

アジア太平洋地域における市場間競争と取引所・決済機関の動向

グローバルな市場間競争の進展はアジア太平洋地域の取引所及び決済機関にも影響を及ぼしている。各国では各々の市場の魅力を高めるべく様々な革新への取り組みが行われており、ベンチャー市場開設などの投資対象の拡大、取引や決済のシステム高度化に向けたインフラ整備などが、多くの市場で行われている。以下では特に革新への取り組みが目覚ましい香港、シンガポール、オーストラリアの例を紹介する。

1. アジア太平洋地域の取引所の市場革新への取り組みと市場間競争

アジア太平洋地域の取引所や決済機関における市場革新の動きが顕著である。表 1 は最近の主立った取り組みを市場ごとにまとめたものである。全体として、以下のような取り組みが各国の取引所により行われている。

- ・ 商品の多様化：ベンチャー市場の開設などによる扱い銘柄の多様化、上場投信や新派生商品の開発・上場など
- ・ サービスの多様化：従来の業務（取引所なら取引の執行、株価情報の提供など、決済機関なら決済の執行）に止まらず、取引システムの販売、照合や名義書換代理等のサービスにも進出すること。オーストラリアにおいて特に積極的な動きがある分野。
- ・ クロスボーダー・リンクへの取り組み：提携国間の注文回送ネットワークの整備、上場銘柄の相互上場などの様々なレベルでの取り組みが考えられている。
- ・ 取引所インフラの高度化：取引システムのオープン・インターフェース導入などによる STP (straight-through processing、人手を介さない一気通貫処理) の促進、ブロック取引等通常の取引になじみにくい取引を可能にするシステムの導入など。PTS (私設取引システム) のサービスを意識した動きでもある。
- ・ 決済インフラの高度化：決済期間短縮、証券の不動化・無券面化推進により実現するリスクやコストの削減効果の追求。
- ・ 証券・先物取引所の合併：取引システムや清算・決済機能を一元化することで利用者の利便性を高める。特に決済に必要となる担保の効率性向上面での期待が高い。
- ・ 取引所の株式会社化・上場：競争を効率的に追求できる組織形態に転換するという動きである。

表1 アジア太平洋地域の取引所・決済機関における近年の取り組み

	香港	シンガポール	オーストラリア	その他の国
ベンチャー市場の開設	・99年11月よりGEM(①,注1)開始	(87年よりSESDAQを開始)	・97年、プライベート・エクイティ市場「em」を開始	・2000年3月、韓国で第三市場「OTC-BB」開始 ・2000年4月、台湾で第二店頭市場開始 ・2000年7月、JSX2部制へ移行(インドネシア) ・中国、2001年初に二部市場開始を予定
新商品の導入	・2000年10月に小口ハンセン指数先物の取引開始予定	・99年9月、シンガポール・ドル3ヶ月先物 ・2000年6月、ST指数先物 ・2000年9月、S&P CNXエフティ指数先物(インド、テクノロジー株指数)	・ステートストリート・グローバル・アドバイザーズと共同でETFを開発。2001年4月までに導入予定	・2000年10月よりSSXが株価指数先物の取引開始を予定(インドネシア) ・マレーシア、KLOFFE株式インデックス・オプション取引を年内に開始予定
クロスボーダー取引リンクへの取り組み・提携	・2000年5月よりNasdaq銘柄の売買を試験的に開始(7銘柄) ・2000年6月発表のGEM(②,注1)構想に参加	・2001年7月よりASXと上場銘柄の相互乗り入れ取引を開始予定 ・米 AMEX 上場ETFのSGX上場を予定 ・Globex Allianceに参加 ・台湾とも相互上場を検討。他、東証含む複数の取引所と主に情報交換面で提携関係にある	・99年、Nasdaqと提携 ・2000年6月発表のGEM(②,注1)構想に参加 ・2001年7月よりSGXと上場銘柄の相互乗り入れ取引を開始予定 ・その他、東証含む複数の取引所と提携	・韓国(東証等)、台湾(シンガポール、タイ等)、タイ(台湾等)などの市場で主に情報交換レベルで提携を行っている(カッコ内は提携相手国)
STP化、電子取引システム	・SEHK、新取引システムAMS/3を年内に導入 ・2000年6月、HKFE取引が電子取引に移行	・SGX-DT、ブルームバーク上に派生商品取引を開放する予定(2000年5月発表)	・97年より取引所システムSEATSのオープン・インターフェースを提供 ・ブロック取引システムBLOXを開発中	・SSX、2001年1月より電子取引システムを開始予定
決済の不動化・無券面化	(99年発表の資本市場インフラ高度化策の中で不動化の促進を検討課題に列挙)	(証券の前受けを義務付ける規則を検討)	・99年1月より無券面化実施	インドネシアCSD、2000年3月に電子振替決済システムを導入。対象証券を順次拡大
決済期間短縮	(92年よりT+2決済)	・2000年3月、T+5決済からT+3へ移行 (T+1への移行も検討課題)	・99年2月よりT+5決済からT+3に移行 (T+1も向こう3年単位での検討課題とされる)	・マレーシア、年内にT+5決済からT+3へ移行を予定 ・タイ、2001年末までにT+5からT+2へ移行予定
取引所の統合・株式会社化・上場	・2000年3月、証券・先物取引所統合、株式会社化 ・2000年6月、上場	・99年12月、証券・先物取引所統合、株式会社化	・98年10月、証券取引所のASXが株式会社化、上場 ・2000年9月、先物取引所のSFEが株式会社化	・タイ証取、2002年初までに株式会社化を予定 ・中国、2000年内に上海・深セン証取合併を予定 ・マレーシアのKLSEとCOMMEMXが合併を予定
手数料自由化	・2002年4月完全自由化	・99年10月より完全自由化。それまでも段階的自由化	(84年より固定手数料制廃止)	・マレーシア、2001年7月より完全自由化。2000年9月より10万リンギ以上の取引について自由化 ・タイ、2000年9月より手数料引き下げ、10月中完全撤廃を検討中

