

ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意

吉川 真裕

二〇〇一年一〇月三十一日、ユーロネクストによるロンドン国際金融先物・オプション取引所（LIFFE）の買収合意が発表されてから二日後に当たるこの日、国際決済機関であるセデルとドイツの中央証券預託機関であるドイツ取引所クリアリングの対等合併で二〇〇〇年に誕生したクリアストリームが買収提案の提示を求めているという報道が流れた。交渉相手はセデルにかつて買収提案を持ちかけたことのある国際決済機関ユーロクリアと、ドイツ取引所クリアリングの親会社としてクリアストリームの株式の五〇％を保有するドイツ取引所であることはそれまでの経緯から明らかであった。一二月五日には両者の買収提示価格は低すぎるとして買収価格の引き上げ要請がクリアストリームから発表され、一二月七日のクリアストリームの取締役会ではセデル保有株式のドイツ取引所による買収交渉を二〇〇二年一月末を期限として排他的におこなうという決定がおこなわれた。これに反発したJPMorgan・チエースは一月に入ってクリアストリームでの預託資産をユーロクリアに移すと発表し、UBSもクリアストリームでの預託資産をユーロクリアに移す用意があるとしてクリアストリームの経営陣と話し合いをおこなったが、二月一日には一六〇億ユーロでドイツ取引所がセデルの保有株式を買収するという合意が発表された。

本稿では、クリアストリーム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によるクリアストリームの買収合意に至る過程を紹介し、この買収合意が成立した背景について考察する。

1 クリアストリームの誕生

ヨーロッパにおける国境を越えたクロス・ボーダー取引では取引そのものにも増して受け渡し・決済にコストがかかると言われている。国の数だけ決済機関（中央証券預託機関）が存在し、その決済機関の組み合わせの数だけでも膨大な数にのぼり、しかもそれぞれの決済機関が歴史的な経緯からかならずしも同一の期日や手続きで決済業務をおこなってははいない。株式取引のクロス・ボーダー化に先駆けて一九六〇年代におけるユーロ債市場の発展とともに世界的な規模でのクロス・ボーダー化が進展した債券市場では、一九六八年にはブリュッセルにユーロクリア（Euroclear）、一九七〇年にはルクセンブルグにセデル（Cedel International）という二つの国際決済機関が誕生し、ユーロ債市場のほとんどの取引を決済してきた。しかし、株式市場では一九八〇年代後半から活発化したロンドン証券取引所のSEAIQインターナショナルでのクロス・ボーダー取引でもユーロクリアやセデルの利用は限定的で大半は母国市場の決済機関を通じて決済業務はおこなわれてきた。そこで、ヨーロッパでは各国の決済機関の連合体であるECSDA（欧州中央証券預託協会）が個々の決済機関が双務契約を結ぶことにより、各国の決済機関をリンクさせるというECSDAモデルを推進してきた。

一九九九年五月四日、ユーロクリアはハブ&スポークス（Hub and Spokes）モデルという新たな決済モデルを打ち出し、ユーロクリアによるセデルの買収提案を発表した。ECSDAモデルの推進には各国決済機関の協調に伴う時間と重複投資に伴うコストがかかりすぎ、単一中央決済機関の設立を目指す国際中央決済機関（ICSD）モデルは各国での法改正の問題が避けられず、近い将来に実現する見通しは立たないのに対して、ハブ&スポークス・モデルはECSDAモデルとICSDモデルを折衷させることで、より早く決済業務の効率化を実現できるといふ点が売りものであり、各国の決済機関（スポーク）は引き続き国内決済業務を継続するが、国際決

済業務に関しては各国の決済機関が直接相互に決済をおこなうのではなく、それぞれが国際中央決済機関（ハブ）との間でのみ決済をおこない、国際中央決済機関が各国決済機関のための決済機関として決済業務をおこなうというものである。したがって、国際中央決済機関が複数存在する必要はなく、これまでの実績からみてユーロクリアが国際中央決済機関に適任であり、セデルを統合することによって国際中央決済機関の機能を強化できるというのがユーロクリアの提案内容であった。

