

シンガポール、香港における取引所統合の動き

1998年11月、シンガポールのリー・シェンロン副首相（通貨庁議長を兼務）は、シンガポール証券取引所（SES）とシンガポール国際金融取引所（SIMEX）を合併させる構想を明らかにした。99年1月には、通貨庁（MAS）の「取引所のガバナンスに関する委員会」が報告書を公表するなど、合併へ向けての準備が進められている。一方、99年3月には、香港のドンナルド・ツァン財務長官が、香港証券取引所（SEHK）と香港先物取引所（HKFE）を統合する構想を発表し、両取引所を傘下に置く持株会社の設立など、合併の具体的なスキームづくりも始まっている。

1. シンガポールの取引所統合構想

1) 構想の内容

シンガポールの取引所統合構想は、1998年11月4日に開かれたSES創設25周年記念晩餐会の席上、リー・シェンロン副首相が行ったスピーチの中で初めて明らかにされた。この構想は、もともと98年8月に発足したMASの「取引所のガバナンスに関する委員会（Committee on the Governance of the Exchanges: CGE）」が10月に政府へ提出した提言に盛り込まれたものであり、99年1月には報告書の形で公表された¹。

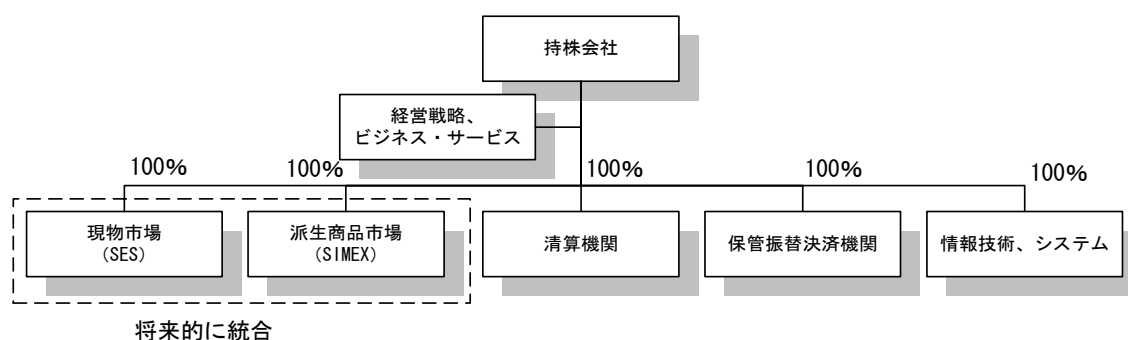
CGEの報告書には22項目に及ぶ具体的な提案が含まれており、大要以下のような内容となっている。

- ① 現在、会員組織となっているSES、SIMEXの組織形態を改める。二つの取引所は、新たに設立される営利を目的とする株式会社形態の持株会社の傘下に組み入れられる。この組織変更は、99年下期に実施される。
- ② SES、SIMEXの会員は、会員権を失う代償として、持株会社の株式を受け取る。SES会員33社は、各々600万シンガポール・ドル（約4億2,000万円）相当の株式を配分される。SIMEX会員は、持ち分一口当たり11万5,000シンガポール・ドル相当、会員権一口当たり17万シンガポール・ドル相当の株式を配分される。これにより、SES、SIMEXの会員は、持株会社株式の40～50%程度を保有することとなる。

¹ Report of the Committee on Governance of the Exchanges, 18 January 1999.

- ③ 持株会社は株式の公募を行うが、証券・先物業者の持ち分を 33%以上 75%以下とするよう求められる。このシーリングは、持株会社株式の上場後は撤廃される。外部株主としては、公募による一般投資家のほか、シンガポール金融市場の発展に貢献する金融機関など、戦略的株主を予定している。
- ④ 統合後の SES、SIMEX は、それぞれ持株会社の 100%子会社として運営されるが、法人格は別個のままとする。将来的には取引システムを統合し、法人としても合併する。また、持株会社の子会社として清算機関、保管振替決済機関、テクノロジー開発会社を設け、二つの市場の決済システムを将来的に統合する（図 1）。

