

欧米における取引所の再編を巡る動き

神山 哲也

要 約

1. 欧米における取引所の再編を巡る動きが活発化している。2004 年末に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し、その直後にユーロネクストも LSE との買収協議を認めた。しかし、株主の反対や競争法上の理由から、現在は何れも足踏み状態にある。
2. 2005 年 12 月には、オーストラリアの投資銀行マッコリーが LSE に買収提案を提示し、2006 年 1 月には株式公開買付に踏み切ったが、何れも失敗に終わった。2006 年 3 月にはナスダックも LSE に買収提案を提示したが、同月撤回した。ナスダックは翌月、LSE 株式を 14.99% 取得し、LSE の筆頭株主となっている。また、NYSE グループも欧州の取引所買収に関心があると見られている。
3. LSE を巡る動きが混沌とする中、ドイツ取引所とユーロネクストの合併が現実味を帯びてきている。両取引所の合併を望む株主の声は強いが、合併協議が難航している上、デリバティブ取引における競争法上の問題が生じると見られている。
4. このように、欧米における取引所の再編を巡る動きが活発化している背景としては、資本市場のグローバル化と市場間競争の激化や取引所の株式会社化が挙げられる。その中でも LSE が標的にされる理由としては、LSE が現物株取引で欧州最大である一方、企業体として見ると時価総額が低いことなどが挙げられる。
5. 今後は、欧米における取引所の再編がどのような展開を見せるのか、また、その中で東京証券取引所がどのように位置付けられるのか、注目される。

はじめに

欧米における取引所の再編を巡る動きが活発化している。ロンドン証券取引所（LSE）を巡り、2004 年末にはドイツ取引所とユーロネクストが買収提案を行い、2005 年 12 月にはオーストラリアの投資銀行マッコリーが、2006 年 3 月にはナスダック・ストック・マーケットが相次いで買収提案を行った。また、NYSE グループも、LSE を始めとする欧州の取引所の買収に関心があると

見られている。更に、ドイツ取引所とユーロネクストの合併も取り沙汰され、現在も両者による協議は継続していると思われる。

そこで、本稿では、2004 年末以降に生じた欧米における取引所の再編を巡る動きを概観した上で、その背景について論ずることとする¹。

．欧州の取引所による LSE 買収提案

1. ドイツ取引所

フランクフルト証券取引所等を運営する

ドイツ取引所は、2004年12月、LSEに対する買収提案を提示した。ドイツ取引所は1998年、2000年にもLSEとの統合を試み、頓挫した経緯があり、これで三度目の試みとなる。ドイツ取引所による本件買収提案は、一株530ペンスの現金による買付けであり、LSEの既存の市場の仕組みを維持し、LSEを英国及び海外株式の主要な上場・取引の場とする。また、統合の効果として3年後には年間2,500万ユーロの収益上のシナジー効果と7,500万ユーロのコスト上のシナジー効果が見込まれることや、取引手数料及び情報配信手数料を10%削減することなども提案に盛り込まれた。

これに対しLSEの取締役会は、一株530ペンスの提示価格が低すぎるとして提案を拒否した。また、ドイツ国内でも、フランクフルトの金融センターとしての地位低下や、雇用の減少を危惧しての反対意見があった。

更に、ドイツ取引所にとって致命的だったのは、株主の反対であった。2005年1月末時点でドイツ取引所の株式を5.1%保有していた英国ヘッジファンドのTCIファンド・マネジメント(TCI)は、買収提案が出された当初より、買収価格が高すぎる、自社株買いを実施すべき、監査役会のメンバーを入れ替えるべき、として本件買収に反対し、臨時株主総会の開催を要求していた²。TCIは他のドイツ取引所株主にも協力を呼びかけ、アティカス・キャピタル³など30%超の持分を保有する株主から同意を得たと見られている。

この一連の動きに関し、ドイツ連邦金融監督庁(BaFin)が調査に乗り出した。ドイツの株式公開買付(TOB)規制では、ある企業の株式を単独若しくは共同で30%以上保有する者は、残余の株式に対してTOBを行わなければならないという全部買付義務を課される。TCIを始めとする株主が、共同で取引所経営陣に圧力をかけたとすれば、

TOB規制に違反した可能性は否定できない。結局、BaFinは2005年10月、複数の株主が共同でドイツ取引所に圧力をかけたことについて確証を得ることはできなかったと発表した。この調査結果を疑問視する向きは強い。

結局、ドイツ取引所は、2005年3月に買収提案を撤回し、同年5月には、統合を強力に推進してきたヴェルナー・ザイフェルトCEOとロルフ・プロイヤー会長の辞任が決まった。但し、ユーロネクストなどが新たに買収価格を提示した場合は、再度買収提案を出す権利を留保することとした。

ザイフェルト氏の辞任後、ドイツ取引所のCEOはしばらく空席の状態が続いたが、2005年10月、スイス取引所のレト・フランシオーニ会長が新CEOに任命された。新体制の下では、ザイフェルト氏が推進したような大掛かりな買収や合併戦略は採られないと見る向きもあった。しかし、フランシオーニ氏の任命後に発表されたドイツ取引所の経営の基本戦略では、国内外の全ての取引所との間で連携・統合に向けた交渉の用意がある、とされ、依然、他の取引所を買収・合併する可能性は残っている。また、フランシオーニ氏が以前に会長を務め、ドイツ取引所と共同でデリバティブ市場ユーレックスを保有するスイス取引所との関係強化に向かう可能性も指摘されている⁴。

