

国境を越えた取引所の合併・買収

吉川 真裕

二〇一〇年一〇月二五日、シンガポール取引所（SGX）とオーストラリア証券取引所（ASX）はSGXがASXを買収することで合意したという発表をおこなった。次いで、二〇一一年二月九日、イタリア取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ（LSEG）とトロント証券取引所やモントリオール取引所を傘下に持つTMXグループ（TMX）は合併後の持ち株比率が五五%対四五%の比率で対等合併することに合意したという発表をおこなった。同じ日にドイツ取引所（DB）と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に持つNYSEユーロネクストが合併交渉の結論が出るまで株式の取引を停止することを発表し、二月一五日にはDBとNYSEユーロネクストも合併後の持ち株比率が六〇%対四〇%の比率で対等合併することに合意したという発表をおこなった。これに対して、四月八日にオーストラリアのスワン財務相はSGXによるASXの買収計画を承認しない決定をおこなった。そして、ナスダックOMXとインターコンチネンタル取引所（ICE）は四月一日にNYSEユーロネクストに対する買収提案をおこなったが、五月一六日には法務省の反対を受けて買収提案を取り下げた。他方、新たに結成されたカナダのメイプルグループは五月一四日にTMXに対して買収提案をおこない、LSEGとTMXの合併を阻止する構えを見せている。

本稿では三つの国境を越えた取引所の合併・買収合意をめぐる動きを紹介し、こうした動きの背後にある取引所を取り巻く状況について考察する。

1 S G XによるA S X買収合意

二〇一〇年一〇月二五日、S G XがA S Xを総額八四億豪ドルで買収することで合意したというリリースが公表された。⁽¹⁾ このS G XによるA S Xの買収合意のポイントを要約すると以下のようなになる。

①買収価格はA S X株式一株に対して二二豪ドルの現金とS G X株式三・四七三株の株式交換によるものとされ、一〇月二二日のS G Xの株価と為替レートで換算すると合計で四八・〇〇豪ドル(総額八四億豪ドル)となり、一〇月二二日のA S Xの株価に比べて三七・三%のプレミアムでの買収合意ということになる。

②買収合意を撤回した場合の違約金は三〇〇万豪ドルと定められている。

③S G Xはオーストラリア・ニュージーランド銀行(A N Z)とドイツ銀行のシンガポール支店から一八カ月のブリッジ・ローンを受ける予定であり、ブリッジ・ローンは債券発行によって返済する計画である。

④買収成立後の存続会社であるA S X—S G Xリミテッドの取締役会は五カ国から選出される一五人で構成され、C E Oと会長はS G Xから選出され、A S Xからは副会長を含めた四人の取締役が選出される予定である。

⑤株主と裁判所による承認は二〇一一年上半期が予想されており、二〇一一年第2四半期に合併が実現する見通しであるが、オーストラリアでは取引所の株式は最大一五%の持ち株制限が課されており、法律の改正が議会の承認を得ておこなわれなければ買収は実現しない。

⑥今回の合併合意においては、U B SがA S Xの財務アドバイザー、モルガン・スタンレーがS G Xの財務アドバイザーを務め、フリーヒルズ・アンド・スタンフォード法律事務所がA S Xの財務アドバイザー、アレン・アンド・グレッドヒル法律事務所がS G Xの財務アドバイザーを務めた。

この買収合意発表を受け、取引が停止されていた両取引所の株式の取引が再開されたが、ASXの株価は四三・八九豪ドルの高値をつけた後、反落して一九%高の四一・七五豪ドルで取引を終え、SGXの株価は五・二%下落して八・九五シンガポール・ドルで取引を終えた。翌一〇月二六日、野党自由党のスポークスマンがSGXによるASX買収に懸念を表明する一方、連立与党を支える第三党のブラウン緑の党党首がシンガポールの人権問題の取り扱い実績から買収反対の意向を表明したことで法律改正を伴う買収の実現は不透明になった。

二〇一一年二月一五日にはLSEGとTMXの合併合意やDBとNYSEユーロネクストの合併交渉を受けて、存続会社の取締役は五カ国から選出される一三人で構成され、シンガポールとオーストラリアから五人ずつ選出されるという形でオーストラリアの反対派に対する譲歩がおこなわれたが、評価の改善は見られなかった。⁽²⁾

