

欧州証券取引所の再編を巡る最近の動き

林 宏美

要 約

1. 1年半あまりにわたって表面化してこなかった欧州における取引所再編の動きは、昨年12月スウェーデンのOMグループOMXがコペンハーゲン証券取引所を買収することで合意に至ったのを皮切りに、ロンドン証券取引所に対するドイツ取引所、ユーロネクストの買収交渉がそれぞれ行われるようになるなど、活発化している。
2. ドイツ取引所が提示している非公式の買収提案の中には、ドイツ取引所、ロンドン証券取引所の現物株市場、ドイツのデリバティブ市場（ユーレックス）をロンドンをベースに運営することが盛り込まれている。欧州第一位の現物株市場として抜きん出た存在にある「ロンドン証券取引所」のブランドを維持、最大限活かしたいというドイツ取引所の思惑が働いていることは論を待たない。正式なオファーを提示していないユーロネクストも、オファーを出す際には、同様にロンドン証券取引所のブランドを活かす戦略をとる、と見られている。
3. 現物株市場では圧倒的な強さを維持するロンドン証券取引所ではあるが、派生商品ビジネスが限定的であることに加え、証券決済ビジネスを保有していないことが収益基盤を脆弱にしているという見方もある。そのため、ロンドン証券取引所は折にふれて潜在的な買収ターゲットとなってきた。株主からも、同取引所が今後独立した立場を維持していくことは困難である、という見方も出ている。
4. ロンドン証券取引所を取り込むことに成功した取引所が、欧州における他の中小証券取引所の再編でも主導的な立場に立つ、と見られていることもあり、今後の欧州証券取引所の将来を占う上でも最近の動きが大いに注目されている。

I. 欧州証券取引所の再編を巡る最近の動き

欧州の証券取引所間における合従連衡の動きは、2003年5月にストックホルム証券取引所の運営主体、スウェーデンのOMグループがヘルシンキ証券取引所の運営主体であるフィンランドのHEXを買収することを公表して以来、1年半あまりの間表面化することがなく、静かな状況が続いていた¹。

ところが2004年12月に入り、HEX買収

によって誕生した新OMグループOMXが約2.13億ドルでコペンハーゲン証券取引所を買収することで合意するというニュースが発表されたのも束の間、同月11、12日の週末には、ドイツ取引所がロンドン証券取引所（LSE）に対して買収提案を提示する動きが表面化した。ドイツ取引所のLSE買収に関する当初案について、翌13日、LSEのクララ・ファースCEOは、20億ユーロ弱という買収価格が低すぎることに、買収条件が曖昧であることを理由に、拒否する考えを示したが、同時にドイツ取引所との交渉を継続する用意

があることを明らかにした。さらには同月20日、LSEは、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの各証券取引所が合併して誕生したユーロネクストからもアプローチを受けている事実を認めた。こうしたロンドン証券取引所を巡る動きは、欧州証券取引所の再編に進展していく可能性がある。

1. ロンドン証券取引所に対する買収提案

1) 白紙撤回されたiX構想

ドイツ取引所がロンドン証券取引所と提携しようとする動きは、今回が初めてというわけではない。実現には至らなかったものの、1998年にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対して提携を打診したのが最初の試みであった。次なる試みは、ドイツ取引所が2000年に提示したLSEとの合併構想、いわゆるiX構想であった。この時は、OMグループもLSEに買収提案を提示し、一時的に買収競争が活発化する様相も見せたが、最終的には、英国の中小ブローカーを中心とした当時のロンドン証券取引所会員証券会社の賛同を得られず、iX構想は白紙撤回されることとなった²。

