

進展するシンガポール取引所と豪州取引所の相互取引リンク

シンガポール取引所と豪州（オーストラリア）取引所は、電子取引システムによるクロスボーダーでの直接注文を可能とする相互取引リンクを稼働させている。両取引所は、売買高が増えてきたことをきっかけとして、相互取引リンクへの関心を高めようと、2003年3月31日より、取引対象銘柄数をそれぞれ100銘柄まで増やしている。

1. 独自性を打ち出す2つの証券取引所

米国、欧州で繰り広げられている市場間競争は、アジア太平洋地域の各証券取引所の改革意識も高めている。ニューヨーク、ロンドン、東京ほどの時価総額を有していないアジアの取引所は、自国や周辺地域という理由だけでその地域の投資家の注文を当てにして運営していくことは難しくなるとの危機感を強めている。こうした危機感から、シンガポール取引所（SGX）やオーストラリア取引所（ASX）は、諸外国の発行企業や投資家が注目するような魅力ある取引所への転換を急いでいる¹。

SGX は、1999年12月に株式会社化し、その後も様々な改革を打ち出してきた。例えば、米国ナスダックや東京証券取引所等との提携などのグローバル戦略を進めている。一方、ASX は、1998年10月に株式会社化し、取引所では世界最初の上場を果たした後、2001年半ばより、ASX World Link を稼働させ、オーストラリアの国内投資家に米国上場証券を売買することを可能とするなど、魅力向上の施策を実施している。

このような取り組みの中で、SGX と ASX は、2001年11月9日に、正式に覚書（Memorandum of Understanding）を締結し、同年12月20日より、相互取引リンクを稼働させた²。相互取引リンクとは、一方の取引所に上場されている証券を他方の取引所の取引参加者（証券会社）が、その取引参加資格なしに、売買発注することができるシステムである。当初、相互取引リンクの対象企業は、SGX 上場企業 49 社、ASX 上場企業 50 社であったが、2003年3月31日より、両取引所とも100社に増加されたところである。

¹ 森早苗「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」『資本市場クォーターリー 2000 年秋号』参照。

² 相互取引リンクに至る経緯については、吉川真裕「オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク～クロスボーダー・ネットワークの試み～」『証券レポート 2002 年 2 月号』（大阪証券経済研究所発行）参照。

2. 相互取引リンクの仕組み

通常、ある取引所に上場されている証券を、当該取引所の開設する市場で取引するためには、その取引所に売買注文を出すことのできる取引参加資格のある証券会社を通じて行う必要がある。したがって、例えば、わが国個人投資家が米国株式をニューヨーク証券取引所で買い付けようとする場合、わが国証券会社を経由して、ニューヨーク証券取引所の取引参加資格を持つ現地証券会社に発注することになる。

これに対し、SGX と ASX は、以下のような仕組みを構築することにより、一方の取引所の取引参加者（証券会社）が他方の取引所の取引参加資格を持たなくても、他方の取引所に事実上、直接売買発注が可能となる相互取引リンク・システムを稼働させている。相互取引リンク・システムは、SGX 側では SGXLink、ASX 側では ASX World Link³と呼ばれる。

1) 重要なポータル・ディーラーの存在

まず、SGX は SGX-SPV (SGXLink Pte Ltd)、ASX は ASX International Services Pty、というポータル・ディーラー (PD) を 100%出資で設立した。ポータル・ディーラーは、相互取引リンクのゲートウェイとして位置づけられ、取引参加者（証券会社）を代表して、相互取引リンクでの取扱い証券のみを対象とするクロスボーダーでの注文の執行、清算、決済を行っている。

ポータル・ディーラーの法律上の位置づけは以下のようになっている。ASX のポータル・ディーラーは、「取引所または取引所の関係団体」と規定され、①ASX の取引参加者（証券会社）に代わって SGX 証券の注文を SGX 市場に回送する代理人として行動する、②SGX ポータル・ディーラーから受けた ASX 証券の注文を ASX 市場に発注する、ことを主な役割としている⁴ (ASX 業務規程 (ASX Business Rules) 15 条)。このような役割は、連邦会社法 (Corporations Act 2001)⁵に規定された証券会社の「ディーリング」の定義に該当するため、「ディーラー」として免許 (license) を受ける必要がある。しかしながら、ASX ポータル・ディーラーは、その取引参加者（証券会社）や SGX ポータル・ディーラーから注文を機械的に受けてスムーズに繋ぐだけの限られた業務しか行わない。一般の取引参加者と違って、投資家と直接の取引関係がなく、アドバイスも与え