ナスダックOMXとICEによるNYSEユーロネクスト買収提案がおこなわれた直後の四月五日、オーストラリアのFIRB (Foreign Investment Review Board) はスワン財務相が現在の買収計画を承認しない意向であることをSGXに伝え、買収計画の変更を求めたが、四月七日にSGXは買収条件を変更する意向がないことを公表した。そして、四月八日、オーストラリアのスワン財務相は、この合併計画に対するFIRBの懸念を踏まえて合併を承認しない決定をおこなったことを明らかにした。表向きの理由としては、取引所ではなく、取引所が傘下を持つクリアリング機関やセトルメント機関を外国企業が買収することは金融システムの安定性に対するリスクを高め、オーストラリアの国益に反するものであるというものであったが、議会で法律改正の議論が始まれば連立与党の崩壊を招きかねないという政治的な判断であったという見方が妥当であろう。SGXがASX傘下のクリアリング機関やセトルメント機関の売却という形で対応したならばASXの買収が承認されたかどうかは不明であり、SGXはこうした対応をとらずに自ら買収計画の撤回という選択肢を選んだ。

2 LSEEGとTMXの合併合意

二〇一一年二月九日、LSEEGとTMXは合併後の持ち株比率が五五%対四五%の比率になる形で株式交換による合併をすることで合意したという発表をおこなった。⁽³⁾ この合併合意のポイントは以下のように要約できる。

①TMX株式一株に対してLSEEG株式二・九九六三株の株式交換によって合併はおこなわれ、二月八日のLSEEGの株価と為替レートで換算すると四二・六八加ドル（総額二九億七〇〇万加ドル）となり、二月八日のTMXの株価に比べて六%のプレミアムでの買収合意ということになる。

②合併成立後の存続会社はロンドンとトロントに共同本部を持ち、取締役会は一五人で構成され、LSEEGから八人（うち三人はイタリア取引所から）、TMXから七人が選出予定であり、CEOにLSEEGのロレCEO、社長にTMXのクロイトCEO、CFOにTMXのプタズニクCFO、イタリア取引所のジェレスワミCEOが取締役に就任することが内定している（執行権を持たない会長にTMXのフォックス会長、執行権を持たない副会長にLSEEGのギブソン・スミス会長とイタリア取引所のスカロニ会長の二人の就任も内定している）。

③合併実現にはLSEEGの株主投票の過半数、TMXの株主投票の三分の二、オンタリオ州裁判所の認可、カナダ投資法、競争法（カナダ）、オンタリオ州・ケベック州・アルバータ州・ブリティッシュ・コロンビア州のカナダ各州監督機関、イギリスのFSA、イタリア銀行、イタリアのCONSOBの承認を必要とする。

④モルガン・スタンレー、バークレイズ・キャピタル、RBCキャピタル・マーケッツがLSEEGの財務アドバイザー、BOAメリルリンチとBMOキャピタル・マーケッツがTMXの財務アドバイザーを務める。

この合併合意発表を受け、TMXの株価は一時は二二%上昇したが、六・四%高の四二・八五加ドルで取引を終え、LSEEGの株価も一時は一一%上昇したものの三・一%高の九二〇ペンスで取引を終えた。ただし、同日

にはDBとNYSEユーロネクストの合併交渉も伝えられており、世界的に取引所株の値上がりが生じていた。

LS&EとTMXの合併に関する噂はなく、NYSEとユーロネクスト、ナスダックとOMX、DBとISEの合併に次ぐ大西洋をまたいだ取引所合併であったが、当初からより大きな取引所に買収されないための守りの合併であるという評価が多かった。より大きなLS&Eがより小さいTMXを買収するということでオーストラリアほどの反発はなかったものの、一部の市場関係者や政治家からは発表直後から懸念が表明され、オーストラリア企業によるカナダ企業の敵対的買収を現政権が昨年カナダ投資法に基づいて阻止した事例が引き合いに出され、最後は政治決着に持ち込まれるのではないかという見方も報じられている。

二〇一一年三月にオンタリオ州監督機関によるヒアリングがはじまると六大銀行の三つが反対を表明し、後にもう一つが加わって四つの大手銀行が反対を表明したが、LS&Eの財務アドバイザーを務めるカナダ・ロイヤル銀行(RBC)とTMXの財務アドバイザーを務めるモントリオール銀行(BMO)は合併の支持を続けている。四月一九日にオンタリオ州監督機関からは条件付き承認を受け、四月二十九日に連邦監督機関や他の州監督機関に対してLS&EとTMXは承認申請手続きを開始したが、危機感を強めた反対派はTMXに対する買収提案を準備しているという報道も現れるようになった。そして、五月一四日、TMXは四つの大手銀行と五つの年金基金が結成したメイプル・グループから買収交渉を打診されたことを明らかにした。

