

# 「LSEによるTMX買収合意の撤回」

吉川 真裕

二〇一一年二月九日、ロンドン証券取引所や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。この同じ日に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ユーロネクストとドイツ取引所（DB）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、二月十五日には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。四月八日にオーストラリアのスワン財務相は二〇一〇年一月二十五日に発表されたシンガポール取引所（SGX）によるオーストラリア証券取引所（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ユーロネクストに對する買収提案をおこなったが、五月一六日には司法省の反対を受けて買収提案を取り下げた。他方、カナダの大手銀行や年金基金によって新たに結成されたメイプル・グループは五月一四日にTMXに對して買収提案をおこない、六月二九日に翌日に合併計画承認投票を控えたLSEGとTMXは合併計画の撤回を発表した。

本稿ではLSEGによるTMX買収合意が撤回されるに至った経緯を振り返り、LSEGとTMXの今後の行方<sup>(1)</sup>を占うとともに、国境を越えた取引所の合併・買収について考察する。

## 1 LSEEGによるTMX買収合意

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。<sup>(2)</sup> 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・六八カナダ・ドル（総額二九億七〇〇万カナダ・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を、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・八五カナダ・ドルで取引を終え、LSEEGの株価も一時は一%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&G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&Gがより小さいTMXを買収するということでASXの買収に対してオーストラリアで生じた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た。

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、もう一行が加わって四つの大手銀行が反対を表明したが、LS&G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た。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、四月二九日にカナダの連邦監督機関や他の州監督機関に対してLS&G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。

## 2 LSE&GによるTMX買収合意撤回

五月二五日にメイプル・グループはTMXに対する買収提案を取締役に提出した。<sup>(3)</sup> TMX株式一株に対して

四八カナダ・ドル（三三・五二カナダ・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）、総額三六億カナダ・ドルの買収提案であり、五月二三日のLSE G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・取締役に関する言及はないが、カナダの株式市場で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結成）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の初代CEOであるネスビット氏が取締役を勤めるカナディアン・インベ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LSE Gへの売却に反対のようである。

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、LSE Gとの合併計画を推進する決定を公表した。<sup>(4)</sup>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挙げ、より確実なLSE Gとの合併が選択されたとしていた。

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、LSE G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。<sup>(5)</sup>これに對して、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意向を表明した。

六月一日には両取引所でそれぞれ買収承認を求める株主総会の開催通知が発表され、買収後のグループの名称をLTMXとすることも明らかにされた。<sup>(6)</sup>なお、TMXの買収承認文書の中で二〇一〇年二月から一〇月まで第三者（ナスダックOMXと各紙で報じられている）と断続的に合併交渉がおこなわれ、この交渉は二〇一一年一月二五日に正式に終了したと説明されていた。そして、六月一日にブリティッシュ・コロンビア州裁判所とイギリス上場機構（UKLA）、六月三日にカナダ競争委員会、六月六日にカナダ投資業規制機構（IIROC）とオンタリオ州監督機関から両取引所は承認を受けていた。

六月二日、メイプル・グループは新たに四つの金融機関が加わったことを明らかにし、翌三日にはTMX株式一株に対して四八カナダ・ドルという買収提案価格は同じだが、買い取り株式比率を六〇%から七〇%に引き上げた形でTMXの株主に対して八月八日を期限とした株式買い取り請求をおこない、TMXの株主総会を前にして敵対的買収という強硬手段に打って出た。<sup>(7)</sup>六月一三日のTMXの株価は〇・九%値上がりしたものの、四四・一九カナダ・ドルにとどまり、TMXに対する敵対的買収が成立するという期待は大きくはなかった。しかし、翌一四日にケベック州知事がメイプル・グループに対する支持を表明し、LSEGによる買収が実現する雲行きは怪しくなった。

