

英独取引所グループの経営統合合意

吉川 真裕

二〇一六年二月二三日、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、デリバティブ取引所EUREXやフランクフルト証券取引所を傘下に持つドイツ取引所（DBAG）は対等合併に関する交渉状況を明らかにした。そして、株式交換によって新たに設立される持ち株会社（UK TopCo）のもとでの経営統合（持ち株比率はDBAG五四・四％、LSEG四五・六％）が模索されており、持ち株会社の取締役会には両取引所グループから同数の取締役が就任すること、両取引所グループの主要業務はこれまで通りに運営されること、三月二日一七時までに正式決定が公表されることが明らかになった。ところが、三月一日、ニューヨーク証券取引等を傘下に持つアメリカのインターコンチネンタル取引所（ICE）がLSEGに対して買収提案を検討していることがLSEGから公表され、三月九日にはDBAGがEUREX傘下のアメリカのオプシオン取引所ISEをナスダックに一一億ドルで売却することで合意した。三月一六日に英独取引所グループの対等合併合意条件が正式に公表されたが、LSEGに対する買収提案や規制当局による承認手続きの難航が予想され、経営統合が実現するかどうかは不確かである。

本稿ではLSEGとDBAGの経営統合計画をめぐる経緯を紹介し、経営統合合意に至った両取引所グループの思惑と今後の展開について考察する。

1 これまでの経緯

(1) 二〇〇〇年の合併合意⁽¹⁾

二〇〇〇年五月三日、ロンドン証券取引所とドイツ取引所は対等合併し、新取引所 iX はヨーロッパへの進出を計画していたアメリカのナスダックとの間でベンチャー市場（ナスダック iX）を共同子会社として開設する計画が明らかにされた。そして、七月一七日には合併計画の細目が明らかにされ、合併承認のための会員総会は両取引所とも九月一四日におこなわれ、十一月一日には合併が実現するという日程も明らかにされた。ところが、八月二九日にストックホルム証券取引所を傘下に持つスウェーデンの O M グループがロンドン証券取引所に対して敵対的買収を仕掛け、これを受けてロンドン証券取引所は九月一二日にドイツ取引所との合併計画を撤回し、O M グループの敵対的買収に対抗することに専念することを発表した。結局、O M グループによる敵対的買収は失敗に終わったが、ドイツ取引所との合併計画を推進したロンドン証券取引所のケイシー最高経営責任者（CEO）は辞任し、両取引所の合併計画が再検討されることはなかった。

この時の合併計画では新会社をイギリスに作り、株式交換によって合併を実現し、両取引所から同数の取締役が就任する（会長はロンドン証券取引所から、CEO はドイツ取引所から）という点で今回の経営統合合意と同じであったが、優良株式はイギリスで取引がおこなわれ、ベンチャー株式はドイツで取引がおこなわれることが予定されており、取引市場統合が想定されていた点では今回の経営統合合意よりもより踏み込んだものであった。また、当初の株式保有比率もドイツ取引所のクリアストリーム株式保有分を除く形で五〇% ずつとなっており、文字通り、対等合併という形をとっていた。他方、合併に伴う費用削減効果は八三〇〇万ユーロ（五〇〇〇万ポンド）と見込まれており、今回の経営統合合意の四億五〇〇〇万ユーロの五分の一以下であった。

(2) 二〇〇四年の買収提案⁽²⁾

二〇〇四年一月二三日、ロンドン証券取引所は一株五ポンド三〇ペンス（総額一三億五〇〇万ポンド）のドイツ取引所による買収提案を拒否したことを公表した。一月二〇日には旧パリ取引所を核とするユーロネクストからもロンドン証券取引所に対する買収提案の意向が示され、両当事者の間で買収条件の交渉がおこなわれた。二〇〇五年一月二七日にドイツ取引所がロンドン証券取引所に対する買収提案の内容を公表したことで事態は進展し、翌一月二八日にはユーロネクストが買収提案内容を公表しないまま公正取引庁（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い、ドイツ取引所も一月三一日に買収交渉の申請をOFTにおこなった。そして、二月九日にはユーロネクストも買収提案内容を公表したが、買収価格は明示されていなかった。ところが、三月六日にドイツ取引所が主要株主の反対を理由にロンドン証券取引所に対する買収提案を取り下げたことで、買収観測は一気に後退した。さらに、三月二九日にはOFTからドイツ取引所とユーロネクストによるロンドン証券取引所の買収審査結果が公表され、承認は留保された。ただし、OFTは問題の重要性に鑑み、この問題に対する調査を競争委員会（CC）に依頼し、CCによる七月の中間報告では現状での買収は認められないものの、クリアリング機関の問題が改善されれば買収が不可能なわけではないという判断が示された。

