

# ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意

吉川 真裕

二〇一二年二月一九日夕方、ニューヨーク証券取引所（NYSE）やヨーロッパの取引所連合であるユーロネクストを傘下を持つNYSEユーロネクストを、イギリスでの原油先物取引やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）のクリアリング業務をおこなうアメリカのインターコンチネンタル取引所（ICE）が一株三三ドルで買収する形で統合交渉を進めており、早ければ二〇日にも正式発表があるという報道が流れ、時間外取引でNYSEユーロネクストの株価は引値の二四・〇五ドルから二九・二〇ドルまで急騰した。二月二〇日早朝には報道通り、ICEによるNYSEユーロネクストの買収合意に関するプレス・リリースが発表され、八時四五分からはコンファレンス・コールがおこなわれた。株式交換を含めた買収合意価格は一株三三・一二ドルであり、NYSEユーロネクストの株価は三三・三八まで一時は上昇したが三二・二五ドルで取引を終了し、ICEの株価は四％一時は下落したが前日比一・四％上昇の二三〇・一〇ドルで取引を終えた。

本稿ではICEによるNYSEユーロネクストの買収合意の内容と経過、ICEの歩みを紹介し、買収合意の背景について考察する。

## 1 買収合意の内容

二〇一二年二月二〇日に公表されたプレス・リリース<sup>(1)</sup>によれば、前日の引値で計算して一株三三・一二ドル

(総額八二億ドル)の価格でICEがNYSEユーロネクストの株式を買い取る。ただし、NYSEユーロネクストの株主は現金上限二七億ドルと株式上限四二五〇万株の範囲内で、①現金三三・一二ドル、②〇・二五八一株のICE株式、③現金一一・二七ドルと〇・一七〇三株のICE株式、のいずれかを選択することになる予定である。この総額八二億ドルの買収資金の内訳はICEの株式六七%と現金三三%からなり、三三・一二ドルの買収提案価格は前日の引値で計算して三七・七%のプレミアムでの買収価格ということになる。

そして、このプレス・リリースでは買収価格の説明に続いて以下の一〇項目が列挙されている。

- ①買収完了後、NYSEユーロネクストの株主は三六%のICE株式を保有することになる。
- ②買収に必要な資金はICEの保有資金とクレジット・ファシリティによって支払われる。
- ③アメリカとヨーロッパの監督機関と株主の承認を経て二〇一三年後半に買収完了を予定している。
- ④四億五〇〇万ドルの経費節減の大半は買収完了後二年間で実現する見込みである。
- ⑤一五%以上の利益増加は買収完了後一年間で実現する見込みである。
- ⑥買収実現後、ICEクリアリングはより資本効率が悪くなり、清算会員に対して経営上の効率を改善する。
- ⑦ICEはNYSEユーロネクストのブランドを維持し、アトランタとニューヨークにヘッドクォーターを設置する(NYSEの所在地に加えて二〇一三年六月に新たなオフィスをニューヨークのミッドタウンに設置する)。
- ⑧ICEは金利関連商品を含めてLIFFEのデリバティブ商品の国際市場運営者としての役割を維持する。
- ⑨市場環境とヨーロッパの監督機関の支持のもとでユーロネクストを大陸ヨーロッパの企業として新規公開する。

⑩ICEのジェフリー・スプレッカー (Jeffrey C. Sprecher) 、スコット・ヒル (Scott A. Hill) がそれぞれ会長兼CEOとCFOを引き続き務め、NYSEユーロネクストのダンカン・ニーターアウアー (Duncan L. Niederauer) は社長とNYSEグループのCEOを務め、NYSEユーロネクストの取締役から四人がICEの取締役に加わる (ICEの取締役は現在の一人から一五人となる)。