2) ドイツ取引所による今回の買収提案

ドイツ取引所がロンドン証券取引所に対して現在非公式に提示している買収提案の中には、ドイツ取引所、ロンドン証券取引所の現物株市場及びドイツのデリバティブ市場ユーレックスをロンドンをベースに運営していくことが盛り込まれている。また、これらの業務の責任者となる取締役は、従来のフランクフルトではなく、ロンドンに配置されることも併せて視野に入っている。こうした提案は、すべてのブルーチップ銘柄の取引はロンドンに、すべてのハイテク銘柄の取引はフランクフルトにそれぞれ集中することとされていたiX構想とは対照的である³。

この提案の背景には、欧州第一位の現物株市場として抜きん出た存在にある「ロンドン証券取引所」のブランドを維持、最大限活かしたいというドイツ取引所の思惑があることは論を待たない。実際、2004年11月末時点におけるロンドン証券取引所の時価総額は2兆288億ユーロとなっており、第2位のユーロネクスト(1兆7,461億ユーロ)に対して大きく水をあけている。また、第3位のドイツ取引所の時価総額は8,563億ユーロにとどまっており、ロンドン証券取引所の水準の半分にも満たない(図表1)。また、2004年11月における国内株に外国株を加えた株式売買代金を見ても、トップのロンドン証券取引所は2位となったユーロネクストの約2.3倍を記録していたことがわかる(図表2)。外国株が国内株とほぼ同等に活発に取引されているのも、ロンドン証券取引所だけに見られる特徴といえる。

グローバルな証券取引所としてのプレゼンスを高めていきたいと考えるドイツ取引所にとって、上記の実績があるロンドン証券取引所の買収は魅力的にうつっているであろう。

ドイツ取引所は昨年12月21日、既に英語を同グループの社用語としており、グローバルな取引所としてのプレゼンスを確固たるものにするための環境作りを進めている。同取

図表1 欧州主要証券取引所のランキング
(時価総額ベース：2004年11月末)

	取引所名	金額
1	ロンドン証券取引所	20,288
2	ユーロネクスト	17,461
3	ドイツ取引所	8,563
4	スペイン証券取引所(BME)	6,712
5	スイス証券取引所	5,915
6	イタリア証券取引所	5,506
7	OMXストックホルム証券取引所	2,772
8	OMXヘルシンキ証券取引所	1,382
9	コペンハーゲン証券取引所	1,101
10	オスロ証券取引所	1,042

(注) 単位：億ユーロ

(出所) 欧州証券取引所連合資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 欧州主要証券取引所における売買代金の状況（2004年11月）

	売買代金			
	国内株取引	外国株取引	株合計	債券取引
ロンドン証券取引所	1,987	1,846	3,833	2,283
ユーロネクスト	1,624	37	1,661	133
ドイツ取引所	967	82	1,049	259
スペイン証券取引所(BME)	914	16	930	2,236
イタリア証券取引所	704	75	779	121
OMXストックホルム証券取引所	260	34	295	1,109
OMXヘルシンキ証券取引所	143	3	146	0
オスロ証券取引所	97	18	116	98
コペンハーゲン証券取引所	77	2	79	830
スイス証券取引所	40	4	44	117

(注) 片道計算、単位：億ユーロ

(出所) 欧州証券取引所連合資料より野村資本市場研究所作成

引所のザイフェルト CEO は、前回の株主総会の席で、ドイツ取引所の業務がグローバル化していることから、「ドイツ取引所」という名称が同取引所の実態を反映していないという見方を明らかにし、将来的な社名の変更さえもほのめかしていた。こうした流れを鑑みると、ロンドン証券取引所を傘下に入れることができた場合、買収を機にブランド名を変更する公算は大きい。

3) ユーロネクストによるロンドン証券取引所に対するアプローチ

一方のユーロネクストはこれまでのところ、具体的な買収提案を出すまでには至っていない。2005年に入って買収を視野に入れた交渉をLSE側と始めたばかりである。

とはいえ、既にドイツ取引所を意識した活発な交渉を繰り返している模様である。例えば、ユーロネクストの某ダイレクターは、テオドル CEO がロンドン証券取引所に対して、両取引所の類似点を強調し、（ドイツ取引所の傘下に入るよりも）ユーロネクストと手を結んだほうがより多くのベネフィットを享受できるうえ、変更しなければならぬ点も少ない、という説得を行ったことを明らかにした。パリ、アムステルダム、ブリュッセル