(注) 1. GEM (①) = Growth Enterprise Market (香港取引所のベンチャー市場)、GEM (②) = Global Equity Market (NYSE、東証等、世界の8証取をリンクするという構想。2000年6月発表)

2. ASX = オーストラリア証券取引所、COMMEMX = マレーシア商品取引所、JSX = ジャカルタ証券取引所、HKFE = 香港先物取引所(2000年3月の統合後も持株組織の下で存続)、KLOFFE = クララルプ・ール・オブ・ジョン金融先物取引所(マレーシア)、KLSE = クララルプ・ール証券取引所(マレーシア)、SEHK = 香港証券取引所(2000年3月の統合後も持株組織の下で存続)、SFE = シドニー先物取引所、SGX-DT = シンガポール取引所・派生証券取引部(旧 SIMEX)、SSX = スラバヤ証券取引所(インドネシア)

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

取引所がこれらの自己革新に駆り立てられているのには、アジア太平洋地域においても市場間競争が強く意識されているためである¹。

その象徴的な事例として、2000年8月にはオーストラリア証券取引所（ASX）とニュージーランド証券取引所（NZSE）が合併交渉に入ったという発表があった。ASXの10分の1の規模しかなく、ここ4～5年は株価、時価総額、上場企業数などどの推移を見ても横這い傾向が続いていたNZSEとASXの合併は以前からもうわさされていた。だが、より直接的には、2000年6月に売買代金・時価総額共にNZSEでは上位3位に入るライオン・ネイサン社（ビール醸造業）がオーストラリアに移転し、ASXへの上場を決めたことなどが契機となった。このように、グローバル化や技術革新の進展によって企業や投資家が国の枠組みを越えていくようになり、市場による企業や投資家の獲得競争を促しているという、正に市場間競争のシナリオがアジア太平洋地域でも実現しつつあることは、同地域の証取に少なからぬ危機感を与えている。

表2 世界の証券市場上位10とアジア太平洋地域の証券市場

(100万米ドル)

順位	国	時価総額	シェア	順位	国	時価総額	シェア
1	米 国	16,635,114	46.2%	17	韓 国	308,534	0.9%
2	日 本	4,546,937	12.6%	21	シンガポール	198,407	0.5%
3	英 国	2,933,280	8.1%	23	インド	184,605	0.5%
4	フランス	1,475,457	4.1%	25	マレーシア	145,445	0.4%
5	ドイツ	1,432,190	4.0%	33	インドネシア	64,087	0.2%
6	カナダ	800,914	2.2%	37	タイ	58,365	0.2%
7	イタリア	728,273	2.0%	38	フィリピン	48,105	0.1%
8	オランダ	695,209	1.9%	44	ニュージーランド	28,352	0.1%
9	スイス	693,127	1.9%	57	パキスタン	6,965	0.0%
10	香 港	609,090	1.7%	77	スリランカ	1,584	0.0%
12	オーストラリア	427,683	1.2%	86	ハンガリー	865	0.0%
13	台 湾	375,991	1.0%	92	ネパール	418	0.0%
16	中 国	330,703	0.9%		世界全体	36,030,809	100.0%