プレス・リリースでは、この後に金融面でのベネフィット、経営面でのベネフィット、競争と市場構造面でのベネフィットが説明され、最後に双方のアドバイザーが紹介されている。ICEの筆頭 (lead) 財務アドバイザーはモルガン・スタンレー (Morgan Stanley) であり、BMOキャピタル・マーケット (BMO Capital Markets Corp.)、ブロード・ベントン・キャピタル・パートナーズ (Broadhaven Capital Partners) 、JDモルガン (JP Morgan) 、ラザード (Lazard) 、ソシエテ・ジェネラル (Societe Generale Corporate & Investment Banking) 、ウエルズ・ファアロ (Wells Fargo Securities, LLC) も財務アドバイザーを務める。ICEの法務アドバイザーはサリバン・クロムウェル (Sullivan & Cromwell LLP) とシエママン&スターリング (Shearman & Sterling LLP) が務める。他方、NYSEユーロネクストの主要 (principal) 財務アドバイザーはペレラ・ワインバーグ・パートナーズ (Perella Weinberg Partners) とQZDパリバ (BNP Paribas) であり、ブラックストーン・アドバイザー (Blackstone Advisory Partners) 、シティグループ (Citigroup) 、ゴールドマン・サックス (Goldman Sachs & Co.) 、モリス (Moelis & Co.) も財務アドバイザーを務める。そして、NYSEユーロネクストの法務アドバイザーはワッチェル・リプトン・ローゼン&カッツ (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz) 、スローター&メイ (Slaughter & May) 、スティーブ (Stibbe N.V.) が務める。

## 2 合併合意に至る経過

二〇一一年二月にNYSEユーロネクストはドイツ取引所に一株三九ドルで株式交換によって買収されることに合意したが、同年四月になってナスダックOMXとICEからNYSEユーロネクストに対する買収提案が公表された。NYSEユーロネクスト株式一株に対して四二・五〇ドル（一四・二四ドルの現金とナスダックOMX株式〇・四〇六九株、ICE株式〇・一四三六株の株式交換）の買収条件が提示され、三月末のドイツ取引所の株価と為替レートで換算したNYSEユーロネクスト買収価格に比べて一九%のプレミアムであった。買収後にNYSEユーロネクストは分割され、ICEがLIFFE、LIFFE・US、NYPC（DTCCとの合併で設立した清算機関）を獲得し、ナスダックOMXが残りを獲得することが予定されていた。しかし、五月にナスダックOMXとICEは買収提案を取り下げた。その理由は司法省（反独占局）からNYSEとナスダックの統合は株式上場市場の独占化をまねく恐れがあり、ナスダックOMXがNYSEユーロネクストを買収した場合には司法省（反独占局）が法的措置を取るという連絡を受けたためであった。この買収提案の取り下げを受け、同年六月にドイツ取引所とNYSEユーロネクストはEU（欧州委員会競争総局）に合併承認を求めたが、紆余曲折を経て二〇一二年二月一日に欧州委員会は合併計画を承認しないという決定をおこない、翌二月二日にドイツ取引所とNYSEユーロネクストは合併計画を撤回していた。<sup>(2)</sup>

関係者の証言によると、二〇一二年二月にNYSEに上場するICEの四半期決算に対して、NYSEユーロネクストのニードアウェアCEOが「いい決算じゃないか（Hey, good quarter）」という三語のメールをICEのスペックカー会長兼CEOに送ったことで敵対的買収提案以降途絶えていた両者の接触が再開したという。そして、二〇一二年九月後半にICEからクリアリング子会社の設立を進めていたLIFFEのクリアリング業務

をおこないたいという申し入れがあり、八週間で今回の買収合意に至ったという。

三八%のプレミアムでの買収合意は当初から疑問を呈されていたが、NYSEユーロネクストはそれだけの価値がある会社だとICEのスペレッカー会長兼CEOは語っていた。しかし、二〇一三年一月末になって明らかになった話ではCMEグループとバークシャー・ハザウェイ (Berkshire Hathaway) もそれぞれNYSEユーロネクストと買収交渉をおこなっており、一月二八日にバークシャー・ハザウェイが一株三〇ドル近くの買収提案をおこなっていたということであるから、三三・一二ドルの買収合意価格も納得がいく。<sup>(3)</sup> ちなみに、バークシャー・ハザウェイの提案はヨーロッパのデリバティブ・ビジネスをバークシャー・ハザウェイが定めた最低価格以上で売却することが条件になっていたという。そして、一月一二日と二三日の交渉でもバークシャー・ハザウェイは買収価格を引き上げなかったことから二月二〇日のICEによる買収合意に至ったという。なお、CMEグループからは具体的な買収価格の提示はなかったらしい。