³ ASX World Link では、シンガポール上場証券に加えて、米国上場証券も取引されている。シンガポールとは双方向取引になっているが、米国とはワン・ウェイ取引となっているという違いがある。

⁴ SGX のポータル・ディーラーは、「会員証券会社や外国証券取引所の取引参加者に、相互取引、清算、決済のサービスを提供する SGX の子会社」と規定されている (SGX-ST Rules & Bye-Laws Rule 14)。SGX のポータル・ディーラーは SGX の会員会社であるが、その業務は相互取引リンクに関する取引に限定されている。

⁵ オーストラリアの連邦会社法には、会社運営に関する規定や、証券取引に関する規定が盛り込まれている。

ていないため、多くの規制が適用除外とされている。

なお、外国証券取引に関する取引では、ポータル・ディーラーと取引参加者（証券会社）が競合関係になりうるため、監督当局は、適切な運営が行われるよう配慮することとされている。

2) 売買発注

オーストラリア投資家による SGX 上場証券の売買注文は、ASX の取引参加者（証券会社）⁶から、ASX ポータル・ディーラーを経由して、SGX ポータル・ディーラーに送られ、SGX の CLOB（完全自動取引システム）の電子取引システムにおいて執行される（図表 1）。一方、シンガポール投資家からの ASX 上場証券の売買注文は、SGX の会員証券会社から、SGX ポータル・ディーラーを経由して、ASX ポータル・ディーラーによって SEATS（オーストラリア証券取引所自動取引システム）にて執行される。このように、相互取引リンクでは、一方のポータル・ディーラーに集まった注文が他方のポータル・ディーラーに回送され、執行されることになるため、板情報には、ポータル・ディーラーの注文として表示され、個々の証券会社からの注文が直接、他方の証券取引所の注文板に表示されるわけではない。

ASX 上場証券の株価は豪ドルで、SGX 上場証券の株価はシンガポールドルで表示されている。SGX の標準取引単位は 1000 株以上であるが⁷、ASX では 1 株から取引ができるという違いがあるため、投資家は取引対象企業が上場されている取引所の標準取引単位で売買することとなっている⁸。

両国の投資家（実際は証券会社）は、リアル・タイムで売買発注することができるが、両国の時差は 3 時間あるため、例えば、シンガポールの投資家による ASX 上場証券の売買発注は、シンガポール時間で午前 7 時半から午後 2 時 5 分（夏時間では、午前 6 時半から午後 1 時 5 分）まで可能ということになる。売買注文の有効期限は 1 日であるが、オーストラリアの投資家による SGX 上場証券の売買注文であれば、先に閉まる ASX の取引終了時間までではなく、SGX の取引終了時間まで有効となる。他方、オーストラリア投資家が SGX に発注できる時間帯（オーストラリア時間）は、午前 11 時半～11 時 59 分、12 時～15 時半、17 時から 20 時となっている。

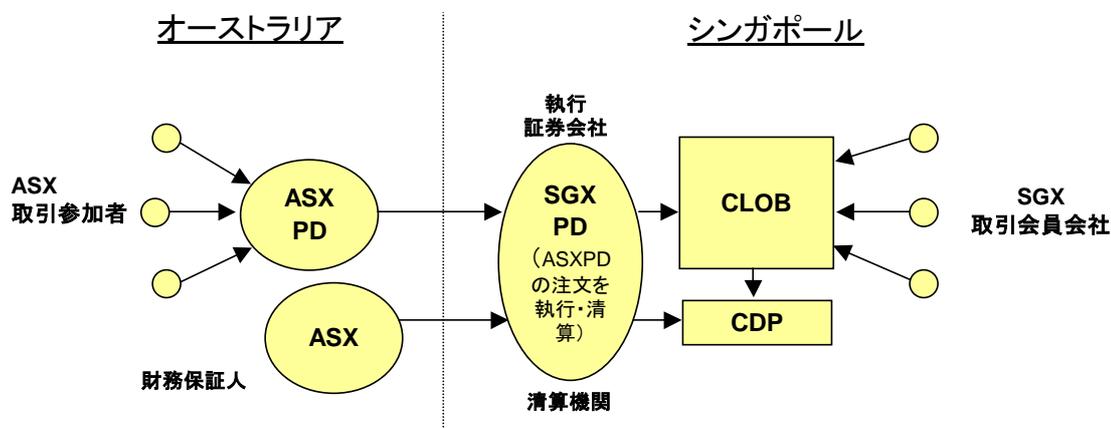
⁶ 相互取引リンクへの参加証券会社は限定されないが、リンク・システム対応のための登録が必要となる。ASX World Link のサービスに関する登録を受けた証券会社は、Bell Potter 証券、Hudson 証券、Statton 証券など 11 社である。