の各取引所が合併して誕生したユーロネクストは、その後もリスボン証券取引所、ロンドン国際金融先物・オプション取引所なども取り込み、緩やかな連合体として機能させている実績は確かにある。

II. 欧州の証券取引所を巡る環境

1. 活発化する取引手数料引下げの動き

以上のように、ロンドン証券取引所の帰趨を巡り、欧州の証券取引所再編の動きが俄かに注目される展開となっているわけであるが、こうした動きの背景にある欧州の証券取引所を巡る環境を確認してみよう。

欧州の主要証券取引所間では2003年11月頃から、自国銘柄にとどまらず、海外の主要銘柄取引サービスに参入する動きが相次いでいるが、この過程で、取引手数料引下げが活発化している。

例えばロンドン証券取引所は2004年5月24日より、流動性が高いオランダ株式の取引サービスEUROSETSを導入した。EUROSETSの対象となるのは、オランダの主要株価指数AEX25とAMX25の構成銘柄である。同サービスの取引手数料は低く抑えられていることから、LSEがこのサービスに

参入したことで、オランダ株の主要取引市場であるユーロネクストとの競争が激化することにつながった。また、ドイツ取引所も LSE より一足早い 2003 年 11 月 17 日より、オランダの AEX25 全構成銘柄を、セトラを通じて取引するサービスを導入済みである。

こうした LSE、ドイツ取引所の攻勢に押されて、ユーロネクストも 2004 年 4 月 8 日、アムステルダム証券取引所の取引手数料を 30% 引下げる決定を下した。

AEX25 及び AMX25 のオランダ株全取引に占めるロンドン証券取引所のシェアは、これまでのところ平均 2% 程度にとどまっているが⁴、単一の金融・資本市場を目指す EU レベルの動きと相俟って、取引手数料の引下げによって、外国の現物株取引のシェアを獲得、拡大しようとする動きはさらに活発化する公算が大きい。

2. 証券決済に関する欧州域内の動き

こうした欧州取引所間の競争活発化の動きは、単に取引の場だけではなく、証券決済の場を巡る競争とも深く係わっている点も注目する必要がある。

現在、欧州の証券決済機関は、ドイツ取引所の 100% 子会社であるクリアストリームと、ロンドン証券取引所やユーロネクストで取引されている銘柄の決済を取扱っているユーロクリアの 2 機関に事実上集約されている。

両決済機関を巡っては、かつてクリアストリーム・バンキングおよび持ち株会社のクリアストリーム・インターナショナル SA が、ユーロクリア・バンクに対して、ドイツ登録株に関するクロス・ボーダー証券決済サービスの提供を拒否し、差別的な価格を適用するという問題が生じた。

クリアストリームの親会社であるドイツ取引所が、ドイツ登録株取引の取引において優位的立場を保つために、傘下の決済機関を戦略的に利用しようとした動きであることは言

うまでもない。この問題に対しては、2004 年 6 月に欧州委員会が、クリアストリームが、公正競争に関する規制を侵害したとの最終的な判断を下している⁵。ちなみに、クリアストリームによるこうした対応は 2002 年 2 月以降いずれの点も是正されている。

こうした問題が生じたことから、欧州域内市場における証券決済に関する規制および監督上の共通の枠組みの必要性が叫ばれるようになった。欧州委員会は現在、そうした枠組みを構築する動きを着々と進めている段階にある。2004 年 4 月 28 日、EU レベルでの証券決済に関するイニシアティブが公表されたのに続き、2005 年 1 月中にも、証券決済に関する EU 指令案が公表されると見られている。

