

アセアン資本市場統合の最近の動向

—アセアン・トレーディング・リンクの現状と課題—

林 宏美

■ 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B2Bの取引リンク「アセアン・トレーディング・リンク」は、2015年末までにアセアン経済共同体(AEC)を構築する目標が掲げられているなかで、アセアン資本市場統合に向けて、鍵を握るイニシアティブの一つである。
2. アセアン・トレーディング・リンクは、アセアンの6ヶ国7証券取引所が取引所間の提携関係を目指して構築したアセアン・エクスチェンジズが手がけており、これまでにマレーシア取引所、シンガポール取引所、タイ証券取引所の3者が接続している。2014年9月で稼働から丸二年となるが、これまでのところ、参加取引所における株式売買代金の増加、クロス・ボーダーの取引増加に結びついている証左は見いだしにくい。
3. アセアン・トレーディング・リンクは、最近ドイツ銀行がクロス・ボーダー取引における保管・決済業務の整備に従事する方針を決定したことから、同リンクが売買プラットフォームのみのリンケージから、決済等売買後手続きも含むリンケージへと発展する可能性がでてきた。加えて、フィリピン証券取引所が接続に向けた方針を打ち出すなど、参加国も増える見通しである。アセアン関連株価指数の拡充が、アセアン関連投資商品のラインアップ拡大につながることも期待される。
4. しかしながら、各国における資本市場の発展段階や規模、制度の違いが大きな課題であることに加えて、クロス・ボーダー取引拡大の立役者として期待されている一般個人投資家層が厚くない状況もあるなど、アセアン・トレーディング・リンクがアセアンへの投資拡大に結びつくのかについて、依然として未知数の部分が少なくない。

I. はじめに

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 B2B の取引リンク「アセアン・トレーディング・リンク」は、2012年9月18日の稼働¹から、2014年9

¹ アセアン・トレーディング・リンクの始動に至った経緯等については、門前太作「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」『野村資本市場クォーターリー』2012年春号参照。

月で丸二年を迎えた。アセアンでは、2015 年末までにアセアン経済共同体（ASEAN Economic Community、AEC）を構築する目標が掲げられているなかで、その目標の一環として、アセアン資本市場統合に向けた動きも目立つ²。ちなみに、アセアン・トレーディング・リンクを手がけるアセアン・エクスチェンジズは、2015 年末までのロードマップ「AEC ブループリント 2015」において、アセアン資本市場統合の鍵を握る主体の 1 つとして位置づけられている。

本稿では、「アセアン・トレーディング・リンク」の実情を中心に、アセアン・エクスチェンジズが手がけている資本市場統合に向けたイニシアティブを概観したうえで、今後の展望を探ることとしたい。

Ⅱ. アセアン・トレーディング・リンクの実態

1. アセアン・トレーディング・リンクとは

「アセアン・トレーディング・リンク³」は、6ヶ国7証券取引所（マレーシア取引所（BM）、ハノイ証券取引所（HNX）、ホーチミン証券取引所（HOSE）、インドネシア証券取引所（IDX）、フィリピン証券取引所（PSE）、タイ証券取引所（SET）、シンガポール取引所（SGX））が 2011 年 4 月にバリで取引所間の提携関係を目指して構築したアセアン・エクスチェンジズが手がける主要なイニシアティブの一つである。

これまでに同リンクへの接続を実施した取引所は、稼働時点からの BM と SGX、2012 年 10 月における SET の計 3 証券取引所である（2014 年 7 月 15 日時点）。なお、2014 年 3 月には、フィリピン証券取引委員会（SEC）の Teresa Herbosa 理事長が、同国が 7 月にも証券監督者国際機構（IOSCO）の正規会員（フル・メンバー）となる申請書類を提出し、承認されれば、2014 年年内にも PSE を同トレーディング・リンクに接続させる方針であることを表明した⁴。

アセアン・トレーディング・リンクに接続を決めたブローカーは、取引国のライセンスを保有していなくても、同リンクに接続している各国の証券取引所において、直接取引を執行することが可能である。なお、市場規則や取引規則については、注文を入れたブローカーが所属する国に拘わらず、各国の証券取引所における既存の規制が適用される。アセアン・トレーディング・リンクでは、投資家は、ブローカーに対して電話やインターネットで注文を出すことで、従来に比べて幅広い投資機会にアクセスすることができる。ちな

² アセアンの域内金融統合に向けた動きについては、林宏美「アセアンの域内金融統合に向けて—公表されたブループリント「アセアン金融統合への道筋」—」『野村資本市場クォーターリー』2013 年夏号参照。

