

# SGXによるASX買収合意

〜アジアの取引所再編?〜

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）がオーストラリアのシドニーで共同記者会見をおこない、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。この報道はアメリカやヨーロッパで見られた国境を越えた取引所の合併・買収が、アジアでも始まったということに注目を集めた。しかし、ASXで取引されているASXの株価は現金と前週末のSGX株価から計算した買収提案価格である四八豪ドルに達することはなく、高値四三・八九豪ドルから七・四%下落して前週末比一九%高の四一・七五豪ドルでその日の取引を終えた。翌日には野党自由党の影の財務大臣のスポークスマンが買収反対の意向を表明し、連立与党を支える第三党である緑の党の党首も買収反対の意向を表明したことで、議会で法律改正をしない限り、ASXの買収は不可能であることから、SGXによるASXの買収実現は不透明になっている。そして、この状況を反映してASXの株価はその後一〇月二五日の高値を越えていない。

本稿では、SGXによるASX買収合意に至る経過と買収合意内容、その後の推移を紹介し、この買収合意が意味するものについて考察する。

## 1 買収合意に至る経過

二〇一〇年九月第四週にASXの株価は一〇%近く上昇し、翌週の九月二八日火曜日にザ・オーストラリアン紙でASXがロンドン証券取引所かシカゴ・マーカンタイル取引所、ナスダックと合併交渉を進めているという噂があると報じられたことから、ASXはいくつかの取引所グループとビジネス・コンビネーションに関する交渉を進めていることを認めた。<sup>(1)</sup>

翌九月二十九日の年次株主総会では二〇〇六年のオーストラリア株式取引所 (Australian Stock Exchange) によるシドニー先物取引所の買収によってオーストラリア証券取引所 (Australian Securities Exchange) が誕生して以来、最高経営責任者 (CEO) を務めてきたエルストンCEOが二〇一一年七月一日に退任することが発表され、ASXの新しい時代には新しいリーダーシップがふさわしいというエルストンCEOの発言が注目を集めた。<sup>(2)</sup> というのも、他の取引所を買収したり、他の取引所と合併したりする場合には決定をおこなったCEOは統合が軌道に乗るまで経営に関与し続けることが一般的であるからである。そして、エルストンCEO自身も買収されたシドニー先物取引所のCEOから存続会社であるASXのCEOに就任したという異例な経歴を持ち合わせている。

オーストラリアでは一九八七年にシドニー、メルボルン、ブリスベン、アデレード、パース、ホバートの六つの証券取引所が合併してオーストラリア株式取引所が誕生し、一九九八年には株式会社への移行と同時に自市場への上場を果たしていた。そして、一九九九年にはシドニー先物取引所の買収を試みたが、競争・消費者委員会への反対によって実現しなかった。その後、シンガポール取引所との間で二〇〇一年にクロス・ボーダー・リンケージを実現したが、取引は振るわず、二〇〇六年にはシドニー先物取引所の買収を実現し、オーストラリア証券

取引所と名前を変えて現在に至っている。二〇〇六年のシドニー先物取引所買収のイニシアティブをとったのはオーストラリア株式取引所のダロイジオCEO（当時）であったが、シドニー先物取引所の株主の承認を得るために買収価格を経営陣による合意よりも改善し、シドニー先物取引所の会員業者の承認を得るために経営陣による合意では予定されていなかったシドニー先物取引所のエルストーンCEOの存続会社CEO就任が実現することになった。この後、取引所を離れたダロイジオ氏は二〇〇七年に監督機関である証券・投資委員会（ASIC）の委員長に就任しており、アメリカでニューヨーク証券取引所の理事長を退任したドナルドソン氏が後に監督機関である証券取引委員会の委員長に就任し、後任のグラスソ理事長（株式会社化した後は会長兼CEO）を監督する立場に着いたのとよく似ている。