2. ユーロネクスト

フランス、オランダ等で証券取引所を運営するユーロネクストも、ドイツ取引所と同時期の2004年12月、LSEと買収について協議していることを認めた。ユーロネクストが翌年2月に発表した買収提案の内容によると、買収は全額現金による買付けとして行われ、統合の2年後には年間1.52億ユーロのコスト上のシナジー効果、3年後には年間5,100万ユーロの収益上のシナジー効果が見込まれることや、取引手数料及び情報配信手数料を

10%引下げることなどが盛り込まれた。買収価格は発表されなかったものの、見込まれる統合効果はドイツ取引所よりも年間1億ユーロ以上大きく、取引手数料の引下げに関しては将来の更なる引下げについて言及するなど、ドイツ取引所の買収提案を強く意識した内容となっていた。

しかし、ユーロネクストも、ドイツ取引所同様、LSEの買収に関して株主の反対にあっている。ユーロネクストによるLSE買収に反対する株主は、ドイツ取引所の時と同様、TCIやアティカス・キャピタルを中心とするヘッジファンドの株主グループであり、ユーロネクストの株式を合算で30%超保有していると見られている⁵。彼らは、買収価格を開示していないユーロネクストがLSEの株主に対し過度な支配権プレミアムを支払うことを懸念しているようである。

新聞報道では、これら株主の声を汲み、ユーロネクストが当初発表していた全額現金買付けの方針を改め、プレミアムを付けない1対1の株式交換による買収提案の検討に入ったとされた⁶。株主の懸念を払拭すると同時に、LSEの株主に買収後のシナジー効果による株価向上の利益を訴えることが狙いと見られる。

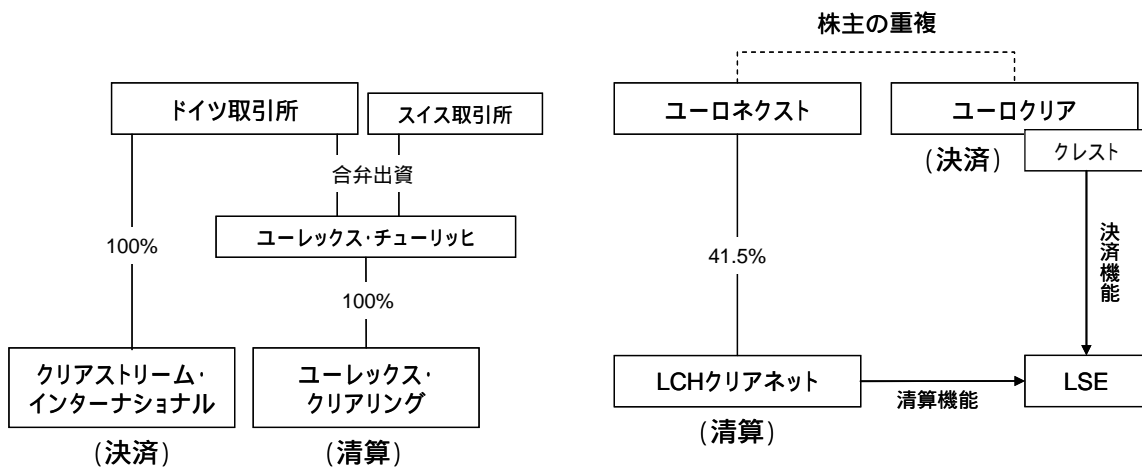
本稿執筆時点では、ユーロネクストによるLSE買収に関する正式なコメントは発表されていないが、水面下ではLSEとの協議が継続していると見られている⁷。

3. 競争法上の論点

ドイツ取引所及びユーロネクストの双方にとって、LSE買収に係る最大の法的な障害は、清算業務に係る英国競争法上の問題である。ドイツ取引所は、スイス取引所と合併で設立したデリバティブ市場であるユーレックス・チューリッヒの100%子会社として清算機関のユーレックス・クリアリングを有している。他方、ユーロネクストは、清算機関のLCHクリアネットの株式を41.5%有しており、LSEも同社を清算機関として用いている（図表1参照）。

このように、両取引所とも傘下に清算機関を有しており、それに対して影響力を行使し得る立場にある。清算業務は証券取引のインフラストラクチャーとして規模の経済が働くため、両者の何れかがLSEを買収し、その傘下の清算機関が英国の清算業務において独占的な地位を得た場合、その地位を濫用し、取引所等による英国市場への新規参入を不当に締め出す恐れがあると指摘されていた。

図表1 ドイツ取引所及びユーロネクストの清算・決済機能



(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

この問題に関し、英国公正取引庁は 2005 年 3 月、英国競争政策委員会に審査を付託した⁸。これを受け、競争政策委員会は 2005 年 7 月に仮判断を公表し、同年 11 月には正式判断に当たる「ユーロネクスト若しくはドイツ取引所によって提案されたロンドン証券取引所の買収に関する報告書」⁹を公表した。同報告書において競争政策委員会は、まず、取引所の業務に係るあらゆる機能について、ユーロネクスト若しくはドイツ取引所が LSE を買収・統合した場合に競争の実質的な制限が生じるか否かを検討した。その結果、両取引所が影響力を行使し得る清算機関が買収後の LSE に清算業務を提供することとなった場合、取引所等による英国市場への新規参入若しくは業務拡大を妨げ、取引所取引における競争を実質的に制限する可能性がある、とした。

ここまでは仮判断の内容と同じ趣旨であるが、同報告書は更に、両者の何れかが LSE を買収する場合に講じるべき構造上の是正策と行為形式上の是正策を明示した。具体的な内容は図表 2 の通りだが、単純化すれば、

