

マカリー・グループのロンドン証券取引所買収提案

吉川 真裕

二〇〇五年二月八日、オーストラリアの投資銀行を中心とするマカリー・グループがロンドン証券取引所に對して一株五ポンド八〇ペンス（総額一五億ポンド）の買収提案をおこなう意向を明らかにし、翌二月九日、ロンドン証券取引所は市場価格の六ポンド一〇ペンスを5%下回るこの買収提案を屈辱的であるとして拒否した。くしくも二〇〇四年二月二三日にドイツ取引所が一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇〇万ポンド）の買収提案をおこない、ロンドン証券取引所が拒否したのと同じ構図であったが、ドイツ取引所による買収提案のときはほどの提案は注目を集めはしなかった。そして、二月一五日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、賛同する投資家とともにシティ・コードに則った正式な買収提案をおこなったが、ロンドン証券取引所はこの提案を再び拒否した。市場価格を下回る買収提案をおこなったマカリー・グループが提案価格を引き上げるといふ見方が強かったが、当初の買収請求期限の二〇〇六年一月三一日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、買収請求期限を二月一四日まで延長することを表明した。なお、シティ・コードによれば、マカリー・グループは二月二三日まで買収提案価格を引き上げることができ、最終的な買収請求期限を三月一〇日まで延長することが可能である（第三者による買収提案があればさらに延長可能）。

本稿では、ロンドン証券取引所の買収をめぐるここ一年の経過を振り返った後、マカリー・グループによる買収提案の内容とロンドン証券取引所の反論を紹介し、マカリー・グループによる買収提案の行方を展望する。

1 ロンドン証券取引所の買収をめぐる経過

二〇〇四年二月一日金曜日にロンドン証券取引所の株価は5%上昇して四ポンド三〇ペンスに達し、一月末から二五%の上昇を示したが、一三日月曜日早朝、ロンドン証券取引所はドイツ取引所からの一株五ポンド三〇ペンスの現金（総額一三億五〇〇万ポンド）による買収提案を拒否したと発表した。しかし、株主と利用者の利益となり、成功見込みの高いものに買収提案を大幅に改善するためにドイツ取引所と交渉することで合意したことも付け加えていた。ロンドン証券取引所の株価は買収価格の引き上げを見込んで二月一七日に五ポンド五六ペンスまで上昇していたが、二月二〇日にロンドン証券取引所とユーロネクストが交渉の事実を認めたことにより、六ポンドまで上昇した。

ドイツ取引所は二〇〇〇年に生じた反独キャンペーンの経験からロンドン証券取引所の取締役会の支持がなければ株主に直接接触すること（敵対的買収）はないと言いつつ続けたが、自らの株主の要求とロンドン証券取引所の対応の遅さに痺れを切らし、ロンドン証券取引所に提示している買収提案の自身を二〇〇五年一月二七日に公開した。ドイツ取引所が明らかにした文書では買収提案価格は五ポンド三〇ペンス以上とされており、前回の提案価格を明確に越えておらず、ロンドン証券取引所は再びこの買収提案の拒否を発表したが、ドイツ取引所とユーロネクストとの間で交渉を続けることも表明した。翌二月二八日、ユーロネクストは買収提案内容を公表しないままイギリスの公正取引庁（OFT）にロンドン証券取引所に対する買収交渉の申請をおこなった。これを受けて、ドイツ取引所も一月三二日に買収交渉の申請をOFTにおこない、OFTは買収に伴う競争環境について市場関係者に意見を求めた。そして、二月九日にユーロネクストもようやく買収提案内容を公表したが、買収提案価格が示されないという異例の形であった。