(注) 99年末。

(出所) Standard & Poors, "Emerging Stock Markets Factbook 2000"より野村総合研究所作成

表3 売買代金・時価総額に占める上位10銘柄のシェア

	香 港	シンガポール	オーストラリア	ニュージーランド	日 本
(a) 上場企業数	701	327	1,217	220	1,364
(b) 売買代金 (年間、10億ドル)	247.0	107.4	199.9	13.8	1,563.0
(c) 売買代金上位10銘柄 の全体に占める割合	42%	35%	46%	61%	26%
(d) 時価総額 (10億ドル)	608.4	268.6	428.2	28.3	4,329.2
(e) 時価総額上位10銘柄 の全体に占める割合	68%	43%	46%	59%	31%

(注) シンガポールの(c)の数字については、直近半年間の売買代金を用い Bloomberg で計算。それ以外の市場については取引所公表データから計算。

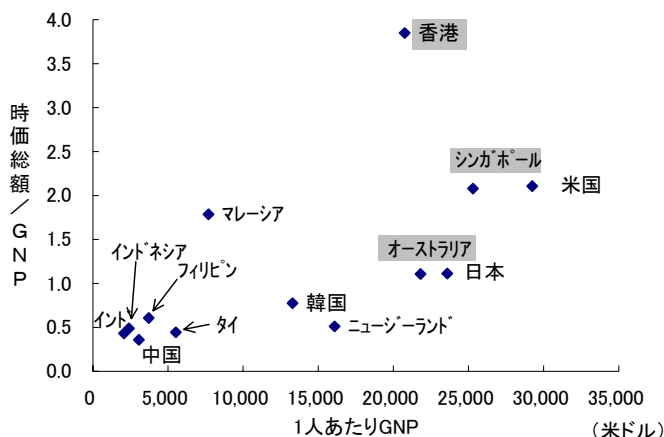
(出所) 各取引所資料、野村証券資料、Bloomberg などより野村総合研究所作成

アジア太平洋地域の証券市場は比較的規模が小さく、世界的に見ると個々の市場は1～2%の規模しかない(表2)。市場が小さいため、これらの取引所では主要数銘柄が海外での上場を選ぶことによる影響は大きい。例えば香港、シンガポール、オーストラリアの証取では、上位10銘柄が売買代金全体に占める割合がそれぞれ42%、35%、46%と比較的高い(東証は26%、表3)。NZSEのケースに至っては、売買代金・時価総額共に主要10銘柄の占める比率が約6割にも達していた。香港、シンガポール、

¹ グローバルな市場間競争激化の動きについては、大崎貞和『株式市場戦争：ナスダックの世界戦略と日本』（ダイヤモンド社刊、2000年）を参照。

オーストラリアの場合は、規模の問題に加えて、これらがアジア太平洋地域では相対的に成熟した市場だという事情もある。同じ規模が小さい市場であっても、例えば韓国などはまだ市場の規模が経済の規模に対して小さく、また、経済そのものに成長の余地が十分あると見られているため、市場の成長ポテンシャルも大きい。これ対し、これら3つの市場は図1では

図1 1人あたりGNPと時価総額



(注) 時価総額は99年末、GNPは98年末。
 (出所) Standard & Poors, "Emerging Stock Markets Factbook 2000"より野村総合研究所作成

右上に位置する、高度に発達した市場ということになる。このこともこれらの証取を競争に過敏にさせている。

以上のような事情から、香港、シンガポール、オーストラリアの取引所ではまず第一に他市場への上場企業や投資家の流出を防ぐために、市場革新に取り組まなければならないという意識が強い。

例えば、シンガポール取引所 (SGX) のリー・シェンロン会長は、「シンガポールの資本市場が新しい環境での期待水準に応じていかなければ、更に多くの国内企業が海外の取引所へと上場していくことになるであろう。国内の投資家は国内取引所や仲介機関を素通りし、シンガポール企業の株式を海外の取引所で取引するようになるであろう」と、緊迫した調子で改革を訴えている。香港においても政府による資本市場改革策の中で、政府は再三「現状維持という選択肢は残されていない」と危機感を強く滲ませたコメントを繰り返している。ASX もその年次報告書で同市場が多くの商品・サービスを扱う優良な市場であるとの自負を示しながらも、「しかし我々には規模という課題があるため、今後も革新に積極的に取り組む姿勢が肝要である」とトーンを引き締めている。