この際、ドイツ取引所は買収が両取引所の事業戦略、使用通貨、規制枠組といった市場構造を変更するものではないこと、イギリスの電子取引利用料を大幅に引き下げること、ロンドン証券取引所とクリアリング機関・セトルメント機関との契約を尊重することを表明していた。また、デリバティブを含めた取引統括本部をロンドンに置くこと、ロンドン証券取引所のファースCEOとホーウエル最高財務責任者（CFO）にドイツ取引所の役員ポストを提示していること、クリアストリームの売却は考えていないことが関係者の話として報じられていた。

(3) 二〇〇一年のLSEEGとTMXの合併合意撤回⁽³⁾

二〇〇一年二月九日、イタリヤ取引所を傘下に持つロンドン証券取引所グループ(LSEEG)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(TM X)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。二〇〇一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、LSEEG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。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、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)、五月一三日のLSEEG株価に基づく買収価格に比べて二三%のプレミアムが提示された。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、LSEEGとの合併計画を推進する決定を公表した。五月二十五日には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、LSEEG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。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。買収承認投票を翌日に控えた六月二十九日、LSEEG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LSEEGとTMXの合併計画を撤回すると発表した。六月二十八日までの投票でTMXの株主の過半数はLSEEG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たが、具体的な数値は公表されなかった。

(4) 二〇一二年のドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併合意撤回⁽⁴⁾

二〇一一年二月九日、LSE GとTMXが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(DBAG)と、ニューヨーク証券取引所(NYSE)や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DBAG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。これに対して、ナスダックOMXとインターコンチネンタル取引所は共同で四月一日にNYSEユーロネクストに対する買収提案をおこなったが、五月一六日には司法省の反対を受けて買収提案を取り下げた。七月七日にはNYSEユーロネクスト、七月一三日にはDBAGでの株主による合併承認がおこなわれたが、八月四日にはヨーロッパ連合(EU)の競争総局が詳細な承認審査手続きに入ることを公表した。承認審査過程においてDBAGとNYSEユーロネクストは譲歩案を提示したが、EU競争総局の理解は得られなかった。二〇一二年二月一日、EUは競争総局の提案を受けて、提示された譲歩案に基づくDBAGとNYSEユーロネクストの合併を承認しないとこの決定をおこなった。これを受けて翌二日、DBAGとNYSEユーロネクストは合併計画の撤回を表明した。

この際、NYSE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であった。他方、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、フランチョーニ会長(DBAG・CEO)とリーダーアウアCEO(NYSEユーロネクストCEO)を除く一五人のうち九人はDBAG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が選出されることになった。

2 合併合意に至る経緯

二〇一六年二月二三日、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、デリバティブ取引所EUREXとフランクフルト証券取引所を傘下に持つドイツ取引所（DBAG）は対等合併に関する交渉状況を明らかにした。⁽⁵⁾ 株式交換によって新たに設立される持ち株会社（UK TopCo）のもとでの経営統合（持ち株比率はDBAG五四・四％、LSEG四五・六％）が模索されており、持ち株会社の取締役会には両取引所グループから同数の取締役が就任すること、両取引所グループの主要業務はこれまで通りに運営されること、三月二二日一七時まで正式決定が公表されることが明らかになった。そして、二月二六日には追加情報が公表され、新たに設立される持ち株会社はロンドンに所在するが、本社機能はロンドンとフランクフルトの双方に置き、株式はロンドン証券取引所とフランクフルト証券取引所の双方で上場されること、双方から同数の取締役が就任する持ち株会社の取締役会ではLSEGのブライドン会長が会長、DBAGのファーバー会長が副会長、DBAGのケンゲターCEOがCEO、LSEGのワレンCFOがCFOに就任することなどが明らかになった。⁽⁶⁾