オーストラリア株式取引所によるシドニー先物取引所の買収合意が一度は却下されたように、オーストラリアでは取引市場の独占化に対する監督機関の懸念が強い。証券取引所の大合併によって誕生したオーストラリア株式取引所以外にもいくつかの証券取引所が存在するが、取引市場はほとんど独占状態が続いてきた。アメリカやヨーロッパで取引所類似施設の拡大が市場間競争を活発化させていることを受け、二〇〇七年にASICが戦略見直しを開始し、二〇〇八年八月には政府が自主規制監督権限を取引所からASICに移管する決定をおこない、取引所類似施設の参入への道が開かれた（権限移管は二〇一〇年八月に完了）。ヨーロッパで急速に取引を拡大した取引所類似施設カイXはすでに市場開設の承認を受けており、二〇一一年第1四半期か上半期にはASICの最終決定を受けて取引を開始する見通しである。一足早く取引所類似施設の参入を実施したカナダではトロント証券取引所の取引シェアが九〇%から七〇%にまで低下しており、オーストラリアでも同様な現象が見られるものという市場関係者の予想のもとで、ASXの海外取引所との合併という噂が広がっていたのである。

## 2 買収合意内容

二〇一〇年一〇月二二日金曜日、SGXとASXがそれぞれ自らの株式の取引を停止し、重大な発表があることを予告したが、発表の日は公表されなかった。一〇月二四日日曜日にSGXは翌一〇月二五日月曜日午前九時に発表をおこなうと予告し、二五日深夜には時価総額で上回るSGXが現金と株式交換の組み合わせでASXの一株に対して四八豪ドル（三七%のプレミアム）、総額八四億豪ドルの買収提案をおこなうという報道が流れた。<sup>(3)</sup>

二〇一〇年一〇月二五日午前一二時（シドニー時間、シンガポール時間では午前九時）、SGXがASX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ーク情報通りの共同ニュース・リリースが公表され、午前一二時一五分（シドニー時間）からはSGXとASXがオーストラリアのシドニーで共同記者会見をおこなった。<sup>(4)</sup>記者会見にはASXのエルストーンCEOとSGXのベッケルCEOが出席し、世界中に同時中継され、シンガポール・オーデトリウムからの質問に対する質疑応答もおこなわれたが、シドニーでの記者会見ということもあつてか、年配であるASXのエルストーンCEOが司会を兼ねて進行をリードしていた。

SGXによるASXの買収合意のポイントを要約すると以下のようになる。

①買収価格はASX株式一株に対して二二豪ドルの現金とSGX株式三・四七三株の株式交換によるものとき、取引停止前の一〇月二二日のSGXの株価九・五四シンガポール・ドルと為替レート（一シンガポール・ドル〇・七八四七豪ドル）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、取引停止前の一〇月二二日のASX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。また、過去三カ月の出来高加重平均（VWAP）でASXとSGXの株価を評価すると四七・〇%のプレミアム、過去六

カ月のVWAPでASXとSGXの株価を評価すると四五・二%のプレミアムとなる。

②買収合意を撤回した場合の罰則金は三〇〇万豪ドルと定められている。多くの金額がシンガポール・ドル換算でも表記されているのに罰則金についてはシンガポール・ドル換算での金額は表示されておらず、SGX側から買収合意撤回はないという前提があるようである。

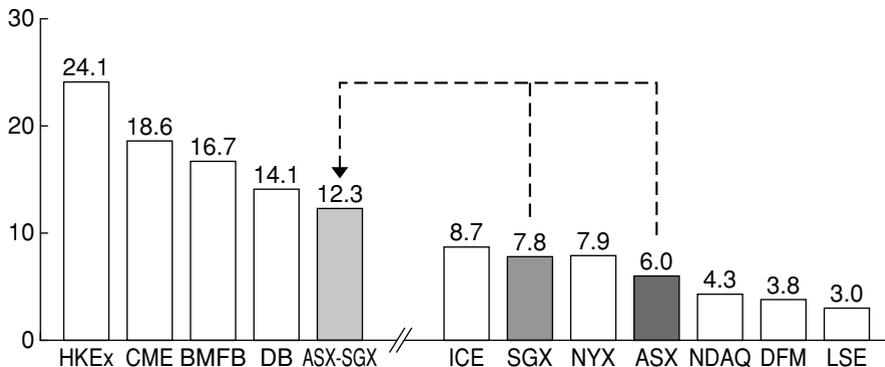
③SGXはASXの買収費用をまかなうためにオーストラリア・ニュージーランド銀行(ANZ)とドイツ銀行のシンガポール支店から一八カ月のブリッジ・ローンを受ける予定であり、ブリッジ・ローンは債券発行によって返済する計画である。SGXはASXの買収費用をまかなうために株式を発行して資金調達をする予定はない。

