

ロンドン証券取引所グループと ドイツ取引所、合併に向けた動き



日本取引所グループ ロンドン駐在員事務所

荒井 啓祐

1. はじめに

本年2月23日、ロンドン証券取引所グループ（LSEG）とドイツ取引所（DB）は、合併に向けた交渉（Detailed discussions）を開始したことを明らかにし^{（注1）}、現在まで、両者は友好的に合併に向けた準備を進めている。

両者の合併が成就すれば、欧州最大かつ世界最大級の取引所となるだけに、双方の株主の信任のみならず、関係規制当局の承認を得られるかが重要なポイントと考えられている。そのただでさえ容易ではない両社の合併

に甚大な影響を及ぼし得る事象が、6月23日に英国民が選択したEU離脱（Brexit）である。

本稿では、現在までのLSEGとDBの公表情報等をもとに、これまでの一連の経緯と明らかになっている範囲での今後のポイントを取上げてみたい。なお、本稿中の私見にわたる部分については、筆者の個人的見解であることをあらかじめお断りしておく。

2. 悲願の合併？

（1）過去にもあった両社の合併・買収計画

LSEGとDBとの合併に向けた交渉は、今回が初めてではなく、2000年以降、過去2回あった。

1回目は、2000年5月で、両社は合併してiX（international exchanges）を設立しようとした。この時、NasdaqもiXに汎ヨーロッパの成長企業市場を創設すべく、LSEGとDB

＜目 次＞

1. はじめに
2. 悲願の合併？
3. 合併で誕生する取引所グループとは
4. 今後の動向

(表1) 主要上場取引所（グループ）の時価総額（2016年7月末）

取引所名	国	金額（億円）
CMEグループ	アメリカ	35,772
インターコンチネンタル取引所	アメリカ	32,496
香港取引所	中国	31,047
新取引所	英国（予定）	29,689
（ドイツ取引所）	（ドイツ）	（16,455）
（ロンドン証券取引所グループ）	（英国）	（13,234）
ナスダックOMXグループ	アメリカ	12,027
BM&F BOVESPA SA	ブラジル	10,880
日本取引所グループ	日本	8,071
オーストラリア証券取引所	オーストラリア	7,463
シンガポール取引所	シンガポール	6,162

（出所）ブルームバーグ

に協力することを明らかにするなど、当時は、現物市場に主眼を置いて合併を進めていこうとした感がある。しかし、当時、ストックホルム証券取引所を運営していたOM社（現、Nasdaq OMX）の敵対的買収提案を受けてiX構想は頓挫してしまった。

2回目は、2005年1月で、前年12月にDBはLSEGに対して買収の申し出を行ったが、LSEGは拒否している。LSEGの当時の（グループ）事業形態は、現物市場の運営に大きく依存していたことから、毎年のように欧米の取引所や金融機関から買収提案を受ける状況にあった^{（注2）}。しかしながら、2009年3月、Xavier Rolet氏がCEOに就任すると、IT会社、指数算出会社、清算機関を次々に買収し^{（注3）}、それに伴い自社株式の時価総額が増大すると、他社からの買収話は噂ベースでも聞かれなくなった。

（2）3度目の正直か？

本年2月23日、LSEGとDBの合併交渉にかかるニュースが伝えられると、両者の株価は急騰し、マーケットからは一様に歓迎されたようだった^{（注4）}。その1週間後の3月1日、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中である旨を認め、LSEGとDBの当初計画に影響を及ぼすかと思われたが、ICEは、結局、5月4日にLSEGの買収見送りを表明している。ICEのJeffrey Sprecher CEOは8月3日、Brexitに対する影響を懸念して、買収を見送ったことを明らかにした^{（注5）}。そのICEが懸念した6月23日の英国国民投票に関し、LSEGとDBは、EU離脱（Brexit）となった場合の合併への影響を検討するため専門チーム（Referendum Committee）を立ち上げ、Brexitに備えたのであった。