一方、第二にはより積極的な姿勢を以て、同地域の金融センターとして主導的な地位に就きたいという狙いがある。グローバル化により企業が外に出ていくことが比較的容易になったとしたら、逆に外から獲得することも容易になったとの期待がこれらの市場にはある。

小国である香港・シンガポールは、国際金融センターを標榜し、従来からも周辺地域からの企業や投資家の参加を意識した市場戦略をとってきた。オーストラリアにおいても近年は政府内に同国を国際金融センターとして盛り立てていくための特別組織が設置され、金融機関のコールセンターなどの誘致に積極的である。

近年の改革をこのような積極姿勢から特に推進しているのが香港である。上述した資本市場改革策の一環で政府は「香港の国際金融センターとしての地位を固めるために²⁾」と題したペーパーも発表している。香港は今後5年の内に世界の証券市場は3つのハブを中心に再編されていくと予見しており、アジアのハブになるのは香港であると強気姿勢を崩さない。

以下ではアジア太平洋地域でも競争を特に強く意識している、香港、シンガポール、オーストラリアにおける市場革新への取り組みを紹介したい。

なお、取引所や決済機関のクロスボーダー・リンクが始まりつつある中で、クロスボーダー・リンクのあるべき姿を模索するような動きも限定的ではあるが出てきている。以下、5. ではこれについても簡単に紹介する。

2. 香港

香港においては1999年3月、財務長官により3本柱の改革案が提示されて以来、急速に改革が進められている。最大の課題である取引所の統合・株式会社化については3月に提案された後、7月に証券・先物の両取引所における合併の合意に至り、2000年3月には香港証券取引所（SEHK）、香港先物取引所（HKFE）、決済機関のHKSCCが合併し、持株会社「香港取引所（HKEX）」が発足、6月からはHKEXが子会社のSEHKに上場と、急ピッチで進められた。2つ目の柱に香港資本市場インフラの高度化が挙げられており、ここでは清算・決済機能の一元化によるリスク管理機能の向上、STP化促進に向けた市場システム整備、無券面かつ安全な決済の仕組みの確立などを目指すことが提唱されている。3つ目には新たな市場構造に適した市場監督・投資家保護法の模索が挙げられている³⁾。

今後は国内の投資家・発行体の開拓だけではなく、国外、特に中国企業の上場に積極的に取り組むことにより、向こう5年間で最低でも世界の取引所の五指に入りたいという目標を掲げている。また、既に述べたようにグローバルな市場の台頭にあって世界の3極の一つ、つまりアジア太平洋地域のハブになることを目指している。

²⁾ “Hong Kong Exchanges and Clearing Limited: Reinforcing Hong Kong’s Position as a Global Financial Centre” (香港政府、99年7月)

³⁾ 香港の市場改革の全体像は、前掲脚注2に挙げたものの他、以下のペーパーにより示されている：①“A Policy Paper on Securities and Futures Market Reform” (香港政府、99年3月)；②Steering Committee on the Enhancement of the Financial Infrastructure in Hong Kong, “Report on the Enhancement of the Financial Infrastructure in Hong Kong - An eInfrastructure for a Leading eEconomy” (99年9月)

なお、①に述べられている取引所統合及び株式会社化の議論については、大崎貞和「シンガポール、香港における取引所統合の動き」『資本市場クォーターリー』99年春号参照。

商品・サービス面での展開

大きなものとして、ベンチャー市場 GEM (Growth Enterprise Market) の開設 (99年 11月)、SEHK における NASDAQ 銘柄取引の開始 (2000年 5月) がある。

GEM に上場するには、SEHK のメインボードと異なり利益を計上している必要は無い、3年ではなく2年間のみ継続的に営業していればよいなど、上場基準はメインボードよりも緩くなっている。反面、メインボードよりも厳しいディスクロージャー規制がかけられており、例えば年次報告書は期末より3ヶ月 (メインボードは5ヶ月) 以内、半期報告書は45日以内 (メインボードは3ヶ月) に提出することが義務付けられているほか、ニュースも GEM のホームページから迅速に発信していくことが要求されている。

GEM は地元の人気インターネット関連企業の上場もあり、3月には1日平均売買代金が14億香港ドルに達するほどの活発な商いがあった。その後しばらくは世界的なテクノロジー株調整の影響を受け、売買は低調であったが、現在また少し拡大しつつある (表4)。3月にスタートした GEM インデックス (GEI) は、開始以来8月末現在53%の下落率を記録した。しかし、それでも8月末までに45社が IPO を果たしており、これは東証のマザーズにおける上場件数 (8月末までに16社) を上回る。今後は中国のスタートアップ企業などの上場も増加することが予想され、GEM に対する期待は高い。