構造上の是正策としては、資本関係及び人的関係において、買収後の LSE が用いる清算機関に対するユーロネクスト若しくはドイツ取引所の出資比率や役員派遣などを制限することで影響力を限定することとし、行為形式上の是正策としては、買収後の LSE やその清算機関が不当に LSE 以外の取引所や当該清算機関以外の清算機関等に対して差別的な扱いをしないよう求めている。

競争政策委員会は 2006 年 3 月、ドイツ取引所及びユーロネクストが上記報告書に記載された LSE 買収のための是正策を受け入れたことを公表した。これにより、ドイツ取引所若しくはユーロネクストが上記是正策を講じることを条件に、LSE に対して買収提案を行うことが公式に認められたことになる。

競争政策委員会が定めた上記是正策に対しては、ユーロネクスト及びドイツ取引所による LSE 買収にゴー・サインを出したとの見方と、厳しい条件を課したとの見方が混在している。いずれにしても、ドイツ取引所もユーロネクストも、競争政策委員会の求める清算業務に係る是正策を講じない限り、LSE

図表 2 競争政策委員会の是正策

構造上の 是正策	<ul style="list-style-type: none"> ・買収後にLSEが採用することとなる清算機関（以下、清算機関）に対するドイツ取引所若しくはユーロネクスト（以下、買収者）の議決権保有割合が14.9%を超えないこと ・買収者が清算機関の取締役会に一議席を超える議席を持たず、それが取締役会全体の14.9%を超えないこと ・買収者が清算機関に対し、少数株主保護に係る基本的な権利以外の留保事項を持たないこと
行為形式上の 是正策	<ul style="list-style-type: none"> ・清算機関が公平・合理的・非差別的な条件でタイムリーかつオープンなアクセスを提供する原則を定款に規定すること ・LSEと清算機関との間の支払い及び収入に関する全ての合意及び詳細を公衆の縦覧に供し、清算機関のLSEに係る活動については勘定を分離すること ・買収後のLSE取締役会の過半数が独立取締役からなり、清算機関の選定・変更、その他LSEと清算機関との関係に係るあらゆる事項について、独立取締役の過半数の承認を得ること ・LSEでの取引清算の数量及び金額で51%の会員の承認なしに清算機関を変更しないこと ・雇用、コンサルティング・サービス、各種報酬を清算機関の幹部職員に提供しないこと ・買収者が清算機関の取締役会に議席を持つ場合、当該取締役は新規参入など利益相反のある事項に関する議論には参加せず、それに関する内部情報も受け取ってはならない ・LSEと清算機関との間の合意において、英国株式の清算機能の自由な代替を妨害若しくは拘束するいかなる権利も規定しないこと ・上記の行為形式上の是正策の遵守状況のモニタリング及び違反の検査において公正取引庁を補佐するべく同庁の指揮下で働く独立した専門家に報酬を与えること

(出所) 競争政策委員会“A report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or Euronext NV”より野村資本市場研究所作成

に対して新たな買収提案を提示できなくなったことは確かである。

・マッコーリーによる LSE 買収提案

このように、ドイツ取引所やユーロネクストといった LSE の同業他社による LSE 買収を巡る攻防が続く中、突如異業態から買収に名乗りを挙げたのが、オーストラリアの投資銀行マッコーリーである。

マッコーリーにおける投資銀行ビジネスの中核は、「スペシャリスト・ファンド」と呼ばれるファンドの運用にある。その基本的な仕組みは、まず、マッコーリーの運用するファンドが空港、高速道路、電気といったインフラストラクチャーの運営企業を買収し、ファンドに組み込む。その上で、当該ファンドを上場し、「安定した配当利回り」を売りにする投資商品として機関投資家や個人に販売する。LSE の株式についても、買収が成立した後、「スペシャリスト・ファンド」に組み込むことを狙ったわけだ。

マッコーリーは 2005 年 8 月、同社が LSE の買収を計画しているとの噂について、同社は常に複数の買収の機会を検討しており、その中には LSE への正式なアプローチも含まれることを認めた。その上で、本件は未だ検討の初期段階にあり、実際に買収提案をするか否かは現時点では不明であるとした。また、実際に買収を提案するとしたら、それは他企業との連合で行い、全額現金によるものとなることを示唆した。

この発表以降、マッコーリーは LSE 買収に関して沈黙を守っていた。新聞報道では、マッコーリーが LSE 買収のアドバイザーとして投資銀行のグリーンヒルを採用したことや¹⁰、ユーロネクスト等欧州の取引所に LSE 買収での連合を持ちかけたことなどが伝えられたが¹¹、マッコーリーは、何れの報道についてもコメントは差し控えるとした。