ところが、ドイツ取引所の株主であるTCIやアティカスといったヘッジファンドがこの買収提案に反対し、フィデリティやキャピタル、ハリス・アソシエイツといった米系機関投資家、メリルリンチやイタリアの保険大手ジェネラーリも同調したことから、三月六日にドイツ取引所は買収提案を撤回した。ドイツ取引所が買収提案を撤回したことで、実質的にはロンドン証券取引所の買収問題は決着したものと見られていたが、三月一四日になってドイツ取引所はユーロネクスト等がロンドン証券取引所に対して買収を正式に提案した場合には再度買収提案をおこなう用意があるとして、イギリスのOFTとドイツの連邦カルテル庁 (Bundeskartellamt) に対して審査の継続を要請した。そして、三月二九日にOFTはドイツ取引所とユーロネクストのロンドン証券取引所に対する買収提案に関する審査結果を発表したが、いずれもイギリス市場の競争を大幅に弱める危険性があるとして現段階では承認せず、より詳細な調査をおこなう競争委員会 (CC) に調査を委託した。

三月三〇日にOFTの要請を受けてCCは四月二〇日を期限としてロンドン証券取引所の買収問題に関するコメントを募集し、五月五日には論点整理を公表して、再び五月二〇日を期限としてコメントを募集した。七月半ばを予定されていたCCの中間報告は委員長 の病気に伴う交代もあって七月二九日までずれ込み、OFTと同じく現状では競争を阻害する恐れがあるという暫定的結論を公表し、暫定的結論については八月一九日、救済策については八月一八日を期限として再びコメントを求めた。そして、こうした最中、八月一五日にはオーストラリアのマカリー・グループがロンドン証券取引所の買収を選択肢の一つとして検討していると表明した。八月一八日にCCは当初の最終報告期限である九月一二日を、問題の複雑さに鑑み、規則にしたがって一月七日に変更することを決定し、救済策については九月七日、暫定的結論については一〇月七日を期限としてコメントを求めた。そして、競争を阻害する可能性を減らし、買収を可能とするための救済策の一案として、新たなクリアリン

グ機関が参入し、クリアリング業務の相互移管（Interoperability）を高めるというアイデアをCCは九月一日に発表し、九月八日の期限付きで関係者にコメントを求めたが、このアイデアに対しては新たなクリアリング機関が十分な利益を上げられる可能性が極めて低く、クリアリング業務の相互移管を実現するためのインフラ整備費用は利用者の負担となる可能性が高いことから、積極的に賛成する者は見られなかった。⁽¹⁾

一月一日、CCは中間報告に沿った形で最終報告を発表し、一月一日にクリアリング機関の独立性を担保する措置がとられれば二〇〇六年二月にドイツ取引所またはユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収を承認するスケジュールが公表された。⁽²⁾ただし、最高経営責任者と監査役会会長が交代したドイツ取引所にロンドン証券取引所の買収を再提案する動きはなく、ヘッジファンドを中心とする株主の反対が強いユーロネクストもロンドン証券取引所の取締役会が承認するような高価格での現金による買収提案は不可能という見方が多い。

こうした中で、独自路線の追求を強めるロンドン証券取引所は買収提案の可能性を公表していたマカリー・グループに対して決断を迫り、一月二三日にテイクオーバー・パネルは一月一五日までに買収提案をおこなうか、以後六カ月間は買収提案をおこなわないかの決定をおこなうように命じた。⁽³⁾マカリー・グループにはドイツ取引所やユーロネクストのようなロンドン証券取引所の買収に伴うシナジー効果はなく、ライバルであるドイツ取引所やユーロネクストによる買収をロンドン証券取引所が回避するために買収されるという可能性はあったが、ドイツ取引所やユーロネクストの力づくでの買収の可能性がなくなったことからロンドン証券取引所にとつては選択肢として残しておくという必要性もなくなったというのが実情であろう。二〇〇〇年のロンドン証券取引所とドイツ取引所の対等合併阻止のためにロンドン証券取引所に買収提案をおこなったスウェーデンのOMグループよりもマカリー・グループは知られておらず、買収実現の可能性も低いというのが大方の見方である。