ところが、正式条件が発表される前の三月一日、ニューヨーク証券取引等を傘下に持つアメリカのインターネット取引所（ICE）がLSEGに対して買収提案を検討していることがLSEGから公表され、三月九日にはDBAGがナスダックにアメリカのオプション取引所ISEを一一億ドルで売却することで合意した。⁽⁷⁾

三月一六日、英独取引所グループの経営統合合意条件が正式に公表されたが、それまでに公表されてきた内容通りであった。⁽⁸⁾ 持ち株会社の取締役に公表された四人のほか、双方から六人ずつが加わり、一六人であること（将来的には一四人に削減予定）、LSEGのロレCEOは退任するが、会長と副会長のアドバイザーとして最長一年間経営統合に関与すること、経営統合に伴う費用削減効果を二〇一五年の経常費用二二億ユーロの二〇％に

近い四億五〇〇万ユーロと見込んでいることなどが明らかになった。

3 経営統合の思惑と今後の展開

ロンドン証券取引所は二〇〇〇年五月にドイツ取引所との対等合併で合意した後、二〇〇〇年九月にOMグループ、二〇〇〇年四月にドイツ取引所、二〇〇五年一月にオーストラリアの投資銀行マッコリー・グループ、二〇〇六年三月と一月にナスダックと五度の買収提案を受けたが、取締役会はこれらの提案を退けてきた。二〇〇七年六月にはイタリア取引所を株式交換によって一一億ポンド（一六億ユーロ）で買収し、ロンドン証券取引所グループ（LSE Group）を形成した後、フランス国籍の投資銀行家ロレ氏がCEOに就任し、二〇〇九年一月にスリランカのシステム開発会社であるミレニアム・インフォメーション・テクノロジーズを三〇〇〇万ドル（一八〇〇万ポンド）で買収し、二〇〇九年二月にはイギリスの取引所類似施設（MTF）であるターコイズも買収した。二〇一一年二月にはトロント証券取引所を傘下に持つTMXグループの買収で合意に達したが、カナダでの反対勢力の抵抗によって断念したものの、二〇一二年四月には八億二三〇〇万ユーロ（一一億ドル）でクリアリング機関であるLCHクリアネットの買収に成功した。そして、二〇一三年には共同子会社であったFTSEを完全子会社化し、二〇一四年にはアメリカのフランク・ラッセルの買収にも成功していた。

ロンドン証券取引所はかつての買収ターゲットから買収者へと変貌し、ロレCEOのもとで株式取引に依存した収益構造を多様化して、デリバティブ取引が弱いものの、取引所グループと呼ぶに相応しい企業とみなされるようになっていった。ところが、買収による多角化戦略を推し進め、評価されてきたロレCEOがドイツ取引所との対等合併（持ち株比率からは被買収）を選択したことに対して、疑問を呈する向きも多い。力尽くで買収され

る可能性は極めて小さくなったにもかかわらず、ロレCEOが自ら買収される道を選択したのはなぜであろうか。自らの地位や企業の独立性よりも顧客の利便性向上を選択したと言えば聞こえはいいが、デリバティブ取引で市場を獲得することは困難であり、デリバティブ取引で強いドイツ取引所やCMEグループ、ICEと競争していくことに見通しが立たなかったからではないだろうか。イギリス株取引やイタリア株取引で主市場でなくなることは考えにくいだが、ユーロ建て取引やドル建て取引を獲得することも困難であり、イギリスのEU離脱という事態になればじり貧状態になることが危惧されたに違いない。今回の経営統合合意がイギリスでの国民投票前におこなわれ、株主による承認手続きが国民投票の前に予定されていることから、イギリスのEU離脱という最悪の事態を回避するための手段として経営統合がロンドン証券取引所で選択されたのではないかと考えられる。

