

東南アジア資本市場統合への第一歩となる アセアン・トレーディング・リンクの始動

門前 太作

■ 要 約 ■

1. アセアン各国の証券取引所を電子ネットワークで結んで注文を回送する取引リンク構想である「アセアン・トレーディング・リンク（ASEAN Trading Link）」は、2012年6月にまずシンガポールおよびマレーシアで稼動し、8月にタイが加わる予定となっている。その他のメンバー国であるインドネシア、ベトナム、フィリピンについても、各国の当局から承認を受けた後に順次導入が開始される運びである。中国やインドといった大国に比べて流動性や時価総額で単独では見劣りするアセアン諸国が連携し、株式市場を盛り上げてグローバル投資家にアピールしようとする動きは注目に値する。
2. 欧米先進国を中心にグローバルな取引所再編が進展する中、経済発展著しいアセアンにおいても資本市場を統合しようとする動きが加速している背景には、（1）各国・地域レベルでの経済成長を促進する金融仲介機能の拡充、（2）リージョナルプレイヤーによる域内投資の増加を通じたリスク分散、（3）技術革新や規制環境の激変などから生じる効率性の追求、などの要因がある。
3. アセアンの株式市場は先進国と比べ流動性や規模の面で未だ発展途上にあるが、ファンダメンタルズは相対的に良好であり、分散投資の面からもグローバル投資家にとって魅力的な市場として映る可能性がある。こうした海外からの投資ニーズに呼応する形で、アセアンは新たなアセットクラスとしての売り込みをかけており、トレーディング・リンクというツールを活用しながら売買フローを増大させることが主な狙いと見られる。
4. 今回のトレーディング・リンクの稼動は、アセアン資本市場の統合に向けた最初のステップとして重要と考えられるが、アセアン資本市場のさらなる活性化のために域内クロスボーダー取引の大きな障害である各国の法規制の調和へ向けた努力が今後も引き続き求められよう。

はじめに

東南アジア諸国の経済成長、社会・文化の発展を目的として 1967 年に設立された東南アジア諸国連合 (ASEAN) は現在、加盟国が 10 カ国を数え、総人口が約 6 億人、インド・中国と比肩する程の巨大な経済圏を形成している¹。対外開放を志向し、同地域の平和と安定、繁栄を達成する目的で 1997 年に採択された「アセアンビジョン 2020」に従って、2003 年のアセアンサミットでは「アセアン共同体構想 (ASEAN Community)」が打ち出された。そして 2007 年のアセアンサミットにおいて、各国首脳はアセアン共同体構築の期限を 2015 年に前倒しするという強いコミットメントを表明した (セブ宣言)。

アセアン共同体構想は、(1)「アセアン政治・安全保障共同体 (ASEAN Political-Security Community)」、(2)「アセアン経済共同体 (ASEAN Economic Community、以下 AEC)」、(3)「アセアン社会・文化共同体 (ASEAN Socio-Cultural Community)」という 3 本柱から構成され、また 2015 年までのロードマップを示したブループリントがそれぞれ策定されている。このうち、「AEC ブループリント 2015」において、本稿で取り上げるアセアン資本市場統合のイニシアティブ (ASEAN Exchanges) が重要な一項目として位置付けられた。

2011 年 11 月、アセアン 6 カ国の証券取引所の CEO は、各国の証券取引所を電子ネットワークで結んで注文を回送する取引リンク構想である「アセアン・トレーディング・リンク (ASEAN Trading Link)」のロールアウトに向け、準備が着々と進んでいると発表した。現時点では、2012 年 6 月にまずシンガポールおよびマレーシアで同システムを稼働させ、8 月にはタイが加わる予定である。その他のメンバー国であるインドネシア、ベトナム、フィリピンについても、具体的な参加スケジュールは現時点では未定だが、各国の当局から承認を受けた後に順次導入が開始される運びとなっている。

