

# CBOEによるBATS買収合意

～買収されるといふ選択～

吉川 真裕

二〇一六年九月二三日（木）夕方、米国で最大のオプション取引所であるシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）を傘下に持つCBOEホールディングスが、米国株式市場で第二の取引シェアを持ち、ヨーロッパの株式市場では最大の取引シェアを持つBATSグローバル・マーケット（BATS）を買収する交渉を進めているという報道が流れ、時間外取引でBATSの株価は二五％近く上昇した。<sup>(1)</sup>翌九月二三日（金）には両当事者からの交渉を確認する発表はなく、BATSの株価は前日比二〇％の上昇（時間外取引からは五％の下落）であったが、九月二六日（月）にはCBOEによるBATS買収合意が発表され、朝八時から両社の経営陣が参加するテレコンファレンスがおこなわれた。<sup>(2)</sup>ロンドン証券取引所を傘下に持つLSEGとトロント証券取引所を傘下に持つTMXグループの合併合意（後に撤回）<sup>(3)</sup>やニューヨーク証券取引所を傘下に持つNYSEユーロネクストとドイツ取引所の合併合意（後に撤回）<sup>(4)</sup>、そしてLSEGとドイツ取引所の合併合意（進行中）<sup>(5)</sup>の際には対等合併という言葉が使われていたが、今回は合併という言葉さえ使われず、買収という言葉が使われていた。

本稿ではCBOEによるBATS買収合意の内容を紹介し、両当事者の思惑、とりわけ買収されるBATSの経営陣の判断について考察する。

## 1 買収合意内容

### (1) 株式買い取り条件

BATS傘下のBZX証券取引所に上場されているBATS株式一株に対して、現金一〇ドルとナスダックに上場されているCBOEホールディングスの株式〇・三二〇一株、九月二三日の終値で評価して合計三二・五〇ドルでCBOEホールディングスがBATSの株式を買い取る(総額三二億ドル)。ただし、全額現金または全額株式という選択も割り当て調整の範囲内で可能である。

三二・五〇ドルという価格はメディア報道が出る前の九月二日のBATSの終値を二二・五%上回る価格である。

株式買い取りはCBOEホールディングスの株主とBATSの株主の承認、監督当局の承認を経て二〇一七年前半に完了する予定である。

株式買い取り資金およびBATSの負債借り換え資金として一六億五〇〇万ドルのコミットメント・レターをCBOEホールディングスは本件の共同財務アドバイザーでもあるBOAメリリンチから受けている。

### (2) 財務的便益

CBOEホールディングスは買収後三年以内に年間五〇〇億ドル、五年以内に年間六五〇億ドルの支出削減効果を得られるものと予想しており、この支出削減効果はBATSの取引システムを採用すること等によって実現される見込みである。また、この買収は完了後一年以内にCBOEホールディングスの調整済み一株利益を増加させ、魅力的なリターンをもたらす投資であると予想している。

(3) 組織とリーダーシップ

買収完了後、CBOEホールディングスのエドワード・T・ティリー最高経営責任者（CEO）はCEOに留まり、BATSのクリス・コンキャノンCEOが社長兼最高業務責任者（COO）に就任する予定であり、CBOEホールディングスのエドワード・L・プロボスト社長兼COOは退任する予定である。

また、CBOEホールディングスのアラン・J・ディーン最高財務責任者（CFO）はCFOに留まり、BATSのクリス・イサックソン最高情報責任者（CIO）がCIOに就任する予定であり、CBOEホールディングスのジェラルド・T・オコンネルCIOは退任する予定である。

他方、買収完了後にCBOEホールディングスの取締役会は現在の三人の取締役が退任し、BATSの取締役会からの三人を加えて一四人にとどまる予定である。

買収完了後もCBOEホールディングスの本社はシカゴに留まり、カンザス・シティ、ニューヨーク、ロンドン、サンフランシスコ、シンガポール、キト（エクアドル）の事務所は維持される予定である。