他方、ドイツ取引所は二〇〇〇年九月にロンドン証券取引所との合併計画が撤回された後、二〇〇四年八月にスイス取引所の買収交渉が決裂し、二〇〇四年一月にロンドン証券取引所に対して買収交渉を再度おこなったものの、二〇〇五年二月には株主や利用者による経営陣への反乱が生じ、剛腕で知られたザイフェルトCEOが退任する事態となった。ザイフェルトCEO（スイス国籍）との対立からドイツ取引所を離れ、スイス取引所のCEOを務めていたスイス国籍のフランチオーニ氏がCEOに就任した後、ドイツ取引所の強硬姿勢は影を潜めたが、二〇〇六年にはユーロネクストの買収交渉でニューヨーク証券取引所に出し抜かれ、二〇〇七年四月にアメリカの電子オプション取引所ISEを二八億ドル（ナスダックへの売却価格は一一億ドル）で買収していた。ユーロネクストを買収したニューヨーク証券取引所から合併計画が持ち込まれ、二〇一一年二月にはNYSEユーロネクストと対等合併（持ち株比率は六〇%対四〇%）することで合意に達したが、ドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所EUREXとNYSEユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所LIFFEのグループ会社化は

デリバティブ市場の競争を阻害するというEUの判断によってNYSEユーロネクストとの合併計画は撤回されることになった（EUR EXかLIFFEの売却は考慮されなかった）。この後、スイス取引所との共同子会社であったデリバティブ取引所EUR EXと指数情報提供会社STOXXの完全子会社化がおこなわれたが、買収による拡大という姿勢は後退していた。ところが、二〇一五年に就任した投資銀行出身のケンゲターCEOはCMEグループを出し抜いてフランクフルトのFX取引市場三〇六Tを買収し、穏健な前任者との違いを印象付け、LSEGとの合併合意にかかわる報道からも強気な姿勢がうかがえる。

LSEGとの合併交渉は二か月前から、ナスダックへのISE売却交渉は三か月前からおこなっていたと報じられているが、いずれの交渉もドイツ取引所から持ちかけたものかどうかは不明である。二〇〇〇年の合併合意の際には剛腕で知られたザイフェルトCEOでさえ対等合併の形にするためにクリアストリームの持ち株を除外するという形をとっていたにもかかわらず、今回の合併合意では売却交渉をしていたISEの売却代金を株主に分配して合併比率を対等に近づけるといふ配慮はおこなわれておらず、NYSEユーロネクストとの合併合意の際と同様、対等合併と言いながらあくまで持ち株比率では譲らないという姿勢が感じられる。相手の交渉意欲が強いなら有利な取引を実現するというのが現状に困っていないドイツ取引所のスタンスのように思われる。

二〇一二年のドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併合意ではドイツ取引所傘下のデリバティブ取引所EUR EXとNYSEユーロネクスト傘下のデリバティブ取引所LIFFEのグループ会社化がシナジー効果の焦点であったが、今回のドイツ取引所とLSEGとの合併合意ではドイツ取引所傘下のクリアリング機関EUR EXクリアリングとLSEG傘下のクリアリング機関LCHクリアネットのグループ会社化がシナジー効果の焦点となっており、ユーロ建て債券先物・オプション取引のクリアリングをおこなうEUR EXクリアリングと、

金利スワップ等の店頭デリバティブ取引のクリアリングをおこなうLCHクリアネットの間で利用者の証拠金を削減するポートフォリオ証拠金を導入することが計画されており、店頭デリバティブ取引のセントラル・カウンターパーティを通じたクリアリングが奨励されている状況に即したものである。LCHクリアネットは金利スワップのクリアリング業務の最大手であり、LCHクリアネットとの間でポートフォリオ証拠金を導入することはEUREXを傘下に持つドイツ取引所だけでなく、LIFFEから取引を移管され、ユーロ建て短期金利を対象とした先物・オプション取引をおこなうICEフューチャーズ・ヨーロッパを傘下に持つICE、ドル建て短期金利を対象とした先物・オプション取引をおこなうCMEやドル建て債券先物・オプション取引をおこなうCBOTを傘下に持つCMEグループにとっても魅力的であり、ICEやCMEグループがドイツ取引所によるLCHクリアネットのグループ会社化をやすやすと見逃すものとは考えにくい。ICEは三月一日にLSEGに対する買収提案の意向を伝えており、三月二九日がテイク・オーバー・コードによる買収提案期限であったが、三月一六日にLSEGがドイツ取引所との合併合意を公表したことでICEの買収提案提出期限は四月末まで延期されており、CMEグループがICEの買収提案を踏まえてLSEGに買収提案をしてくる可能性もあるだろう。