こうして、テイクオーバー・パネルに強いられる形でマカリー・グループは二月八日にロンドン証券取引所に対して一株五ポンド八〇ペンス（総額一五億ポンド）の買収提案をおこなう意向を明らかにし、翌二月九日、ロンドン証券取引所は市場価格の六ポンド一〇ペンスを5%下回るこの買収提案を屈辱的であるとして拒否した。⁽⁴⁾ かくしくも二〇〇四年一月二三日にドイツ取引所が一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇〇万ポンド）の買収提案をおこない、ロンドン証券取引所が拒否したのと同じ構図であったが、ドイツ取引所が市場価格を二三%上回る買収提案をおこなったのに対してマカリー・グループは市場価格を下回る買収提案を提示したのである。そして、二月一五日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、賛同する投資家とともにシティ・コードに則った正式な買収提案をおこなったが、ロンドン証券取引所はこの提案を再び拒否した。⁽⁵⁾ 市場価格を下回る買収提案をおこなったマカリー・グループが提案価格を引き上げるといふ見方が強かったが、当初の買収請求期限の二〇〇六年一月三十一日にマカリー・グループは買収提案価格を引き上げることなく、買収請求期限を二月一四日まで延長することを表明した。⁽⁶⁾

シティ・コードによれば、マカリー・グループは二月二三日まで買収提案価格を引き上げることができ、最終的な買収請求期限を三月一〇日まで延長することが可能であるので、マカリー・グループが買収提案価格を引き上げる可能性はまだ残っている。数多くの買収を実現してきたマカリー・グループにとつては最初から手のうちを見せるようなことはないという見方と、CCが二月に決定するドイツ取引所やユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収承認の行方をにらんでユーロネクストの出方をうかがっているという見方が報じられている。ユーロネクストがロンドン証券取引所に対して買収提案をおこなった場合、マカリー・グループによる買収提案期間をさらに延長することができるとシティ・コードでは定められているからである。

2 マカリー・グループによるロンドン証券取引所買収提案⁽⁷⁾

マカリー・グループは一九八五年にイギリスのマーチャント・バンク、ヒル・サミュエルズに勤めていた従業員がオーストラリアでマカリー銀行 (Macquarie Bank Limited) を設立したのがもとになっており、安定したキヤッシュフローの得られるインフラ部門に投資するファンドを世界中で立ち上げ、そのファンドを証券化して売りさばくという独自のビジネス・モデルを確立している。マカリー銀行を核としたマカリー・グループは現在、二三カ国に七二〇〇人の従業員を抱え、一五〇億豪ドルの時価総額はオーストラリアで三番目の大企業である。そして、世界中で一三〇億豪ドルに及ぶ資産を管理し、年間一億一〇〇〇万人の空港利用者、一日一八〇万人の有料道路利用者にサービスを提供し、三七〇万世帯の家計にガス、一九〇万世帯の家計に水を供給している。

今回、ロンドン証券取引所に買収提案をおこなっているのはイギリスで新たに設立されたMLX (Macquarie London Stock Exchange Investments Limited) であり、MLXにはマカリー・グループのファンドの一つであるMFI-FI (Macquarie Financial Infrastructure Fund) が六七%、オーストラリア証券取引所で上場されているマカリー・グループのもう一つのファンドであるMCA-G (Macquarie Capital Alliance Group) が一八%、ポルトガルの投資会社のスペイン子会社であるフィンプロ・インヴェシオネス (Finpro Inversions, SL) が一五%を出資している。マカリー・グループは当初、新会社に共同出資するパートナーがいると説明していたが、企業情報開示サービスを取引所に提供しているオーストラリアのコンピューターシェア (Computershare) に断られ、ポルトガルのお金持ちが個人資産を運用するフィンプロのみが新会社の直接的な出資者となっている。なお、二月一五日のロンドン証券取引所に対する買収提案ではドイツ取引所による買収提案のアドバイザーでもあったゴールドマン・サックス・インターナショナルがマカリー・グループのアドバイザーを務めている。