六月二日、買収承認を求める株主総会を前にしてLSEGとTMXはそれぞれLSEG株式一株に対して八四・一ペンス、TMX株式一株に対して四カナダ・ドルの特別配当を支払い、買収実現後のLTMXグループの配当政策も漸進的な（progressive）なものとする意向を表明した。<sup>(8)</sup>これに対して、メイプル・グループも買収提案価格を五〇カナダ・ドル（うち現金四〇カナダ・ドル）に引き上げ、買い取り株式比率も七〇%から最大八

○%に引き上げることを発表したが、TMXの株価は1%値上がりしたものの、四四・二五カナダ・ドルにとどまり、敵対的買収提案価格を下回ったままであった。

六月二三日に議決権代理行使アドバイザー最大手のISSはTMXの株主に対してLSEGによる買収に賛成投票することを推奨する文書を公表したが、メイプル・グループはすかさずISSの主張に反論した。<sup>(9)</sup>そして、翌二四日に六月二七日一〇時三〇分からリアルタイム配信されるコンファレンスをおこなう計画を発表した。これに対して、TMXも同じ二七日一四時からTMXのクロイトCEO、LSEGのロレCEO、TMXのプタズニクCFOが出席するコンファレンスを開催し、六月三〇日の買収承認投票を前にして両陣営ともに株主に対して支持を呼びかけた。他方、六月二四日にはクリアリング業務が国外でおこなわれることに対する懸念をカナダの中央銀行総裁が表明したことが報じられ、LSEGによるTMX買収反対派は勢いづくことになった。そして、六月二八日にはカナダの野党最大政党NDPもLSEGによるTMX買収に対する懸念を正式に表明した。

買収承認投票を翌日に控えた六月二九日、LSEGとTMXはTMXで株主投票の三分の二を得られる見通しが立たないことを理由としてLSEGによるTMXの買収計画を撤回することを発表した。<sup>(10)</sup>二八日までの投票でTMXの株主の過半数はLSEGによる買収に賛成していたが、三〇日に投票を実施しても三分の二の賛成を得られる可能性はきわめて低いことが撤回理由として挙げられているが、具体的な数値は公表されなかった。そして、事前の取り決めにしたがってTMXはLSEGに一〇〇万カナダ・ドルを支払い、メイプル・グループによるTMXの買収が一二ヵ月以内に実現した場合には二九〇〇万カナダ・ドルを追加して支払うことが明らかにされた。

### 3 LSEEGによるTMX買収合意撤回後の経過

六月三〇日にLSEEGとTMXがLSEEGによるTMXの買収計画を撤回した際、LSEEGがナスダックOMXに買収提案されるという期待からLSEEGの株価は一一%値上がりし、一〇六一ペンスで取引を終えた。皮肉なことにLSEEGはTMXを買収するよりもナスダックOMXに買収される方が市場での評価が高いという事実が明らかになった。ナスダックOMXもLSEEGも当面は買収交渉をするつもりはないと発表をおこなっているが、NYSEユーロネクストに対する買収提案を取り下げたナスダックOMXとTMXに対する買収提案を取り下げたLSEEGが、両者ではないにしろ、他の買収対象を探すことは市場関係者のコンセンサスとなっている。

二〇一一年五月二七日、NYSEユーロネクスト、ナスダックOMX、LSEEGがイギリス、フランス、オランダ、ベルギー、ポルトガルでクリアリング業務をおこなうLCHクリアネットに対して三億五〇〇〇万ユーロから一〇億ユーロで買収交渉をおこなっているという報道が流れた際、翌二八日にLSEEGはLCHクリアネットと買収交渉をおこなった事実はないという発表をおこなった。他方、六月一日にNYSEユーロネクストのリーダーラウアCEOはマーキットとともにLCHクリアネットに対して買収交渉をおこなっている事実を認め、六月一七日にはナスダックOMXのグレイフェルドCEOもLCHクリアネットに対して買収提案をおこなった事実を認めた。九月二日、TMXの買収計画を撤回したLSEEGはLCHクリアネットと買収交渉をおこなっていることを明らかにした。そして、九月二八日、LSEEGとLCHクリアネットは排他的買収交渉に入った事実を公表し、報道によればLCHクリアネットの株式一株を二ユーロでLSEEGが五二%（総額一〇億ユーロ）取得する交渉がおこなわれていると伝えられている。