³ アセアン・トレーディング・リンク構想が浮上したのは、2007 年 1 月に開催された第 20 回アセアン・サミットである。

⁴ “PSE to join Asean trading link”, Manila Standard Today, 2014 年 3 月 26 日。PSE は当初、2012 年にも同トレーディング・リンクに接続する予定であったが、同トレーディング・リンクに接続する前に、PSE の商品ラインアップを拡充してより多くの投資家を呼び込むことを通じて、フィリピン株式市場に対する投資家の関心度を引き上げることが先決と判断したため、接続が遅れている。

図表 1 アセアン・トレーディング・リンクに接続しているブローカー

マレーシア	シンガポール	タイ
AA Anthony Securities	CIMB Securities(Singapore)	Asia Plus Securities
Affin Investment Bank	DBS Vickers Securities	Capital Nomura Securities
CIMB Investment Bank	DMG & Partners Securities	DBS Vickers Securities(Thailand)
HwangDBS Investment Bank	Lim & Tan Securities	Finansia Syrus Securities
Inter-Pacific Securities	Maybank Kim Eng Securities	Globlex Securities Company
Kenanga Investment Bank	Philip Securities	Kasikorn Securities
Maybank Kim Eng Malaysia	UOB Kay Hian	KGI Securities(Thailand)
Mercury Securities		Krungsri Securities
OSK Investment Bank		KT Zmico Securities
RHB Investment Bank		Maybank Kim Eng Securities(Thailand)
		OSK Securities(Thailand)
		SCB Securities Company
		Thanachart Securities
		Tisco Securities Company
		UOB Kayhian Securities(Thailand)

(出所) Asean Exchanges 資料を基に野村資本市場研究所作成

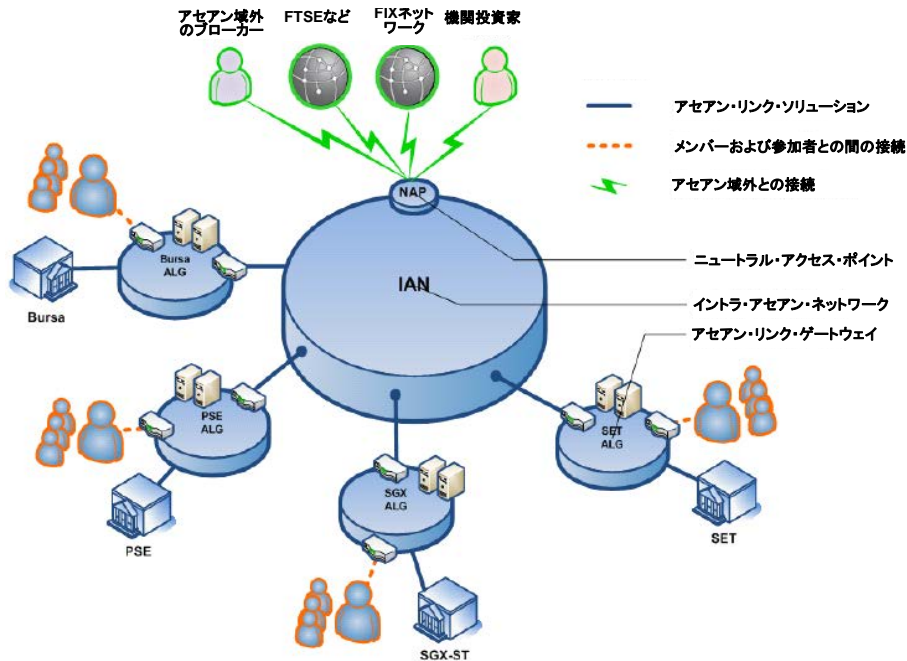
みに、2014年7月11日時点でトレーディング・リンクに接続しているブローカーは、マレーシアで10社、シンガポールで7社、タイで15社であり、これまでのところ、大手金融機関グループのブローカーが中心である(図表1)。

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の設計及び運用はサンガード社が手がけており、そのプラットフォームの枠組みの概要は、図表2のとおりである。すなわち、同リンクに参加する証券取引所を接続するインフラである「イントラ・アセアン・ネットワーク(IAN)」、同証券取引所間の接続ポイントである「アセアン・リンク・ゲートウェイ(ALG)」、アセアン域外のブローカーやグローバルな機関投資家、外部の情報ベンダー会社といった市場参加者が同トレーディング・リンクにアクセスする際のゲートウェイであり、シンガポールに設置されている「ニュートラル・アクセス・ポイント(NAP)」の3つが主な構成要素である。なお、NAPに直接アクセスする市場参加者は、クロス・ボーダー取引を行う前に、当該国のカスタディアン或いは取引の執行を行うブローカー(Executing Broker)に予め口座を開設する必要がある。