五月一五日にメイプル・グループはTMXに対する買収提案を取締役に提出した。TMX株式一株に対して四八加ドル(三三・五二加ドルの現金とメイプル・グループ株式〇・三〇一六株の株式交換)、総額三六億加ドルの買収提案であり、五月二三日のLS&E株価に基づく買収価格に比べて二三%のプレミアムということになる。買収後のCEOや会長・取締役に対する言及はないが、カナダの株式流通市場でTMXに次ぐ取引シェアを

持つATSであるアルファ・グループの買収と、カナダの株式クリアリング機関であるCDCの買収を試みることを監督機関が承認することを条件としている。メイプル・グループのスポークスマンを務めるのはカナダ・ナショナル銀行のバートランド副会長であり、モントリオール取引所がトロント証券取引所との合併（TMX）を決めたときのモントリオール取引所CEOであり、前TMX次席CEO（前CEO退任の後、CEO就任が予想されていた）、そして、トロント証券取引所がモントリオール取引所との合併を決めたときのトロント証券取引所CEOであり、TMXの前CEOであるネスビット氏が取締役を勤めるカナディアン・インペリアル商業銀行もメイプル・グループの一員であり、TMXの創設者たちはTMXのLSEGへの売却を阻止したいという意向のようである。

五月二〇日、TMXの取締役会は買収提案価格のより高いメイプル・グループの買収提案を拒否し、LSEGとの合併計画を推進する決定を公表した。メイプル・グループの買収提案を拒否した理由としては、アルファ・グループやCDCの買収を監督機関が認めるかどうかが不確実なこと、そして監督機関が認めたとしても買収に伴う費用がどれだけ発生するか予測できないことを上げ、より確実なLSEGとの合併が選択されたとしている。

五月二五日にはオンタリオ州裁判所の認可を得て、TMXは合併承認を求める株主総会を六月三〇日に開催する手続きを開始し、LSEGも同じ六月三〇日に合併承認を求める株主総会を開催する計画を発表した。これに対して、買収提案がTMXの取締役会に拒否されたメイプル・グループはTMXの株主に直接株式の買い取りを要請する敵対的買収を実施することを表明したが、正式な株式買い取り手続きはまだ開始されていない。

3 DBとNYSEユーロネクストの合併合意

二〇一一年二月九日、LSEGとTMXの合併合意発表直後に、DBとNYSEユーロネクストは合併交渉の結論が出るまで双方の株式の取引を停止すると発表し、二月五日にはDBとNYSEユーロネクストも合併後の持ち株比率が六〇%対四〇%の比率で対等合併することに合意したという発表をおこなった。⁽⁴⁾この合併合意のポイントは以下のように要約できる。

- ①NYSEユーロネクスト株式一株に対してDB株式〇・四七〇〇株の株式交換によって合併はおこなわれ、二月九日のDBの株価と為替レートで換算すると三九ドル（総額一〇一億五〇〇〇万ドル）となり、二月九日のNYSEユーロネクストの株価に比べて一〇%のプレミアムでの買収合意ということになる。
- ②合併合意撤回に対しては二億五〇〇〇万ユーロ（約三億四〇〇〇万ドル）の違約金が課される。
- ③合併成立後の持ち株会社はオランダに新たに設立され、取締役は一七人で、フランチオーニ会長（DB現CEO）とニーダーラウアCEO（NYSEユーロネクスト現CEO）を除く一五人のうち九人はDBから、六人はNYSEユーロネクストから選出されるが、経営委員会には双方から四人ずつ選出され、NYSEユーロネクストからはニーダーラウアCEO（ニューヨーク）、チェルツァイ社長（システム、パリ）、リポビッツCEO（現物、ニューヨーク）、ハーベイGC（法務、ニューヨーク）、DBからはプロイス次席CEO（デリバティブ、フラン克福ルト）、テスラー（清算業務、ルクセンブルグ）、ゲルステンシュレーガー（データ&分析、フラン克福ルト）、ポットメイヤーCFO（フラン克福ルト）の各氏の就任が内定している。

④合併実現にはNYSEユーロネクストの株主投票の過半数、DBの株主投票の四分の三の賛成、および各国監督機関・法務省（公正取引委員会）、EU競争総局の承認を必要とする。