他方、LSEEGによる買収計画を撤回したTMXは撤回直後にはクロイトCEOがメイプル・グループによる

買収提案には応じず、新たな海外展開を模索すると表明していたが、七月二日には株主の利益を尊重し、メイプル・グループとの交渉に取締役会が応じるという発表をおこなった。<sup>(13)</sup>しかし、メイプル・グループの買収提案には規制当局の認可が必要であり、規制当局の認可が得られなければ株式買い取り請求期限を秋まで延期することをメイプル・グループ自身が表明しており、TMXはメイプル・グループへの株式売却を薦めているわけではないということも明言している。TMXのLSEGによる買収計画撤回後はメイプル・グループによるTMX買収に関する新たな展開もなく、メイプル・グループは外国取引所によるTMX買収という事態を阻止するためにTMXに対する買収提案をおこなったという見方が強まっている。

八月三日にメイプル・グループは八月八日に迫ったTMX株式の買い取り請求期限を規制当局の認可が得られないことを理由に九月三〇日まで延長することを公表し、九月三〇日の買い取り請求期限も規制当局の認可が得られなければ再度延長する可能性があることを明らかにした。そして、九月二九日にメイプル・グループは九月三〇日に迫ったTMX株式の買い取り請求期限を規制当局の認可が得られないことを理由に一〇月三一日まで再度延長することを公表した。この発表を受けて、TMXの株価は上昇したが、四〇・五四カナダ・ドルで取引を終え、五〇カナダ・ドルのメイプル・グループによる買い取り価格を二〇%も下回っており、この買収が実現するという見方は少ない。LSEGによる買収ほどではないにしても買収実現には競争当局、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の認可が必要であり、どの機関からも決定時期の見通しさえ明確にされておらず、もはや報道されることすらないほど関心は薄れているのが現状である。



#### 4 LSEとTMXの行方

LSEによるTMX買収合意は直後に発表されたドイツ取引所によるNYSEユーロネクスト買収合意によって影の薄いものとなったが、株式取引業務が中心で時価総額の小さなLSEにとっては妥当な選択だったと考えられる。LSE自体がLSEによるイタリア取引所の買収によって成立し、イタリア取引所を含めなければさらに時価総額の小さなLSEがTMXを買収することは困難であったであろう。より小さな取引所を買収し、取引所グループの時価総額を高めて他の取引所を買収するという戦略はゼネラル・モーターズが巨大なフォードに対抗し、合併を繰り返すことでフォードを凌駕した戦略でもあり、自らで収入を増やして拡大できないものにとっては有力な戦略であると言える。TMXの買収はメイプル・グループによる買収計画が失敗すれば再度試みることも可能であろうし、この戦略は時価総額の小さな他の取引所に対して今後進められることであろう。

他方、LSEによる買収が撤回されたTMXは政府がSGXによる買収を却下したオーストラリアのASXと並んで外国の取引所との合併が困難になり、これまで通り、国内市場を中心とした戦略をとらざるを得ないだろう。LSEと違って、TMXは時価総額の小さな外国取引所を買収できてもグローバル展開ができるとは考えにくい。さらに、時差がなく、カナダ株が多く上場されている巨大なアメリカ市場と隣接しているだけにアメリカの取引所グループとの結びつきを考えるのが自然であろう。その意味では今回のTMXのLSEによる買収合意はアメリカの取引所グループに呑み込まれないための選択であり、取引所としての独自性を維持し続けることを狙った決定であったであろうが、イギリスやイタリアの株式市場との結合が進むとは考えられず、利用者から見れば取引所のエゴであったと考えられなくもない。買収によって取引は流出するかもしれないが、上場審査や規制監督の仕事がなくなるとは考えられないから利用者の利便性の向上を考えて取引所は選択をするべき