図 1 SES、SIMEX 統合後の組織



(出所) CGE 報告書より作成。

- ⑤ 持株会社の意思決定機関として 10~12 人で構成される取締役会を設け、その半数以上は、証券・先物業者以外から選ばれるものとする。MAS が、2~4 人の独立取締役を任命する。日常の業務執行にあたる執行委員会 (Executive Committee) は SES と SIMEX の経営陣をメンバーに含むべきである。
- ⑥ 売買委託手数料の完全自由化を 5 年以内、取引所へのアクセスの全てのブローカーへの開放を 3 年以内 (2002 年 1 月までに) に実施する。
- ⑦ MAS による取引所監督の在り方など、現在の市場規制の仕組み、法令を見直す。

2) 構想の背景

シンガポールは、政府の強力な産業政策の下で経済の高度成長を続けてきたが、今後は、先進国並みの成長率へ移行するものと考えられている。そうした中で、政府は、従来の貿易立国政策と並んで金融立国を大きな目標として掲げ、香港と並ぶアジアにおける国際金融センターとしての地位の確立すべく、金融・証券市場の制度改革を進めている (表 1)。

最近では、97年12月にリー・シェンロン副首相が議長を務める政府の金融セクター再検討グループ（Financial Sector Review Group）の下にSES再検討委員会（SES Review Committee）とコーポレート・ファイナンス委員会（Corporate Finance Committee）が設置され、それぞれ98年7月、10月に報告書を提出した。

表1 シンガポールの証券市場改革をめぐるこれまでの経緯

年月	事項
1973年5月	マレーシア・シンガポール証券取引所（SEMS）が分割され、シンガポール証券取引所（SES）開設。
73年9月	1973年証券業法施行。自主規制機関である証券業評議会（SIC）設立。
77年2月	個別株オプション（コール）の上場取引開始。
78年1月	コンピュータ決済制度の導入
84年3月	通貨庁（MAS）法改正。MASによる証券市場規制が始まる。
84年7月	シンガポール国際金融取引所（SIMEX）開設。
85年12月	パンエレクトロニック・インダストリー社の倒産をきっかけとして、証券取引所の立会停止、証券会社倒産など証券市場が混乱。
86年1月	銀行の証券子会社が初めてSES会員権取得。
86年8月	1986年証券業法、証券業規則施行。SICはMASの諮問機関となる。
87年2月	SESDAQ市場（二部市場）開設。
87年9月	中央証券預託機構（CDP）設立。
88年3月	SESDAQと米国Nasdaq市場のコンピュータ接続実施。
88年7月	SES立会場にCLOB自動取引システム導入（89年3月完全自動化）。
90年1月	マレーシア政府によるマレーシア株のシンガポール上場禁止に伴い、店頭市場CLOBインターナショナル開設。
90年10月	SES会員権の外国証券会社への開放決定（92年3月7社に会員権付与）。
93年3月	1980年以来途絶えていた個別株オプション取引再開。
93年11月	シンガポール・テレコム为民営化、上場。
94年1月	銀行支店内の公認取引センター（ATC）における上場銘柄注文取扱い認可（7月から実際の売買開始）。
95年2月	ベアリングスの経営破綻。
95年12月	SES外国株市場開設（96年10月に第1号として香港企業が上場）。
97年12月	金融セクター再検討グループにSES再検討委員会、コーポレート・ファイナンス委員会、銀行ディスクロージャー委員会の三委員会を設置。
98年2月	競争力強化委員会の金融・銀行小委員会が報告書を提出。
98年7月	SES再検討委員会が報告書を提出。
98年10月	コーポレート・ファイナンス委員会が報告書を提出。
98年11月	リー・シェンロン副首相が取引所統合構想を発表。
99年1月	取引所のガバナンスに関する委員会（CGE）が報告書を提出。

（出所）野村総合研究所

SES再検討委員会の報告書は、株式売買委託手数料の自由化と取引所へのアクセスを全ての証券ブローカーに対して開放することを提言した。一方、コーポレート・ファイナンス委員会は、企業の市場を通じた資金調達に対する考え方を許可制的なものからディスクロージャーを正しく行えば調達できるという考え方に転換することを提言した。

今回、取引所統合の具体的な手順に関する提言を盛り込んだ報告書を提出した CGE は、SES 再検討委員会の報告書を受けて、手数料自由化やアクセスの開放を円滑に実施するための組織改革を検討するために設置された委員会である。

なお、こうした金融業振興に焦点を絞った検討と並行して、国としての産業競争力を強化するという幅広い観点からの検討も行われており、97 年 8 月には通産省が管轄する競争力強化委員会に金融・銀行小委員会が設置され、98 年 2 月に報告書を提出した。報告書では、株式市場、債券市場、派生商品市場のそれぞれについて、様々な活性化策が提言されている²。