⑤ドイツ銀行とJPMorgan・セキュリティーズがDBの筆頭財務アドバイザー、ペレラ・ワインバーグ・パートナーズとBNPパリバがNYSEユーロネクストの筆頭財務アドバイザーを務める(四月一日以降、ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーがNYSEユーロネクストの財務アドバイザーとして明記された)。

この合併合意発表を受けて双方の株式の取引が再開され、NYSEユーロネクストの株価は取引停止前から三・七%下落して三六・七二ドル、DBの株価も二・六%下落して五八・五〇ユーロで取引を終えた。そして、同日、ムーディーズがNYSEユーロネクストの格付けをA3ステイブルからA3ポジティブに引き上げた一方、翌一六日にスタンダード&プアーズはDBの長期格付けをAAステイブルからAAネガティブへと引き下げた。

合併交渉の発表直後からNYSEユーロネクストのライバルであるナスダックOMXの動きに注目が集まったが、四月一日になってナスダックOMXとインターコンチネンタル取引所(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。⁽⁵⁾この買収提案のポイントは以下のように要約できる。

①NYSEユーロネクスト株式一株に対して一株四二・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、三月三二日のDB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%のプレミアムということになる。

②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る。

③BOAメリルリンチとエバーコア・グループがナスダックOMXの財務アドバイザーを、ラザード・ブロードヘブン・キャピタル・パートナーズとBMOキャピタル・マーケッツがICEの財務アドバイザーを務める。

この買収提案を受けて、NYSEユーロネクストの株価は一三%上昇して三九・六〇ドル、DBの株価は一・

四％下落して五二・八一ユーロ、ナスダックOMXの株価は九・三％上昇して二八・二三ドル、ICEの株価は三・一％上昇して一一九・七五ドルでそれぞれ四月一日の取引を終えた。

四月一〇日、NYSEユーロネクストの取締役会はナスダックOMXとICEの買収提案を拒否してDBとの合併計画を支持することを全会一致で確認した。これに対して、四月一九日にナスダックOMXとICEは買収提案が監督当局の承認を得られない場合には三億五〇〇万ドルの違約金を支払う用意があり、ナスダックOMXはBOA、ノルディア銀行、スカンディナビスカ・エンスキルダ銀行、UBSから、ICEはウエルズ・ファゴとBOAから総額三八億ドルの融資枠を確保していることを公表した。四月二一日にはNYSEユーロネクストの取締役会が再度ナスダックOMXとICEの買収提案を拒否してDBとの合併計画を支持することを表明し、四月二六日にナスダックOMXとICEはNYSEユーロネクストの株主に対して取締役会を説得して買収提案を支持することを依頼する書簡を送った。四月二八日のNYSEユーロネクストの株主総会ではナスダックOMXとICEの経営陣と交渉すべきであるという意見が株主から出されたが、取締役の承認は八〇％前後の賛成票を得ており、ナスダックOMXとICEによる買収を望む株主は少数であることが明らかになった。

五月二日にナスダックOMXとICEはNYSEユーロネクストの株主から直接株式を買い取る敵対的買収に踏み切る決意を固めたと報じられたが、正式な株式買い取り要請書類が株主に送られることはなく、五月一六日にナスダックOMXとICEは買収提案を取り下げると発表した。その理由は法務省（反独占局）からNYSEとナスダックの統合は株式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法務省（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。なお、NYSEユーロネクストとDBは七月七日に合併承認を求める臨時株主総会をそれぞれ開催する予定となっている。

4 国境を越えた取引所の合併・買収が意味するもの

SGXとASX、LSEGとTMX、DBとNYSEユーロネクストという国境を越えた取引所の合併・買収合意が相次いでおこなわれたのは単なる偶然ではない。前回は二〇〇六年から二〇〇七年にかけてNYSEによるユーロネクスト買収、LSEによるイタリア取引所買収、ナスダックによるOMX買収、DBによるISE買収が相次いでおこっており、他の取引所による合併・買収に影響を受けて取引所間の合併・買収が進む傾向にあるようである。一連の報道の中で明らかになった情報によれば、ASXは複数の取引所とも交渉をしてきたし、ナスダックOMXとTMXは二〇一〇年二月から一〇月まで合併交渉をおこなっており、NYSEユーロネクストとLSEGも二〇一〇年夏に統合交渉をおこなっていた。こうしたことから考えると、合併・統合をおこなうかどうかということよりも、どこで合併・統合をおこなうかということが問題とされているようである。

