

ユーロネクストによる LIFFE 買収

2001年11月1日、東京証券取引所が株式会社化を果たした。今期の黒字化を目指し、できるだけ早期に上場するという。東証が株式会社化した大きな目的の一つとして、熾烈化する取引所間の競争において主導的な立場を築くということがある。欧米でも、取引所間の競争は激しさを増している。ロンドンの派生商品取引所であるロンドン国際金融先物取引所（以下 LIFFE）が、ユーロネクストに買収されることに合意したことは、まさにその象徴とも言うべき出来事である。

1. 買収に至る経緯

2001年10月29日、LIFFEは、ユーロネクストからの買収提案を受け入れることを発表した。LIFFEはユーロネクストに加え、ロンドン証券取引所とドイツ取引所から買収提案を受けていた。世界最大の派生商品取引所であるユーレックスを傘下に置くドイツ取引所はもともと積極的ではなかったと見られ、実質的にはユーロネクストとロンドン証券取引所の間での買収合戦となっていた。

ユーロネクストはLIFFEの発行済み株式を1株当たり18.25ポンドで、全額現金で買い取る。買収金額は約5.55億ポンド（約1,000億円）となる。買収価格は、LIFFEが複数の取引所から買収提案を受けていることを明らかにした9月27日の前日の終値8.60ポンドの約2.1倍、今回の合意発表の直近営業日となった26日の終値15.13ポンドに対して、21%のプレミアムを乗せた額となった。

ユーロネクストは最終的にはLIFFE株主の88.4%から支持を得た¹。英国の貿易産業大臣も独占禁止政策上、問題がないことを明らかにしており、ユーロネクストのLIFFE買収は、発表後も順調に進められている。

ロンドン証券取引所が提示した条件は、LIFFEの株式1株に対し現金12ポンドと7ポンド相当のロンドン証券取引所株式というものであった。金額に換算するとロンドン証券取引所の方が1株につき0.75ポンド分高い。しかし、LIFFE側は、PERで比較したときにロンドン証券取引所の株価が、ユーロネクストやドイツ取引所よりも割高であることもあり、一部でも株式交換を含むことを嫌ったと見られている。ユーロネクストは上場の際に増資

¹発表時点でユーロネクストは、発行済み株式数の43%を保有する株主の同意を得ていた。これらの株主が保有する新株引受権も考慮に入れると、賛同株主の持分は51%となり、他の取引所が敵対的買収に乗り出す可能性はないと見られていた。

し、約 8 億ユーロ（約 880 億円）を調達していたのに対し、ロンドン証券取引所は資金調達を行っていなかったことが災いした。

2. 買収後の体制

ユーロネクストと LIFFE を合わせると、ユーレックスと並ぶ世界最大級の派生商品取引所となる。両者を合計すると、2000 年の年間取引高では取引コントラクト数でわずかながらユーレックスを上回り、世界最大となる。ただ、2001 年に入り、ユーロネクスト・ブリュッセルでの派生商品取引が急減したことや、フランス国債先物の取引が低調であることが原因で、8 月までの取引コントラクト数ではユーレックスを下回っている（表 1）。