⁷ 例えば、シンガポール・テレコムは、1000 株単位のほかに、100 株単位と 10 株単位で、シンガポール航空は、1000 株単位と 200 株単位で取引されている。また、取引単位ごとに、株価も異なっている。

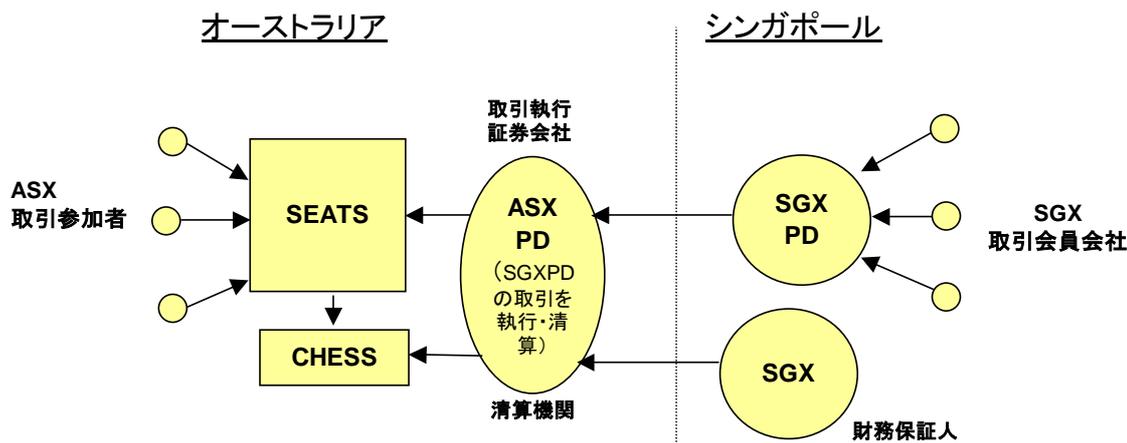
⁸ 相互取引リンクでは、対象銘柄の空売りは禁止されている。

図表 1 相互取引リンクの仕組み

①オーストラリア投資家からの注文執行と決済



②シンガポール投資家からの注文執行と決済



(出所) ASIC、ASX-SGX 市場リンケージ・プロジェクト、パブリック・コンサルテーション・ペーパー (2001年10月)

3) 取引対象証券と銘柄情報

相互取引リンクの取引対象証券は、各取引所が、主要インデックス⁹の構成銘柄を中心に、流動性、業種における代表性、時価総額、投資家の認知度を勘案して選定される。そして、選定された取引対象証券を両取引所が相互に承認することになっている。選定・承認に当たって、これらの要素の優先順位や数値基準は明らかにされていない。相互取引リンクの稼働開始時には、SGX 上場企業では、SGX、シンガポール・テレコム、シンガポール航空、シンガポール・ペトロリウムなど 49 社、ASX 上場企業では、ASX、

⁹ SGX では、Straits Times Index, UOB Blue Chip Index, Singapore Mainboard Index, All Sing Equities が主要なインデックスとなっている。

ニューズ・コーポレーション、シンガポール・テレコム（SGX と重複上場）など 50 社が取引対象とされた。

両取引所は、取引の対象となる上場企業の情報やリアル・タイムの取引情報（株価や注文株数）を、他方の取引所やその取引参加者（証券会社）に対し、可能な限り同じレベルで提供することで合意している。取引対象となる証券の発行主体には、自国の上場・開示ルールが適用され、発行企業の開示情報の正確性についても自国の監督当局が監視することとされている。

4) 証券の振替決済および保管

(1) シンガポール投資家による ASX 上場証券の取引決済

シンガポールの投資家が ASX 上場証券を売買する場合、その後の資金決済は、SGX ポータル・ディーラーと SGX 取引参加者（証券会社）間ではシンガポールドル建てで行われ、証券会社と投資家との間では、シンガポールドル建て、豪ドル建てのいずれでも可能である。また、証券の決済は、オーストラリアにある CHESS¹⁰（電子決済登録システム）を通じて行われる。