表4 香港証券取引所における上場会社数・売買高・売買金額の推移

年 月	上場会社数				1日平均売買高 (100万株)			1日平均売買金額 (100万HKドル)		
	メインボード		NASDAQ	GEM	メインボード	(内、 NASDAQ)	GEM	メインボード	(内、 NASDAQ)	GEM
	合計	(内、H株)								
1995年 6月	529	16	—	—	978	—	—	3,391	—	—
1996年 6月	554	20	—	—	1,581	—	—	4,180	—	—
1997年 6月	619	32	—	—	4,551	—	—	3,405	—	—
1998年 6月	667	41	—	—	5,828	—	—	12,881	—	—
1999年 6月	688	42	—	—	3,626	—	—	6,343	—	—
2000年 1月	703	44	—	10	17,725	—	29	17,492	—	83
2月	707	45	—	12	21,883	—	41	22,088	—	148
3月	709	45	—	18	10,961	—	192	15,035	—	1,464
4月	714	46	—	23	7,014	—	144	11,056	—	369
5月	713	46	7	25	8,342	0.002	54	6,515	0.89	155
6月	717	46	7	29	7,620	0.005	68	10,328	2.82	158
7月	718	46	7	41	6,832	0.002	210	13,659	1.11	338
8月	719	46	7	45	7,191	0.002	202	11,599	0.76	505

(注) H株は中国企業発行株式。

(出所) 香港取引所資料等より野村総合研究所作成

SEHK における NASDAQ 銘柄の売買は、試験的に NASDAQ 市場の7銘柄 (マイクロソフト、シスコ等) を香港取引所で売買を行うというものである。これらは香港には上場していないが、取引は香港取引所の規則に則り行われ、決済も香港ドル建てで HKSCC にて行われる。

NASDAQ 銘柄の取引については、日々の取引高が数千株、取引金額が100万~200万香港ドルで推移しており、取引が不活発というのが現在の評価である。この原因として、現在はまだ取扱銘柄が少ないことに加え、企業ニュースの発表と取引時間の時差が大きいな

どの根本的な問題も指摘されている。

HKEX のクロスボーダー・リンクへの取り組みとして、この他に NYSE が主導するグローバル・エクイティ・マーケットへの参加も表明している。グローバル・エクイティ・マーケットでは NYSE、東証、ユーロネクスト等 8 証取をリンクすることが考えられている⁴。

市場インフラ高度化への取り組み

SEHK は 2000 年 10 月より 2001 年初までかけて、新取引所システム「AMS/3」を導入しているところである。この新システムは、取引量の増加に対応しているほか、STP 化への取り組みや取引所のグローバル・ハブ戦略に則った工夫が為されている。

第一に、AMS/3 では取引所システムに自動的に注文を回送することが可能になっている。今までは取引所システムに第三者のシステムを接続することが不可能であったため、証券会社は注文を手入力し、出来確認も人手で行うしかなかったが、AMS/3 の導入により投資家の注文を（証券会社経由で）人手を介することなく取引所に回送し、また、インターネットなどを使って自動的に出来確認を投資家へ戻すこともできるようになる。

AMS/3 の第二の特徴は、今までよりも多くの注文形態や取引仕法に対応することが可能である点である。ここでは、AMS/3 の仕組みを経由して、複数の、それぞれ異なる規則に則った市場でもアクセスできるようにすることが想定されている。現在のオークション方式の香港株式市場以外にも、マーケット・メーク制やコール・オークションの市場にも一つの端末で対応できるような機能を備えている。

決済面では HKSCC が運営する SEHK 取引を決済するシステムである「CCASS」における米ドル建て取引決済の開始がある（2000 年 8 月）。香港では 2000 年 8 月より銀行間取引市場における米ドルの RTGS（即時グロス）資金決済の仕組みがスタートした。この仕組みを利用し、同月から SEHK における米ドル建て取引も、T+2 のネット＝ネットの DVP 決済（証券資金同時受渡の決済。ネット＝ネットでは証券も資金もネットィングする）及び RTGS 決済が可能となっている。米ドル建ての決済サービスでは、扱う資金が香港ドルではなく米ドルであることを除けば、通常の T+2 または RTGS 決済のフローと全く同じように処理される⁵。SEHK において取引された NASDAQ 銘柄を米ドル建てで DVP 決済することも可能となる。香港における米ドル RTGS 決済の導入は、同国において米ドル建て金融資産が既に多いことなどに鑑み実施されたことであるが、香港取引所としては RTGS の多通貨決済能力を備えることが、同取引所のアジア・ハブ構想に有利に働くと見込んでいる。