LSEGに対する買収交渉は今後も続く可能性が高いと考えられるが、LSEGとドイツ取引所の合併合意が承認されたとしても、ドイツ取引所とNYSEユーロネクストの合併合意の際と同様、EU競争総局が承認審査手続きで再び待ったをかける可能性もある。EUREXとLIFFEのグループ会社化をデリバティブ市場の競争を阻害する要因とみなしたEU競争総局がEUREXクリアリングとLCHクリアネットのグループ会社化をデリバティブ市場の競争を阻害する要因とみなさないと限らない。LSEGとドイツ取引所の合併計画の実現には多くのハードルが残っており、一筋縄ではいかないものと予想され、今後も目の離せないところである。

注

- (1) 詳細については、拙稿「E-Xと英独取引所合併計画」（本誌一五八三号、二〇〇〇年六月）、「英独証券取引所の合併計画撤回～OMグループによるLSE買収提案～」(本誌一五八七号、二〇〇〇年一〇月)を参照。
- (2) 詳細については、拙稿「ドイツ取引所のロンドン証券取引所買収提案」(本誌一六二八号、二〇〇五年二月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1628_03.pdf)、[「ロンドン証券取引所の買収問題」](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1632_03.pdf)(本誌一六三二号、二〇〇五年一〇月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1632_03.pdf)を参照。
- (3) 詳細については、拙稿「国境を越えた取引所の合併・買収」(本誌一六六六号、二〇一一年六月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1666_03.pdf)、[「LSEGとNYSE OMX買収合意の撤回」](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1668_04.pdf)(本誌一六六八号、二〇一一年一〇月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1668_04.pdf)を参照。
- (4) 詳細については、拙稿「国境を越えた取引所の合併・買収」(本誌一六六六号、二〇一一年六月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1666_03.pdf)、[「メイン取引所とNYSEユーロネクストの合併撤回」](http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1670_03.pdf)(本誌一六七〇号、二〇一一年一月、http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1670_03.pdf)を参照。
- (5) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSE") and Deutsche Boerse AG ("Deutsche Boerse")," *Press Release*, 23 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/initial-statement-lseg-potential-merger-deutsche-boerse-pdf?accepted=26d600001878f001b8d4f1a61ea2981f>).
- (6) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "Further information on the potential merger of equals between London Stock Exchange Group plc ("LSEG") and Deutsche Börse AG ("Deutsche Börse")," *Press Release*, 26 February 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-disclosure-further-potential-merger-terms-26-feb-2016>).

pdf?accepted=93a83a1da6bd96a4742d39177087cce).

- (7) London Stock Exchange Group plc, "London Stock Exchange Group plc ("LSEG") notes the announcement from Intercontinental Exchange, Inc. ("ICE"), *Press Release*, 1 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-statement-regards-possible-offer-1-march-2016-pdf?accepted=2c1cf858ff7e9a33c7ae22375b13d80>), Deutsche Börse AG, "Deutsche Börse AG: Divestiture of International Securities Exchange Holdings, Inc.," *Press Release*, 9 March 2016 (http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/listcontent/dbg_nav/investor_relations/Content_Files/10_adhoc/db_adhoc_9March2016.htm).

- (8) London Stock Exchange Group plc and Deutsche Boerse AG, "RECOMMENDED ALL-SHARE MERGER OF EQUALS OF LONDON STOCK EXCHANGE GROUP PLC AND DEUTSCHE BÖRSE AG," *Press Release*, 16 March 2016 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%Börse-ag-rms-16mar2016-pdf?accepted=del1b0b304288862dd9a78f6b0316136f>), 44 証券取引所グループのサイネージから「タタセム」可能か? <http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-cea4288f920252461aefc8540769f68b> ムトナヤノトームの演義 (<http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%Börse-ag-presentation-16mar2016-pdf?accepted=4133c704930f0d3071bd70ddd6ab3fb5>) は商取引所グループのサイネージから「タタセム」可能か? <http://www.lseg.com/documents/lseg-recommended-all-share-merger-equals-london-stock-exchange-group-plc-and-deutsche-b%C3%Börse-ag-presentation-16mar2016-pdf?accepted=4133c704930f0d3071bd70ddd6ab3fb5>

(たしかわ まゆひろ・客員研究員)