相互取引リンクを通じた ASX 上場証券の取引では、SGX の 100%子会社である CDP（The Central Depository (Pte) Ltd、中央証券決済機構）がシンガポール投資家のためのノミニー（証券名義人）となる¹¹。CDP は、オーストラリアにある CHESS に ASX 上場証券を保有するため、現地カストディアン兼決済代理人を指定する。CHESS は、現地カストディアンが管理する CDP の証券口座に購入された ASX 証券を貸方記帳する。シンガポールにある CDP では、CHESS で保管される ASX 上場証券の投資家保有分が、T+3（取引日から 4 日目）の晩に、CDP にある各投資家の証券口座に貸方記帳することで反映される。

(2) オーストラリア投資家による SGX 上場証券の取引決済

他方、オーストラリアの投資家が SGX 上場証券を売買する場合、その決済は豪ドルで行われる。このため、ASX ポータル・ディーラーは、SGX 上場証券の取引金額をシンガポールドル建てで一括して為替換算して、豪ドル建てで決済するための調整を行う。

オーストラリア投資家によって取得された SGX 上場証券は、シンガポールの CDP において、CHESS の預託ノミニーである CDN（CHESS Depository Nominees）の名義で保有されるオムニバス口座（CDN が指定するグローバル・カストディアンが包括的に保有し

¹⁰ CHESS は、ASX が 100%出資する決済振替機関(ASTC)が運営する会社である。

¹¹ シンガポールの投資家は、CDP に直接自己の名義の証券口座を持つか、CDP に証券口座を持つ SGX 会員証券会社にサブアカウントという証券口座を持つ必要がある。後者の場合は、会員証券会社が、CDP から送付される通知に基づき、投資家のサブアカウントの付け替えを行う。

ているもの)を通じて保管される。シンガポールにおいて CDN が SGX 上場証券を受け入れる際に、CDP に記帳された保有分を基に CHESS がスポンサーとなって外国預託証券 (FDI) が発行され、真の所有者であるオーストラリア投資家の名義で、オーストラリアにある CHESS に登録される手続きがとられる。CHESS は、投資家に対し、FDI の保有状況を説明する報告書を提供する。

FDI の受け渡しは、ASX がシンガポールにおける決済を確認してから、通常、T+4 (取引日から 5 日目)に行われる。SGX 上場証券の購入代金は、SGX 市場における決済日の少なくとも 1 日前には仲介証券会社から支払われなければならない。時差やクロスボーダー取引であることを考慮すれば、支払い期限は T+2 (取引日から 3 日目)となる。

5) コーポレート・アクションへの対応

ASX 上場証券を取得したシンガポールの投資家は、CDP に所定の方法で議決権行使の指図をすることができる。この場合、CDP は議決権行使の個別の指図をとりまとめてカストディアンに知らせることになる。また、CDP は、カストディアンを通じて受け取った配当を、小切手や銀行振込によって入金するほか、投資家の具体的な対応が必要となるコーポレート・アクションに関しては、指図書を送付している。

SGX 上場証券を取得したオーストラリアの投資家は、CHESS に登録された外国預託証券を受け取るだけで、当該 SGX 上場企業の株主として、議決権など法律上の権限を行使することはできない。したがって、アニュアル・レポートや株主総会の招集通知などは投資家に送付されない。投資家は、CHESS における外国預託証券という保有形態から別のカストディアンを通じた直接保有に切り替えることもできるが、その場合、保有株を取引所間のリンクを通じて売却することは出来なくなる。

6) 両国市場における投資者保護

相互取引リンクでは、取引対象証券や取引相手方が海外にあるというクロスボーダーでの取引となる。オーストラリア証券投資委員会 (ASIC) とシンガポール通貨監督庁 (MAS) は、相互取引リンクの稼働にあたって、自国の市場と投資者保護のため、国内取引では生じないような問題に対応しうる新たな制度的仕組みを定めている (ASX 業務規則、SGX-ST 規則及び附属規程)。具体的には、オーストラリアの証券会社からの不正な売買注文が、ポータル・ディーラーを通じて SGX 市場で執行された場合、シンガポールの監督当局は、オーストラリアの監督当局に対して、不正行為をしたオーストラリアの証券会社に懲罰処分をするよう求める権限を認めることなどが確認されている。

