

## クリアネットとＬＣＨの合併

～ユーロネクストのロンドン証券取引所包囲網～

吉川 真裕

二〇〇三年六月二五日、フランスの清算機関であるクリアネットとイギリスの清算機関であるロンドン・クリアリング・ハウス（ＬＣＨ）は年内の合併計画を発表した。クリアネットは一九九九年七月にパリ取引所の子会社となり、二〇〇〇年九月のフランスのパリ取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所の合併によって新取引所ユーロネクストの子会社となっており、フランス、オランダ、ベルギーで清算業務をおこなっている。他方のＬＣＨはイギリスで清算業務をおこなっているが、最大顧客であるロンドン国際金融先物・オプション取引所（ＬＩＦＦＥ）が二〇〇一年二月にユーロネクストに買収されたことにより、クリアネットとＬＣＨの合併に対する期待が高まっていた。というのも、取引所の統合から証券決済機関の統合へと向かったヨーロッパの株式市場統合は二〇〇〇年末には清算機関の統合へと焦点が移動し、ＬＣＨ、クリアネット、ドイツのユーレックス・クリアリングの三大清算機関に対する合併要請となったが、二〇〇一年一月にはこの要請は三者から断られ、断念されたという経過があったからである。

本稿では、クリアネットとＬＣＨの合併の背景を振り返った後、この合併計画の詳細を紹介し、これがヨーロッパの株式市場統合にもたらす影響について考察する。

## 1 クリアネットとLCHの合併の背景

ヨーロッパでは単一通貨の導入が現実味をもつにつれ、単一通貨の導入が株式市場の統合に及ぼす影響に注目が集まることになった。一九九八年七月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所がいち早く共通株式取引プラットフォームとヨーロッパ統合株価指数の開発を目指して戦略的提携を打ち出したが、一九九九年春には両取引所間の主導権争いから株式市場統合への期待は後退していた。一九九九年五月には国際決済機関（ICSD）であるユーロクリアが新たな決済機関統合モデルを打ち出し、もう一つのICSDであるセデルの買収提案を発表したが、セデルはドイツの中央証券保管機構（CSD）であるドイツ取引所クリアリング（DBC）との対当合併（新会社はクリアストリーム）という形で答え、ユーロクリアは同年一月にフランスのCSDであるSICOVAMと清算機関であるクリアネットとの戦略的提携計画という形で対抗した。二〇〇〇年三月にはパリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所の合併計画（新会社はユーロネクスト）が報じられ、これを受けてSICOVAMがユーロクリアの子会社になる計画が発表され、クリアネットとLCHとの清算機関の合併交渉も伝えられた。そして、同年五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画（新会社はiX）が発表されたが、九月にはOMグループによるロンドン証券取引所の買収提案もあり、この合併計画は撤回された。

ヨーロッパにはロンドン証券取引所、ドイツ取引所、パリ取引所という三大取引所とユーロクリアとセデルという二大ICSDが存在していたが、国益やプライドにかかわる取引所の統合は一筋縄ではいかないので決済機関の統合を求める声が大手金融機関の間で強まり、ヨーロッパ証券フォーラム（ESF）という団体がロンドンに設立され、その会長にはイングランド銀行出身でイギリスのCSDであるクレストの設立に尽力したペン・ケント氏が就任した。ESFは当初ユーロクリアとセデル、後にユーロクリアとクリアストリームの合併を強く働

きかけていたが、取引所と同様に決済機関の合併も困難であることから、清算機関の統合へと目標を転換した。証券取引にセントラル・カウンターパーティ（CCP）を導入していなかったヨーロッパでは清算機関はデリバティブ取引を主な業務としており、LIFEEのCCPであるLCH、フランクフルトのユーレックスのCCPであるユーレックス・クリアリング、パリのフランス国際金融先物取引所（MATIF）とパリ流通オプション市場（MONEP）のCCPであるクリアネットが三大清算機関であり、これらの機関に対してESFは統合・合併への圧力を強めた。そして、これらの統合を促すために二〇〇〇年二月に『ユーロCCP』単一汎ヨーロッパへのESFの青写真』と題する報告書を発表し、単一CCPのもたらすメリットと二〇〇一年中の導入計画を明らかにした。しかし、二〇〇一年一月には三大清算機関がいずれもこの提案に否定的な見解を示し、決済機関の統合に続いて清算機関の統合も挫折してしまった。