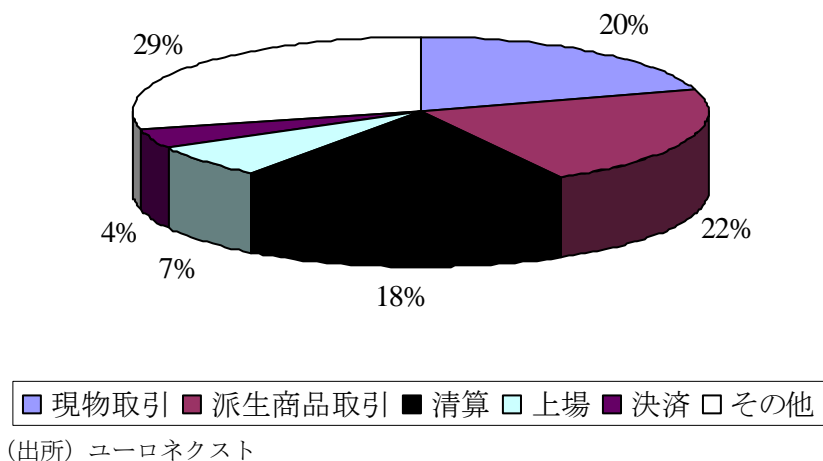
表 1 各派生商品取引所の取引高比較

	(コントラクト)	
	2000	2001.1-8
ユーロネクスト+LIFFE	457,541,961	372,907,423
ユーロネクスト	326,487,152	240,428,156
パリ	236,500,026	194,683,304
ユーロ建て仏国債先物	43,317,155	17,090,423
CAC 40 指数先物	18,249,903	13,956,571
CAC 40 指数オプション	84,036,775	63,684,908
アムステルダム	58,184,322	42,062,426
ブリュッセル	31,802,804	3,682,426
LIFFE	131,054,809	132,479,267
3か月 Euribor 先物	58,016,852	57,489,985
FTSE 100 先物	10,142,828	7,225,052
3か月 Euribor オプション	7,900,121	11,963,278
FTSE 100 オプション	6,285,819	7,017,809
ユーレックス	454,071,479	424,143,065
フランクフルト	409,883,020	394,344,235
ユーロ建てドイツ国債先物	151,326,295	117,695,725
Euro Stoxx50 先物	14,315,518	18,192,397
DAX オプション	31,941,562	27,008,747
チューリッヒ	44,188,459	29,798,830
CBOT	326,360,531	169,243,952

(出所) Futures Industry Association 資料より野村総合研究所作成

2000 年の両者の純利益を合計すると、約 160 億円となる。その内訳を業務別に見ると、現物取引、派生商品取引、クリアリングの 3 部門がそれぞれほぼ 20% ずつを占めるバランスの取れた収益構造になる（図 1）。その他には、取引システムの販売とメインテナンス手数料、情報サービス料などが含まれる。

図1 ユーロネクスト・LIFFE の収益構成



買収後の経営体制を見ると、ユーロネクストは LIFFE に最大限の譲歩を行ったと言える。ユーロネクストは LIFFE 買収後、派生商品取引部門を LIFFE 傘下に移管する。ユーロネクストの派生商品取引部門は LIFFE の名称を継承し、ウィリアムソン会長、フリードバーグ CEO がそのまま新 LIFFE の会長職、CEO 職を引き継ぐ。フリードバーグ氏は、ユーロネクストの取締役にもなる。また、今回の買収により LIFFE の雇用削減が行われないことも保証している。

取引システムについても、LIFFE が開発し利用している LIFFE コネクトを採用し、これまでユーロネクストが利用してきたシステムから移行する。また、クリアリングは、英国での取引については LCH、パリ、アムステルダム、ブリュッセルでの取引についてはクリアネットによって行うこととした。

3. 買収の狙いと課題

1) 買収の狙い

ユーロネクストは、2000年9月に、パリ、アムステルダム、ブリュッセルの3取引所が合併して誕生した新しい取引所である。上場基準や取引システム、決済機関の統合を進めており、複数の証券取引所を有機的に統合しようという試みの実現したのはこれが初めてのケースである。ユーロネクストは、ロンドン証券取引所、ドイツ取引所と、欧州を代表する取引所として地位を巡って激しく競争しているが、システムの統合に手間取ったことや²、パリ市場以外の2市場の規模が決して大きくないことから、ユーロネクストが欧州で

² 遅れていた取引システムの統合は、2001年10月末にオランダでの NSC システム導入が実施されようや

の取引所間競争に勝つことができるか、疑問視する声が高かった。2001 年 7 月に上場したユーロネクストの株価は 9 月後半には、売出価格から約 4 割も下落し、ユーロネクストは次の一手を探していた。ユーロネクストにとって派生商品取引は弱点と見られていたことや、欧州の国際金融センターとして揺るぎない地位を持つロンドンでのプレゼンスを持つことができることも、ユーロネクストにとっての LIFFE 買収の魅力であった。

LIFFE は英国の派生商品取引所である。1982 年の設立以降フロア取引を行ってきたが、システム取引を採用した DTB（現ユーレックス・フランクフルト）に、代表的な上場商品であったドイツ国債先物の取引を奪われ収益が悪化した。これを受けて、LIFFE も LIFFE コネクトという取引システムを開発し、2000 年にはシステム取引に完全に移行した。その後は取引高も増加し黒字化に成功したとはいえ、派生商品取引を中心として単独で生き残ることは難しく、証券取引所との提携や合併を模索していた。