ユーロクリアのハブ&スポークス・モデルは各国決済機関に国内業務を継続させることによって法改正の問題を回避し、各国決済機関の反発を招くこともなく、各国決済機関の間の国際決済業務を効率化できるという点では現実的で優れたアイデアであると評価できる。しかし、買収を提案されたセデルと、ECSDAモデルのもとでユーロッパ最大の国内決済機関であると同時に国際決済業務への進出を目指してきたドイツ取引所クリアリング（DBC）にとっては、ハブ&スポークス・モデルはユーロクリアの地位を安泰にし、自らの事業展開を制約するという受け入れがたい提案として受け取られたようである。ユーロクリアの提案を受けて、一九九九年五月一四日にルクセンブルグでセデルとDBCは二〇〇〇年一月の対等合併を発表し、フランスの決済機関であるSICOVAMも新会社設立後に参加する覚書に調印したことが明らかにされた。対等合併の内容はDBCが独自の決済システムの開発を放棄し、セデルのクリエーションというETシステムを採用することによって単一決済システムを各国の決済機関にも波及させ、ドイツの国内決済業務もおこなう新会社が国際中央決済機関となるという形であり、ユーロクリアのハブ&スポークス・モデルに対する代替案としてECH（European Clearing House）モデルと名付けられた。そして、定評の高いフランスのネットینگ・システムであるクリアネットが利用される予定であることも発表され、新会社設立後に合流するSICOVAMの出資比率は今後の交渉によつ

て実績に依じて決定されるとも伝えられた。

新会社の最高経営責任者はセデルの最高経営責任者アンドレ・ルツシ氏が継承し、本部も引き続きルクセンブルグに置かれるということであるから、いっけんDBCにとつてのメリットは少ないようにみえるが、ロンドン証券取引所とドイツ取引所の戦略的提携における取引システムをめぐる交渉の力関係にセデルとDBCの合併は大きく影響を及ぼすものと考えられた。決済システムとリンクしたドイツ取引所の電子取引システムXETRAの方がロンドン証券取引所の電子取引システムSETSよりもヨーロッパ共通プラットフォームにふさわしいとみられていたが、DBCが国際中央決済機関の一部となり、統一ETシステムを採用するとなれば、ドイツ取引所のXETRAが共通プラットフォームになる可能性は著しく高まるものと考えられたからである。

五月二六日にセデルとDBCは各国の決済機関にECHモデルへの参加を呼びかけ、九月一〇日にはイタリアの決済機関であるモンテ・テイトリ(Monte Titoli)と覚書の調印に向けて協議に入ったことを明らかにし、一月二日にはセデルとDBCは正式な合併契約書に調印したが、一月二日にSICOVAMとの交渉が打ち切れ、翌一月三日にはユーロクリアとSICOVAM、そしてパリ証券取引所傘下のデリバティブと店頭取引の決済機関クリアネットが二〇〇〇年四月の正式契約に向けてヨーロッパ共通の決済・ネットイングのための戦略的提携計画を打ち出した。この際のユーロクリアの方針はハブ&スポークス・モデルではなく、セデルとDBCが目指した単一決済システムの採用にあり、ヨーロッパ第二の国内決済機関であるSICOVAMと組むことにより、セデル/DBC連合に対抗しようという戦略である。二〇〇〇年一月一七日にセデルとDBCの新会社はクリアストリーム(Clearstream International)として発足し、決済業務を扱うクリアストリーム・バンキングと決済プロセスとET開発をおこなうクリアストリーム・サービシズを傘下に業務を開始した。

2 クリアストリームの躓き

クリアストリームは二〇〇〇年一〇月の預託資産総額が一〇兆ユーロに達し、ユーロクリアの七兆五〇〇億ユーロを大きく上回っていると公表したが、二〇〇一年一月になって預託資産の計算にエラーがあるとしてルクセンブルクの監督当局から調査を受けるといふ失態を演じた。調査の結果は公表されなかったが、ドイツの銀行に報告ミスがあったとだけ説明され、一兆七〇〇〇億ユーロの過大報告があったことだけは明らかにしていた。