であろう。

外国の取引所の買収に熱心な取引所は国内市場での拡大が難しい取引所であるが、グローバル展開ができるのは外国取引所に対してブランド力を發揮できる取引所に限られるであろうから、現状では数は限られ、NYSE ユーロネクスト、ナスダックOMX、LSEG、そしてCMEグループしか見当たらない。いくら時価総額が大きく、資金力があってもブランド力や世界展開するイニシアティブがなければグローバル化は難しいはずである。現在の取引所グループの時価総額では香港取引所&クリアリング（HKEX&C）、CMEグループ、ブラジルのBM&Fボベスパ、ドイツ取引所、インターコンチネンタル取引所が上位を占めるが、この中ではイニシアティブを取れそうなのはCMEグループだけであるにもかかわらず、CMEグループは海外進出は考えても外国取引所の買収は考えていない模様である。ドイツ取引所に買収されてもグループ内でイニシアティブは握れると考えたNYSEの決断が成功するかどうかは不確かだが、小さな取引所を買収して規模を拡大するというLSEGの戦略とは対極にあつて興味深い。LSEGはドイツ取引所をはじめとする買収提案にことごとく反対してきたが、自らのイニシアティブに自信があればNYSEのような選択もありえたであろう。LSEGとHKEX&Cの合併交渉観測も報じられているが、買収されてもイニシアティブを握れるだけの自信がLSEGにあれば小さな買収を繰り返すことなく一気にグループの拡大が可能になるかもしれない。国境を越えた取引所の合併は資金よりもビジョンが重要であると考えられるが、そのビジョンもブランド力のない取引所では説得力に欠けるであろう。

国境を越えた取引所の合併を選択肢から排除する必要はないが、国内市場で成長できれば合併を優先させる必要は見当たらず、合併に熱心な取引所は国内市場での拡大が望めない取引所であるということも忘れずに、グローバルな取引所の再編を見ていく必要があるだろう。

注

- (1) SGXによるASX買収合意の撤回、DBによるNYSEユーロネットの買収合意の経緯については、拙稿「SGXによるASX買収合意」(本誌一六六四号、二〇一一年二月)、拙稿「国境を越えたより引き所の合併・買収」(本誌一六六六号、二〇一一年六月)を参照。
- (2) LSEG and TMX, "London Stock Exchange Group PLC and TMX Group INC. Join Forces in Merger of Equals," *News Release*, 9 February 2011 (<http://www.londonstockexchange.com/investor-relations/announcement/lsegtmxmergerequalsannouncement.pdf>)
- (3) Maple Group, "NINE LEADING CANADIAN FINANCIAL INSTITUTIONS AND PENSION FUNDS SUBMIT PROPOSAL TO ACQUIRE TMX GROUP IN TRANSACTION VALUED AT APPROXIMATELY \$3.6 BILLION," *News Release*, 15 May 2011 (<http://www.abetterexchange.com/News-Releases/>)
- (4) TMX Group, "TMX Group Inc. Statement Regarding Maple Proposal," *News Release*, 20 May 2011 ([http://tmx.com/en/news\\_events/news\\_releases/2011/5-20-2011\\_TMXGroup-MapleStatement.html](http://tmx.com/en/news_events/news_releases/2011/5-20-2011_TMXGroup-MapleStatement.html))
- (5) TMX Group, "TMX Group Obtains Interim Order for Plan of Arrangement Involving London Stock Exchange Group," *News Release*, 25 May 2011 ([http://tmx.com/en/news\\_events/news\\_releases/2011/5-25-2011\\_TMXGroup-interim-orderLSE.html](http://tmx.com/en/news_events/news_releases/2011/5-25-2011_TMXGroup-interim-orderLSE.html)), LSE Group, "TMX Merger - Shareholder meetings," *News Release*, 9 February 2011 (<http://www.londonstockexchange.com/newsroom/2011pressreleases/tmxmergershareholdermeetings.htm>)
- (6) TMX Group, "TMX Group Files Management Information Circular for Annual and Special Meeting," *News Release*, 1 June 2011 ([http://tmx.com/en/news\\_events/news\\_releases/2011/6-1-2011\\_TMXGroup-FilesInformationCircular.html](http://tmx.com/en/news_events/news_releases/2011/6-1-2011_TMXGroup-FilesInformationCircular.html)),