④買収成立後の存続会社であるASX—SGXリミテッドの取締役は五カ国から選出される一五人で構成され、CEOと会長はSGXから選出され、ASX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。ただし、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。

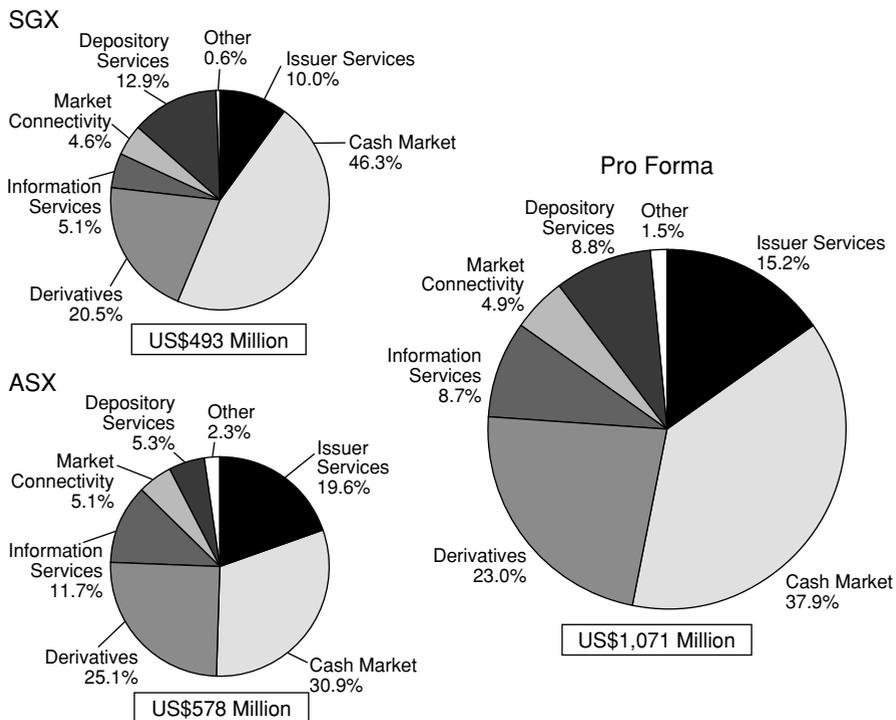
⑥今回の合併合意においては、UBSがASXの財務アドバイザー、モルガン・スタンレーがSGXの財務アドバイザーを務め、フリーヒルズ・アンド・スタンフォード法律事務所(Freehills and Stamford Law LLC)がASXの法務アドバイザー、アレン・アンド・グレッドヒル法律事務所(Allen & Gledhill LLP)がSGXの法務アドバイザーを務めた。

図表1 World's Fifth Largest Exchange by Market Cap (US\$ Billion)



Source: Factset as of 22 October 2010  
 (出所) 注(4)のPresentation Slides

図表2 Pro Forma Revenue of ~US\$1.1 Billion across a Balanced Portfolio



Note: FY2010 figures  
 (出所) 注(4)のPresentation Slides

### 3 その後の推移

一〇月二五日のSGXによるASX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の株価は前週比二五%高の四三・八九豪ドルの高値をつけた後、反落して前週比一九%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。通常は買収発表があれば買収価格に鞘寄せし、場合によっては被買収企業の株価が買収価格を上回る価格で推移することがあるにもかかわらず、ASXの株価はSGXの株価の値下がりも考慮しても低位にとどまった。

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はシンガポール政府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。さらに、財務的に見た負担の大きさからSGXの株価レーティングをJPモルガンがオーバーウエイトからニュートラルへ、ドイツ銀行がバイからホールドへ、クレディスイスがアウトパフォームからアンダーパフォームへと格下げしたこともSGXの株価下落に拍車をかけた。これを受けて、ASXの株価は七・四%下落して三八・六七豪ドルで取引を終え、SGXの株価も二・六%下落して八・七二シンガポール・ドルで取引を終えた。

翌一〇月二七日にはニューマン前ASX会長が合併失敗はASXの国際的な地位低下をまねく恐れがあると警告を発したが、ASXはナスダックやトロント証券取引所を傘下に持つTMXとも統合交渉をおこなっていたことが報道され、時価総額ではASXがナスダックやTMXを上回ることから、時価総額の大きなSGXに買収されて統合するのではなく、ナスダックやTMXを買収して統合する選択肢があるのではないかという見解が多く示され、SGXによる買収計画に対する疑念がさらに広がった。