■ 3. 合併で誕生する取引所グループとは

(1) 新取引所は“メガ取引所”の仲間 にランクイン

取引所の比較は、これまで現物市場であれば上場会社数、時価総額又は売買代金が、デリバティブ市場であれば、取引高、建玉といったものが指標として使われてきた。近年は、取引所自身が上場会社となったこと、また取引所の事業形態が、株式、株価指数デリバティブ市場の運営といったものに加えて、商品取引、インデックス配信（ライセンス）事業、清算・決済、そしてITへと多岐にわたっていることに起因し、昨今、取引所（グループ）の規模の比較は、取引所自身の上場時価総額が有力な指標として利用される傾向にある。

その指標で見ると、表1のとおり、今回の合併が実現したと仮定して、LSEGとDBの時価総額を単純に足し合わせると約2.8兆円となり、CMEグループ、インターコンチネンタル取引所、香港取引所に次ぐ第4位となり、時価総額で見た世界のメガ取引所グループにランクインする。

(2) 合併スキーム

このメガ取引所グループを創り出すLSEGとDBの合併は、両者が3月16日に発表した合併の合意内容で明らかになっている（注6）。当該合併は、3月9日に設立準備会社として

英国内に設立されたUK TopCoをベースに、大まかには、一連の合併スキームが完了した際、UK TopCoを持株会社としてDBとLSEGがその傘下に入るというものである。UK TopCoは、DBの株主によって54.4%、LSEGの株主によって45.6%とされ、合併後の人事は、会長が現LSEG会長のDonald Brydon氏、副会長が現DB会長のJoachim Faber氏、そして、CEOに現DB CEOのCarsten Kengeter氏、CFOに現LSEG CFOのDavid Warren氏が就任する予定となった。現LSEG CEOのXavier Rolet氏については、当初案では退任となっていたが、新会社の会長、副会長に対するアドバイザー役ということで合併後1年間新会社に留まることとなった。また合併によるコスト削減についても、それまで市場が予想していた範囲内の年間4億5,000万ユーロを、合併後3年目に達成できるという内容が明らかにされた。合併は、両取引所の株主が合意することが条件で、この手続きは、LSEGにおいては7月（4日）の株主総会（注7）で、DBにおいては、株主総会の開催は要さず株主が保有株をUK TopCoの株式と引き換える申請を行う形式で意思を問うこととなった。

両者は、6月1日、合併に関する更なる詳細（注8）を公表し、既に発表してきた合併後3年間で約4億5,000万ユーロのコスト・シナジーに加えて、レベニュー・シナジーが合併完了3年目には年間約1億6,000万ユーロ、5年目から最低2億5,000万ユーロ達成でき

る見込みであることが明らかにされた。そのコストシナジーを達成するために、LSEG・DBグループでおよそ1,250人の人員削減が行われることとなった。しかし、合併会社は成長の過程で550人以上のポジションを新たに創出される可能性があることも追記された。合併完了は2017年中^(注9)を目指すことも明らかにされ、これら一連の情報をもって、LSEG・DBの株主は意思表示を行うこととなった。

(3) Brexitの結果を受けたLSEG・DBの反応

周知のとおり、6月23日の英国国民投票の結果はBrexitというものだった。これを受けて両者は速やかに声明を出して、両株主へ提案している合併は、当該国民投票の結果によって左右されるものでない旨、両社の経営層が変わらぬ姿勢で合併に向けて取組み、今後、必要な承認を得るべく手続きを継続していく旨を明らかにし、(4)のとおり、株主の意思を問う手続きに着手した。

(4) 株主の意思

① LSEG (株主総会)

7月4日、DBよりも先に行われ、大変注目されたLSEGの株主総会であったが、結果は、DBとの合併案が議決権ベースで99.92%の賛成多数で承認された。LSEGは6月1日に公表した合併計画の詳細で、合併議案の承認条件を75%以上の賛成と設定していたが、

投票結果はそれを大幅に上回るものだった。この現象について、市場関係者の中には、Brexitによって、DBとの合併メリットが高まって高まったと見たLSEGの株主が増加した結果ではないかと解す者もいた^(注10)。

② DB (株式交換の申請)