二〇〇一年二月五日にはドイツ取引所が株式公開によって九億八〇〇〇万ユーロの現金を手に入れ、買収資金として用いることもありうるとしながらも、ロンドン証券取引所やすでに五〇％の株式を保有しているクリアストリームを買収する予定はないと述べていた。一方、ドイツ取引所の株式市場に刺激を受けたクリアストリームのルツシ最高経営責任者はクリアストリームの独自路線を標榜し、株式市場にも意欲を見せていた。

こうした矢先にセデルの元職員であるアーネスト・バツケス氏の共著書「黙示録 (Revelations)」がフランスで出版され、クリアストリームの秘密口座でマネー・ロンダリングがおこなわれている可能性があることが紹介された。これをフランスのル・フィガロ紙やケーブル・テレビ番組が採り上げ、クリアストリームでマネー・ロンダリングがおこなわれているのではないかという疑惑が持ち上がった。クリアストリームは当初からマネー・ロンダリングの事実を否定し、著者と出版社、新聞社、テレビ局、レポーターに対して名誉毀損の裁判の手続きをおこなったが、先の預託資産水増し問題とも絡んで疑惑は消えず、信用が大きく傷つけられることになった。

五月六日にはクリアストリームのルツシ最高経営責任者こそがユーロクリアとクリアストリームの合併を阻む最大の障害であるという、ユーロクリアの取締役でもあるバンク・オブ・ニューヨークのトム・ペルナ氏のインタビュー記事がフィナンシャル・ニュース紙に掲載され、評判の落ちていたクリアストリームに追い打ちをかける

ことになった。そして、五月一日にはルクセンブルグ検察によるクリアストリームに対する捜査が開始され、五月一日にルクセンブルグで開催されたクリアストリームの年次株主総会ではルクセンブルグの監督当局の要請に応じて、ルツシ最高経営責任者、カルロス・サルバトリー最高経営責任者秘書室長、ロバート・マツソル人事部長の三人の有給停職措置が決定された。この要請はクリアストリームからルツシ最高経営責任者の個人口座への現金前払いが見つかったこと、およびクリアストリームの職員数の報告に不正があったという疑惑に基づいており、臨時最高経営責任者としてクリアストリームの取締役で監査委員会に属するDEXIA銀行のアンドレ・レーランツ氏の就任も合わせて決定された。また、五月一日の株主総会では具体的な条件の提示はなかったものの、ドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者がクリアストリームを買収する用意のあることを株主に伝えていたと言われている。さらに、五月一日には先の一兆七〇〇億ユーロに加えて八〇〇億ユーロの預託資産報告エラーがあったことをクリアストリームは公表した。

ドイツ取引所によるクリアストリームの買収に対しては、ロンドン証券取引所のクルックシャンク会長が命名した縦型サイロ (Vertical Silo) という表現を用いて、取引と決済を結びつける試みは決済費用を割高にして取引費用を補填するおそれがあるとして多くの批判が寄せられたが、ユーロクリアからの具体的な買収提案は示されず、クリアストリームの捜査結果待ちという状況が続いた。六月六日にはクリアストリームの依頼に基づいたフレッシュファイルズとKPMGによる四〇〇ページに及ぶ報告書がルクセンブルグの捜査当局と監督当局に提出され、七月一日にはルクセンブルグの捜査当局から初期捜査では組織的なマネー・ロンダリングの証拠は見当たらなかったが、二次捜査には半年から三年を要するという発表がおこなわれた。そして、七月十三日にはレーランツ臨時最高経営責任者が正式の最高経営責任者となることがクリアストリームの取締役会で決定された。