こうして逆風の強まる中、一二月六日にはASXから委託を受けた調査会社アクセス・エコノミクスがSGX

との合併に関する委託調査報告を公表した<sup>(5)</sup>。そして、ASXはこの調査報告を会長の手紙とともに株主へ送付した。ASXからの依頼による調査報告であるから割り引いて評価すべきではあるが、①オーストラリアが成長著しいアジアの金融サービスのハブとなる可能性を高めること、②オーストラリアが貯蓄の投資先を分散する能力を高めること、③オーストラリア企業の資本コストを低下させること、④ASXは引き続きオーストラリアの規制当局によって監督されるので大きな変化は国内で生じないこと、などに反対すべき理由は見当たらない。

一二月一五日にはかつてオーストラリア株式取引所によるシドニー先物取引所買収にストップをかけた競争・消費者委員会がSGXによるASX買収に反対しないという通知をASXに対しておこなった<sup>(6)</sup>。合理的に考えれば、人口が少なく、上場企業の時価総額や売買代金で下回るシンガポールの取引所にオーストラリアの取引所が買収されるのは我慢できないといった感情や、ナスダックやTMXといった時価総額がASXよりも小さい取引所を買収する方が

図表3 Major international exchanges

Exchange (location)	2009 market capitalisation* (US\$ billion)	2009 share turnover value (US\$ billion)	2009 listed companies (Number)
1 NYSE Euronext (US)	11,838	17,785	2,327
2 Tokyo Stock Exchange Group (Japan)	3,306	3,991	2,335
3 NASDAQ OMX (US)	3,239	28,951	2,852
4 NYSE Euronext (France)	2,869	1,982	1,160
5 London Stock Exchange (UK)	2,796	3,391	2,792
6 Shanghai Stock Exchange (China)	2,705	3,391	870
7 Hong Kong Exchanges (Hong Kong)	2,305	1,502	1,319
8 TMX Group (Canada)	1,677	1,240	3,700
9 BME Spanish Exchanges (Spain)	1,435	1,511	3,472
10 BM&FBOVESPA (Brazil)	1,337	626	386
ASX Group (Aust)	1,262	932	1,966
Singapore Exchange (Sing)	481	245	773

Source: World Federation of Exchanges (WFE) website.

\*Aggregate market capitalisation of companies listed on the relevant exchange at 30 December 2009.  
(出所) 注(5)のACCESS ECONOMICSレポート

よいのではないかということ以外には買収に反対する理由は見出し難いから当然であろう。

二〇一一年一月二四日、SGXはASXの買収費用をまかなうためのブリッジ・ローン<sup>⑦</sup>を、オーストラリア・ニュージーランド銀行（コーディネーター）、東京三菱UFJ銀行シンガポール支店、DBS銀行、オーバーシー・チャイニーズ・バンキング・コーポレーション（OCBC）、ユナイテッド・オーバーシーズ・バンク（UB）、ナショナル・オーストラリア銀行の六行から総額で三八億シンガポールおよび七億五〇〇〇万豪ドル確保できる見通しであることを発表した。金利は三年物シンガポール・ドル借り入れでスワップ金利プラス〇・五%、五年物シンガポール・ドル借り入れでスワップ金利プラス〇・七二%、三年物豪ドル借り入れでスワップ金利プラス〇・七五%、五年物豪ドル借り入れでスワップ金利プラス一・〇一%と公表されている。

#### 4 買収合意が意味するもの

今回のSGXによるASX買収合意は、ニュースで取り上げられる頻度から見ても株主や市場関係者の関心の度合いから見ても明らかに買収される側のASXが主役となっている。これは買収される側の危機感と買収する側の危機感の無さとも関係していようが、それ以上にASXにとってのSGXというパートナーとSGXにとってのASXというパートナーの位置付けの違いでもあると考えられる。アジア諸国の株式市場の拡大を取り込みたいASXと、急激な拡大は見込めないが市場規模では上回る他国の取引所を比較的利益な条件で買収できる機会を得たSGXでは買収合意に対する意気込みが違っていると考えられるからである。そのことは、ASXのウェブサイトで買収合意がトップで大きく取り上げられているが、SGXのウェブサイトで買収合意はトップページでは取り上げられていないことにもあらわれている。SGXのベッセル（スウェーデン語読み、共同記者