Ⅲ. ロンドン証券取引所が置かれた状況

ロンドン証券取引所の株主は、ドイツ取引所の当初提案を拒否した同取引所のスタンスを支持する意向を示す一方で、ロンドン証券取引所が今後も独立した立場を維持していくことは困難である、という認識を持っている。英国の個人向け資産運用会社及び証券会社で構成する業界団体 APCIMS のアンジェラ・ナイト CEO による「ロンドン証券取引所は依然として単一商品の企業体 (one product entity) である。いかなる単一商品の企業体も、最終的には問題を抱えることになる。」という発言に象徴されるように、ロンドン証券取引所が現状のまま、単独で生き残ることに対しては懐疑的な見方が一般的である。そのため、2000 年の iX 構想白紙撤回後も、折にふれて潜在的な買収ターゲットとして見られてきた。

1. 限定的な派生商品取引ビジネス

ロンドン証券取引所が、競合する欧州の主要証券取引所であるドイツ取引所やユーロネ

コストと比べて見劣りする点の一つとして、派生商品取引ビジネスが限定的な点を指摘することができる。

というのも、ロンドン証券取引所の派生商品取引ビジネスは、前掲した OMX と合併で設立した EDX ロンドンを通じたサービスに限られているからである。なお、ロンドン証券取引所は 2001 年末、ユーロネクストとの間でロンドン国際金融先物・オプション取引所 LIFFE の買収競争に敗れている。

2003 年 6 月に取引サービスを開始した EDX ロンドンでは、LSE が提携関係にあるスウェーデン、デンマーク、ノルウェーの各取引所に上場する先物・オプションの取引サービスが提供されている。2004 年 3 月までの 1 年間におけるロンドン証券取引所の収益構成内訳を見ると、デリバティブ収入が占める割合は全体の僅か 2.4% に留まった（図表 3）。

これに対して、ドイツ取引所は世界最大のデリバティブ市場であるユーレックス及び 2004 年 2 月にシカゴに設立した先物・オプション取引所、ユーレックス US を保有しているし、ユーロネクストは 2002 年にロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）を買収するなど、両者とも派生商品取引ビジネスの拡充を進めている。ドイツ取引所、ユーロネクストの 2 証券取引所の収益全体に占める派生商品取引ビジネスからの収益シェア（2003 年）は、それぞれ 24.8%、30.3% であり、いずれも主要な収益源となっていることが理解できる。

2. 清算、決済機能のあり方

ロンドン証券取引所のもう一つの大きな弱点として指摘されているのは、清算、決済機能を保有していない点である。ドイツ取引所（クリアストリーム）の場合、証券取引から決済にいたるまでを一つの機関が保有し、いわゆる「垂直統合」の構造をとっている。ド

イツ取引所では、クリアストリームによる証券決済業務から計上する収益シェアが 2002 年の 20.5% から 2003 年には 33.0% まで高まっていることを鑑みると、同取引所においては、証券決済業務がますます重要なビジネスになっていることが理解できる。

もっとも後述するように、垂直統合モデルについては、その問題点を指摘する声もあり、ドイツ取引所が現状を維持したまま、ロンドン証券取引所を傘下に入れることが出来ない可能性もある。

ロンドン証券取引所で取引される銘柄の決済を担っているのは、ユーロクリアである⁶。ユーロクリアは、クリアストリームとは対照的に、取引、清算、決済といった機能ごとの統合をすすめる、いわゆる「水平統合」モデルを進めている。

IV. 今後の展望

前述したように、ロンドン証券取引所は、ドイツ取引所、ユーロネクストのそれぞれと交渉を行ってはいないものの、2005 年 1 月 13 日現在、統合の具体的な流れは依然として不透明である。