シンガポール政府が、取引所統合という制度改革に踏み切った背景には、後述するように、世界的な市場間競争と取引所の公益事業からビジネスへの転換という大きな流れがある。こうしたグローバルな動向とともに、取引所統合が必要とされるようになったシンガポール固有の事情もある。この点について、CGE の報告書では、以下のような指摘を行っている。

- ① SES は、国内企業数そのものが少なく、しかも近隣諸国の市場がナショナリズムの観点から自国企業のシンガポールへの上場を喜ばないという事情があり、拡大には限界がある。
- ② SIMEX は、主力商品がユーロ・ドル、ユーロ円などとなっており、アジア地域に根ざした商品の取扱いにも乗り出してはいるが、まだ不十分である。
- ③ 97 年以降のアジア金融危機によって、シンガポール市場の安定性や市場原理に忠実であることなどが一層注目されるようになってきている。これは、地域内の競争相手に対して優位に立つチャンスである。
- ④ これまでは、取引所固有の利害と会員ブローカーの利害が対立する場合には、MAS によって調整が行われてきた。しかし、取引所が競争的環境の中でビジネスとして成功するためには、正しいインセンティブが与えられるような組織形態に改変されなければならない。
- ⑤ 取引所の統合によって、新しい商品の開発、資本力の強化、専門性の高いトップ経営者の集結、マーケティングや技術開発面でのシナジーといった効果が期待できる。

² 落合大輔「シンガポールの証券市場改革」『資本市場クォーターリー』98 年春号参照。

2. 香港の取引所統合構想

1) 構想の内容

香港のドナルド・ツァン財務長官は、1999年3月3日に行った1999年度予算法審議の第二読会における演説の中で、証券・先物市場改革の必要性を強調し、取引所を会員組織から営利組織へと転換した7カ月以内に合併させるとの構想を明らかにした。

構想の詳細は、同じ日に発表された政府の「証券・先物市場改革に関する政策」と題された文書に示されており、大要以下のような内容となっている³。

- ① 現在、会員組織となっている香港証券取引所（SEHK）、香港先物取引所（HKFE）の組織形態を改める⁴。取引所市場で取引を行う権利と取引所に対する持ち分権とを分離する。
- ② 二つの取引所は、清算機関とともに新たに設立される営利を目的とする株式会社形態の持株会社の傘下に組み入れられ、合併する。現在の取引所会員は持株会社の株主となるが、株式の割当方法、価格については、99年9月末までに決定される。
- ③ 2000年3月末までに、組織変更、株式の割当に必要な立法措置が講じられる。
- ④ 持株会社は、2000年9月末までに株式を上場する。この際、会員が株式を売却しても市場での取引に関する権利を失うことはない。一般投資家が参加する株式公募も実施される。
- ⑤ 持株会社は、営利企業として事業を拡大できるが、同時に、一定の規制機能を担い続ける。但し、現在の証券先物委員会（SFC）と取引所の間での規制機能の分担は見直されることになる。
- ⑥ 持株会社の役員会には、株主の利益を代表する者だけでなく、市場参加者、投資家、関連専門家などの代表が含まれることになる。政府は、複数の役員を任命する権利を保持し、持株会社が公益に合致した行動をとるよう監督する。

2) 構想の背景

香港の証券市場制度は、1987年10月の株価暴落をきっかけとして大きく変化した。暴落に際しては、現物、先物の取引所が、ともに4日間にわたって閉鎖され、市場全体に大きな混乱が広がった。この経験を機に、集中振替決済システム（CCASS）の導入、統一的な規制機関としてのSFCの設置といった制度改革が進められることになったのである。

しかし、その後の世界の証券市場をめぐる環境変化によって、香港の市場構造はある意

³ A Policy Paper on Securities and Futures Market Reform, March 1999.