マカリー・グループの買収提案の特徴は、まず第一に、ドイツ取引所やユーロネクストの買収提案が買収によるシナジー効果を具体的に推計し、その効果に見合う費用として買収提案価格を提示しようとしていたのに対し、株価収益率やE B I T A D A (Earnings Before Interest, taxes, depreciation and amortisation)に基づいて提示されているという点である。買収提案価格の五ポンド八〇ペンスは二〇〇五年三月までの一年間の決算数字をもとにして計算すれば一株利益の二三・四倍、例外項目を除いた一株E B I T A D Aの一・二・五倍であり、魅力的な価格であるとマカリー・グループは買収提案文書の中で説明している。しかし、一年前にドイツ取引所が提示した五ポンド三〇ペンスを上回っているとはいえ、市場価格を下回っていることには言及されていない。

二番目の特徴は第一の特徴とも関連するが、新たなビジネス・プランがほとんど提示されていない点である。所在地や監督機関、場口銭(取引手数料)や上場維持費用、情報利用料のいずれも当面は変更するつもりがないことが明記されており、コスト削減が一株当たり利益上昇の源泉と想定されざるを得ない。わずかに触れられているのは、①パートナーとの提携を含めて世界的なデリバティブ市場の拡大に関与するよう経営陣を促すこと、②アジア、ヨーロッパ、旧ソ連地域を念頭において外国株上場を増加させるという経営陣の戦略を支持すること、③情報テクノロジー・サービスに関して現在のアウトソーシング契約を再検討すること、の三つに過ぎない。

三番目の特徴はO F TやC Cといった機関に認可を要請する競争上の問題が存在しないことを売りにしている点である。裏を返せば、取引所ビジネスになんら関わってこなかったということでもあるが、ドイツ取引所やユーロネクストに買収されるという心配がなくなるということを強調している。ザイフェルト前C E Oに率いられたドイツ取引所が強引に買収を迫っているという事態でもあれば、マカリー・グループがホワイトナイトとして歓迎されることもあったかもしれないが、現状ではこのことがセールス・ポイントになるとは考えられない。

3 ロンドン証券取引所の反論⁽⁸⁾

一二月八日の買収提案価格の公表翌日にも一二月一五日の正式な買収提案直後にもロンドン証券取引所の取締役会はマカリー・グループの提案を拒否する声明を発表しており、しかもドイツ取引所やユーロネクストによる買収提案の際に見られた妥当な買収価格をめぐって引き続き交渉を続けるという文言は見られなかった。テイクオーバー・パネルにマカリー・グループの態度を明らかにするよう働きかけたのはロンドン証券取引所であり、買収価格の問題ではなく、不採算なインフラ事業を効率よくリストラクチャリングするというマカリー・グループのビジネス・モデルはロンドン証券取引所には役立たないとの判断が働いていたのであろう。

さらに、一二月一六日にはロンドン証券取引所の最大株主（当時一二・三二五％）であるスレッドニードル・アセット・マネジメント、二番目の大株主（当時七・一％）であるスコティッシュ・ウイドウズ・インベストメント・パートナーシップが相次いでマカリー・グループによる買収提案価格に不満を表明したことから、買収提案価格の引き上げなしに買収が成立すると考える者はいなかったし、買収提案価格をいくら引き上げても買収が実現するとは限らないという見方も広まった。

一月一九日にロンドン証券取引所が公表した文書では二〇〇五年一二月までの数字を用いることにより、この間の取引量と利益の拡大を盛り込んでマカリー・グループの買収提案価格がいかに不十分なものであるかを印象付けた。まず、一二月までの九カ月間の収入は前年比一六％増加して二億一〇〇万ポンド、同期の経常利益は三二％増加して八三〇〇万ポンド、同期の調整済み一株利益成長率は四三％に達していることを明らかにする一方、二〇〇四年と二〇〇五年におけるロンドン証券取引所の電子取引システムSEETSを通じた取引価額の成長率はそれぞれ二三％と二〇％であり、ユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所LIFFEの契約数成長率一

四％と七％、ドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所EUREXの契約数成長率五％と一七％をいずれも上回っていることを示し、ロンドン証券取引所の成長余力が小さいというマカリー・グループの主張に反論を加えた。そして、この成長を反映して二〇〇四年八月以降にロンドン証券取引所は一月一六日の時価総額の二四％に当たる四億一二五〇万ポンドを株主に配当しており、二〇〇一年七月二〇日から二〇〇六年一月一六日までの株価上昇と合わせたロンドン証券取引所のトータル・リターンは九八％でFTSE一〇〇指数構成銘柄平均の二三％、FTSE三五〇一般金融指数構成銘柄平均の三〇％を大きく上回っていることも明らかにした。