今後の決済インフラ面での課題としては、現物・派生証券取引を合わせた一元的な清算・リスク管理機能の提供がある。これは香港の資本市場インフラ政策でも優先順位の高い課

⁴ グローバル・エクイティ・マーケット構想については、大崎貞和「グローバルな株式市場間競争と市場間リンクの動き」『資本市場クォーターリー』2000 年夏号を参照。

⁵ 参考までに、SEHK における T+2 決済と RTGS 決済の使い分け方であるが、一般的には AMS（取引所システム）により電子的・自動的に約定された取引は T+2 のネットィング決済で、RTGS は場外で成立した取引を取引日に即日決済するのに使われる。

題であるが、香港としては2カ年計画でこれに対応していく予定である。

なお、改革の第三の柱である新しい市場監督・投資家保護体制の確立については、統合証券先物法案（the Composite Securities and Futures Bill）成立に向けて動いている。同法案は11月に議会に提出される予定である。これは現在9つに分かれている香港の証券・先物市場関連法を一つにまとめ、証券規制を近代化させるという試みである。同法案は、実は96年、98年にも議会に提出されたという経緯を持ち、そのルーツは古い。1）規制対象となる投資商品の定義を広げる、PTSに関する規制を盛り込むなどして、証券規制体制の近代化を図る、2）投資の世界において自己責任の原則が浸透しつつある中で投資家保護を強化する（市場操縦、インサイダー取引等に関する訴えを調停する市場不正審判所の設置など）などの内容を含む包括的な内容となっている。

3. シンガポール

シンガポールではシンガポール証券取引所の設立25周年であった98年より、証券市場の自由化、取引所の株式会社化などを盛り込んだ取引所改革の3年計画を実行している。また、当局である金融通貨局（MAS）の主導の下、同国の証券市場の拡大に向けた規制緩和策、運用業界育成政策などを実施している⁶。

取引所改革3ヶ年計画は"Bolster-Grow-Extend"という3ステップの構想であり、まず"Bolster"（強化）では国内での商品・サービスの拡充と取引所合併によるシナジーなどを実現する。"Grow"（成長）の段階では国外の市場との提携に積極的に臨む。このように多商品・多市場のサービスを追求しながらも、システムは重複しない統一された仕組みを整える。そして、第三のフェーズである"Extend"（拡大）では、バックオフィス・サービス等の新規の事業に進出し、取引所の事業ポートフォリオの多角化を図るとしている。

この構想に基づき、シンガポールでは香港に先駆けて証券取引所と先物取引所、それぞれの清算・決済機関の合併を行い、99年12月よりシンガポール取引所（SGX）という持株会社を発足させた。持株会社株式の上場も課題とされており、これは年内にも実行される予定となっている。

最近の取り組み

商品の拡充を目的として、先物取引所のSGX-DT（旧SIMEX）における新派生商品の導入を進めている。派生商品は99年9月にシンガポール・ドル3ヶ月先物、2000年6月にST（ストレイツ・タイムズ）指数先物を開始しており、9月からインドの株価指数先物であるS&P CNX ニフティ指数先物と、積極的に新商品を提供している。

⁶ MASの最近の金融セクター改革の詳細については、関雄太「進展するシンガポールの金融セクター改革」『資本市場クォーターリー』98年春号を参照されたい。

最近のクロスボーダー・リンクの動きとしては、この6月にアメリカン証券取引所と、同証取のETF（上場投信）をSGXに上場させる目的で合弁会社を発足させた。また、ASXとは上場銘柄の相互乗り入れを2001年からスタートすべく準備を進めている（この仕組みについては後述）。

なお、クロスボーダーの提携については、SGX-DTの方では既に15年以上も前からシカゴ・マーカントイル取引所（CME）と提携関係にある。このため、SGXはクロスボーダーの協調についてはアジアの他の取引所と比較し一日の長があると自負している。CMEとの提携は現在Globex Allianceという形でCME、SGX-DT、パリ取引所等を含む6つの先物取引所の連合に発展しており、Globex内では相互の商品の取引を扱えるほか、証拠金も各取引所の担保をクロスして利用できるようになる⁷。2000年第4四半期中のスタートを予定している。