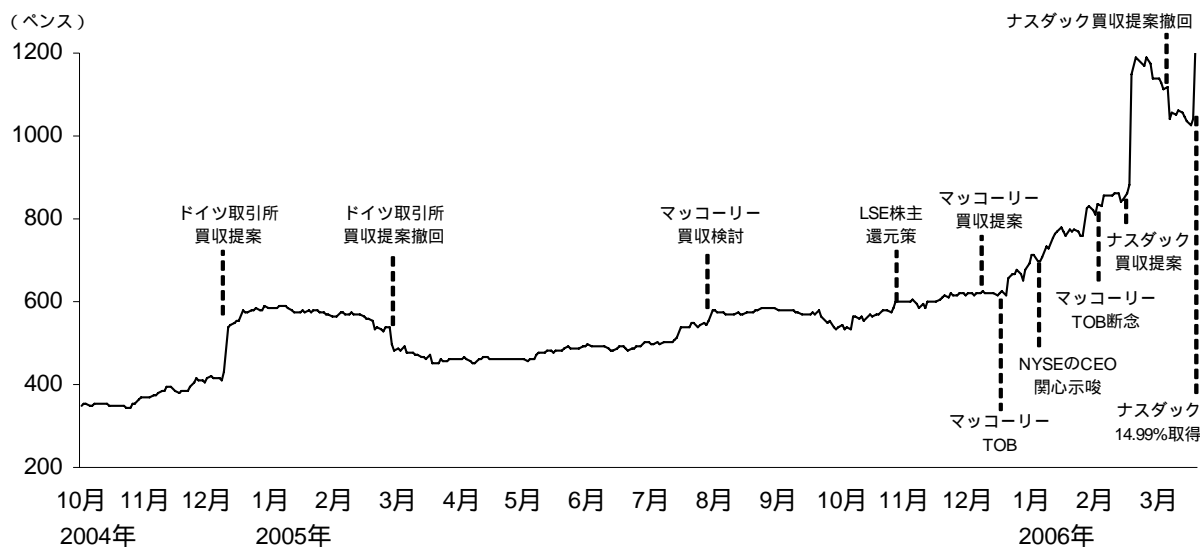
しかし、2005 年 11 月に入り、事態は進展した。英国の企業買収規制に関する自主規制機関である企業買収合併審査会（The Panel on Takeovers and Mergers、パネル）がマッコーリーに対し、LSE への正式な買収提案の期限を 12 月 15 日に設定したのである¹²。この期限までに正式に買収を表明しなかった場合、6 ヶ月間は買収を提案することができなくなる。

パネルによる期限設定を受け、マッコーリーは 12 月 15 日、LSE に対して正式な買収提案を提示した。買収価格は一株 580 ペンスで、直前の LSE 株価を下回った。また、証券業界の懸念を払拭するべく、平均取引手数料の引き上げを行わないことも表明した。これに対して LSE は、提示価格が LSE の企業価値に比べて安すぎる、独立した企業体としての LSE の成長性とキャッシュフローは高い、LSE は極めて魅力的かつユニークなビジネスを有しており、マッコーリーの提案は LSE の株主が取引所の再編に参加する機会を奪うものである、としてマッコーリーの提案を拒否した。

LSE に買収提案を拒否されたマッコーリーは 2006 年 1 月、LSE に対する TOB を行うことを発表した¹³。買収価格は 12 月の買収提案と同額の 580 ペンスであり、その理由として、LSE の株価が買収の思惑で企業価値を反映しない水準になっており、マッコーリーの提示した買収価格は適正価格に 67% プレミアムを上乗せしたものだとした（図表 3 参照）。LSE の運営に関しては、現経営陣がコストを適切に制御できていない、オランダ株を対象とした指値注文板の取引システムである EUROSETS の拡大に失敗している、

OMX との合併で設立したデリバティブ市場である EDX の拡大に失敗している、と批判し、LSE の株主にマッコーリーの TOB に応じるよう求めた。また、取引手数料については、12 月の提案から更に踏み込み、取引

図表3 LSEの株価推移



(出所)ブルームバーグ・データより野村資本市場研究所作成

手数料の引き上げを行ったり、注文量に応じたディスカウントを止める意図はないことを明らかにし、LSEのユーザー証券会社への配慮を見せた。

LSEはマッコリーのTOBを受け、株主に対しマッコリーの提案を拒否するよう求める40ページの文書を発表した¹⁴。LSEはこの文書の中で、取引サービス、IPO、情報配信サービスなどのビジネスが好調であることを強調する一方、マッコリーの提案については、提示価格が不当に安価である、LSEのビジネスの強み、戦略、成長性を無視している、など、12月にマッコリーの提案を拒否したときと同様の批判を展開した。その上で、マッコリーがLSEを買収することによって得られる付加価値は一切なく、株主に対してマッコリーの提案を拒否するよう求めた。

LSEは更に、2006年2月17日、前年11月の決算発表時に明らかにした株主還元策を2倍の5.1億ポンドに増額し、年間5,000万ポンドを上限に自社株買いプログラムを開始することを発表した。翌週には、LSEのクララ・ファースCEOが、自らの資産でLSE株

式36,000株を811.5ペンスで購入したことを発表した。この一連の行為は、株主の支持を獲得し、マッコリーなどの買収者に対抗することを企図したものと見られる。

他方、LSEの大株主であるスレドニードル・アセット・マネジメント(13.3%保有)やスコティッシュ・ウイドウズ・インベストメント・パートナーシップ(7.1%保有)などの有力機関投資家は、マッコリーの提案に応じない姿勢を明らかにした¹⁵。

結局、マッコリーは2006年2月21日、LSE株価が800ペンス以上の水準で推移する中、一株580ペンスの提示価格を引き上げることなく、TOBを断念することを発表した。マッコリーによると、2月14日時点でTOBに応じた株式は、わずか0.4%だった¹⁶。

マッコリーは、TOBを断念した原因は取引所ビジネスの成長性に対するLSE株主との見解の相違にあるとした。即ち、マッコリーが取引所ビジネスを低成長の周期的なものとする一方、株主は多大な成長のポテンシャルがあると見ていたため、マッコリーのビジネス・モデルと整合する提示価格を見出すことができなかったのである。

・米国の取引所による LSE 買収提案

1. ナスダック

マッコリーが TOB の断念を発表した二週間後の 2006 年 3 月 9 日、ナスダック・ストック・マーケット（ナスダック）は LSE に対して一株 950 ペンスの買収提案を提示した。これに対し LSE は、提示価格が低すぎるとして、買収提案を受け入れない方針を発表した。

ナスダックは 2000 年の LSE とドイツ取引所の合併に際し、新取引所と合併で新興企業向けの市場をフランクフルトに設立する予定だったが、合併が頓挫したことにより計画は白紙となった。また、日本や欧州へも進出したが、何れも IT バブルの崩壊を受け、2003 年から 2004 年にかけて閉鎖している。