しかし、二〇〇一年三月にイースタックの買収とナスダック・ヨーロッパとしての再編を発表したナスダックは、ESFの青写真を受けて決済機関は既存のCSDやICSDを利用するが、清算機関は新たに設立する計画を明らかにした。そして、その清算機関の母体はアメリカのCSDであり、清算機関でもあるDTCC（Depository Trust & Clearing Corporation）であり、ESFの単一汎ヨーロッパCCPモデルを引き継ぐ形で新たなヨーロッパ株式市場統合モデルを導入することになった。同年九月にはロンドンに設立されたヨーロッパ・セントラル・カウンターパーティ・リミテッド（ユーロCCP）が金融サービス機構（FSA）からイギリスの公認清算機関として認可され、一二月にユーロCCPはクリアリング業務を開始したが、ユーロCCPの利<sup>(1)</sup>用は強制されてはならず、ナスダック・ヨーロッパでの取引自体が低迷していたことから成果は上がらなかった。

他方、クリアストリームでは預託資産水増し問題やマネー・ロンダリング疑惑によってセル時代から最高経

営責任者を務めてきたアンドレ・ルツシ氏が二〇〇一年五月に解任され、一〇月には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。交渉相手はかつてセデルに買収提案を持ちかけたことのあるユーロクリアと、D B C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った。一二月のクリアストリームの取締役会では、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株式に対して現金で一三億五〇〇万ユーロまで引き上げたが、両提案は否決された。しかし、ドイツ取引所は買収価格をさらに引き上げる用意があるとして一月末を期限とした排他的買収交渉に当たることが決定されていた。そして、二〇〇二年二月一日にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意が発表された。買収価格はセデル株式に対して一六億ユーロ（プラス純資産売却予定額一億五〇〇万ユーロ）であり、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、ドイツ取引所監査役会の承認等によつて成立し、二月二十八日まではセデルの株式買い取り請求を開始する予定であると発表されていたが、セデル株主による買収承認がおこなわれたのは四月一六日であり、ドイツ、ルクセンブルグ、イギリスの監督機関等による買収了承を経て、買収が完了したのは七月一日であった。<sup>(2)</sup>

さらに、ドイツ取引所によるセデル買収に対抗する形で、二〇〇二年七月四日にはユーロクリアとクレストの合併計画が発表され、八月二四日にはユーロクリアで、八月二六日にはクレストで合併計画の株主による承認がおこなわれ、九月一九日のイギリス高等法院のヒアリングを受けて、両者の合併も実現することになった。<sup>(3)</sup>

こうした中で二〇〇一年一二月にL C Hの最大顧客であり大株主でもあるL I F F Eがユーロネクストに買収されたことにより、クリアネットとL C Hの合併に対する期待が再び高まっていたのである。<sup>(4)</sup>

## 2 クリアネットとLCHの合併計画の詳細<sup>(5)</sup>

### (1) 目的

クリアネットとLCHの合併はヨーロッパをリードする独立したCCPグループを創造することを目的としており、イングランドに新設される金融持ち株会社LCH・クリアネット(LCH:Clearnet Group Limited)のもとでクリアネットとLCHは対等合併する。

LCH・クリアネットは清算機関による広範なサービスを提供し、真の国際的なクロス・アセット・クラスの清算機関として、利用者にとって選択の可能な清算機関(the CCP of Choice)となることを目指す。清算業務の対象はエンデックス(Index)、ユーロネクスト(LIFFEを含む)、インターコンチネンタル取引所、国際石油取引所(IPE)、ロンドン金属取引所(LME)、ロンドン証券取引所、パワーネクスト(ユーロネクスト傘下の電力取引所)、ヴァーテックス(virt-x)で取引される株式、上場デリバティブ、コモディティ、そしてブローカーテック(BrokerTec)やMTSを含むOTC市場で取引される金利スワップ、債券、レポである。

LCH・クリアネットは利用者には大幅なコスト削減機会をもたらすのみならず、株主に対しても利益をもたらすことを目指す。

### (2) 構造

クリアネットとLCHの合併条件は双方の株主資本を六億ユーロとする対等合併であり、LCH・クリアネットの株主資本は一二億ユーロとなる。このため、合併に先立ってクリアネットの株主は一億五〇〇〇万ユーロ、LCHの株主は三三六〇万ポンド(三四一〇万ユーロ)の払い戻しを受けることになる。

