという構図が出来上がっている。

今回は手持ち資金を利用してロンドン証券取引所の買収をはかったドイツ取引所がクリスマス休暇直前の12月13日に1株5ポンド30ペンス(総額13億5,000万ポンド)の買収提案をおこ

なったことが買収問題の発端であった。このタイミングで重要な交渉をおこなうためにはロンドン証券取引所の経営陣はクリスマス休暇をゆっくりととれず、交渉の行方にも影響するのではないかと当初からささやかれていた。そして、ザイフェルト CEO の信任の厚いゴールドマン・サックスの担当者の転属予定がザイフェルト CEO にこのタイミングでの買収提案を選ばせたという報道もあった。真偽のほどは明らかではないが、いずれにせよ用意周到な買収提案とは考えにくいスタートであった。

また、ロンドン証券取引所の煮え切らない態度にザイフェルト CEO が痺れを切らせて敵対的買収 (TOB) を仕掛けるに違いないという観測記事通り、1月27日、ドイツ取引所は買収提案の公開に踏み切った。買収提案の提示を急がなかったユーロネクストはドイツ取引所の買収提案を検討した上で2月9日に買収提案を公表したが、この段階でも買収価格を明示せず、買収反対派の批判が向けられるのを回避した。そして、ユーロネクストは買収に伴うコスト削減効果やシナジー効果をドイツ取引所の数字よりも大きくし、利用料の引き下げもドイツ取引所よりもわずかに大きく設定することで、ドイツ取引所の買収提案がさほど魅力的なものではないという印象を与えることにも成功した。

こうした経過を考え合わせると、今回のドイツ取引所のロンドン証券取引所買収計画はたとえ株主の反対による撤回がおこなわれなかったとしても成功した可能性は高いとは言えないだろう。交渉事には周到な準備と交渉相手との駆け引きがつきものであり、今回の場合、ドイツ取引所にはいずれの点でも失敗が多く、この時期になぜ買収交渉を急いだのかが理解できない。手持ち資金の活用ということだけであれ

ば、買収反対派が批判したように、株主の利益を省みず、帝国建設に躍起になっていると言われても仕方がなかろう。ただし、ヨーロッパの株式市場統合については、2003年4月の第2次ジョヴァンニニ報告の後、決済市場の障害除去は全く進展していないという状態であり、ドイツ取引所が忘れられかけていたヨーロッパ株式市場統合という問題に主体的に取り組もうとしたという姿勢は評価したい<sup>22)</sup>。

おそらく、今回のロンドン証券取引所買収提案は成立せず、次の機会に問題は先送りされることになるのであろうが、次の機会はないかもしれないという可能性が生じるようになった。それはOFTによるロンドン証券取引所の買収提案反対理由の中にある。もし今回のドイツ取引所とユーロネクストのロンドン証券取引所買収提案に不備があるというならば、次回はそれを変更することも可能であろう。しかし、今回OFTが上げた反対理由は個々の条件ではなく、三大取引所が競争するヨーロッパにおいては競争圧力の低下を招きかねないドイツ取引所またはユーロネクストとのロンドン証券取引所の統合は認められないということであり、たとえロンドン証券取引所が買収する立場に回ったとしても同じ理由で反対することになるはずである。

ロンドン証券取引所を含まないヨーロッパの株式市場統合はありえず、そのロンドン証券取引所のドイツ取引所またはユーロネクストとの統合をイギリスの監督機関が認めないということであれば、ヨーロッパ株式市場統合とは三大取引所の競争を前提とした決済市場の統合ということにならざるを得ない。2000年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画撤回後、国益の絡む取引所統合は難しいので、セトルメ

ント機関やクリアリング機関の統合へと焦点は移っていった。しかし、セトルメント機関やクリアリング機関においても利益は絡み、市場統合への道筋は未だに見えない。こうした中で、今回は再び取引所の統合に注目が集まったわけであるが、OFTはドイツ取引所またはユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収を実質的に拒否したことにより、この動きに冷や水を浴びせることになった。

今回のOFTの決定はまだ暫定的なものであり、競争委員会の報告書によっては事態に変化が生じる可能性がないわけではない。しかし、この手の報告書が結論を逆転させるということは当初の決定を下したOFTの信認にも関わることになるはずであるから期待はできない。OFTは今回の買収提案がヨーロッパの株式市場統合にとって重大な意味を持つことを理解した上で、欧州委員会に決定を任せず、自ら決定することを選んだのであるから、ある意味では確信犯とも言えよう。OFTは株式決済市場の統合問題で未だに何も決められない欧州委員会という官僚組織ではなく、株式市場を熟知した自らがこの重大な決定を下すべきだと判断したのであろうが、この判断が正しかったかどうかはいずれ歴史が審判することになるであろう。