このように、海外進出では失敗を繰り返したナスダックは、米国内では 2004 年 5 月に電子証券取引ネットワーク（ECN）¹⁷のブルットの買収を発表し、2005 年 4 月には同じく米国 ECN のインスティネットの買収を発表している。更に今回の LSE に対する買収提案で、再度海外進出に乗り出したのである。

ナスダックによる LSE に対する買収提案の論点としては、以下の二点が挙げられる。

第一は、買収完了後の取引所がどの国の規制に服するか、という問題である。米国では、2002 年に制定されたサーベンス・オクスレー法によって上場企業に対する規制が厳格になった結果、上場企業がコンプライアンス・コストの増加に直面している。ナスダックによる本件買収提案に際しても、ロンドンの投資家や上場企業の間では、LSE がナスダックに買収されれば、LSE の上場企業が米国の厳格な規制に服さなければならなくなるのではないかと懸念する声があがった¹⁸。

これに対してナスダックは、LSE とナスダックを保有する持株会社を設立し、買収後も両取引所の組織を温存することにより、従来

通り、ナスダックは米国証券取引委員会（SEC）、LSE は英国金融サービス機構（FSA）の規制に服することになると主張した。この点に関しては、FSA のジョン・タイナー CEO も、欧州の取引所が米国の取引所持株会社によって買収されても、当該取引所が独自の市場基準と取引システム、ガバナンス態勢を有する場合は、サーベンス・オクスレー法などの米国の規制が適用されることはない、との見解を示している。しかし、この発言にもあるように、ナスダックが LSE を買収した後、取引システムや市場基準を統合すれば、米国の規制が適用される可能性もあるわけで、米国と欧州の取引所が統合する際に避けては通れない課題と言えよう。

第二は、買収価格である。ナスダックの提示価格である 950 ペンスは、ドイツ取引所やマッコリーの提示価格を大幅に上回るだけでなく、一連の買収観測の中で高騰した LSE 株価の前日終値を 12% 上回るものであった。しかし、ナスダックによる買収提案の発表を受け、3 月 13 日の LSE 株価は、前日比約 30% 上昇の 1,149 ペンスとなり、一日にしてナスダックの提示価格を超えた。

結局、ナスダックは 3 月 30 日、再度買収提案を提示する権利を留保しつつ、買収提案を撤回することを発表した。ナスダックは理由を明らかにしていないが、LSE 株価の高騰が背景にあると見る向きが強かった¹⁹。

ところが、ナスダックは 4 月 11 日、LSE 株式の最高値に近い 1,175 ペンスで²⁰、同株式の 14.99% を取得した²¹。その大部分は、LSE の独立路線を支持してきたスレッドニードル・アセット・マネジメントから取得したものであった。また、シティ・コード²²により、ナスダックは 12 ヶ月間、残余の株式を 1,175 ペンス未満で取得することができなくなる。いずれにせよ、ナスダックは本件株式取得で LSE の筆頭株主となったわけであり、LSE 買収合戦で一歩リードした格好となった。

2 . NYSE

ナスダックが LSE 買収に向けて積極的な動きを見せている中、注目されるのがニューヨーク証券取引所を運営する NYSE グループ (NYSE) の動向である。ナスダックによる買収提案は、NYSE が自市場に株式を上場した直後に行われており、ナスダックが NYSE を強く意識していることが見て取れる。

NYSE のジョン・セイン CEO は、2006 年 1 月にスイスのダボスで開催された世界経済フォーラム年次総会 (ダボス会議) において「米国及び欧州で生じるであろう取引所の再編の中で NYSE が主導的な役割を果たす」と述べており、欧州の取引所の買収に関心を示している²³。

NYSE が LSE 買収に乗り出した場合、鍵となるのは取引システムであろう。NYSE は世界の主要取引所で数少ない立会場取引を有している取引所であり、取引の電子化が他の取引所と比べて遅れていると見られている。そこで NYSE は、立会場取引を維持しつつ、電子取引システムの役割を拡充する「ハイブリッド市場」構想を打ち出し、更に、昨年 4 月には米国内の ECN であるアーキペラゴとの統合を発表するなど、電子取引システムの取り込みを行っている最中である。LSE も取引システムの見直し、増強を行っている最中だが、取引システムの電子化では NYSE より大きく進んでいると見られている。そのため、買収後に LSE のシステムを活用するインセンティブは、完全な電子取引市場であり、インスタネットを買収したばかりのナスダックより、NYSE の方が大きいと見られているのである²⁴。

もっとも、セイン CEO の発言は、必ずしも LSE を念頭に置いたものではない、と見る向きもある。NYSE は、国内株式に特化した「単品商売」の取引所としての性格が強く、デリバティブ取引では大きく出遅れている。LSE についても同じことが言えるため、

NYSE が他の取引所の買収によって地域分散だけでなく取り扱い商品の分散も図るのであれば、デリバティブ取引の収入が多いドイツ取引所やユーロネクストのほうが、魅力的な買収相手となるわけだ。

しかし、ドイツ取引所もユーロネクストも時価総額が大きく、NYSE にとって買収は容易ではない。そのため、NYSE がデリバティブ取引の拡大を図るのであれば、インターナショナル・セキュリティーズ・エクスチェンジ (ISE) など、デリバティブ取引に強みを持つ米国内の取引所の買収に乗り出す可能性のほうが高い、と見る向きもある²⁵。

本稿執筆時点では、NYSE は LSE その他の取引所の買収に関して正式なコメントは出していないが、世界最大の株式市場である NYSE の動向が今後の取引所の再編に与える影響は大きいものと思われる。