他方、世界的な株式取引の拡大を反映して上場されている証券取引所の株価収益率は軒並み上昇しており、ロンドン証券取引所を除いた八つの取引所の二〇〇四年一月二二日から二〇〇六年一月一六日までの株価収益率の上昇率は九四％から四九六％であり、ロンドン証券取引所に限らず、証券取引所は成長セクターとしての評価が定着していると説明されている。そして、アーキペラゴ取引所の株価収益率六〇・四倍は例外としてもオーストラリア証券取引所の三〇・一倍、香港取引所の二九・五倍、トロント取引所の二五・六倍、シンガポール取引所の二三・九倍、OMXの二三・八倍、ユーロネクストの二三・一倍、ドイツ取引所の二二・七倍に比べ、マカリー・グループの提示した五ポンド八〇ペンスではロンドン証券取引所の株価収益率は一八・二倍に過ぎず、著しい過小評価であると反論している。さらに、二〇〇五年一月から二月までの四半期を踏まえたロンドン証券取引所単体の適正価格を、CSFBは七ポンド五五ペンス、マン・セキュリティーズは六ポンド五〇ペンス、キープ・ブライエット&ウッズは六ポンド四〇ペンス、ウエストLBは六ポンド三〇ペンス、エクザネは五ポンド九五ペンス、ソシエテ・ジエネラルは四ポンド五五ペンスとしており、ソシエテ・ジエネラルを除く各社はマカリー・グループの買収提案価格を上回る評価をロンドン証券取引所に与えていることも紹介されていた。

4 マカリー・グループによるロンドン証券取引所買収提案の行方

一月一九日に公表されたロンドン証券取引所の買収提案反対文書に対して、ロンドン証券取引所は株式市場のブームやグローバルな取引所統合といった外的要因に依存しており、取引所自らがコントロールできる戦略を持ち合わせていないので、買収提案価格を引き上げる必要性を感じていないとマカリー・グループは再反論した⁽⁹⁾。かつてOMグループによる株式交換による買収提案に対して、ロンドン証券取引所はOMグループの株価は過大評価されており、株式交換はロンドン証券取引所の株主の利益にならないと反論し、実際、ITブームの終焉とともにOMグループの株価は大幅下落したことがあったが、今回はロンドン証券取引所が直近の成長を外挿して買収提案価格の不十分さを論じるという奇妙な逆転現象が生じていると言えよう⁽¹⁰⁾。

マカリー・グループはロンドン証券取引所を安定した収入の得られるインフラ事業と位置付けており、コスト削減によって利益率の向上をはかるというこれまでのビジネス・モデルを追及しようとしている。これに対して、ロンドン証券取引所は自らを成長セクターの有望企業を位置付けており、将来の成長可能性を十分に評価しないマカリー・グループの買収提案価格を不当に安いものと批判している。両者の言い分がかみ合わない理由の背景にはロンドン証券取引所の将来性に関する認識の相違があつて、単に価格水準として片付けることはできないだろう。マカリー・グループは将来性のある成長企業にリスクをとって投資するベンチャー・キャピタルではない。ロンドン証券取引所というブランドは他の追随を許さない有力ブランドであり、そこに発生するレントに狙いを定めているのである。他方、ロンドン証券取引所は十分なデリバティブ部門やシステム開発部門も持たず、クリアリング機関もセトルメント機関もないほぼ単独の取引所事業であつて、ドイツ取引所やユーロネクストのような安定的な収益構造を持っていないことを自覚していないようである。