3 クリアストリームの買収合意に至る過程

二〇〇一年一〇月二四日、クリアストリームがユーロクリアと合併するか、ドイツ取引所の完全子会社となるか、独自路線を追求するかという問題でコンサルタント会社のマツキンゼーからアドバイスを受けているという報道が流れた。クリアストリームのスポークスマンはレーランツ最高経営責任者の意向で夏からマツキンゼーと契約していることは認めたが、組織内部の効率性に関するアドバイスをすぎないと説明した。そして、一〇月三一日、ユーロネクストによるLIEFFEの買収合意が発表されてから二日後に当たるこの日、クリアストリームが買収提案の提示を求めているという報道が流れた。交渉相手はセデルにかつて買収提案を持ちかけたことのある国際決済機関ユーロクリアと、ドイツ取引所クリアリングの親会社としてクリアストリームの五〇%の株式を保有するドイツ取引所であることはこれまでの経緯から明らかであったが、セデルのアドバイザーであるシュローダー・ソロモン・スミスバーニーとソディティクによるクリアストリームの評価額は二四億ユーロであるとも伝えられた。

一二月一四日にはクリアストリームのレーランツ最高経営責任者がユーロクリアとドイツ取引所の買収提示価格には不満であり、三〇億ユーロ未満の評価は低すぎると述べたと報じられた。しかし、ドイツ取引所はクリアストリームの未公表の財務情報を握っており、それに基づく評価であるはずであるからレーランツ最高経営責任者の評価が過大であるかもしれないという見方もあった。

一二月五日にはクリアストリームからユーロクリアとドイツ取引所の買収提示価格は低すぎるといふ発表がおこなわれ、両者の提示価格は約二四億ユーロで、クリアストリームは三四億ユーロに固執していると報じられた。また、クリアストリームの五〇%の株式を持つドイツ取引所のザイフェルト最高経営責任者が一二月末にユ

ユーロクリアの買収提案には三点において合意できず、拒否権を行使したと語ったことや、適正な価格であればドイツ取引所はユーロクリアにクリアストリームの保有株式を売却する用意があると語ったことも伝えられた。クリアストリームの取締役会がおこなわれた二月七日にはユーロクリアは買収価格をセデル所有株にはユーロクリアの新株（買収後の株式の三〇％）、ドイツ取引所所有株には現金とユーロクリアの新株（買収後の株式の五％）で合計二六億五〇〇万ユーロに引き上げ、ドイツ取引所も買収価格をセデル所有株に現金で一三億五〇〇万ユーロまで引き上げたが、取締役会で採択された四年計画ではクリアストリームの評価額は三四億ユーロから三七億ユーロに値するということが両提案は否決された。ただし、ドイツ取引所はさらに買収価格を引き上げる用意があるとしていたので一月末を期限としてドイツ取引所との排他的買収交渉に当たることが決定された。そして、二月二日にはクリアストリームは独自路線を標榜していたルツシ前最高経営責任者との契約を終了したが、これはドイツ取引所の要請であつたとも言われている。

その後も水面下で交渉がおこなわれていた模様であるが、その内容については明らかではなかった。しかし、ドイツ取引所による経営権の獲得は内部的には合意ができあがっているという匿名の情報筋の話や、セデルの買収価格が一五億ユーロであればセデルにとってはラッキーだというセデル関係者の話は報じられていた。

一月二〇日にはクリアストリームの三大顧客の一つであるＪＰモルガン・チェースがクリアストリームの預託資産をユーロクリアに移すことに決めたと発表し、クリアストリームの取締役会からも役員が辞職したことも明らかにした。ＪＰモルガン・チェースのクリアストリームでの預託資産はチェースが預託してきた一五〇〇億ドルであり、クリアストリームの全預託資産七兆五〇〇億ユーロの約二％にあたる。ＪＰモルガン・チェースはこの時期に決定をおこなった理由として、二月七日の取締役会でクリアストリームがドイツ取引所との排他的