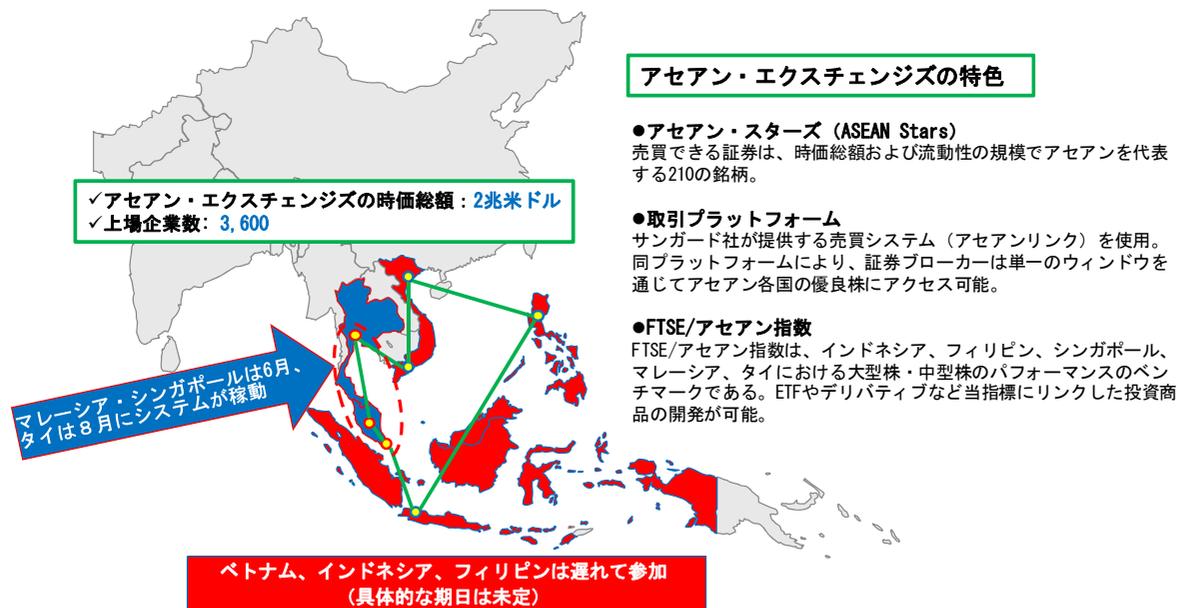
欧米先進国を中心にグローバルな取引所再編が進展する中、経済発展著しいアセアンにおいても、このままではグローバル競争から取り残されてしまうという危機意識から資本市場を統合しようとする動きが加速している。この背景には、(1) 各国・地域レベルでの経済成長を促進する金融仲介機能の拡充、(2) リージョナルプレイヤーによる域内投資の増加を通じたリスク分散、(3) 技術革新や規制環境の激変などから生じる効率性の追求、などの要因がある。

アセアンの株式市場は先進国と比べ流動性や規模の面で未だ発展途上にあるが、ファンダメンタルズは相対的に良好であり、分散投資の面からもグローバル投資家にとって魅力的な市場として映る可能性がある。こうした海外からの投資ニーズに呼応する形で、アセアンは新たなアセットクラスとしての売り込みをかけており、トレーディング・リンクというツールを活用しながら売買フローを増大させることが主な狙いである。

そこで本稿では、アセアン証券市場の統合に向けた最初の重要なステップであり、本年より一部の国で本格的に稼働するアセアン・トレーディング・リンクの概要を整理したい。

¹ ASEAN 加盟国は現在、インドネシア、マレーシア、シンガポール、タイ、フィリピン、ブルネイ、ベトナム、ミャンマー、ラオス、カンボジアの 10 カ国となっている。

図表1 アセアン・エクステンジズ



(出所) 野村資本市場研究所作成

アセアン・トレーディング・リンクとは

1. 2015年アセアン経済共同体に向けて

2003年10月、インドネシアのバリ・サミットにおいて、アセアン各国の首脳はアセアン経済共同体 (AEC) を2020年までに構築すると宣言した²。そして2007年1月の第12回アセアンサミットでは、期限を前倒して2015年までにAECを構築し、域内の財、サービス、労働者、そして資本が自由に移動できる環境を整備することで各国の首脳が合意した (セブ宣言)³。さらにグローバル経済との繋がりを重視する見地から、単一の市場および製造拠点、競争力ある経済地域、均等発展の達成などが目標として掲げられた。

このようにアセアン経済共栄圏を創設するという目標に向けて各国が協調する中で、今回取り上げるアセアン証券市場の発展・統合のテーマは、同地域が取組む資本フローの自由化にとって重要な一角を占める。AEC実現の為に策定されたブループリントにおいては、各国の資本市場ルール (開示要件など) の標準化、市場参加者であるスペシャリストの有する経歴 (職歴、学歴を含む) に関する適正性の相互承認、証券発行の法的要件を規定する文言に関する柔軟性、域内の債券投資家層の拡大を促進するための税制改革、クロスボーダーでの資金調達活動の増加につながる証券取引所同士の相互リンクの必要性など