付記：本稿校正中の5月9日にドイツ取引所のザイフェルトCEOが辞任し、プロイアー監査役会会長の年内の辞任も発表されたことを追加しておく。

### 注

- 1) 詳しくは、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)、拙稿「ロンドン証券取引所における取引制度変更～ヨーロッパ株式市場統合へ向けての第二步～」『証研レポート』1572号(1999年7月)、拙稿「ユーロネクスト～三つどもえのヨー

- ロッパ株式市場統合～」『証研レポート』1581号(2000年4月)を参照。
- 2) この間の詳細については、拙稿「ユーロネクスト～三つどもえのヨーロッパ株式市場統合～」『証研レポート』1581号(2000年4月)、拙稿「iX～英独取引所合併計画～」『証研レポート』1583号(2000年6月)、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)、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。
- 3) 詳しくは、拙稿「LIFFEの決断～ユーロネクストによる買収合意～」『証研レポート』1600号(2001年10月)、拙稿「ヨーロッパ三大取引所の株式上場とヨーロッパ株式市場統合」『証券経済研究』35号(2002年1月)を参照。
- 4) 詳細は、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」『証研レポート』1604号(2002年3月)、拙稿「ユーロクリアとクレストの合併」『証研レポート』1610号(2002年9月)、拙稿「クリアネットとLCHの合併～ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網～」『証研レポート』1619号(2003年8月)、拙稿「ヨーロッパの株式決済市場統合」『証券経済研究』42号(2003年6月)を参照。
- 5) 詳しくは、拙稿「ドイツ取引所の新たな戦略～IPOと情報提供拡充～」『証研レポート』1592号(2001年3月)、拙稿「仏蘭義合併取引所ユーロネクストのIPO～ドイツ取引所のIPOとの明暗～」『証研レポート』1597号(2001年8月)、拙稿「ロンドン証券取引所の株式上場」『証研レポート』1598号(2001年9月)、拙稿「ヨーロッパ三大取引所の株式上場とヨーロッパ株式市場統合」『証券経済研究』35号(2002年1月)を参照。
- 6) Swiss Exchange, "SWX Group Opts For Independence-Remains Open For Cooperative Ventures And Alliances," *Press Release*, 20 August 2004.
- 7) London Stock Exchange, "London Stock Exchange Statement Re Approach," *Press Release*, 13 December 2004.
- 8) Deutsche Börse, "Deutsche Börse Considering A Cash Offer For The London Stock Exchange," *Press Release*, 13 December 2004.
- 9) Euronext, "Euronext Confirms Discussions With London Stock Exchange," *Press Release*, 20 December 2004.
- 10) Deutsche Börse, "Deutsche Börse Has Received A Request For An Extraordinary General Meeting," *Press Release*, 15 January 2005.
- 11) Deutsche Börse, "Proposed Pre-conditional Cash Offer By Deutsche Börse For The London Stock Exchange PLC," 27 January 2005.
- 12) London Stock Exchange, "Announcement Re: Deutsche Börse's Proposed Pre-conditional Offer," *Press Release*, 27 January 2005.
- 13) Euronext, "Euronext Announces Key Elements Of Potential Proposal To Acquire London Stock Exchange-Details Of Synergies, Proposal To Users,

- And Important Corporate Governance Information,” *Press Release*, 9 February 2005.
- 14) Deutsche Börse, *Proposed Pre-conditional Cash Offer By Deutsche Börse For The London Stock Exchange PLC*, 27 January 2005.
  - 15) Euronext, *Euronext Announces Key Elements of Potential Proposal to Acquire London Stock Exchange*, 9 February 2005.
  - 16) Deutsche Börse, “Deutsche Börse Withdraws Proposed Pre-conditional Cash Offer For The London Stock Exchange,” *Press Release*, 6 March 2005.
  - 17) The EC Merger Regulation (Regulation 139/04) Article 1 (3).
  - 18) Office of Fair Trading, “UK’s OFT London Stock Exchange Merger Update,” *Press Release*, 16 February 2005.
  - 19) Deutsche Börse, “Deutsche Börse Statement Regarding OFT And FCO Approval Process,” *Press Release*, 14 March 2005.
  - 20) Office of Fair Trading, “OFT Refers The Proposed Bids For The London Stock Exchange Plc By Deutsche Börse AG And Euronext NV,” *Press Release*, 29 March 2005.
  - 21) Office of Fair Trading, *Anticipated acquisition by Deutsche Börse AG of the London Stock Exchange plc*, 7 April 2005, Office of Fair Trading, *Anticipated acquisition by Euronext N.V of the London Stock Exchange plc*, 7 April 2005.
  - 22) The Giovannini Group, *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, April 2003. なお、第2次ジョヴァンニーニ報告については、抽稿「欧州委員会による株式決済市場改革」『証研レポート』1618号（2003年6月）を参照。

(当研究所客員研究員)