DBの株主の意思は、LSEGとは異なり僅差での承認となった。

6月1日、LSEGとDBが公表した合併の詳細情報は、DB株主に対しては、DB株式とUK TopCo株式と株式交換にかかる目論見書の役割となり、DBは、6月1日以降、株主からの株式交換の申請を受け付けた。

DBは、当初、株主の承認を得られたとするラインを75%とし、交換申請期限は7月12日に設定したが、機関投資家からのフィードバックとして、指数ファンドの保有DB株式(約15%に相当)は、技術的な制約から過半数の申請が行われて初めて申請ができるといった事情を受けて、同月11日、最低承認ラインを60%に引き下げるとともに申請期限を7月26日に変更した。

このような経緯を経て、DBは、7月26日、交換申請率の結果が60.35%^(注11)と承認ラインを超えて株主の信任を得たことを発表した。先にLSEGの株主が、臨時株主総会で賛成票が議決権ベースでは99.92%となったのとは大きな違いであった。DBが“技術的”と理由付けして最低承認ラインを引下げ、かつ申請期限を2週間延ばしても中々効果は現

れず、申請率が50%超となってからは伸び悩んだ。7月20日前後は55.45%で停滞してしまい、期日までの60%超が真剣に危ぶまれていた。DB株主が本合併を承認することに対して及び腰であった背景にはBrexitの影響が大きかったと思われる。LSEG株主は、DBと合併を通じてEUとの絆を維持できるため合併を肯定したものの、DB株主は、合併会社の本拠を（EU外である）ロンドンと想定している現行案に懐疑的な見方をしたのだと思われる。加えて、ドイツにおいては、Brexit後の英独間の勢力図の中で、ドイツの金融監督局であるBaFinが合併に懸念を表明したほか、フランクフルト証券取引所の所在地であるヘッセ地方の地方政府やDBの労働組合も反対姿勢を明らかにしていたことは、DB株主の判断に大きな影響を及ぼしたのではないだろうか。

ただ、DBは、承認ライン超後も合併新会社株式への交換申請を行っていない株主に対して8月12日深夜まで申請を受け付けた結果、最終的な申請率は89.04%に達した。

Kengeter CEOは、8月17日の最終的な申請率を発表したプレスリリースの中で、DB株主に対する謝辞とともに、今後のこととして、必要な規制上及び独占禁止にかかる承認を得ることに注力していく旨のコメントを載せた。

■ 4. 今後の動向

(1) 新会社のビジネスモデル

取引所のM&Aに詳しいOpimas社CEOのOctavio Marenzi氏によると、世界的な取引所の戦略を大別すると、①上場商品の多様化 (instrument coverage)、②地域特化 (regional focus)、③M&Aを駆使した規模追求 (scale - merge with other exchanges)、④取引から決済までを自社グループで完結させる垂直統合 (vertical integration)、⑤取引に加え、情報サービス、清算及びITなどからの収益源の多様化 (revenue mix from trading, market data, clearing, technology, etc.) ということであった。LSEGとDBの合併は、この5タイプのいずれかというより、複数を同時に可能にしたパターンであると言えそうだ。それは表2（注12）を見ると分かり易い。マーケット（現物・デリバティブ）、ポストトレード（清算・決済）及び情報サービス・テクノロジーのいずれの分野において、LSEG・DBともグループ関連会社を有し、分野によっては世界シェアの高い関連会社も含まれている。

(2) 政府、規制当局の対応

a 承認が必要な規制当局の数は20超ともLSEGとDBの合併が最終的に成就するまでには、20を超える規制当局の承認を得る必要があると言われている（注13）。既に、両社

(表2)

	Capital Markets		Post Trade		Information Services and Technology		
	Primary and secondary cash markets	Derivatives trading	Clearing	Custody and settlement	Index	Technology	Market data
London Stock Exchange Group	London Turquoise Borsa Italiana MTS ORB AIM	CURVEGLOBAL IDEM	LCH Clearnet CC&G	Monte Titoli globe Settle	FTSE TMX	exactpro GATE	UnaVista RNS SEDOL Real-Time Data
	BORSE XETRA DEUTSCHE BORSE VENTURE NETWORK	EEX EEX	EC	clearstream (ICSD) clearstream (CSD)	STOXX DAX		REGIS-TR