² <http://www.aseansec.org/15159.htm>

³ <http://www.aseansec.org/19319.htm>

が提起され、さらに域内での資本移動を円滑化させ、海外からの直接投資を増加させる目的から規制緩和の必要性も併記されている。

2. 取引所の再編を巡る最近の動き

グローバルで進展する取引所再編の波と今回のアセアン取引所統合の動きは無関係ではない。欧米ではダークプールなどの代替取引システムの台頭を背景に、2000 年前後から欧米の取引所が再編を加速させ、熾烈なコスト競争を繰り広げている⁴。スケールメリットが働く取引所のビジネスは基本的に装置産業の性格が強く、時価総額や売買高で見て小規模かつ取り扱う金融商品の種類も少ないアセアンの各取引所が、中長期的には M&A も視野に入れた規模の追求を図らざるを得ないとするのは自然な流れであろう。

2010 年 10 月には、世界有数の証券取引所への飛躍を目指すシンガポール取引所 (SGX) が豪証券取引所 (ASX) に対して合併の話を持ち掛けた。だが 2011 年 4 月、SGX と ASX の統合は「国益」に反するという豪の政治的圧力が一因となって破談となり、当初強調されていたクロス・セリングといった統合のメリットがメディアによって掻き消された格好となった。このディールの失敗は、パブリックな性格が強い証券取引所という特殊性に起因する面があり、取引所の再編においては政治的介入が重大な障壁となる可能性を示唆している。このように、2 国間の取引所統合でさえ様々な阻害要因から実現しない可能性がある中、複数国の証券取引所を統合しようとするアセアン取引所構想が当初想定した通りに展開するかは現時点では不透明であるが、アセアン・トレーディング・リンクの稼働後にいわば本丸といえる税制や資本規制といった各国間の制度の収斂こそが最も期待されるであろう。これらが実現しない限りは、クロスボーダー取引にかかるコスト削減には限界があるため、かつて SGX と ASX の間で試験的に実施したものの、投資家からの需要が少なく結局は失敗に終わった取引リンクの二の舞となってしまうかもしれない。

シンガポールはアセアン諸国の中でも最も先進的な資本市場を抱え、AEC 実現に向けた資本市場統合イニシアティブの中心的存在である。また、現在のシンガポール証券取引所の CEO が 2009 年 12 月に就任したマグナス・ボッカー氏である点も注目される点であろう。同氏は OMX グループの創設を指揮した経歴を有し、2008 年に NASDAQ OMX との合併において主導的な役割を担った。今後、アセアン・エクスチェンジズを中心メンバーとして、アセアン取引所統合のプロセスにおいても同氏の手腕に期待される部分は大きいといえる。

⁴ スウェーデンやフィンランドの証券取引所の吸収合併で誕生した OMX は 2008 年に NASDAQ の傘下に入り、NASDAQ OMX グループとなった。2000 年にパリ、アムステルダム、ブリュッセルの証券取引所が合併して設立されたユーロネクストは、2006 年に NYSE と合併して NYSE ユーロネクストとなっている。さらに、実現すれば世界最大の株式およびデリバティブ市場となるドイツ証券取引所と NYSE ユーロネクストとの合併であったが、欧州委員会の反対によって頓挫している。

3. アセアン・エクスチェンジズ (ASEAN Exchanges)

本節ではアセアン各国の証券取引所を統合するイニシアティブ (アセアン・エクスチェンジズ) の概要について紹介したい。上述の AEC 構想が掲げる資本移動の自由化に基づき、域内の証券市場をシームレスにリンクさせようとするイニシアティブの下、2011年4月に開催されたアセアン財務省会議において以下に示す取引プラットフォームの設立が公表された。これは、取引所間を電子ネットワークでリンクさせることにより、投資家が対象となる銘柄を取引する際にそれぞれの取引所のブローカーに経由せずとも、どこか一つのブローカーにコンタクトするだけでワンストップの取引が可能になるという仕組みである。