今回の買収合意発表直後からLIFFEを除いたユーロネクスト(フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルの取引所連合)の新規公開計画はICEがヨーロッパの株式ビジネスに興味がないからだと見られていたが、新規公開はヨーロッパ大陸の取引所運営に自立性を与えるためであり、ヨーロッパの監督機関の買収承認を得るためだとICEのスペレッカー会長兼CEOは弁明しており、NYSEユーロネクストのニードアアウアICEもユーロネクストをライバルの取引所グループに売却するつもりはないと語っている。<sup>(4)</sup> 当然、この背景にはナスダックOMXやドイツ取引所、ロンドン証券取引所グループを牽制すると同時に売却価格の引き上げを狙っての発言とも考えられるが、今のところ積極的に買収に名乗りを上げる取引所グループは見当たらない。

### 3 I C Eの歩み

買収合意発表直後、アメリカでは創業から一二年のベンチャー企業が二二〇年の歴史を持つニューヨーク証券取引所を買収すると騒がれたが、I C Eの実像を知る証券市場関係者は少ない。一月一九日にニューヨーク・タイムズ紙がスプレッカー会長兼CEOとI C Eに関する特集記事を掲載しているので以下ではこの記事を参考にしてI C Eの歩みを簡単に紹介する。<sup>(5)</sup>

スプレッカーはウィスコンシン州のマディソンという町で育ち、大学卒業後に南カリフォルニアの製造業企業に就職した。電力会社を立ち上げていたウィリアム・プレンティス (William Prentice) にセールスしたことが縁で、一九八三年にプレンティスのウエスタン・パワー・グループに転職し、スプレッカーは電力ビジネスにかかわることになった。一九九六年にコンチネタル・パワー・エクステンジというアトランタ州の電力会社を買収した電力会社エンロンの経営陣ともスプレッカーは接触していたが、余剰電力の取引システムの構築をエンロン自身が企てていることを知り、エンロンとの関係は終焉を迎えた。コンチネタル・パワー・エクステンジは余剰電力の競争売買取引を仲介していたが、エンロンは自らが売り・買い双方の相手方となる電力取引市場を立ち上げ、取引を拡大していった。エンロンのビジネス・モデルに批判的であったモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスがエンロンへの対抗馬としてコンチネタル・パワー・エクステンジに目をつけ、株式の八〇%を買収した後、シエル、トタル、ブリティッシュ・ペトロリウムといった大口ユーザーにその株式の一部を売却し、利用者が株主(株主が利用者)というスプレッカーのビジネス・モデルはこの時確立することになった。そして、二〇〇一年のエンロンの倒産はスプレッカーに大きなチャンスをもたらすことになった。

ニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）にクリアリング業務の一部を委託すれば新会社の株式の一〇%を売却するという提案が退けられた二日後、スプレツカーとウォール・ストリートの支持者はインターコンチネンタル取引所（ICE）という新会社を二〇〇〇年に設立した。二〇〇一年にNYMEXがイギリスのインターナショナル・ペトロリウム・エクスチェンジ（IPE）に買収提案をおこなった際、ICEは二倍の買収提案をおこない、IPEを獲得した。ICEがIPE（現在のICEフューチャーズ・ヨーロッパ）でのフロア取引を廃止し、完全電子化を決めた際、NYMEXはダブリン、後にはロンドンにもIPEの主力商品であるブレント原油をフロアで取引する先物取引所を開設したが、取引を奪うことはできなかった。逆にIPEは取引の電子化が遅れたNYMEXの主力商品であるWTI原油先物の電子取引を開始し、取引を奪ってNYMEXを脅かすことになり、これが電子化の進んだCMEグループにNYMEXが二〇〇八年に買収される一因ともなった。

二〇〇五年一月にICEはNYSEに上場し、二〇〇七年にはCMEに買収されることで合意していたシカゴ商品取引所（CBOT）に対してICEは買収提案をおこなった。本社をシカゴに移すことまで提案していたが、買収提案は受け入れられず、砂糖やココアが主力商品であるニューヨーク商品取引所（NYBOT）をICEは二〇〇七年に買収した。二〇〇八年にはIPE等のイギリスでの取引所のクリアリング業務を、子会社として設立したICEクリア・ヨーロッパにLCHクリアネットから移管し、取引所取引のクリアリング・ビジネスにICEは参入した。そして、二〇〇九年にはCBOTのクリアリング業務を失い、経営危機にあったTCCを大手金融機関から買い取り、CDSのクリアリング業務をICEトラスト（現在のICEクリア・クレジット）という子会社で開始した。CDSのクリアリング業務に関してはCMEグループを嫌ったニューヨークの大手金融機関との共同事業であり、店頭取引であるCDSのクリアリング規模としては世界最大を誇っている。