ポータル・ディーラーには、このような不正取引が国外に出ていかないよう、または不正取引が国内に入っていないよう、水際で未然に排除する役割が求められている。こ

のような機能をもつポータル・ディーラーを支配する親会社には、特別の業務規程を定めたり、海外の取引所との間で相互に共通した規則を適用して、情報交換や調査権を行使しうる手段が必要とされる。このため、ポータル・ディーラーを子会社とすることができるのは、規則制定権や監督執行権限を持つ取引所または取引所の子会社に限定されている。

3. 相互取引リンクの稼働状況

1) 相互取引リンクのメリット・デメリット

SGX や ASX によると、相互取引リンクは、従来の外国証券取引に比べ、①為替リスクを最小限にするなど執行コストが低減できる、②国内取引と同様に普段から取引のある証券会社に注文が出せる、③売買に伴う現金や証券の管理が安全かつ効率的である¹²、という点で優位性があるという。

しかしながら、実際には、以下のようなデメリットが表面化している。

まず、国際分散投資を行う機関投資家にとって、同時取引リンクを通じた売買発注は全体的な手数料の低減につながらないことである。機関投資家は通常の取引では、証券会社と手数料交渉を行い、取引額に応じて大口ディスカウントを受けている。しかし、相互取引リンクを通じた発注は通常取引とは別に執行・決済され、ポータル・ディーラーと取次証券会社間の取引で生じる手数料 55bp に加えて¹³、取次証券会社への手数料や清算手数料（売買代金の 0.05%）もかかる。この点に関しては、両取引所とも、同時取引リンクのメリットが大きいのは個人投資家の方だとみている。

次に、個人投資家は、国内証券投資よりリスクが高く、コストもかかる外国証券投資に対して関心が薄いため、多少コストが低減されるとしてもそれほど積極的に乗り出していないと考えられる。また、両国の投資家には、外国証券投資に関する理解や、取引対象企業の認知に関するギャップがあることから、取引所双方が等しく相互リンクの効果を実感できない、ということである。2003 年 1 月に、SGX と ASX が明らかにしたところによると、相互取引リンクの売買高の大部分はシンガポールの投資家からの発注によるものであったようである¹⁴。

¹² 例えば、オーストラリアの投資家は、海外証券の保有の証拠として CHESS の報告書を受け取ることになるが、これは、海外のカストディ・サービスを個別に利用するよりも簡便でコストがかからないといわれる。

¹³ その内訳は、執行・清算・決済フィーに 10bp（ベース・ポイント）、証券管理フィーに 15bp、外国為替換算費用に 30bp となっている。

¹⁴ “Most trades on SGX-ASX link come from Singapore,” *Business Times*, Jan 16, 2003.

2) 改善の兆しみえる相互取引リンクの売買状況

SGX および ASX とも、相互取引リンクを通じた売買状況に関するデータを公表していない。シンガポールの *Business Times* 誌によると、同リンクの稼働当初では、両取引所に重複上場されているシンガポール・テレコムを対象とする裁定取引が売買高を牽引したようだが、稼働直後から 6 ヶ月間（2002 年上半期）の売買代金は、8,000 万豪ドル(8,528 万シンガポールドル)しかなかったということである¹⁵。

しかしながら、*Straits Times* 紙によると、相互取引リンクにおける 2002 年の年間の売買代金は 2 億 6,650 万シンガポールドルで、2002 年上半期に比べ、下半期の売買動向は相当程度改善した（vast improvement）と報道されている¹⁶。相互取引リンクにおける売買高の大部分を占めているシンガポールにおいて、そのメインボードに上場された株式の売買状況（2002 年）をみると、時価総額では年間 17%減少し、売買代金でも下半期は上半期の約 3 割減少したことに比べ、相互取引リンクの売買代金では、下半期は上半期の 2 倍近くまで増加していることは注目される（図表 2）。両取引所は、このような売買高の増加を踏まえ、前述のように 2003 年 3 月 31 日から対象銘柄を倍増し、それぞれ 100 社を相互取引リンクの取引対象とした。SGX 上場企業では、アジア・パシフィック・ブルワリーズ、デルモンテ・パシフィック、シンガポール・ペトロリアムなど 51 社、ASX 上場企業では、BHP スティール、ナショナル・フード、ウェスト・オーストラリアン・ニューズペーパー・ホールディングなど 50 社が新たに取引対象に加わった。