1) 取引銘柄 (アセアン・スターズ) と株価インデックス

売買される株式は、7つの証券取引所で最も流動性が高く、時価総額の大きな210銘柄であり、これらのブルーチップはアセアン・スターズと呼ばれる (図表2参照)。対象となる産業は主に金融、通信、コモディティ、自動車などとなっている。

アセアン株価指数として代表的なベンチマークは、FTSE/ASEAN Index および FTSE/ASEAN 40 である。2006年9月にはマレーシアの CIMB が FTSE/ASEAN 40 をインデックスとする ETF をシンガポール証券取引所に上場させた。また、アセアン・エクスチェンジズのワーキンググループは、指数提供プロバイダーと新たなインデックスの開発に現在取り組んでいる⁵。

2) 売買プラットフォーム (アセアン・トレーディング・リンク)

アセアン・トレーディング・リンクの売買プラットフォームはサンガード社が提供する。これによりクロスボーダーの注文回送が促進され、世界中の投資家やブローカーは単一の接続でアセアン証券市場のネットワークに接続できるようになる。すな

図表2 主なアセアン・スターズ (一部)

会社名	証券取引所	会社名	証券取引所	会社名	証券取引所
MAXIS BERHAD	マレーシア	CAPITALAND	シンガポール	AYALA CORP	フィリピン
PETRONAS CHEML	マレーシア	DBS GROUP	シンガポール	ALLIANCE GLOBAL	フィリピン
PUBLIC BANK BHD	マレーシア	SINGTEL	シンガポール	CEBU AIR	フィリピン
SIME DARBY BHD	マレーシア	OCBC	シンガポール	MANILA ELECTRIC	フィリピン
TELEKOM MALAYSIA	マレーシア	NOBLE GROUP	シンガポール	SAN MIGUEL CORP	フィリピン
ASTRA INTL	インドネシア	ACB	ハノイ	BANGKOK BANK	タイ
ADARO ENERGY TBK	インドネシア	PV GAS SOUTHERN	ハノイ	THAI AIRWAYS	タイ
BNK CENTRAL ASIA	インドネシア	BAOVIET	ホーチミン	SIAM CEMENT	タイ
BUMI RESOURCES	インドネシア	FPT CORP	ホーチミン	THAI OIL	タイ
TELKOM INDONESIA	インドネシア	HAGL	ホーチミン	PTT	タイ

(出所) ASEAN EXCHANGES より野村資本市場研究所作成

⁵ アセアン・エクスチェンジズの担当者からの回答に基づく。

わち、アセアン域外のクライアントは、電子ネットワークを介した NAP（ニュートラルアクセスポイント）と呼ばれるインターフェースを通じて株式を売買できる仕組みが整備された（図表3参照）。

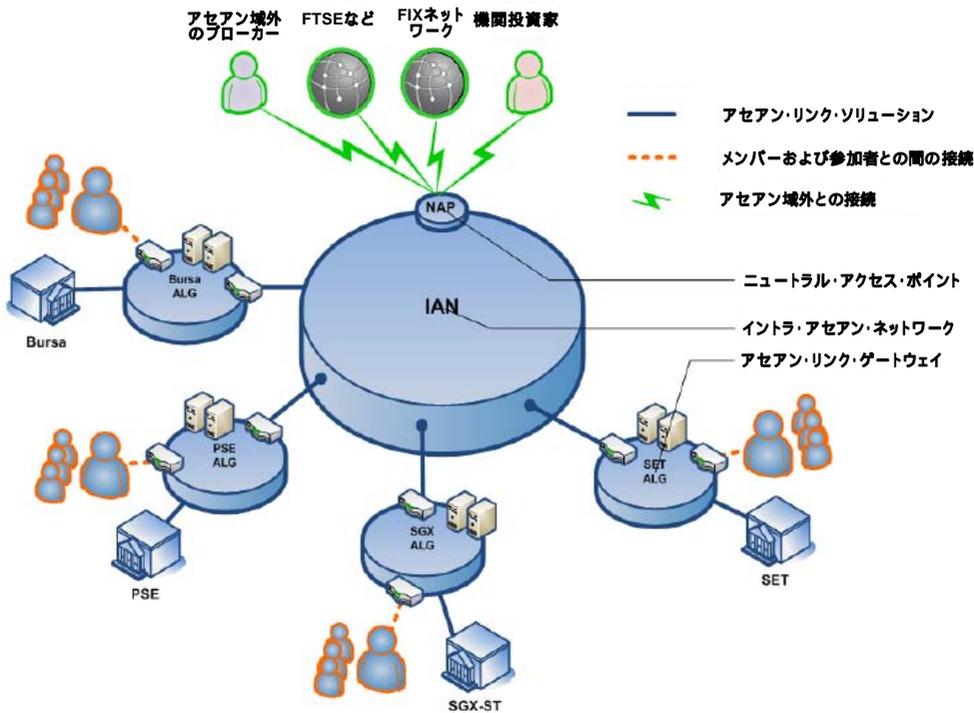
メンバー会社であるローカルの証券会社は、ALG（アセアン・リンク・ゲートウェイ）を通じてアセアン・トレーディング・リンクに接続でき、注文の回送やリアルタイムのデータ取得、顧客取引執行前のパラメータ設定などが可能となる。