クリアネットとLCHの合併は利害関係者の利益をバランスさせることを目指しており、クリアネットの株式がユーロネクストに八〇・五％、ユーロクリアに一九・五％保有されていること、LCHの株式が利用者に七五％、ユーロネクスト傘下のLIFFEに二五％保有されていることを考慮して、LCH・クリアネットの株主比率は利用者が四五・一％、取引所が四五・一％（ユーロネクストが四一・五％、LMEが二・七％、IPEが〇・九％）、ユーロクリアが九・八％とする。このために、ユーロネクスト・グループはLCH・クリアネットの株主資本の七・六％（約九一〇〇万ユーロ）をLCHのA株所有者に売却する。

ただし、LCH・クリアネット株式の議決権はユーロネクスト二四・九％、ユーロクリア九・八％、各利用者三・〇％を上限と定め、ユーロネクストは株主資本の一六・六％に当たる優先株を保有することになる。さらに、ユーロネクスト以外の株主は関連会社を合わせて二〇％を越える議決権を行使することは認められていない。

また、合併後五年間、LCH・クリアネットの株式は、ユーロクリアを例外として、LCH・クリアネット・グループと清算会員契約を結んだ利用者か、清算契約を結んだ取引所のみ保有が認められており、その後も取締役会の提案を受けて株主の過半数が賛成しない限り、この保有制限は継続される。

### (3) ガバナンスとマネジメント

LCH・クリアネットの取締役会は一九人の取締役で構成され、利用者が指名する六人、取引所が指名する六人（ユーロネクストは四人、LMEは一人、IPEは一人を指名）、ユーロクリアが指名する二人、執行取締役二人、外部取締役三人（この中の一人は会長）からなる。

このうち、執行取締役二人と外部取締役二人についてはすでに決定されており、LCHのデイビッド・ハーデー

イ（CEO）がLCH・クリアネットのCEO、クリアネットのパトリス・ルノーCEOがLCH・クリアネットの次席CEO、デイビッド・プリチャード氏とジェラルド・ラ・マチニエ氏が外部取締役となり、ジェラルド・ラ・マチニエ氏はLCH・クリアネットの会長を務める。

#### （4）統合の便益

クリアネットとLCHの合併は三年から四年に渡って三段階でおこなわれるが、現時点では予想可能な将来においてクリアネットとLCHというそれぞれの組織がなくなることは考えられておらず、持ち株会社のもとで両組織は別々の清算機関として業務をおこなっていく予定である。

##### フェイズ1（業務手続きの調整）

この段階では清算業務の対象や会員制度はこれまで通りであり、システムや業務手続きの調整、リスク管理のためのベスト・プラクティスの特定、会員要件のすり合わせを通じて、両清算機関の統合へ向けた準備を進める。

##### フェイズ2（テクノロジーの合理化）

この段階でも二つの清算機関は別々に清算業務をおこなうが、共通のプラットフォームを導入し、共通の業務手続きを通じて、規模の経済によるコストの削減を実現する。

##### フェイズ3（清算機関の選択）

この段階でクリアネットとLCHはLCH・クリアネット・グループの清算対象すべてに渡る全清算業務を提供することが可能となり、利用者は法制上の判断からクリアネットかLCHのいずれかを選択すること

になる。

フェイズ2の共通ITプラットフォームの導入には約三〇〇万ユーロの費用が見込まれているが、二〇〇七年の統合完成（フェイズ3）までにはITコストの節約で年間約三〇〇万ユーロ、非ITコストの節約で年間約五〇〇万ユーロ、計年間約三五〇〇万ユーロのコスト（LCH・ユーロネクストのコストの一九％）が削減されると見込まれている。

なお、共通ITプラットフォームは会員との接続にクリアネットのハブ・インターフェイスを利用し、共通のシステム設計のもとで、クリアネットのクリアリング21とLCHのプラットフォームの二つをコア・プラットフォームとする予定である。クリアリング21は株式と大半の上場デリバティブ商品を対象とし、LCHのプラットフォームは非鉄金属、OTCの債券、レポ、スワップ、および低流動性商品を対象とする。そして、コアの清算サポート・システムはLCHによって提供される。

また、クリアネットとLCHの従業員はクリアネットとLCHの合併によってこれまでの権利が制限されることは一切なく、従業員の犠牲によるコスト削減は計画されてはいない。

#### （5）株主の便益

LCH・クリアネットは予想外の環境の変化がない限り、利用者が支払う清算コストを引き上げることではなく、清算コストを引き下げていくことを目指している。しかし、LCH・クリアネットは営利目的の株式会社でもあり、株主に対してもできる限りの配当をおこなっていく予定である。



ＬＣＨ・クリアネットの利子・税前収益（ＥＢＩＴ）は二〇〇六年度以降、少なくとも一億五〇〇〇万ユーロに達することを目指しており、このＥＢＩＴは株主資本に対して約一五％の税引後利益となる大きさである。