ユーロネクストにとっては、ロンドン証券取引所が LIFFE を買収することを阻止するという大きな狙いであったと思われる。ロンドン証券取引所は現物市場では欧州最大であるものの、現物取引しか扱っておらず、派生商品取引や清算、決済を行っているユーロネクストやドイツ取引所に比べ、業務範囲の拡大余地が限られているという弱点があった。ロンドン証券取引所が LIFFE を傘下に置くことができれば、有価証券の派生商品取引だけでなく、穀物や原油といった商品取引、取引システムの販売などにまで一気に業務内容を拡大することができ、ユーロネクストに対する一層強大な競争相手となることが予想された。

両取引所は、お互いに補完関係にあると主張している。LIFFE で最も盛んに取引されているのは短期金利先物であるのに対し、ユーロネクストは株価指数先物や株価指数オプション、個別株オプションなど、株式関連商品の取引が他の取引所に比べて多い。既存の顧客に、相互に上場している商品を提供することによって、取引高が増加することが期待されている。

2) 課題

ただ、両者の弱点は長期国債先物である。MATIF で取引されていたフランス国債先物はベンチマーク競争でドイツ国債先物に敗れ、LIFFE はドイツ 10 年債先物をユーレックスに奪われた。ユーロが欧州の指標通貨となる中で、英国国債先物の取引高はドイツ国債先物の取引高の 10 分の 1 にも満たない。

また、株価指数関連でも盛んに取引されているのは、CAC や FTSE など国内株価指数関連のものが中心で、欧州をカバーした株価指数先物、オプションの取引ではユーレックスに水を開けられている。

く完了した。

システム統合によるコスト削減効果は、年間1,000～1,500万ポンドと見積もられている。システムの統合費用は2,000万ポンドの予定である。

LIFFEは米国における個別株先物専用の取引所 NQLX を、ナスダックと共同で設立した。また、日本では東京金融先物取引所との提携を進めている。取引所のグローバル化構想で、これまで具体的に実績を上げた例はないので³、ユーロネクスト・LIFFE 連合にとって、日米に友好的なパートナーがいることの効果は未知数だが、今後の取引所間の提携に影響を与えよう。

4. 選択肢の狭まったロンドン証券取引所

今回の一連の交渉で、LIFFE に対して最初にお買収を提案したのはロンドン証券取引所であったことから分かる通り、ロンドン証券取引所は LIFFE の買収を真剣に望んでいた。ユーロネクストを評価額では上回る提示をしておきながら、買収提案を受け入れられなかったことについて、ファース CEO は率直に、驚きであり残念だったと語っている。

ロンドン証券取引所は現在利用している取引システム SETS を諦める意向は示していたものの、LIFFE コネクトをそのまま利用するのではなく新しい取引システムを開発することを提案していたようである。このことが、LIFFE コネクトを最新の取引システムとして誇る LIFFE に受け入れられなかったものと思われる。また、過去に LIFFE の業績が悪化した際に、LIFFE が持ちかけた合併提案をロンドン証券取引所が拒絶したことがある。そのような経緯が、感情的なしこりとなった可能性もある。

前述の通り、ロンドン証券取引所は競争相手であるユーロネクスト、ドイツ取引所に比べて、派生商品取引を取り扱っていないこと、取引システムの販売など多角化の余地が小さいこと、などといった弱点を抱えている。確かに現物の株式市場の規模は大きいですが、今後の成長余地はライバルに比べて限られている。LIFFE の買収は、ロンドン証券取引所が上場取引所として他と競争して行くには必須だったと考えられる。元 LIFFE 取締役のファース氏を CEO に迎えたロンドン証券取引所は、LIFFE の買収を既定路線と見ていた節もある。その戦略が閉ざされた今、ロンドン証券取引所がどのような手を打つか、今後の動きが注目される。

(落合 大輔)

³ 2000年6月に発表されたグローバル・エクイティ・マーケット構想は、東証、ニューヨーク証券取引所、ユーロネクストなど世界10取引所をリンクし、24時間取引ができるようにすることを目指したものであったが、事実上凍結されることが明らかになった。