- LSE Group, "London Stock Exchange Group plc publication of circular and prospectus," *News Release*, 1 June 2011 (<http://www.londonstockexchange.com/newsroom/2011pressreleases/publicationofcircularandprospectus.htm>)
- (7) Maple Group, "MAPLE GROUP COMMENCES OFFER TO ACQUIRE TMX GROUP AS PART OF AN INTEGRATED TRANSACTION VALUED AT \$3.7 BILLION," *News Release*, 13 June 2011 (<http://www.abetterexchange.com/News-Releases/>)
- (8) LSE Group, "London Stock Exchange Group plc special dividend of 84.1 pence per LSEG share and C\$4.00 per TMX Group share and proposed new dividend policy of LTMX Group plc," *News Release*, 22 June 2011 (<http://www.londonstockexchange.com/newsroom/2011pressreleases/segsspecialdividendof84penceperlseandcd4pertmxgroupshareproposednewdividendpolicyofltxgroup.htm>), TMX Group, "TMX Group Announces Dividend Enhancements to Merger with LSEG and Reaffirms Merger Recommendation," *News Release*, 1 June 2011 ([http://tmx.com/en/news\\_events/news/news\\_releases/2011/6-22-2011\\_TMXGroup-lse\\_merger\\_enhancements\\_june11.htm](http://tmx.com/en/news_events/news/news_releases/2011/6-22-2011_TMXGroup-lse_merger_enhancements_june11.htm))
- (9) Maple Group, "MAPLE GROUP INCREASES OFFER PRICE TO \$50 AND PROPORTION OF CASH CONSIDERATION TO A MAXIMUM OF 80% IN TRANSACTION TO ACQUIRE TMX GROUP," *News Release*, 22 June 2011 (<http://www.abetterexchange.com/News-Releases/>)
- (10) Maple Group, "MAPLE GROUP COMMENTS ON ISS RECOMMENDATION TO TMX GROUP SHAREHOLDERS," *News Release*, 23 June 2011 (<http://www.abetterexchange.com/News-Releases/>)
- (11) LSE Group, "Announcement re LSEG/TMX Group merger," *News Release*, 29 June 2011 (<http://www.londonstockexchange.com/newsroom/2011pressreleases/lseannouncementrelsegtmxgroupmerger.htm>), TMX

- Group, "TMX Group and LSEG Terminate Merger Agreement," *News Release*, 29 June 2011 ([http://tmx.com/en/news\\_events/news/news\\_releases/2011/6-29-2011\\_TMXGroup-merger\\_terminated.html](http://tmx.com/en/news_events/news/news_releases/2011/6-29-2011_TMXGroup-merger_terminated.html))
- (21) LSE Group, "London Stock Exchange Group confirms exclusive discussions with LCH. Clearnet," *News Release*, 28 September 2011 ([http://www.londonstockexchange.com/newsroom/2011/pressreleases/lsegconfirmsexclusive\\_discussionswithlchclearnet.htm](http://www.londonstockexchange.com/newsroom/2011/pressreleases/lsegconfirmsexclusive_discussionswithlchclearnet.htm))
- (13) TMX Group, "TMX Group Board of Directors Authorizes Discussions with Maple Group Acquisition Corporation," *News Release*, 21 July 2011 ([http://tmx.com/en/news\\_events/news/news\\_releases/2011/7-21-2011\\_TMXGroup-maple\\_authorized\\_discussion.html](http://tmx.com/en/news_events/news/news_releases/2011/7-21-2011_TMXGroup-maple_authorized_discussion.html))

(よしかわ まさひろ・客員研究員)