しかし、ロンドン証券取引所を中心とした欧州における取引所統合の動きが何らかの形で実現した場合には、欧州の証券取引所間の合従連衡が進む素地が整う、と期待する市場関係者も少なくない。とりわけ今回の取引所買収競争における勝者が、欧州における他の中小証券取引所の再編でも主導的な立場に立つ、と見られており、主要証券取引所による再編の動きが注目されている。

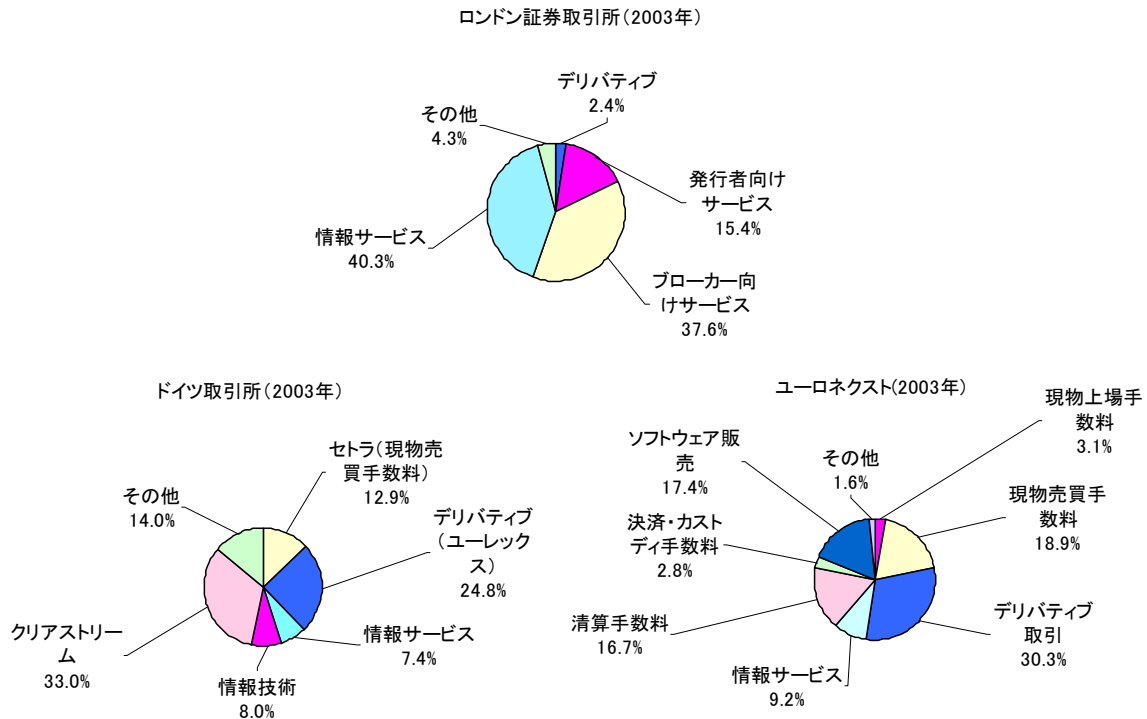
こうしたなかで、取引所再編の動きに対する各方面からの反応も次第に表面化している。

例えば、アイヒェル独財務相は 1 月 6 日、ドイツ取引所のザイフェルト CEO に対して、シュローダー首相を含むドイツ政府が、金融

センターとしてのドイツの地位を揺るがさないようにするためにも、同取引所の業務をロ

イツ取引所がロンドン証券取引所を買収した場合、独占的なプロバイダーとなったドイツ

図表 3 欧州三大証券取引所の収益構成内訳の比較



(注) 1. ロンドン証券取引所は2003年4月～2004年3月の数字。
 ドイツ取引所及びユーロネクストは2003年1月～12月の数字。
 (出所) 各証券取引所の年次報告書などより野村資本市場研究所作成

ンドンに移管する動きには反対する意向を明確に伝えた、と報じられた⁷。加えて、ドイツ連銀の理事会メンバーであるハンズ・レッカーズ氏も、ロイター通信に対して、取引所の本拠地だけでなく、重要な市場セグメントも永久にフランクフルトに置くべきである、という考えを示した、とされている⁸。