(4) アドバイザー

BOAメリルリンチとブロードヘブン・キャピタル・パートナーズLLCがCBOEホールディングスの共同財務アドバイザー、シドレイ・オースティンLLPがCBOEホールディングスの法律顧問を務め、BATSに対してはパークレイズ・キャピタルが筆頭財務アドバイザー、UBSインベストメント・バンクが共同財務アドバイザー、デイビス・ポーク&ワードウエルLLPが法律顧問を務める。

## 2 補完的な組み合わせ

米国で最大のオプション取引所であるシカゴ・ボード・オプション取引所（CBOE）とボラティリティ指数等を上場するCBOE先物取引所（CFE）を傘下に持つCBOEホールディングスは米国の先物・オプション取引にかかわる収入が主な収入源である一方、米国株式市場で第二の取引シェアを持ち、ヨーロッパの株式市場では最大の取引シェアを持つBATSグローバル・マーケットの収入源は米国の株式取引にかかわる収入（六六％）・ヨーロッパの株式取引にかかわる収入（二六％）・外貨取引にかかわる収入（九％）・米国のオプション取引にかかわる収入（九％）であり、米国のオプション取引にかかわる収入以外には重なるところがなく、収入源の多様化をはかる上では補完的な組み合わせとなるはずである。しかもCBOEホールディングスの先物・オプション取引にかかわる収入の多くは専属上場権を有するCBOEでのS&P五〇〇株価指数オプション取引、CFEのVIX指数先物取引・CBOEのVIX指数オプション取引にかかわっており、BATSと競合する株式オプション取引からの収入は少ない。

BATSの買収実現後のCBOEホールディングスの資産クラス別に見た収入構成は米国の先物・オプション取引にかかわる収入（六五％）・米国の株式取引にかかわる収入（二六％）・ヨーロッパの株式取引にかかわる収入（六％）・外貨取引にかかわる収入（三％）となり、米国の先物・オプション取引に集中した収入源が多様化されることが公表された資料で予想されている。他方、CBOEホールディングスのタイプ別に見た収入構成でも取引手数料収入（七四％）・市場情報料収入（五％）・その他収入（二二％）から、BATSの買収実現後には取引手数料収入（六二％）・市場情報料収入（一六％）・その他収入（二二％）となり、取引手数料収入に集中した収入源が緩和されることが公表された資料で予想されている。

### 3 買収されるという選択

資産クラス別に見てもタイプ別に見てもCBOEホールディングスにとってはBATSの買収は好ましい選択であることは容易に理解できる。しかも同じシカゴに本拠を持つCMEホールディングス等に買収されるという噂の絶えなかったCBOEホールディングスの時価総額が五割増しとなり、買収される可能性を低下させることにも役立つはずである。実際、本年四月にBATSが傘下のBZX証券取引所に上場される前にCBOEホールディングスからBATSに対する買収交渉ははじまっていたという。

他方、この買収提案はBATSにとつてはどのような意味を持つのであろうか。競合するところの少ない補完的な組み合わせという点ではBATSにとつても同じであり、参入して日も浅く、プレゼンスの小さな先物・オプション市場でのシェア拡大は好ましいものである。ただし、時価総額が二倍のCBOEホールディングスを買収することはできず、買収されるという形でのグループ化であり、BATSの経営陣にとつてはイニシアティブの喪失は免れないはずである。

BATSはもともと二〇〇五年にレギュレーションNMSの導入が決定され、ECN（アーキペラゴ）から取引所となって間もないARCA証券取引所がニューヨーク証券取引所に買収され、ECN最大のINET（ECN最大のインスタネット）がECN二番手のアイランドを買収して統合）がナスダックに買収されることになった際、株式市場の寡占化に反対したトレードポットのカミングスCEOによってECNとして設立された。<sup>(6)</sup>初代のカミングスCEOは買収によって取引シェアを維持しようとするニューヨーク証券取引所とナスダックを厳しく批判していたが、証券取引所への認可申請を進める過程でカミングスCEOがトレードポットのCEOを兼任していることが問題となり、ラターマンCOOが二〇〇七年七月に二代目のCEOに就任し、二〇〇八年一