ロンドン証券取引所がドイツ取引所やユーロネクストとの合併を考える背景には、シナジー効果による規模のメリットや関連ビジネスと合わせた範囲のメリットを考えているはずであるが、マカリー・グループに対しては取引所単独でさらなる成長が可能であるという異なる前提に立っているように思えて仕方がない。それもマカリー・グループによる買収を阻止するという目的に合わせた方便なのかもしれないが、違和感を禁じえない。アーキベラゴ取引所の買収を計画するニューヨーク証券取引所のセインCEOがデリバティブや債券取引、海外取引所との提携や統合を口にする時代に株式取引業務一本で将来の成長を見込むというのは単純に過ぎるであろう。

マカリー・グループによるロンドン証券取引所の買収が成立するためには、ロンドン証券取引所が強力な買収企業から身を守るという理由からマカリー・グループの傘下に入るということしか考えられず、当面はそのような行動をとる取引所は思い浮かばない。ドイツ取引所にしろ、ユーロネクストにしろ、急増した新規株主の意向を無視した行動はとれず、二月中にCCによる買収承認の認可がでも現金による買収という可能性はほとんど考えられない。また、株式交換による買収が実現したとしても市場の流動性や取引所の業務に大きな変化が生じる見通しも立たない。

マカリー・グループのロンドン証券取引所に対する買収提案はドイツ取引所やユーロネクストといったライバルに呑み込まれるのを避けたいというロンドン証券取引所の意向があつてはじめて成立するものである。買収提案後にドイツ取引所やユーロネクストで株主の反乱が生じ、ロンドン証券取引所に対して強力に臨めなくなつた今となつては、もともとマカリー・グループによる買収が成立する余地はほとんどなかったのである。かつてOMグループがロンドン証券取引所に買収を仕掛け、一躍有名になつたように、マカリー・グループの買収提案も地球の裏側にマカリーありという宣伝効果をもたらすことだけに終わりそうである。

注

- (1) ジャーナルの経歴の詳細については、拙稿「ロンゼン証券取引所の買収問題」（本誌一六三三号、二〇〇五年一〇月）を参照。
- (2) この報告書を発表、コメント等はこのホームページで閲覧可能である（<http://www.competition-commission.org.uk/inquiries/ref2005/lse/index.htm>）。
- (3) The Takeover Panel, "Put Up Or Shut Up Deadline - London Stock Exchange Plc - ("LSE") The Macquarie Group And Its Specialist Listed And Unlisted Funds ("Macquarie")", *Press Release*, 23 November 2005.
- (4) Macquarie Bank Ltd, "Notification Regarding London Stock Exchange", *Press Release*, 8 December 2005, London Stock Exchange Plc, "Statement Re Approach From Macquarie Bank Limited.", *Press Release*, 9 December 2005.
- (5) Macquarie London Exchange Investments Limited, "Cash Offer Of 580 Pence Per Share By Goldman Sachs International On Behalf Of Macquarie London Exchange Investments Limited ("MLX") And In The United States By MLX For London Stock Exchange Plc ("LSE")", *Press Release* 15 December 2005, London Stock Exchange Plc, "Rejection Of Unsolicited Offer From Macquarie Consortium", *Press Release*, 15 December 2005.
- (6) Macquarie London Exchange Investments Limited, "Cash Offer For The London Stock Exchange Plc: Extension Of The Offer And Level Of Acceptances", *Press Release*, 31 January 2006.
- (7) Macquarie London Exchange Investments Limited, *Cash Offer Of 580 Pence Per Share By Goldman Sachs International On Behalf Of Macquarie London Exchange Investments Limited ("MLX") And In The United States By MLX For London Stock Exchange Plc ("LSE")* (http://www.macquarie.com/com/mlei/information/offer_document.pdf).

- (8) London Stock Exchange Pl, *Share in the World's Capital Market: Reject Macquarie's offer*, 19 January 2006 (<http://www.londonstockexchange-ir.com/lse/bid/key/deloca.pdf>).
- (9) Macquarie London Exchange Investments Limited, "Response To LSE Statement," *Press Release*, 19 January 2006.
- (10) O Mグループによるロンドン証券取引所の買収提案の経緯については、拙稿「ヨーロッパの株式市場統合」(『証券経済研究』三二号、二〇〇一年五月)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)