合併交渉に入ることが決定され、取引所と決済機関をセットにする縦型サイロ・モデルに反対だからであると明確に述べていた。こうした動きが出ることはクリアストリームとドイツ取引所の合併交渉が相当進展しているからと考えられ、これに反対する利用者がＪＰモルガン・チェースに追随するのではないかという観測も広がった。そして、一月八日にはフランクフルター・アルゲマイネ・ツァイツング紙でクリアストリームのレーラント最高経営責任者がドイツ取引所による買収に関して交渉は進展しており、妥当な価格で買収が成立する見通しを述べた一方、ベルゼン・ツァイツング紙ではクリアストリームの最大顧客であるＵＢＳがクリアストリームの預託資産の一部の移転を検討していると報じられ、一月二日にはＵＢＳは預託資産の一部をクリアストリームから移転することを計画中であることを認めた。ＵＢＳのクリアストリームでの預託資産はＪＰモルガン・チェースを上回る二八〇〇億ユーロであり、クリアストリームの全預託資産の三・七％にあたるが、この決定はクリアストリームとドイツ取引所の買収交渉にかかっており、ＵＢＳもこの買収計画に反対である意向が示された。

また、同じ一月二日にはミスターＨ（フィナンシャル・タイムズ紙によればレジス・ヘンペル氏）と記されたクリアストリームの元職員の証言がフランス議会の報告書で公表され、クリアストリームのマナー・ロンダリング疑惑の新たな証拠が見つかったと報じられ、ルクセンブルグのフリーデン法務大臣が報道を否定する記者会見をパリで開くという一幕もあった。

一月二八日の月曜日には前週末にドイツ取引所はクリアストリームから青信号を得ており、今は残された細部の調整中で、一月三一日までには買収合意の発表がおこなわれるという関係者の話が伝えられた。そして、クリアストリームの利用者による預託資産移転の動きに関しては、ＩＮＧベアリング、シティコップ、パークレイズといった利用者は買収成立後も預託資産をクリアストリームから移転させないことを決めていると報じられた。

交渉期限とされた一月三十一日には発表はおこなわれなかったが、二月一日の早朝にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意は発表された。注目された買収価格は一六億ユーロであり、セデルを解散することによってこれに少なくとも一億五〇〇〇万ユーロのセデルの保有する純資産が上乘せされる。この一六億ユーロという金額はクリアストリームの二〇〇二年の予想純利益の二〇倍である三億ユーロから割り出されたものであり、セデルの株主は現金かドイツ取引所の新株（ただし、新株発行総数には制限あり）を選択することができ、ドイツ取引所は一〇億ユーロまでを昨年株式会社公開で調達した資金から支払い、不足する場合には借入をおこなう。また、クリアストリームの本部と活動拠点はルクセンブルグに止まり、ロバート・ダグラス会長とアンドレ・レーランツ最高経営責任者は留任し、二月七日の取締役会で決定した二〇〇人の従業員削減はおこなわない。そして、レーランツ最高経営責任者は次席経営責任者としてドイツ取引所の取締役に参加し、加えてクリアストリームの経営陣からもドイツ取引所の取締役を選任する。さらに、セデルとクリアストリームの利用者代表の合意を得てドイツ取引所の監査役会の役員を二名できるだけ速やかに選任する。なお、この買収合意はセデルの株主総会での三分の二の多数決、規制当局の承認、ドイツ取引所の監査役会の承認等によって成立し、遅くとも二月二十八日までには六週間にわたるセデルの株式買い取り請求を開始する予定であるとも発表されていた。

二月一日におこなわれたコンファレンス・コールでドイツ取引所は今回のクリアストリームの買収と経営統合によって一億五〇〇〇万ユーロから一億八〇〇〇万ユーロのシナジー効果を見込んでおり、このうち一億ユーロの効果は当初一年間に発生し、五〇〇〇億ユーロから八〇〇〇億ユーロの効果は数年かけてあらわれると説明した。そして、ドイツ取引所の株価は当日MDAX指数が〇・四％下落していたのに対して、〇・八％の上昇を示し、市場からは熱烈な歓迎はなかったものの、好意的な評価を得たものと受け取られた。