・ドイツ取引所とユーロネクストの合併の可能性

上記で見てきたように、LSE 買収の行方が混沌としている中、現実味を帯びてきているのが、ドイツ取引所とユーロネクストの合併である。

2005 年 12 月、フィナンシャル・タイムズ紙で両取引所が合併協議に入っていると報道されたことを受け²⁶、ドイツ取引所及びユーロネクストは、会合の内容は公式のアナウンスメントを必要とするものではないとする一方²⁷、上級幹部同士の会合があったことを認めた。

その後、しばらくの間、本件に関する両取引所の正式なコメントはなかったが、ユーロネクストは 2006 年 2 月、両取引所の合併に向けた協議について、本社所在地やテクノロジー管理等の事項について折り合いが付かず、決裂したことを発表した。ユーロネクストは、同取引所の業績は好調であり、短期的には統

合の必要はないとしつつ、上記の諸問題が解決すれば、ドイツ取引所と再度合併に向けた協議を行う意思があったとした。また、LSE 買収に関して競争政策委員会と引き続き協議していること、株主還元を検討していることも明らかにした。なお、ユーロネクストは翌月、自社株買いと特別配当による総額 10 億ユーロの株主還元策を発表している。

ナスダックによる LSE に対する買収提案を受け、ドイツ取引所とユーロネクストは歩み寄りの姿勢を見せているとも見られているが、両者の間には若干の温度差があるように見受けられる。ドイツ取引所のフランシオーニ CEO は「両者の合併は数ある選択肢の中で最も魅力的である」と述べており、ユーロネクストとの合併に積極的な姿勢を示している²⁸。一方のユーロネクストは、2006 年 4 月 3 日に取引所の再編に関する同取引所の見解を発表し、ドイツ取引所との協議は続ける一方、ユーロネクストが「複数の取引所にとって最良のパートナー」であるとの認識を示し、ドイツ取引所以外の選択肢も検討していることを明らかにしている²⁹。前記の通り、ユーロネクストは LSE とも協議を継続していると見られており、当面は全方位外交の方針を採るものと見られる。

ドイツ取引所とユーロネクストの合併に向けた動きの背景には、LSE 買収に関して両取引所に圧力をかけたとされる株主グループの存在が指摘されている。両取引所の株主であるアティカス・キャピタルは、かねてよりユーロネクストに対し LSE ではなくドイツ取引所との合併を促しており、両取引所の合併観測記事を受け、両取引所の合併は強大なグローバル・プレイヤーとなるユーロ圏のチャンピオンを作り出すとして、両者の友好的な対等合併を支持する旨を明らかにしている。

また、ユーロネクストの株主であるウィンチフィールド・ホールディングスは、5 月の株主総会でドイツ取引所との合併の方向性に

ついて付議することを求めている。この背景にも、ドイツ取引所に圧力をかけた TCI の存在があると見られている³⁰。

更に、2006 年 1 月には、ソシエテ・ジェネラル、BNP パリバ、クレディ・アグリコル、ABN アムロなどユーロネクスト株式を合算で 10%ほど保有する銀行グループが、両取引所に対等合併を促すべく共同歩調を取ることを協議していることが報道された³¹。

このように、ドイツ取引所とユーロネクストの合併を望む株主の声は強い。しかし、両取引所が合併することになれば、デリバティブの取引所取引において競争法上の問題が生じることは必至と見られており³²、その行方は依然不透明である。

・取引所の再編の背景

欧州における取引所の再編は、最近になってにわかに動き出したものではない。パリ証券取引所、アムステルダム証券取引所、ブラッセル証券取引所が統合し、ユーロネクストが創設されたのは 2000 年 9 月であり、その直後にリスボン証券取引所の合流も決まった。北欧では、2003 年 5 月にスウェーデンの OM グループがフィンランドの HEX を買収することを公表し、翌年 12 月には当該買収によって誕生した OMX グループがコペンハーゲン証券取引所を買収することを発表した。ドイツ取引所も、1998 年、2000 年と 2 回、LSE との統合を試みている。特に、2000 年の LSE との合併を巡っては、OM グループも LSE に対して買収を提案し、ドイツ取引所と OM グループによる買収合戦にまで発展した³³。

このように、2005 年末までは、取引所の再編は欧州を舞台に展開してきた。2006 年に入り、ナスダックが LSE に買収提案を提示し、NYSE による欧州の取引所の買収も取り沙汰されるようになり、取引所の再編を巡

る動きは米国の取引所も含めて更に活発化する兆しを見せている。

その背景としては、第一に、資本市場のグローバル化と市場間競争の激化が挙げられる。大企業によるクロスボーダーの上場が増加するにつれ、取引所も他国の取引所とのシェア競争にさらされるようになった。また、米国のレギュレーション NMS 及び EU の金融商品市場指令により³⁴、最良執行義務が取引所取引と ECN 取引の両方に適用されることとなったため、以前にも増して取引所が ECN との競争に晒されるようになるものと考えられる。流動性が流動性を呼ぶ取引所取引においては、他国の取引所との統合により、取引システムの共有化などの合理化を図ると同時に、上場企業の裾野を広げて市場の流動性を向上させ、投資家をひきつけることができるのである。

第二に、世界の主要取引所が、従来の会員組織から株式会社組織に転換していることが挙げられる。例えば、LSE、ドイツ取引所、ユーロネクスト、NYSE、ナスダック、東京証券取引所などは、何れも株式会社化している。株式会社化により取引所は、自社株を対価に他の取引所を買収することが可能になった。一方、これらの取引所のうち、東証以外は何れも株式を上場しているため、他の取引