3) 決済・清算システム

今年稼動するアセアン・トレーディング・リンクに加え、アセアン共通取引所ゲートウェイ構想（“ASEAN Common Exchange Gateway”）に基づき、証券取引の清算・決済・保管（“Clearing, settlement, and depository”, 以下CSD）といったバックエンドのプロセス統合についても準備が進んでいる。現状は、アセアン共通の証券集中保管機関は存在せず、各国のCSDが並存しており、リテール投資家がホームマーケットに属さない株式を取引する際には、発注者の利用する証券取引所が行なう。

決済・保管プロセスの統合は、「2015年アセアン資本市場統合計画（“Implementation Plan 2015”）」で提示された第2の戦略的イニシアティブの中に明記されている（詳細は後述）。

図表3 アセアン・トレーディング・リンクの概念図



（出所）ブルザ・マレーシア公表資料より野村資本市場研究所作成

4. アセアン資本市場統合に向けた法規制の整備

アセアン・エクスチェンジズのイニシアティブを実現する際の問題は、技術的な側面というよりは各国の異なる法制度のハーモナイゼーション（調和）にあると思われる。現状では、欧州における金融商品市場指令（MiFID）のようなクロスボーダーでの金融規制フレームワークはアセアンには存在しない。アセアン参加国の経済発展段階はそれぞれ異なり、資本規制、外為規制、税制、そして金融商品などの点において千差万別である。したがって、アセアンにおける資本市場統合のプロセスは、欧州連合のようなビッグバンアプローチではなく、まずは二国間で始め、その後に準備が整い次第、その他の国が順次参加するという形である⁶。

さらに、投資家保護についても一律のアプローチではなくまずは機関投資家を対象に共通ルールを適用し、次にリテール投資家に広げていくというような方向である。つまり、機関投資家を対象としたクロスボーダーの金融商品の販売をまずは認可し、法的保護の環境を十分に整備してから個人投資家への販売も認めていくというようなものである。

1) アセアン資本市場フォーラム（ASEAN Capital Markets Forum, ACMF）

ASEAN10 カ国の資本市場監督当局から構成され、2004年に設立されたアセアン資本市場フォーラム（ASEAN Capital Markets Forum, 以下 ACMF）は、AEC ブループリント 2015 に基づき、各国資本市場の法規制の調和（harmonization）を主な目的とする⁷。ACMFは年に2回開催され、2012年現在の議長国はタイとなっている。

ACMF が提唱するプランを実行する際に各国の調整役として中心的な役割を担うと期待されているのが、「アセアン事務局（"ASEAN Secretariat"）」であり、メンバーはACMFから選出される。

2) アセアン・アンド・プラス・スタンダードズ（ASEAN and Plus Standards）

アセアンにおけるクロスボーダーの証券取引を促進する ACMF によって策定された「アセアン・アンド・プラス・スタンダードズ（ASEAN and Plus Standards）」および「2015年アセアン資本市場統合計画（Implementation Plan 2015）」は、タイで実施された2009年の第13回アセアン財務省会議にて正式に承認された。

IOSCO 基準をベースに策定され、国際会計基準や国際監査基準をフルに採用するアセアン・アンド・プラス・スタンダードズは、発行体がクロスボーダーで証券を売り出す際の基準として域内共通の単一の開示ルール（アセアン・スタンダードズ）を設け、各国独自の市場慣行や法規制に照らし合わせた追加開示要件（プラス・スタンダー