ＬＣＨ・クリアネットのＥＢＩＴが一億五〇〇万ユーロを越えた場合には、超過額の七〇％は利用者へ還元することを予定しており、残る三〇％が株主への配当可能利益に回されることになる。配当政策は取締役会の決定事項であるが、規制当局の承認と優先株への支払いを経た上で、特段の理由がない限り、配当可能利益の五〇％以上を株主に配当することをＬＣＨ・クリアネットは目指している。

なお、優先株への配当は六カ月ものユーロＬＩＢＯＲ＋一二五ベースポイント、または普通株への配当のうち大きい方と定められており、転売あるいは転換されていない優先株は額面金額で償還されることが予定されている。

#### （６）規制

ＬＣＨは引き続き、公認清算機関としてイギリスの金融サービス機構（ＦＳＡ）の監督下にある一方、クリアネットは与信機関としてフランスで認可された清算機関であり、ベルギー、オランダ、ポルトガルの規制当局との協力の下で、銀行委員会（ＣＢ）、与信機関・投資サービス会社委員会（ＣＥＣＥＩ）／フランス銀行、金融市場評議会（ＣＭＦ）といったフランスの監督当局のもとに止まる。そして、イングランドに金融持ち株会社として新設されるＬＣＨ・クリアネットは、クリアネットが与信機関であることから、全社ベースでフランスの銀行規制当局の監督下に置かれることになる。

### 3 ヨーロッパの株式市場統合

二〇〇二年二月一日にドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意が発表され、ユーロクリアとクリアストリーム（旧セデル）の統合というシナリオは崩れ、ヨーロッパではユーロネクスト／ユーロクリア／クリアネット連合とドイツ取引所／クリアストリーム／EUR EXクリアリング連合という取引所／決済機関／清算機関の対抗関係が明らかになった。両者に次ぐグループとしてはロンドン証券取引所／クレスト／LCHというグループが存在するが、ユーロクリアや旧セデルといったICSDが含まれていないという点でイギリス・グループの劣勢は否めない。しかも二〇〇一年一〇月には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）の買収が合意され、LIFFEがユーロネクストの傘下に入ったことはヨーロッパにおけるデリバティブ市場がドイツ取引所グループ（EUR EX）とユーロネクスト・グループ（LIFFE）に収斂しそうなことだけでなく、LCHの大株主であり、最大顧客でもあるLIFFEがユーロネクストの傘下に入ったことでLCHのユーロネクスト・グループ入りもありうるという観測も生まれた。そして、二〇〇二年春にはLCHとクリアネットの合併が協議されているという報道も流れた。さらに、二〇〇二年七月四日に発表されたユーロクリアとクレストの合併はロンドン証券取引所の孤立化を加速し、LCHの身の振り方にも影響を及ぼしたものと考えられる。

二〇〇三年六月二五日に発表されたクリアネットとLCHの合併計画はユーロネクストによるLIFFE買収やユーロクリアとクレストの合併ほどの反応はみられなかった。LIFFEのユーロネクスト傘下入りとクレストのユーロクリア傘下入りでLCHのクリアネットとの合併は時間の問題とみられていたからであろう。LCHにしてみれば、大株主であり、最大顧客でもあるLIFFEがユーロネクストの傘下に入った影響は大きく、L

ＣＨがクリアネットとの合併を通じてユーロネクスト・グループ入りしなければＬＩＦＦＥがクリアネットに清算業務を切り換えることは十分に予想されたし、クレストがユーロクリアとの合併に踏み切ったことはＬＣＨがクリアネットと合併したとしてもイギリス・グループ離れを批判される筋合いにないことを保証していたとも言えよう。むしろ、ＬＩＦＦＥやクレストがおこなったように、いかにしてクリアネットとの合併条件を有利に持ち込むかが最大の関心事ではなかったであろうか。実際、ＬＣＨのデイビッド・ハーディＣＥＯは一八カ月に及ぶ交渉が両者間でおこなわれていたことを認めており、交渉の開始はＬＩＦＦＥがユーロネクストに買収された直後ということになる。<sup>(6)</sup>