会見ではボッカーと呼ばれていた) CEOはOMX時代にCEOとして数々の取引所買収を実現し、OMXがナスダックに買収された後はナスダックの最高業務責任者(COO)を務めてきたが、さほどニュースでは取り上げられることの少ない地味な存在である。SGXがASXの買収を足掛かりに国際的な取引所再編を目論んでいるとは考えにくく、ASXから持ちかけられた身売りを有利な条件で引き受けたとしか考えにくい。

それではなぜASXがこの買収合意にそれほど積極的であるのかということを考えてみると、国内ではカイXをはじめとする取引所類似施設参入による取引シェア低下が予想される上、先進国であるオーストラリアがアジア諸国並みの成長を続ける見込みが無いからであろう。实体经济の成長なくして取引所が成長するためには外国株の取引や外国人投資家の受け入れ促進をはかるしかない。そこで、实体经济は成長を続けるが、金融市場としては分断され、遅れていると考えられるアジア諸国との関係を強化して、いち早くアジア市場の「金融サービス」のハブとなろうという選択をASXはおこなったものと考えられる。そのためであれば形の上では買収され、取り込まれたように見えても実質的には統合の果実をより多く手にしようとしたのではないだろうか。実際、オーストラリア国内では買収されたシドニー先物取引所から合併後のCEOを選出したという先例があるし、国際的にはユーロネクストに買収されたロンドン国際金融先物・オプション取引所(LIFFE)はフランス・オランダ・ベルギー・ポルトガルのデリバティブ取引所を実質的には傘下におさめる形になったという先例もある。

ASXにとつての最大の誤算は労働党と自由党という二大政党がいずれも議会の過半数を取れずに労働党と緑の党による連立政権が誕生したことであろう。この買収計画は阻止するものがないというだけでは成立しえず、議会による法律改正によってASXの保有株式制限を撤廃するという積極的な支持がなければ成立しないということが焦点となっている。もともと労働党よりもビジネス寄りの野党自由党が政権批判の道具として買収反対を

言い出し、労働党連立政権のキャスティング・ボードを握る緑の党はビジネスには批判的である上、シンガポールがオーストラリア政府の要請にもかかわらず、オーストラリア人麻薬中毒患者を死刑にした事件を人権問題として批判し続けてきた。緑の党のような小政党は妥協をして議席を拡大するよりも少数の支持者のために主張を曲げないことが存在意義となっており、緑の党が買収合意を支持する可能性は極めて低い。自由党が党利党略にこだわらず、オーストラリアの国益を考えて買収支持に回らない限り、買収実現は生じ得ないし、自由党が支持した場合には緑の党の連立政権離脱を恐れて労働党が支持を見合わせる可能性も残っている。かくして、今回の合併合意は政権抗争の手段となっており、これを見越してASXの株価は一度も買収価格には達してはいない。

注(1) John Durie, "Brief extension of debt deadline means management heads must roll," *The Australian*, 28 September 2010 (<http://www.theaustralian.com.au/business/opinion/brief-extension-of-deadline-means-management-heads-must-roll/story-e6fzg9f-1225930238224>).

- (2) ASX, "2010 Annual General Meeting - Address by Chairman and Managing Director and CEO," *Media release*, 29 September 2010 ([http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/20100929\\_agm\\_chairman\\_ceo\\_speeches.pdf](http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/20100929_agm_chairman_ceo_speeches.pdf)).
- (3) Saeed Azhar, "Singapore Exchange may offer \$8.3 bln for ASX-source," *Reuters.com*, 24 October 2010 (<http://www.reuters.com/article/2010/10/24/asx-sgx-idUSSG69N01J20101024>).
- (4) ASX and SGX, "ASX and SGX combine to create the premier international exchange in Asia Pacific - the heart of global growth," *JOINT NEWS RELEASE*, 25 October 2010 ([http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/20101025\\_asx\\_sgx\\_media\\_release.pdf](http://www.asxgroup.com.au/media/PDFs/20101025_asx_sgx_media_release.pdf)), "CREATING THE PREMIER INTERNATIONAL EXCHANGE IN ASIA PACIFIC - THE HEART OF