(出所) 6月1日、LSEG DB発表「Recommended All-Share Merger」から抜粋

はアメリカ及びロシアの規制当局からの承認が下りたことを明らかにしているが、今後、1つの山場と目されるのが欧州委員会（EC）による審査である。

b 審査のポイントはその規模か。

EU内における大企業の合併に際にはECの審査が必要となるが、近年の事例を見ると、特に合併後の市場規模に着目して厳しい見解を示しているようだ。2012年、DBとNYSE Euronextの件では両者は合併の合意まで果たしたものの、ECは、合併後の取引所グループにおける欧州金融デリバティブの世界的な市場シェアが90%を占め、独占状態となることを指摘して合併を承認しなかった経緯がある。2013年、これは取引所業界ではないが、アイルランドの航空会社であるRyanairは同Aer Lingusと合併で合意したものの、ECは航空業界の競争が低下し、航空券の価格上昇を招く可能性があるとして、当該合併も承認

しなかった。このような事例を鑑みると、今回のLSEGとDBの合併に関しても、ECが今後厳しい見解を示す可能性がある。

特にLSEGとDBは各グループ内にLCH、Clearnet、Eurex Clearingという清算機関を有しており、前者はOTCデリバティブに、後者は上場デリバティブの清算に強みがあり、統合後のシナジー効果を期待できる一方（注14）、巨大で強力な清算機関の誕生ということで、“規模”が問題視される可能性がある。既に、万が一、当該巨大清算機関が信用不安に陥った場合には影響が広範囲に及ぶとして、金融機関の間からは懸念の声が上がっているという（注15）。

c ユーロ建て取引の清算業務が再度争点となることの影響

前述のとおりLCH、Clearnetは、OTCデリバティブの清算に強みを有し、ユーロ建て取引の清算について大きなシェアを握っている

ようだ^(注16)。要は、ユーロ圏でない英国が通貨ユーロ物の清算業務の中心となっていることを意味する。この点に関して、2011年、ECBは、ユーロ建て取引に関する清算機関はユーロ圏に移り、事業を継続すべきとの方針を示し、この方針に反対する英国政府との間で、訴訟沙汰となった。結局、英国政府が行った「英国をユーロ建て取引の決済業務から排除することはEU単一市場の理念に反する。」といった主張が、2015年、欧州司法裁判所によって認められ、英国政府が現在の地位を死守できた。だが、本年6月、英国民がBrexitの結論を下したことによって、EU単一市場の理念に反するといった主張が逆にとられ、LCH Clearnetにおけるユーロ建て取引の清算業務についてEU側からの指摘、非難の対象となっている^(注17)^(注18)。まだ、英国、EUの本格的な交渉は始まっておらず、確たることは言えないが、LCH Clearnetにおける潜在的なリスクであると言え、LSEG、DB間の合併に影響を与えることになる。

d ドイツ政府の姿勢

前述のとおり、当該合併で誕生する新会社の所在地は現行案では英国である。英国国民投票の結果を受けて、ドイツの政府や規制当局は、当該合併自体に不快感を示すようになった。ドイツBaFinのフーフェルト長官は、「EU圏における最も重要な取引所の指揮がEU外で執られるという姿は想像しづらい」と発言し^(注19)、LSEGとDBの両者に衝撃を与えた。

(3) おわりに

両社の合併は現時点で来年第2四半期までを予定している。

英国のテリーザ・メイ新首相はリスボン条約第50条に基づくEU脱退に係る申請を来年行うこととしており^(注20)、英国とEUが離脱交渉を行う最中に両社は合併を目指していることになる。実現すれば欧州大取引所の誕生となるが、当該合併は、当事者間の株主を含めた合意だけでは成しえず、政府間の合意までを必要としていることに事の問題の難しさがある。今後、LSEG、DBは、共に難しい舵取りを求められながら、合併に向けて歩んでいくことになるであろう。

(注1) <http://www.lseg.com/documents/initial-statement-lseg-potential-merger-deutsche-boerse-pdf?accepted=cbacc01143f0414566da31a17379ee13>