⁴ 両取引所は、株式会社形態をとっているが、取引所会員が株主となっている。

味では時代遅れになりつつある。そこで、香港政府は、①取引システムのアップグレードや清算機関の統合など取引インフラ面の改革、②SFCの権限強化や市場における不正行為を審理する独立の審判所の設置など証券市場規制改革、③取引所の非会員組織化と統合、という三つの柱からなる改革を進める方針を打ち出したのである。

改革の主要な柱として取引所統合が盛り込まれた背景には、シンガポールの場合と同じように、世界的な市場間競争と取引所の公益事業からビジネスへの転換という大きな流れがある。しかも、香港の場合、既に地域内におけるライバルであるシンガポールが取引所統合の実施を打ち出しているという事実も影響した。政府の文書においても、欧米における取引所間提携、合併の事例に加えて、シンガポールの例があげられている。

政府文書によれば、二つの取引所は、市場運営者、会員組織、規制機関、公的機関という四つの場合によっては相反する性格を与えられているため、ビジネスとしての焦点がぼやけていると指摘されている。また、会員権や取引端末の数に上限が設けられているため、市場の拡大が妨げられているとされる。営利目的という動機がないことが新商品の開発を遅らせ、HKFEを事実上ハンセン指数先物を唯一の商品とする取引所にしてしまったとの指摘もなされている。

一方、市場の効率性を高め、リスクを低減するためには、投資家による投資の意思決定から証券会社への発注、取引所への注文回送、決済・受渡に至る一連のプロセスがデジタルな情報の流れとして一台の端末を通じて処理されるSTP (straight through processing) の実現が必要であり、そのためには、現物市場と先物市場のリンケージを強化することが求められるとされている。

3) 今後の展望

シンガポールの取引所統合が、持株会社株式の会員への割当に関する詳細まで既に決められているという具体性の高い構想であるのに対し、香港の場合、最も難航が予想される既存会員の持ち分の評価は、これからの課題とされている。政府文書は、二つの取引所が、独立のアドバイザーと契約するといった形で評価を進め、最終的には、会員の合意によって株式の配分を決定するよう提案している⁵。

既に触れたように、この評価は、99年9月末までに実施されることになっている。各取引所会員による組織変更の承認に関する投票もそれまでに行われるべきとされている。必要な承認が円滑に実施された後、政府が取引所に関する法令の改正に取りかかることになる。

⁵ 99年3月9日には、SEHKがメリルリンチをHKFEがモルガンスタンレーをそれぞれアドバイザーに指名したと発表した。

おわりに

近年、各国の証券取引所、先物取引所、私設取引システム（PTS）によるグローバルな市場間競争は一層激しさを増している⁶。

米国では、Nasdaq 市場を運営する全米証券業協会（NASD）がアメリカン証券取引所（AMEX）とフィラデルフィア証券取引所を傘下に収める一方、従来の PTS に対して取引所としての規制を受けるか代替的取引システム（ATS）としての規制に服するかを選択を迫る新たな規則が制定されている⁷。

一方、欧州では、欧州連合（EU）による市場統合と単一通貨ユーロの導入という歴史的な変革が進められる中で、ロンドン証券取引所とドイツ証券取引所が提携するなど、取引所間の連携、競争の動きが深まっている。先物取引所についても、ドイツとスイスの取引所がシステムを統合して EUREX を形成するなど、大きな変化が生じている⁸。

こうした競争の中で、取引所が会員の利害にとらわれずにビジネスとしての目標を追求できる、システム投資などに必要な資金を容易に調達できる、といった観点から取引所の組織形態を改変し、会員組織から営利を目的とする株式会社組織に転換することが一つの潮流となりつつある。

シンガポール、香港というアジアの最も有力な金融センターにおいて、相次いで同じような証券取引所と先物取引所の統合、営利株式会社組織への転換という構想が打ち出されたことは、このグローバルな市場間競争がアジアにも及びつつあることを象徴している。

我が国においても、東京証券取引所の証券政策委員会が、株式会社化をも視野に入れた改革を進めるよう提言しているが、そのような抜本的な改革は現行法制の下では不可能である⁹。シンガポール、香港では、政府が自ら抜本的改革へのイニシアティブをとった。我が国では、今後、どのような展開がみられるのであろうか。

（大崎 貞和）

⁶ 淵田康之「取引所新時代」『資本市場クォーターリー』98年夏号。

⁷ 大崎貞和「Nasdaq 市場とアメリカン証券取引所の合併」『資本市場クォーターリー』98年夏号、同「米国における ATS（代替的取引システム）規制の導入」『資本市場クォーターリー』99年冬号。

⁸ 落合大輔「進む欧州取引所の再編」『資本市場クォーターリー』98年秋号。

⁹ 東京証券取引所証券政策委員会『東証の将来像について』1999年2月10日。