一月にアメリカ第三の証券取引所となった(BZX)。BATSはアメリカでの成功にいらって二〇〇八年一月に金融商品市場指令(MiFID)で定められた代替的取引システム(MTF)を英国で開設した(BATSヨーロッパ)。そして、二〇一〇年二月にはオプション取引所をアメリカで開設し、株式オプションの取引にも参入した(BATSオプションズ)。さらに、二〇一〇年一月には注文板の指値注文を消化した者がリベートを受け取り、指値注文が消化された者は場口銭を支払うテイカー・メイカー・プライシングを採用する第二の証券取引所をアメリカで開設した(BYX)。

こうした多角化戦略はそれほど大きな成果を上げたとは言えなかったが、二〇一一年二月にロンドン証券取引所に匹敵するヨーロッパ最大のMTFであったカイエックス・ヨーロッパをBATSヨーロッパが買収することと合意し、二〇一一年一月にはヨーロッパ最大級の株式取引市場としてBATSカイエックス・ヨーロッパが誕生した(二〇一三年五月にはBATSカイエックス・ヨーロッパは英国で公認投資取引所として認可、後にBATSヨーロッパと改名)。さらに、二〇一三年八月にはBATSに続いてECNから証券取引所となったダイレクトエッジ証券取引所との合併に合意し、二〇一四年には株式取引シェアではナスダックOMXを上回る証券取引所運営会社となった。そして、二〇一五年三月に三代目のCEOとしてコンキヤノン氏が就任し、二〇一六年四月に傘下のBZX証券取引所に株式を上場した。

BATSの成功の一部は低コストの取引市場を米国の株式市場とオプション市場に導入したことであったが、あとの成功はカイエックス・ヨーロッパとダイレクトエッジ証券取引所の買収であって初代カミングスCEOが批判していたニューヨーク証券取引所やナスダックと同じ戦略であったと言える。とりわけ取引シェアでは全く及ばないカイエックス・ヨーロッパの買収でヨーロッパの株式市場での地位を得たことは間違いない。

米国とヨーロッパを合わせた株式取引シェアではニューヨーク証券取引所を傘下に持つインターコンティネタル取引所（ICE）やナスダックを上回り、株式オプションや外貨取引（ナイト・キャピタルから買収した英国のホットスポット）でも取引シェアを上昇させているだけに、BATSは取引市場運営会社としては世界的な会社の一つと言える。ただし、低コストで取引市場を提供するというビジネス・モデルでは取扱金額は大きくても収入金額はそれほど大きくなく、時価総額も大きくはない。しかも米国の株式市場やヨーロッパの株式市場での取引シェアも頭打ち傾向にあり、どんどん上昇していくという見込みも立てにくい。

CBOEホールディングスとBATSの補完的な組み合わせは資産クラスや収入タイプの違い以上にビジネス・モデルの違いと考えた方がいいだろう。安売り戦略で拡大してきたBATSは安売り競争という性格から常に競争にさらされた不安定さが伴う。安売り戦略をとるライバルの登場によるシェア低下のリスクは排除できない。他方、専属上場権に守られたS&P500指数オプションやVIX指数先物・オプションを主な収入源とするCBOEホールディングスはブランド力を生かして大きな利益を上げている。これは従来のBATSとは正反対のビジネス・モデルであり、BATSにとっては垂涎の相手であろう。ただし、より大きな相手を買収することはできないので、買収されるという形でしか取り込むことはできない。テレコンファレンスでは株主の利益を買収合意の理由としてコンキャノンCEOはあげていたが、たとえ買収されたとしても先物・オプションしか取引したことがなく、海外への進出をおこなったこともない相手では株式市場や海外市場でのイニシアティブをにぎれるとBATSの経営陣は考えたのではないだろうか。あるいはBATSに買収されてなくなったカイエックス・ヨーロッパの経営陣と同じく、すでに自分たちの役割は終了し、株主に利益確保のチャンスを与えて、後は買収相手にすべてゆだねるといふ判断なのであろうか。