所による買収の脅威にも恒常的にさらされることにもなったのである。

また、とりわけ欧州において取引所の再編を巡る動きが活発であった背景には、1999 年 5 月に策定された金融サービス・アクション・プランに基づき、EU 域内の資本市場の統合に向けたルールの調和が進められていることがある。2002 年 9 月に採択された EU 規則 (No 1606/2002) に基づき、2005 年 1 月より欧州の上場企業 8,000 社に IAS に基づく財務諸表の作成が義務付けられたほか、透明性指令や目論見書指令に基づく情報開示の標準化³⁵、市場詐害行為指令に基づくインサイダー取引や相場操縦に係る規制の統一、金融商品市場指令に基づく最良執行義務の導入、などの動きがある。このように、欧州の各取引所に適用されるルールの統一が進展するにつれ、EU 域内に複数の取引所が存立する意義は以前より薄れていると言えよう。

では、欧州の取引所でも、とりわけ LSE が標的にされているのは何故か。ドイツ取引所やユーロネクストが LSE を買収する、ということ、一見小が大を呑むようにも見える。実際、図表 4 にあるように、上場企業の時価総額、上場企業数、現物株の取引高の何れにおいても LSE の強さが際立っている。

しかし、それぞれの取引所を企業体とし

図表 4 LSE、ドイツ取引所、ユーロネクスト比較

	LSE	ドイツ取引所	ユーロネクスト
上場企業時価総額	2,600,831	1,035,254	2,294,828
上場企業数	3,091	764	1,259
現物株取引高	4,572,266	1,545,794	2,345,077
取引所時価総額	2,416	9,590	4,990
営業収入	199	1,223	696
デリバティブ収入	6 (2.9%)	124 (10.2%)	241 (34.7%)

(注) 単位は、上場企業数以外は 100 万ユーロ。

上場企業時価総額と上場企業数は 2005 年末、現物株取引高は 2005 年間、取引所時価総額は 2006 年 1 月 19 日、営業収入とデリバティブ収入は、LSE は 2005 年 4 - 9 月期、ドイツ取引所とユーロネクストは 1 - 9 月期。

デリバティブ収入の括弧内は営業収入に占める割合。

1 ポンド = 1.46 ユーロで換算。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

て捉えると、立場は逆転する。例えば、時価総額を見ると、LSEはドイツ取引所の約3割、ユーロネクストの約5割となっている。また、収益力も両取引所と比べると見劣りし、特に投資家の評価が高いデリバティブ取引でドイツ取引所とユーロネクストに大きく水を掛けられている。

このように、企業体としての規模で見ると、LSEは、比較的少ない資金で欧州最大の現物株取引市場を買収できるという、魅力ある買収対象となるのである。

・終わりに

ここで改めて、欧州における取引所の再編を巡る動きを纏めると、図表5のようになる。本稿執筆時点で正式に買収に動いている者はおらず、現状では、LSEとユーロネクスト、

LSEとNYSE、LSEとナスダック、ドイツ取引所とユーロネクストなど、様々な組み合わせを想定することができる。

欧米の主要取引所が買収・合併戦略を活用して競争力を高めようとしている中、注目されるのは世界二位の株式市場である東京証券取引所の動向である。東証は、相次ぐシステム障害や上場計画の延期などもあり、今のところ蚊帳の外に置かれている観がある。しかし、西室泰三社長は、グローバルな24時間取引に対応するために海外の取引所との提携が必要であり、合併も可能性としてはある、との見解を示している³⁶。

今後は、欧米における取引所の再編がどのような展開を見せるのか、また、その中で東証がどのように位置付けられるのか、注目される。

図表5 欧米における取引所の再編を巡る動き

2004年	12月	<ul style="list-style-type: none"> ・ドイツ取引所、LSEに買収提案、LSEは拒否 ・ユーロネクスト、買収に関してLSEと協議したことを認める
2005年	1月 2月 3月 5月 7月 8月 10月 11月 12月	<ul style="list-style-type: none"> ・TCI、ドイツ取引所のLSE買収に反対 ・ユーロネクスト、LSE買収提案を発表 ・ドイツ取引所、LSEに対する買収提案を撤回 ・公正取引庁、競争政策委員会にLSE買収の審査を付託 ・ドイツ取引所、ザイフェルトCEOとプロイヤー会長の辞任を発表 ・競争政策委員会、仮判断を発表 ・マッコリー、LSE買収を検討していることを認める ・OMXがLSE買収を計画しているとの報道、OMXはコメントせず ・ドイツ取引所、フランシオーニ氏をCEOに任命 ・BaFin、株主グループによるドイツ取引所に対する圧力はなかったとの結論を発表 ・競争政策委員会、正式判断に当たる報告書を発表 ・企業買収合併審査会、マッコリーに対して買収提案の期限を通知 ・LSE、決算発表にて2.5億ポンドの株主還元策を発表 ・マッコリー、LSEに買収提案、LSEは拒否 ・ドイツ取引所とユーロネクストが合併協議に入ったとの報道。両取引所、協議の存在は認める
2006年	1月 2月 3月 4月	<ul style="list-style-type: none"> ・マッコリー、LSEに対するTOBを発表 ・NYSEのセインCEO、ダボス会議にてLSE買収に関心があることを示唆 ・ユーロネクストの株主グループがドイツ取引所との合併を支持しているとの報道 ・ユーロネクスト、ドイツ取引所との合併協議が決裂したことを発表、懸案事項が解決されれば再度協議を行う意思があることを明らかにした ・LSE、株主還元策を5.1億ポンドに増額し、自社株買いプログラムを開始することを発表 ・マッコリー、TOBを断念 ・ナスダック、LSEに買収提案、LSEは拒否 ・ナスダック、買収提案を撤回 ・ユーロネクスト、自社が「複数の取引所にとって最良のパートナー」であるとの認識を示す ・ナスダック、LSE株式を14.99%取得、LSEの筆頭株主となる