(注2) <http://www.ft.com/cms/s/0/7b77d95c-da33-11e5-a72f-1e7744c66818.html#axzz4Fhq5YAvO>

(注3) Xavier Rolet氏がCEO就任後、LSEGが行った主なM&Aは、MillenniumIT (2009年)、Turquoise Holdings Ltd (2010年)、FTSE Group (2011年)、EuroTLX Srl (2013年)、LCH.Clearnet (2013年)、Frank Russell Company (2014年)。

(注4) 合併の内容がDBによるLSEG買収と受け取れるも形式ただけに、LSEGをシティの誇り、英国の誇りとする政治家等が批判を上げそうなことは、LSEG・DBは従前より想定し、慎重に準備を進めていたようだ。

(注5) <http://www.ft.com/cms/s/0/11708fca-597e-11e6-9f70-badea1b336d4.html#axzz4GpvzHLqw>

(注6) 3月16日、発表されたLSEGとDBの正式合意の内容は、2月23日、26日に両者が合併案として明らかにしていた内容を概ね確認するものであ

た。

(注7) 当初、6月23日の英国国民投票前に実施する予定だったが、DB側の当局への申請手続きが滞っていることを理由に延期された。

(注8) Recommended All-Share Merger: Creating a Leading Europe-based Global Markets Infrastructure Group

(注9) 5月31日、DBのCarsten Kengeter CEOは、LSEGとの合併が来年第1四半期まで完了しないとの見通しをドイツの記者団に述べた。同氏は、合併案が株主に承認されたら、その後は規制当局に認可される必要があり、こうしたプロセスを考慮すると、(当初目指していた)年内は無理だとした。また、ICEが5月初めに当面はLSEGに買収案を提示しない方針を示したことに対して、Carsten Kengeter CEO氏は、11月頃にまたアプローチが来る可能性もあると述べた。また、DBとLSEGの合併が(株主の意思を問う段階で)成立しなかった場合、CMEがDBに対しビッドを提示する可能性もあると述べた。

(注10) <http://www.efinancialnews.com/story/2016-06-30/lse-shareholders-majority-likely-to-back-deutsche-borse-merger>

(注11) 7月26日に発表された数値は速報値で、正式には同月29日、最終的な合併新会社株式への交換申請は全体の61.58%であったことが発表された。

(注12) Recommended All-Share Merger of London Stock Exchange Group PLC and Deutsche Börse AG - Long Presentation 16ページから抜粋

(注13) <http://www.efinancialnews.com/story/2016-06-24/lse-deutsche-borse-will-still-merge-after-vote-to-leave-eu>

(注14) テクニカルには、インターオペラビリティ(清算のオープンアクセス)といって、LSEGはインターオペラビリティを実現するべく、既に傘下のLCH.Clearnetに加え、他の2機関とも接続を実現している一方、DBは依然として傘下のEurex Clearingのみで清算を行っている現状があり、この清算機関の取扱いが両者間で争点になるという憶

測話も聞かれる。

(注15) <http://www.ft.com/cms/s/0/f376c24e-0637-11e6-9b51-0fb5e65703ce.html#axzz4GpvzHLqw>

(注16) TheCityUK (2016年3月9日公表)「A practitioner's guide to Brexit」8ページ: ユーロ建てOTC金利取引の7割がロンドンで取り扱われている。

(注17) フランスのオランド大統領は、Brexit後初のEUサミットで、「ロンドン・シティーでユーロ建てのクリアリング業務が可能だったのは、英国がEU加盟国であったためであり、今後はこの取り扱いが出来なくなる」といった内容の発言を行った。また、オランド大統領と同様の趣旨の発言を、フランス中央銀行の総裁でECB政策理事会の理事でもあるビルロワドガロー総裁もした。

(注18) Eurex Clearingでポンド建て取引の清算を実施しており、この点の整合性という論点も浮上するかもしれない。

(注19) <http://www.efinancialnews.com/story/2016-06-28/bafin-lse-deutsche-borse-hq-must-not-be-in-london>

(注20) <http://www.ft.com/cms/s/0/1138b03c-3ea3-11e6-8716-a4a71e8140b0.html#axzz4GpvzHLqw>