二〇一一年にドイツ取引所との合併で合意したにもかかわらず、二〇一二年にヨーロッパ連合（EU）から合併の差し止めを通告され、合併を撤回したニューヨーク証券取引所は二〇一三年にICEに買収された。<sup>(7)</sup> ICEは買収後もグループの利益を伸ばし、ニューヨーク証券取引所は直接収入の心配をする必要はなくなった。しかし、ICEから派遣された新たなニューヨーク証券取引所のCEOは株式市場にかかわってきた経験も少なく、メディアに取り上げられることもほとんどなくなった。BATSがニューヨーク証券取引所の二の舞になるのか、あるいはニューヨーク証券取引所とは異なる形でイニシアティブを発揮し続けるのか。ニューヨーク証券取引所の場合には買収後にCEOの退任が決まっていたが、BATSの場合にはコンキャノンCEOは社長兼COOとして合併会社に留まる。CBOEホールディングスの経営陣が経験のない株式市場や海外市場でのBATSの戦略を大幅に変えるとは考えにくい。せっかく買収した会社の価値を維持するためにもBATSの経営はコンキャノン社長兼COOや株式市場の専門家に任せることになるものと予想される。

BATSが株式市場やオプション市場、外貨取引市場に低価格の市場をもたらし、競争を激化させたことは間違いない。そして、多くの利用者はその利益を直接・間接に享受してきたはずである。だが、さらなる拡大が難しくなってきたことも事実であろう。今回のCBOEホールディングスによる買収を通じてBATSはどのようなように変わるのか。あるいはCBOEホールディングスはBATSの買収によってどのように変わるのか。買収後の成り行きを注意深く見守っていきたい。

注

- (1) Matthew Marks, Annie Massa and Brian Louis, "Chicago Board Options Exchange's Owner Said to Mull Buying Bats," *Bloomberg.com*, September 22, 2016 - 5:29 PM EDT; September 23, 2016 - 11:11 AM EDT (<https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-22/cboe-holdings-said-in-talks-to-buy-exchange-operator-bats-global>).
- (2) CBOE Holdings, Inc., "CBOE Holdings Agrees to Acquire Bats Global Markets to Strengthen CBOE Holdings' Global Position in Innovative Tradable Products and Services, and Achieve Meaningful Cost and Operational Efficiencies," *Press Release*, September 26, 2016 (<http://ir.cboe.com/press-releases/2016/09-26-2016-123057420.aspx>), CBOE Holdings, Inc., "Strengthens CBOE's Global Position in Innovative, Tradable Products and Services," *Presentation from webinar held on September 26, 2016*, (<http://ir.cboe.com/~/media/Files/C/CBOE-IR-V2/bats-acquisition/presentation-dated-september-26.pdf>), CBOE Holdings, Inc., "CBOE/Bats Investor Call Final Transcript," *Transcript of webinar held on September 26, 2016* (<http://ir.cboe.com/~/media/Files/C/CBOE-IR-V2/bats-acquisition/transcript-of-webcast-held-on-september-26.pdf>), CBOE Holdings, Inc., "FORM 8-K: Report of unscheduled material events or corporate changes," *Commission File Number 001-34774*, September 28, 2016 ([http://hsprod.investis.com/shared/v2/irwizard/sec\\_item\\_new.jsp?pic=cboe1&ipage=11155764&DSEQ=&SEQ=&SQDESC=](http://hsprod.investis.com/shared/v2/irwizard/sec_item_new.jsp?pic=cboe1&ipage=11155764&DSEQ=&SEQ=&SQDESC=)).
- (3) 詳細については、拙稿「LIFOによるIMX買収合意の撤回」(本誌一六六八号、二〇一一年一〇月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1668\\_04.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1668_04.pdf)) を参照。
- (4) 詳細については、拙稿「ドイツ取引所とNYSEユーロネットの合併撤回」(本誌一六七〇号、二〇一二年二月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1670\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1670_03.pdf)) を参照。

- (5) 詳細については、拙稿「英独取引所グループの経営統合合意」(本誌一六九五号、二〇一六年四月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1695\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1695_03.pdf))を参照。
- (6) 詳細については、拙稿「BATSとダイレクトエッジの合併合意と米国株式市場の再編」(本誌一六八〇号、二〇一三年一〇月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1680\\_04.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1680_04.pdf))を参照。
- (7) 詳細については、拙稿「ICEによるNYSEユーロネクスト買収合意」(本誌一六七六号、二〇一三年二月、[http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1676\\_03.pdf](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1676_03.pdf))を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)