ハブ・インターフェイスと高流動性銘柄のプラットフォームはクリアネットに譲ることになったが、ＬＣＨはもともと清算システム自体の先進性をアピールしていたわけではないし、将来性のあるＯＴＣ取引のプラットフォームとフォームと伝統のある非鉄金属等の上場デリバティブのプラットフォーム、そしてコアの清算サポート・システムを受け持つことになったのであるから、この合併計画はＬＣＨにとってまずまずの成果であったと考えられよう。法制面の問題を考慮すると、イギリスでの取引は従来通り確保したままで、ユーロネクストでのＯＴＣ取引を取り入れる可能性があり、ＬＩＦＦＥやクレストと同様に、名を捨てて実を取ったと言えるだろう。

他方、クリアネットにしてみれば、ハブ・インターフェイスと高流動性銘柄のプラットフォームを確保することで、清算システムの先進性をアピールし、ヨーロッパ標準の清算システムというイメージを作り上げるのには成功したと言えようが、システム提供費用を高めに設定しなければ合併前よりも収益が拡大することになるのかどうかはわからないだろう。むしろ、この合併はクリアネットが望んだというよりも親会社のユーロネクストが望んだものであり、ＬＩＦＦＥの清算業務をＬＣＨからクリアネットに切り換えることに成功していればクリア

ネットにとつてはより大きな成果となつていたに違いない。この合併を後押ししたとみられるユーロネクストにしてみれば、今回の合併では現金を全く使用せず、LCHの取り込みに成功したのであるから、最終的にユーロネクストがヨーロッパの中心になることができる、とすれば大きな一歩と言えるであろう。しかもLCHのA株保有者に株式を売却し、優先株の償還も見込めるのであるから、LCHを買つて現金を得たと言えなくもない。

それでは、今回のクリアナットとLCHの合併はヨーロッパの株式市場統合にいかなる影響を及ぼすことになるのだろうか。ドイツ取引所はデリバティブ取引所ユーレックスとその子会社である清算機関ユーレックス・クリアリング、ECS Dであるクリアストリームを傘下に持ち、取引から清算、決済を一括しておこなう垂直的格納庫（Vertical Silo）アプローチを採っており、ロンドン証券取引所はこれに対抗して取引、清算、決済を利用者が自由に組み合わせることのできる水平的競争アプローチを採用している。ユーロネクストも当初はフランスでそれぞれデリバティブ取引所、清算機関、決済機関を傘下に持つていたが、決済機関を第三者であるユーロクリアに差し出す一方、ユーレックスと並ぶデリバティブ取引所であるイギリスのLIFFEを傘下におさめ、ユーロクリアによるイギリスの決済機関クレストの統合を後押しし、今回はクリアナットをLCHと合併させるという形で取り込んだ。ユーロネクストがドイツ取引所と同じアプローチを採っていないことは明らかであるが、株式所有に拘つていことからみるとロンドン証券取引所と同じアプローチを採つていられるとも言い切れない。ユーロネクストはロンドン証券取引所やドイツ取引所に対する劣勢を挽回するために相手に見返りを与えて取り込むという形で統合を進めており、議決権行使という最後の手段を隠した宥和政策とも考えられる。そして、その結果実現したものは従来の既得権益を保護しながらシステムの共通化をはかるということであり、一極集中の統合ではなく、同質的な組織のネットワーク化であり、当初から各参加者が合意に達すれば実現できたであろう形

である。いかなる形の統合がヨーロッパの株式市場で生じるのかは今後の展開を待つしかないが、イギリス・グループから取り残されたロンドン証券取引所の行方が今後の展開に大きく影響しそうであることは間違いない。

注

- (1) ESFの活動とユーロCCPの詳細については、拙稿「ユーロCCPとDTCCの欧州クリアリング機関」(本誌一六〇一号、二〇〇一年二月)を参照。
- (2) ドイツ取引所によるクリアストリームの買収の詳細については、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」(本誌一六〇四号、二〇〇二年三月)を参照。
- (3) ユーロクリアとクレストの合併の詳細については、拙稿「ドイツ取引所によるクリアストリームの買収合意」(本誌一六二〇号、二〇〇二年九月)を参照。
- (4) ユーロネクストによるLIEFFEの買収の経緯については、拙稿「LIEFFEの決断」ユーロネクストによる買収合意」(本誌一六〇〇号、二〇〇一年一月)を参照。
- (5) 以下の説明は次の文書による。Clearnet and London Clearing House, *Clearnet and London Clearing House to Merge to Form the LCHClearnet Group, Europe's Leading Independent Group of Central Counterparty Clearing Houses*, 25 June 2003.
- (6) Alan Matrich, "LCH, Clearnet Merge To Boost Single Mkt Hopes," *Dow Jones Newswires*, 25 June 2003.

(よしかわ まねひろ・客員研究員)