SGXでもテクノロジーへの投資が取引所として成功していくための要であるという認識を強く持っている。既に取引所のオープン・インターフェースは香港に先駆け98年より実施している。今後は証券取引と先物取引の取引システムや決済の仕組みを一元化し、一つのインターフェースで全ての商品の取引から決済までを扱えるようにするのが最終目標とされる。シンガポールの場合、現在MASが行っている国債の決済もSGXに移管することが検討されている。

決済サイクルは2000年3月よりT+5からT+3へと移行したが、SGXは将来的にはT+1への移行も考えている。

なお、シンガポールでは2002年頃までにかけて、外資系証券会社に課している国内取引制限の撤廃、外国企業上場基準の見直し、売買手数料の段階的自由化などを実施する予定であり、これらも市場の拡大に大きく貢献することが期待されている。更に、より多くの幅広い投資家を集めるために、税制優遇等の資産運用業界育成政策も実施しており、これによりもたらされる投資家層の拡大が、より多くの企業の上場を促進することも期待されている。資産運用育成政策については着実に効果を挙げていると評価されており、例えば99年の運用資産総額が2,426億Sドル（前年から63%増加）、シンガポールに拠点を置く資産運用会社数が191社（前年から30社増加）と急増している⁸。

4. オーストラリア

ASXは98年10月に株式会社化した後、上場を果たし、世界で初めて取引所に上場する取引所となった。株式、ワラント、オプション、債券などを扱い、株式の上場企業数1,217

⁷ なお、2000年9月、パリ取引所は、アムステルダム、ブリュッセル証券取引所と合併し、ユーロネクストが発足した。

⁸ MAS, “1999 Survey of the Singapore Asset Management Industry”

社、時価総額 4,300 億米ドルの市場である。傘下に決済機関 ASTC を有し、ここが後述する決済システム CHESS を運営している。

商品・サービス展開

近年の商品多様化を目指した動きとしては、中小企業のプライベート・エクイティ・ネットワークの「e.m.」（97 年）の開始、個人投資家の取引参加を目的とした上場社債のスクリーン・ベース取引の開始（99 年）などがある。最近ではステートストリート・グローバル・アドバイザーズと合同で ASX に上場する ETF を開発することを発表している。また、新商品ではないが、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）社にオーストラリア株インデックスの運営管理業務を委託し、S&P のブランド力で同証取の知名度を向上させようというマーケティング面での試みもある。

サービス面では、2000 年 3 月に名義書換代理会社大手であるパーペチュアル社とそれぞれ 50% 出資の合弁会社を設置し、名義登録事務を開始したほか、ETC（電子照合サービス）ベンダーのブリッジ DFS 社と提携し、照合サービス及びブロック取引システムの提供を行う予定である。また、ブリッジ DFS は IOS という、オセアニア地域のホールセール証券市場に広く利用されている注文回送ネットワークも運営しており、これを下記にあるような ASX のクロスボーダー・リンクへの取り組みに生かそうという構想もある。

クロスボーダー・リンクへの取り組み

シンガポールの箇所でも触れた SGX と ASX の間のクロスボーダー・リンクに向けた動きは、アジア太平洋地域の中でも最も具体化されかつリンクの度合の強い内容のものである。この他に ASX は 99 年に NASDAQ と提携を結んでおり、米国市場とのリンク開設を積極的に働きかけている。

SGX と ASX は、互いの上場銘柄の売買を、各々の取引システム上で行えるようにする。当初は流動性の高い限られた銘柄でスタートし、徐々に対象を拡大させる予定である。取引規則については取引が行われる相互の取引所の規則に服するものとされる。決済については、オーストラリアの投資家による SGX 証券の売買については、資金は豪ドルで決済し、保管は国内で CHESS により預託証書の形で保有される。反対に、シンガポール投資家による ASX 上場証券の売買については、資金は豪ドル、S ドルの両方の取扱いが可能で、保管は CHESS が行き、シンガポールの決済機関である（SGX 傘下の）CDP においては最終投資家の記録だけを行う。2001 年 7 月にスタートする予定である。

NASDAQ との提携ではやはり相互の銘柄を取引することが予定されていた。しかし、日本、欧州、香港と、NASDAQ は多方面での進出に忙殺されているため、ASX との提携計画は遅れつつある。ASX としては、2001 年の早い時期に米国とのクロスボーダー・サービスを開始したいとしているため、NASDAQ ではなく、米国の ECN、証券会社、カストディアンと提携し、ECN を利用した NASDAQ、NYSE 銘柄の取引・決済サービスをスタートさせ

るという計画も検討している。

米国については、SEC から米国企業の ASX 上場についてノーアクション・レターを取得するなど、上場企業誘致についても ASX は積極的に動いており、この制度を利用して 99/2000 年度は米国企業 2 社が ASX への上場を果たした。