しかも国境を越えた合併・統合を試みている取引所は現物株式市場を傘下に持つ取引所であり、国内市場での現物取引シェアが低下している取引所が多い。株式市場ではアメリカのオーダー・ハンドリング・ルールやレギュレーションATS、レギュレーションNMSが取引市場間の競争を促進し、ヨーロッパの金融商品サービス指令、カナダやオーストラリアでの法律改正でもこの流れを受けて市場間競争の促進を推進している。儲かるものだけを取引対象とできる取引所類似施設に比べて、単独では儲からないものまで取引対象としてきた取引所は取引シェアを奪われ、苦しい立場に追い込まれている。そうした中で費用を節約しようと思えば規制・監督やシステム管理を共同しておこなうことが考えられ、こうしたことが国境を越えた取引所の合併・統合を後押ししているものと考えられる。これまでの国境を越えた取引所の合併・統合で明らかに収入（取引）が増えたという事例は見当たらないにもかかわらず、合併・統合に取引所が熱心なのは費用節約効果が見込まれるからである。

他方、デリバティブ市場では現物市場ほど取引所の合併・統合は進んでおらず、国境を越えた取引所の合併・統合は皆無に近い。最大の理由は他の取引所や取引所類似施設への取引流出が見られず、場口銭等の引き下げ圧力が弱いからであろう。多くのデリバティブ取引所はクリアリング機関を傘下におさめ、競争相手のクリアリング業務を拒否していることもデリバティブ市場で他の取引所や取引所類似施設の取引シェアが伸びない一因でもある。CMEによるCBOT買収やCMEグループによるNYMEX買収をアメリカの法務省（反独占局）は認めておきながら、今回、ナスダックOMXによるNYSEユーロネクストの買収に反対したことはSECによる株式市場規制の追認であるとしても一貫性に欠けるのではないかと考えられる。ただし、デリバティブ市場には証拠金管理の問題があり、類似商品の証拠金管理が同一クリアリング機関でおこなえば利用者にとって大幅な費用削減をもたらす効果が得られ、そのためにCMEによる相次ぐ買収を認めたと考えられなくもない。だが、この効果はクリアリング機関をデリバティブ取引所から切り離せば実現可能であり、やはり説得力に欠ける。⁽⁶⁾

今回の一連の取引所統合が実現した際に最も利益を得るのはDB傘下のEUREXとNYSEユーロネクスト傘下のLIFFEで類似商品を取引している利用者であり、取引所ではない。取引が増えれば取引所も利益を得られるだろうが、これまでにそうした成功例はほとんど見られないし、費用削減効果も株価を大幅に上昇させるほどの成功例は見られていない。国境を越えた取引所の合併・統合は今後も続くであろうが、少数の取引所が世界を牛耳るとか、取り残された取引所は生き残れないといった議論は今のところは信憑性に欠けると言わざるを得ない。航空旅客会社と同じく、国境を越えた合併・統合をおこなったからといって取引（旅客量）が急激に増えるわけではなく、費用削減による利益向上を目指しているに過ぎないことを忘れるべきではないであろう。

注

- (1) 一〇月二五日の買収合意の経緯と詳細については、拙稿「のGXによるASX買収合意」(本誌一六六号、二〇一一年二月)を参照。
- (2) ASX and SGX, "New ASX-SGX governance arrangements and commitments to strengthen the merger proposal", *Media release*, 15 February 2011 (http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/20110215_asxsgjointnewsrelease.pdf)
- (3) LSEG and TMX, "London Stock Exchange Group PLC and TMX Group INC. Join Forces in Merger of Equals", *Media release*, 9 February 2011 (<http://www.londonstockexchange.com/investor-relations/announcement/1segtmmergerofequalsannouncement.pdf>)
- (4) DB and NYSE Euronext, "Deutsche Boerse AG And NYSE Euronext Agree To Combine To Create The Premier Global Exchange Group-Media Release", *Media release*, 15 February 2011 (<http://www.global-exchange-operator.com/english/media-service/press-releases.php>)
- (5) NASDAQ OMX and ICE, "NASDAQ OMX Group and IntercontinentalExchange Propose Superior Transaction to NYSE Euronext for \$42.50 Per Share, 19% Premium to Deutsche Boerse Proposal", *Media release*, 1 April 2011 (<http://ir.nasdaqomx.com/releasedetail.cfm?ReleaseID=561286>)
- (6) 取引所とクリアリング機関をめぐる近年の動きについては、拙稿「取引所とクリアリング機関」(本誌一六四号、二〇〇八年六月)を参照。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)