⁶ 今回のアセアン・トレーディング・リンクは、マレーシアとシンガポールでまずキックオフし、その他の国は後から参加する形となっている。

⁷ アセアン資本市場統合の阻害要因として各国間の税制や資本規制の相違が指摘されているが、これらはACMFのスコープ外であるため、各国の財務省、中央銀行、証券取引所やその他のワーキングコミッティに呼びかけて必要なアクションプランの策定をACMFは提唱している。

ズ)も規定している⁸。例えば、マレーシアの企業がシンガポールとタイでクロスボーダー・オファリングを実施する際には、アセアン・スタンダードに基づく開示書類を両国の投資家に配布するだけでなく、それぞれの国が規定する追加開示要件(プラス・スタンダード)に従った開示書類の提供が求められる。

さらに、目論見書などに適用される開示要件が各国で異なる場合には、より厳格な要件が適用され、各国が規定する全ての開示要件に準拠することが必要となる。ACMFは今後、アセアン各国の開示基準のコンバージェンスに向けてプラス・スタンダードを減らしていく方向で合意している。

3) 2015年アセアン資本市場統合計画 (Implementation Plan 2015)

AECブループリント2015の目的を達成するため、2009年4月に承認された2015年アセアン資本市場統合計画は、6つのイニシアティブから構成される(図表4)。

アセアン資本市場統合のコア戦略は、資本規制の段階的な撤廃、取引決済システムの連携、統合プロセスのモニタリングの部分での提携等について、2国間で合意した取り決めを他国にもロールアウトしていくというものである。

また、急激に変化するグローバル金融市場の環境変化を見据え、ACMFはプランを適宜レビューすることで、上に掲げたイニシアティブの実行に向けたアプローチの適正性を担保する。

図表4 2015年アセアン資本市場統合計画

I 各国の相互認識とハーモナイゼーション <ul style="list-style-type: none"> アセアン域内の資金調達を促進する開示・販売ルール ローカルの証券会社を通じたアセアン域内の投資促進 	IV アセアン債券市場の発展と統合 <ul style="list-style-type: none"> 域内での債券発行・投資の障害を除去するメカニズム 格付けの比較可能性に向けた戦略 中央取引報告システムの開示ルール
II 証券取引所の連携 <ul style="list-style-type: none"> アセアン共通取引所ゲートウェイ構想 クロスボーダー取引に対するアセアン中央清算機関およびクロスボーダーの決済・保管プロセスの連結 	V 各国資本市場の発展計画との整合性 <ul style="list-style-type: none"> 国内資本市場の強化と資本市場統合に向けた準備 国内の資本市場発展計画と地域レベルでの相互認識・ハーモナイゼーションとの整合性
III 新たなアセットクラスとしてのアセアン <ul style="list-style-type: none"> 新たなアセットクラスとしてのアセアン商品(ETF、証券化商品、指数先物、ヘッジ商品など)の開発 	VI アセアン事務局による調整とモニタリング <ul style="list-style-type: none"> ACMFメンバーから構成されるアセアン事務局の設立 アセアン事務局による各国間の統合プロセスの調整とモニタリング、国レベルでの導入支援