また、取引コストの上昇など投資家やブローカーが不利益を被る事態が発生するかもしれない、という懸念も少なくない。というのも、ドイツ取引所は、証券取引から決済までを一つの機関(=ドイツ取引所グループ)が提供するいわゆる「垂直統合」の構造をとっているため、ブローカーや投資家からは、ド

取引所が価格の引上げなどに動き、投資家らが不利益を被るのではないかと懸念する声があがっているのである。加えて、ドイツ取引所がロンドン証券取引所を傘下に入れた場合、すべての証券決済はクリアストリームを通じて行うことが義務づけられ、他の証券決済機関を利用する道が閉ざされるのではないかと、という強い懸念もある。クリアストリームの競合証券決済機関であるユーロクリアのタプカー理事長は、ドイツ取引所はクリアストリーム及びユーレックスの清算子会社を売却すべきである、という考えを主張している。

ドイツ取引所のザイフェルト CEO は、顧客向けの新たな価格体系の詳細を近いうちに

公表する方針を示し、市場関係者の価格に対する不安などを払拭しようと躍起になっている。しかしながら、ドイツ取引所傘下のクリアストリームには前掲した欧州委員会の判断が下った前科もあるだけに、市場関係者の不安を払拭することは容易なことではなさそうである。

引所の拠点はまだ依然としてフランクフルトにある状況を説明した。

⁸ 脚注 4 に同じ。

¹ OM による HEX 買収について詳しくは、林 宏美「OM による HEX 買収提案—汎北欧証券取引所の設立構想—」『資本市場クォーターリー』2003 年夏号参照。

² IX 構想当時は、ロンドン証券取引所株の上場前であったことから、同株は会員証券会社の間で幅広く保有されていた。

³ IX 構想当時、ドイツの新興企業向け市場であるノイア・マルクトが絶好調であったことの影響が強かったと見られる。その後 TMT バブル (=通信、メディア、テクノロジー銘柄における株価バブル) が弾け、ノイア・マルクトが廃止に追い込まれたことを鑑みれば、iX 構想が実現しなかったことが、かえってドイツ取引所にとって望ましい状況を生み出したということも言える。

⁴ ロンドン証券取引所が発表した 2004 年上半期の業績に関するプレス・リリースで触れられている。

⁵ European Commission “Financial decision in Clearstream case”(IP/04/705) 2004 年 6 月 2 日。なお、「登録株」とは、我が国の株券と同じように名義書換を必要とする記名式株券のことを指す。ダイムラー・クライスラーやルフトハンザ、ドイツ銀行といったグローバルに取引されている銘柄の大部分は登録株。

⁶ もともとはクレストがロンドン証券取引所で取引される銘柄の決済を取り扱っていたが、ユーロネクストで取引される銘柄などの決済を取り扱っているユーロクリアと 2002 年に合併することを発表。英国内では 2005 年までクレストの名称を引き続き使用。両者の合併について詳細は、野村亜紀子・小橋亜由美「二極化に向かう欧州の証券決済機関—ユーロクリアとクレストの合併発表—」『資本市場クォーターリー』2002 年夏号参照。

⁷ Guardian “Boerse HQ ‘must stay in Frankfurt’” (2005 年 1 月 7 日)。もっとも、同日ベルリンで開催された独政府のニュース・カンファレンスの席で、同財務相のスポークスマンがガーディアンの報道内容を全面否定し、アイヒェル財務相はドイツ取引所によるロンドン証券取引所の買収提案を歓迎している、と主張した。同スポークスマンはその際、ドイツ取引所の傘下にあり、ルクセンブルグに拠点を置くクリアストリームを例に取上げ、クリアストリーム担当の取締役はルクセンブルグに配置されているが、取