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ 2004 年以前の動向については、林宏美「欧州証券取引所の再編を巡る最近の動き」『資本市場クォーターリー』2005 年冬号参照。

² ドイツ法上、5%以上を保有する株主は臨時株主総会の開催を要求することができる。

³ 米系ヘッジファンド。ドイツ取引所の株主であり、ユーロネクスト株式も 9.1%保有する。

⁴ “Francioni nominated to head D Borse” *Financial Times*, September 13, 2006

⁵ 大部分はドイツ取引所の LSE 買収に反対した株主グループと重複していると見られる。しかし、ドイツ取引所の際はフィデリティやメリルリンチ・インベストメント・マネージャーズの名前も取り沙汰されていたが、ユーロネクストに関しては、それらの名前は出てきていない。

⁶ “Euronext backs off cash bid for LSE” *Financial Times*, October 29, 2005

⁷ “Its heart is with Euronext but LSE’s head should be elsewhere” *Financial Times*, March 14, 2006

⁸ 公正取引庁は、英国の競争政策及び消費者保護政策を担い、1998 年競争法や 2002 年企業法の執行等を行う。競争政策委員会は、1998 年競争法に基づいて旧独占合併委員会を改組して設置された機関であり、公正取引庁等の付託に基づいて主要な規制産業における合併等を審査し、報告書の作成を行う。

⁹ A report on the proposed acquisition of London Stock Exchange plc by Deutsche Borse AG or Euronext NV

¹⁰ “Macquarie retains Greenhill as it eyes possible LSE bid” *Financial Times*, September 28, 2005

¹¹ “Macquarie courts rival exchanges to consider LSE bid” *Financial Times*, October 7, 2005

¹² LSE がパネルに対し、潜在的買収者に買収するか否かを明確にさせ、その期限を設定することを要請した。買収観測によって LSE 株価が乱高下する状況を脱することを狙ったもの。

¹³ TOB の法的主体は、LSE 買収のために設立されたマッコリー・ロンドン・エクステンジ・インベストメントであり、同ファンドはマッコリーの子会社が運用するスペシャリスト・ファンドによって保有されている。

¹⁴ “Share in the world’s capital market” London Stock Exchange, January 19, 2006

¹⁵ 保有割合は 2006 年 1 月時点。

¹⁶ “Macquarie extends offer again” *Financial Times*, February 15, 2006

¹⁷ 代替的取引システム (ATS) の一形態。なお、EU 指令では ATS を多角的取引システム (MTF) として規定している。

¹⁸ “LSE nears its own independence day” *Financial Times*, March 13, 2006

¹⁹ “LSE awaits new suitor as Nasdaq pulls bid” *Financial Times*, March 31, 2006

²⁰ この価格については、買収提案を継続していれば提示価格を際限なく引上げ続けなければならなくなることを懸念して一旦撤回した上で、かなりの高値ではあるが許容範囲の価格であると判断し、相対で買取ったものと同じと見ることができよう。

²¹ パネルが運用する自主規制ルールである”The Rules Governing Substantial Acquisition of Shares”において、既に保有している議決権と合算して議決権保有割合が 15%以上となる場合、七日以内の期間で 10%以上の議決権を取得してはならない、とされる。この規定のため、LSE 株式を保有していなかったナスダックが一日で取得できる LSE の議決権付き株式は 15%未満となる。

²² パネルが運用する自主規制ルールである”The City Code on Takeovers and Mergers”。

²³ “NYSE chief signals interest in LSE” *Financial Times*, January 28, 2006

²⁴ “Technology will be key in any bidding war” *Financial Times*, March 16, 2006

²⁵ “NYSE ‘must go on trail of acquisitions’” *Financial Times*, March 15, 2006

²⁶ “D Borse and Euronext in merger talks” *Financial Times*, December 17, 2005

²⁷ フランス法上、合併協議など株価に影響を与え得る情報は開示することが求められる。

²⁸ “Deutsche Borse ready to restart Euronext talks” *Financial Times*, February 22, 2006

²⁹ “Euronext NV: International Exchange Consolidation” Euronext, April 3, 2006

³⁰ “Euronext reveals shareholder move” *Financial Times*, April 5, 2006

³¹ “Banks display united front on fate of bourses” *Financial Times*, January 19, 2006。他にも、オランダのフォーティスやポルトガルのバンコ・エスピリト・サントの名前が挙がっている。

³² この点に関して、ドイツ取引所の幹部は、OTC のデリバティブ取引が拡大する中、両者が合併しても実質的な競争は保たれる、との見解を示している。”D Borse clears schedule for talks” *Financial Times*, March 18, 2006。

³³ OMX による本件買収提案も、結局 LSE の反対にあい実現しなかった。

³⁴ レギュレーション NMS 及び金融商品市場指令の詳細については、大崎貞和「レギュレーション NMS に関する修正提案」『資本市場クォーターリー』2005 年冬号、同「改正された EU 投資サービス指令 (ISD)」『資本市場クォーターリー』2004 年夏号参照。

³⁵ 透明性指令及び目論見書指令の詳細については、大崎貞和「上場企業の情報開示に関する EU 指令の採択」『資本市場クォーターリー』2005 年冬号、同「EU における目論見書統一指令の採択」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

³⁶ “Tokyo exchange chief seeks ‘tie-up’ with foreign bourse” *Financial Times*, April, 2006。なお、この報道は、4 月 7 日の外国特派員協会 (東京) における講演に基づくものと思われる。