(出所)野村資本市場研究所作成

⁸ ブレインバニラ型の株式および債務証券を指し、オプションやワラントなどは該当しない。

図表 5 導入スケジュール

	フェーズ1 2009-2010	フェーズ2 2011-2012	フェーズ3 2013-2015
中期ビジョン・戦略の策定	・取引所の連携をサポートする中期ビジョンの策定 ・ACMFへの提案		ブローカーのダイレクト・マーケット・アクセスおよび各国の清算機構によるクロスボーダー取引の清算の可能性を議論
共通ボードで取引される銘柄の基準設定	・共通ボードで扱われる銘柄の選定基準の考案 ・当該基準の定期的なレビュー ・将来共通ボードで扱う銘柄の発掘		共通ボードで扱われる上場商品がアセアンの市場を跨いで自由に取引される可能性を議論
電子取引ネットワークの確立	・電子取引ネットワークの開発についてブローカーなどの市場参加者と議論 ・まず2国間で段階的に導入し、その後他国へも拡張	アセアンエクステンジズがACEゲートウェイへの完全接続を試みる	継続
証券保管システムの連携	・準備が整い次第、共通の保管システムの開発	継続	
取引所間の情報共有	・取引所のリンクを促進するための情報シェアと提携に関し、ACMFおよびアセアンエクステンジズが多国間の覚書を締結	継続	
中央清算ネットワークの設立	・アセアンの証券清算機構が2国間の清算・決済プロセスを統合するシステム(ネットリング機能)を開発	継続	アセアンを跨ぐ清算機構のネットワーク設立
ブローカーと銀行のコラボレーション	・当事者がアセアンを跨る清算システム(ネットリング)の実現可能性を議論		
取引所規則のレビュー	・アセアンエクステンジズがクロスボーダー取引を推進する法規制をレビュー(データアクセス、フィーの問題) ・売買規則や取引時間などを段階的な一致の実現可能性をレビュー	継続	可能な限り売買ルールを共通化し、アセアンエクステンジズは共通取引プラットフォームの発展を促進
アセアン・エクステンジズのマーケティング	アセアン・マーケティング・コミティ(AMC)を設立	AMCは域内株取引を促すマーケティングと投資家教育を实践	継続
取引所の株式会社化	取引所の株式会社化につながる規制およびガバナンスの枠組みの環境整備	継続	継続
上場基準、企業統治、開示要件の調整	・ACMFおよび取引所連合はIPO要件および企業統治のルールを定義 ・クロス上場の促進	・財務情報の公表ルールの要件を定義し、公開を義務付け ・国際会計基準と国際監査基準を全上場主体に適用	継続

(出所) 2015年アセアン資本市場統合計画より野村資本市場研究所作成

アセアン・エクステンジズの課題

過去10年で金利が低下し、過大な債務負担を抱え込んだ先進国から、急成長する経済を背景にインフラ整備などの分野で旺盛な資金需要が生じているアジアへ資金がシフトする流れは、中長期的には変わらないだろう。また、様々な要因からアジアでのインフレ圧力は少なくとも短期的には継続すると考えられ、債券に比べてインフレヘッジの観点から有効な株式投資が選好される状況も考慮すれば、株式市場を取巻く材料は明るいと思われる。そして、海外からの投資マネーを巡る争奪戦がアジアの中で激化する中、中国やインドといった大国に比べて流動性や時価総額で単独では見劣りするアセアン諸国が連携し、株式市場を盛り上げてグローバル投資家にアピールしようとする動きは注目に値する。

一方、今後の課題も山積している。第一に、2012年6月のアセアン・トレーディング・リンクの稼働は、ブローカーの現行のプラクティスに大きな影響を与えるとは考え難く、むしろ各国の異なる法規制の統合に向けた最初の一步と捉えるべきであろう。実際には、システム上の技術的な側面やコスト面などの制約からトレーディング・リンクを積極的に活用する小規模なローカル証券会社は少ないと見られ、大手の金融機関による限定的な利用にとどまる可能性もある。取引フローの決済プロセスを見ても現状と変わりはなく、売買される株式はその株式が上場する国において執行される。さらに、アセアン各国のリテール投資家のクロスボーダー取引に占める割合は依然低く、このトレーディング・リンクが個人投資家にどれだけのメリットをもたらすかについても未知数な部分が多い。シングル・ウィンドウを提供するポータルとして、新規の投資家にアセアンの銘柄の認知度を高めるといふ点ではメリットはあるかもしれないが、既存の投資家にとってどの程度のコスト削減効果が見込めるかについては不透明である。

アジア通貨危機を受け、通貨スワップ協定を主な柱とする「チェンマイ・イニシアティブ」や域内の貯蓄から長期投資への促進を図る「アジア債券市場育成イニシアティブ」といった様々な枠組みが整備されてきたが、アセアンにおける株式市場の統合はこれまであまり進展してこなかった。この要因の一つには、各国の株式市場の発展度合いの差が大きく、統合のコストやメリット、リスクについて当局や市場関係者の間で様々な見方が存在していた点がある。実際に、アセアン・リンクで先頭を走るマレーシアやシンガポール、タイと比較し、フィリピンやインドネシアは参加に慎重なスタンスを崩していない。フィリピン取引所 CEO のハンス・シカット氏は、同国の技術インフラの未整備などを理由に今後トレードリンクがうまく稼働するかを見極めながら時期を見計らって参加する方針を表明するなど、各国の市場関係者の間で温度差が存在することは否めない。さらに、各国の法規制の違いに起因する取引コストの増加こそが域内クロスボーダー取引の大きな障壁と指摘されており、引き続き各国間の規制の調和へ向けた努力が求められよう。