4 クリアストリームの買収合意の背景

今回のドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意は二〇〇一年一〇月に発表されたユーロネクストによるLIFFE買収合意と極めて似通った経過を経て成立するに至った。まず、被買収会社が複数の買収会社に買収価格の提示を求め、次に独自路線もありうるとして買収価格の引き上げを要請した。そして、株式と現金を組み合わせて買収を提案した買収会社は脱落し、最終的には被買収会社経営陣の買収会社経営への参加という大幅な譲歩をする形で買収合意は成立している。こうした類似性を考えれば、ユーロネクストによるLIFFEの買収プロセスが、買収されたクリアストリームにも買収したドイツ取引所にも大きく影響していたものと考えられる。逆に言えば、ロンドン証券取引所の失敗に学ぶことのなかったユーロクリアにはクリアストリームの買収に対する意欲がそれほど強くはなかったものとも考えられる。

クリアストリームを買収したドイツ取引所には一九九九年五月のドイツ取引所クリアリングのセデルとの合併以来、一貫して縦型サイロ・モデルを追求する強い意志があり、ヨーロッパの株式市場統合の旗頭を標榜するザイフェルト最高経営責任者の強力なイニシアティブがこの買収実現に結びついたものと考えられる。ただし、前回のクリアストリーム設立の際にもかなりの譲歩をしていたが、今回はクリアストリームに相当譲歩した感は免れず、今後の合併・買収交渉では買収相手に足元を見られる可能性を残したようにも思われる。

他方、ドイツ取引所に買収されることを選んだクリアストリームは預託資産の報告エラーに端を発した一連の不祥事で最高経営責任者も交替し、独自路線の追求を諦めたことよって、たとえ買収という形を取らなかったとしても方針転換をはからざるを得なかったというのが実状であろう。すでに一九九九年にクリアストリームの設立を決めた経緯でみたように、ユーロクリアとの競争関係では常に劣勢に立たされ、吸収合併を免れる手段が

ドイツ取引所クリアリングとの合併、クリアストリームの設立であったことからみて、ユーロクリアが合併を実現するためにはかなりの配慮が必要であったものと考えられる。ロンドン証券取引所の強硬な姿勢がLIFFEにユーロネクストによる買収を選択させたように、ユーロクリアの配慮の足りない姿勢がクリアストリームにドイツ取引所による買収を選択させたものと言えるであろう。ユーロクリアはすでにフランスのSICOVAMを買収し、オランダのNECIEFとベルギーのCIKも買収予定であり、リスボン取引所がユーロネクストに加わることからポルトガルの決済機関もいずれは傘下におさめることになるだろう。クリアストリームがこれに對抗するためにはイタリアのモンテ・テットーリやスペインの決済機関を取り込む必要がある、そのためにはユーロネクストに對抗するドイツ取引所がボルサ・イタリアーナ（ミラノ証券取引所）やスペイン取引所（マドリード証券取引所）を取り込むのに追いつくを得ないことを意味する。ユーロネクスト/ユーロクリア連合とドイツ取引所/クリアストリーム連合という対立を決済機関であるユーロクリアとクリアストリームが解消するためには、対等合併に近い形でなければクリアストリームにユーロクリアに對抗する手だてがないことをユーロクリアは理解すべきであった。ユーロクリアの最終買収提案では買収後のクリアストリームの保有株式は三五%にしかならず、吸収合併以外のなにもでなかった。

今回の買収によってクリアストリーム経営陣は一見大幅な譲歩を得たように見えるが、買収が成立してしまえばその後の発言力を担保するものは存在しない。すでにドイツ取引所ではユーレックスのトップであったフランケ氏がザイフェルト最高経営責任者と対立して辞任したと伝えられている。しかし、ドイツ取引所としてもJPMオルガン・チエースやUBSのような利用者の行動がある限り、クリアストリームの経営陣の意向はある程度は尊重しなければならないことになるであろう。