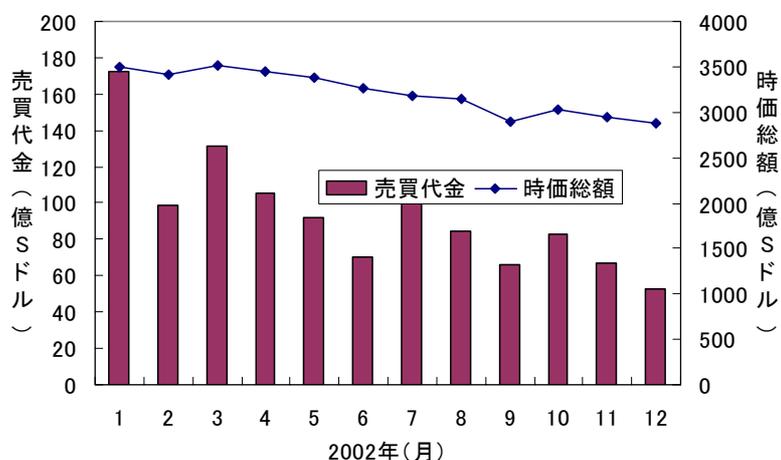
前述したように、相互取引リンクの 2002 年の売買代金は、2002 年の SGX メインボード¹⁷の年間売買代金 1,127 億シンガポールドルのわずか 0.07%である。対象銘柄が両取引所のブルーチップ（最優良銘柄）であることからすると多いとは言えない。相互取引リンクに関する売買高の正式な発表がないところをみると、両取引所とも相互リンクの売買高が満足のいく水準ではなく、取引対象を増やすことでテコ入れを図ったとも考えられる。

¹⁵ “SGX acts to boost business on ASX link,” *Business Times*, June 12, 2002.

¹⁶ “Stocks for SGX-ASX cross-trading to double,” *Straits Times*, March 27, 2003.

¹⁷ 統計では、CLOB (集中制限注文板)で取引される海外企業も含まれている。

図表2 シンガポール取引所（SGX）メインボードの時価総額と売買代金（月次ベース）



(注) 時価総額および売買代金とも、メインボード上場企業と CLOB で取引される外国企業の総計値である。

(出所) SGX-ST FACT BOOK 2003

両取引所は、さらに、取引対象証券の拡充を継続して検討することを表明するなど、この相互取引リンクを推進していこうとしている。ASX は、早ければ 2004 年度中に、ワラントやオプションも同時取引リンクの対象に加える意向を表明している。他方、SGX は、オーストラリア投資家からのシンガポール上場企業への売買注文を増やすための誘致を進めながら、他の取引所との間でも相互取引リンク・システムを導入していきたいという構想を持っている。

4. 今後の展望

かつて、SGX と東京証券取引所との間でも、相互取引リンクの構想が視野に入っていたと言われる¹⁸。しかしながら、海外の証券会社は、外国証券業者法に基づき登録を受け、かつ東証の取引参加者にならなければ、取引所売買に直接参加できないことなどが障害となっていた。2003 年 5 月 23 日、証券取引法改正案が国会で成立したことで、わが国の国内取引所が海外に取引端末を設置し、海外で認めた遠隔地会員（外国証券会社）からの注文を直接受注することや、逆に、海外の証券取引所が日本国内に取引端末を設置して、有価証券市場を開設することが可能となった¹⁹（改正外証法 13 条の 2、改正証取法

¹⁸ 「アジアトレンドーSGX の市場活性化策」2002 年 6 月 19 日付け日経金融新聞。

¹⁹ 大崎貞和「証券仲介業制度や取引所制度改革をめぐる証取法改正案」『資本市場クォーターリー2003 年春号』参照。

155 条)。この改正法成立を受けて、東証が 2004 年春より SGX や ASX との直接取引を行うと報じられている²⁰。

他方、同じく改正証取法では、取引所の運営の公正性の確保等の観点から取引所や取引所持株会社の子会社の範囲が、「取引所有価証券市場の開設及びこれに附帯する業務を営む会社」に限定されており（改正証取法 87 条の 2 の 2）、SGX-ASX のポータル・ディーラーのような子会社を持つことは難しいと考えられる。

わが国の証券取引所も、仕組みは異なるとはいえ、シンガポールと豪州が行っているような諸外国の取引所との相互取引リンクを構築することが考えられる。この際、取引所には新たに創設する市場の公正性や中立性への信頼感が損なわれないよう、投資者保護に十分配慮された運営が望まれる。

（橋本 基美）

²⁰ 「国内拠点ない外国証券—東証が直接取引」2003 年 6 月 3 日付け日本経済新聞朝刊。「東証の研究② 揺らぐ盟主の座—アジア市場連合に活路」2003 年 6 月 4 日付け日経金融新聞。