なお、ASX も 2000 年 6 月にグローバル・エクイティ・マーケット構想に参加する意志を表明している。

市場インフラ高度化への取り組み

取引所システムのオープン化にはアジアの中でもいち早く取り組んでおり、97 年より取引所システム SEATS に直結するためのオープン・インターフェースの仕組みを提供している。オープン・インターフェースの利用は証券会社、（ブルームバーグなどの）PTS などの間に広く普及しており、ASX は PTS 経由で海外の投資家に SEATS の仕組みを提供していくという構想も以前から持っている。

なお、99 年より決済についてはほぼ全面的に無券面化を達成している。CHES は登録決済システムであり、元々決済にあたって券面は介在しない仕組みであったが、券面の発行も可能となっていた。しかし、99 年に決済期間を T+5 から T+3 へと短縮した機会に、券面の存在が短縮化された決済期間での効率的な決済の阻害要因となることから、一部の海外企業等券面発行が国外の法により義務付けられている場合を除き、全面的に券面を廃止した。オーストラリア市場は非常に STP の進んだ市場であると評価されている。なお、決済期間の更なる短縮（具体的には T+1 化）も、向こう 3 年間単位での検討事項としている。

5. 取引所・決済機関の国際的な提携のあり方についての模索への動き

アジアでは取引所が各自相互にクロスボーダー・リンクに取り組むようになってきているが、それと同時に各自が相互に異なるバイラテラル・リンクを構築するよりも、もっと効率的な接続の仕方を模索する動きも出てきている。取引所のクロスボーダー・リンクの裏では決済機関同士の何らかのリンクも必要となるため、決済機関についても同様の動きがある。例えば決済機関については、決済機関がリンクする方式として相互にバイラテラルに行うのが現実的なのか、それとも一つの決済機関を仲介点としたハブ・アンド・スポーク的な構造が可能なのかといったモデルの議論のほか、そもそも決済機関同士がリンクしこのようなサービスを提供するべきなのかといった議論が為されている。ただし、両方とも取引所同士なり決済機関同士なりのクローズドな世界での議論に止まっており、欧州のように利用者が再編を促す議論に積極的に参加するといった性質のものにはなっていない（欧州では証券会社や運用機関が ESF という団体を組織し、統一的な取引所や決済機関

のあり方について発言を行っている)⁹。

取引所については、アジア太平洋地域の取引所の集合体である「東アジア・オセアニア証券取引所連合 (the East Asian and Oceanic Stock Exchanges Federation, EAOSEF)」にて、近年取引所間のリンクのあり方についての議論が行われている。同連合は 82 年より存在する古いものであり、現在 13 ヶ国の 15 の取引所が参加している。参加者間で事務局を 1 年ごとに持ち回り、年に 1 度事務局のある国で総会を開いている。

EAOSEF では 98 年よりワーキング・コミッティーを設置し主立ったテーマについて継続的に調査検討を行っているが、この中でアジア太平洋地域内のクロスボーダー取引のあり方についての検討も行われている。ニュージーランドで行われた直近の総会 (2000 年 4 月) では、ワーキングが取引所クロスボーダー・リンクのモデルについて検討を続けることを承認している。現在の事務局は東証であり、次回の総会は 2001 年の春に行われる予定である。

決済機関については、97 年よりアジア太平洋 CSD 会議 (Asian-Pacific Central Securities Depository Group, ACG と略される) という組織が、香港証券取引所の提案を機に発足しており、このタスクフォースの一つでもやはりクロスボーダー・リンクが議論されている。ACG でも参加者間で事務局を 1 年ずつ担当し、事務局国主催で年に 1 度総会を開催している。現在、16 ヶ国、21 の CSD が参加している。クロスボーダー・リンクのタスクフォースでは日本証券決済が進行役となっており、次回の総会において具体的なモデルの提案を行うべく検討を進めている。次回の ACG 会議は 2000 年の 11 月、ソウルで行われる¹⁰。

(森 早苗)

⁹ 欧州における決済機関の合併・提携の動きについては落合大輔、「合従連衡進む欧州証券決済機関」『資本市場クォーターリー』2000 年秋号を参照。

¹⁰ EAOSEF に関する情報については <http://www.eaosef.com> を参照。ACG は現時点では独自のホームページを持たないが、現在の事務局国であるニュージーランドの NZCSD のサイトより詳しい情報が得られる (<http://www.rbnz.govt.nz/payment/Austraclear/index.html>)。