#### 4 買収合意の背景

二〇一一年二月にドイツ取引所とNYSEユーロネクスの合併合意が発表された際、NYSEユーロネクスのリーダーアウアーCEOは対等合併を強調していたが、六対四の比率で株式交換をおこなうことからドイツ取引所によるNYSEユーロネクスの買収であることは自明であり、NYSEユーロネクストが単独での生き残りに固執していないことは明らかであった。ただし、ナスダックOMXとICEによる高値での買収提案を退けたことから、ライバルであるナスダックOMXと組むことには反対であり、おそらくLIFFEを切り離すことにも反対であったと考えられる。他方、ナスダックOMXとともに買収提案をおこなったICEはLIFFEとデリバティブ関連業務のみを買い取る形であり、NYSEユーロネクスの株式関連業務には興味を示していなかった。ドイツ取引所とNYSEユーロネクスの合併が欧州委員会競争総局で問題にされた際、ヨーロッパにおけるデリバティブ取引の独占化が焦点であり、LIFFEをICEに売却すればドイツ取引所とNYSEユーロネクスの合併が拒否されることはなかったはずである。しかし、ドイツ取引所もNYSEユーロネクストもLIFFEの売却には同意せず、ICEによるNYSEユーロネクスの買収という事態に至ることになった。LIFFEを欲しいICEとNYSEを欲しがるパークシャー・ハザウェイがNYSEユーロネクストを分割して買収するということも考えられたはずであるが、ナスダックOMXとICEによる買収提案の際と同様にNYSEユーロネクストはLIFFEとの分離にはあくまで反対していたようである。ICEによるNYSEユーロネクスト買収計画ではLIFFEはICEのデリバティブ・ビジネスに統合され、NYSEグループとは直接関連をもたなくなるが、グループ内の高収益部門（デリバティブ）に低収益部門（株式関連）が支えてもらおうという考えがNYSEユーロネクストの経営陣には強かったのではないであろうか。

ここで、興味深い数字を列挙しておけば、二〇〇一年にユーロネクストが新規公開した際の時価総額は二八億ユーロ、同年ユーロネクストがLIFFEを買収した価格は五億五五〇〇万ポンド、二〇〇五年にICEが新規公開した際の時価総額は二〇億ドル、二〇〇六年のNYSEグループ誕生時の時価総額は一五二億ドル、二〇〇六年にNYSEがユーロネクストを買収した価格は八〇億ユーロ（二〇二億ドル）、二〇〇七年にICEがCBOTに提示した買収価格は一一八億ドル、二〇一一年にドイツ取引所が提示したNYSEユーロネクスト買収価格は一〇〇億ドル、ナスダックOMXとICEが提示したNYSEユーロネクスト買収価格は一一〇億ドル、そして今回ICEによるNYSEユーロネクスト買収提案価格は八二億ドル、買収提案直前のICEの時価総額は九三億ドル、NYSEユーロネクストの時価総額は五三億ドルである。ICEの時価総額が五倍近く増加しているのに対して、NYSEユーロネクストの時価総額は三分の一に減少しており、二〇〇六年のユーロネクスト買収価格を下回る価格でNYSEユーロネクストは売却されることになる。こうした数字にも表れているように、利益を上げられない株式関連ビジネスと利益を伸ばすデリバティブとクリアリング・ビジネスは対照的である。

これまで買収した取引所を完全に電子化してきたICEがNYSEのフロア取引の重要性に言及していることに違和感を感じる者は多いであろう。それが重要であるにしても儲からないビジネスであることには変わりはない。知名度の低いベンチャー企業が著名な企業を子会社とし、儲からなくてもIRに生かすということは十分に考えられるが、ICEの知名度が上がればNYSEグループの重要性が低下することは目に見えている。取引フロアの廃止を自ら決断できないNYSEグループに対して親会社が決断して憎まれ役を買うのか、買い手の付くうちにあつと売却してユーロネクストと同様にLIFFE買収費用の軽減をはかるのか、あるいは功成り名を遂げて社会的貢献をおこなうフィランソピストになるのか、スプレッカー会長兼CEOの胸の内は謎である。