トレーディング・リンクにおける注文回送の流れは、①顧客からトレーディング・リンクに接続しているB証券取引所の上場銘柄の注文を受けたブローカー(Originating Broker、OB)が、「アセアン共通取引所ゲートウェイ(ASEAN Common Exchange(ACE) gateways)」を通じて自国のA証券取引所に注文を出すと、②IANを通じて注文がB証券取引所に回送され、③B証券取引所の「スポンサー・ブローカー(Sponsoring Broker、SB)」がB証券取引所において取引の執行を行う仕組みである。この仕組みは、アセアン域外のブローカーなどがNAPのゲートウェイを通じてトレーディング・リンクにアクセスする場合も同様である。

ちなみに、アセアン・エクスチェンジズの目的は、①アセット・クラスとしてのアセアン資本市場の成長を促進すること、②より多くの投資家に対してアセアンへの投資機会を

図表2 アセアン・トレーディング・リンクの枠組みの概要



(注) 「FIX ネットワーク」の「FIX」とは Financial Information eXchange の略称であり、証券取引の参加者間の電子的なコミュニケーションを、統一的な仕様で実現するためのメッセージ・プロトコルである。「FIX ネットワーク」とは、FIX に対応したネットワークを指す。アセアン・トレーディング・リンクには、バイサイドとセルサイドのコネクティビティを確保する、バンダー・ニュートラルを実現する FIX5.0 アダプターが設置されている。

(出所) ASEAN Exchanges “ASEAN Link On-boarding Procedures Final8”を基に野村資本市場研究所作成

提供すること、③加盟取引所間における流動性を向上させること、とされている。そして、こうした目的を達成するため、クロス・ボーダーの協力促進、アセアン資本市場への容易なアクセス、アセアンを軸とする商品の組成などが鍵を握ることになる。とりわけ、アセアン・トレーディング・リンクは、アセアン資本市場統合の実現に向けた重要な第一歩として位置づけられている。

2. アセアン・トレーディング・リンクの置かれた状況

アセアン・エクスチェンジズにおける2014年3月末時点での時価総額は2兆3,610億米ドル、上場企業数は3,667社に達する。また、2014年1月～3月における株式売買代金は1,865億米ドルであった(図表3)。このうち現在トレーディング・リンクに接続している3証券取引所の時価総額は約1兆6,571億米ドルであり、アセアン・エクスチェンジズの約7割を占めていたほか、上場企業数で見ても、同2,260社で、61.6%を占めていた。仮にフィリピン証券取引所も接続されれば、そのシェアは8割を超えてくる。

なお、同トレーディング・リンクの稼働後、参加証券取引所における株式売買代金が増加したかについては、これまでのところ必ずしもそうした因果関係を見いだすことはできない(図表4)。

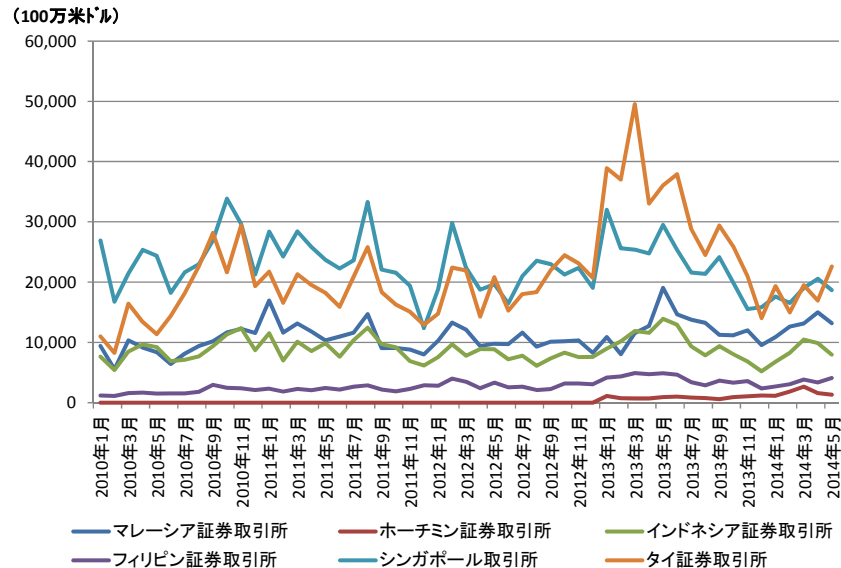
図表3 アセアン・エクステンジズの概要

	時価総額 (億米ドル)	上場企業数			株式売買代金 (億米ドル)
		全体	うち国内企業	うち海外企業	
マレーシア取引所	5,136	906	896	10	366
ハノイ証券取引所	66	358	NA	NA	21
ホーチミン証券取引所	494	302	302	0	56
インドネシア証券取引所	4,153	489	489	0	255
フィリピン証券取引所	2,327	258	255	3	96
タイ証券取引所	3,808	587	587	NA	538
シンガポール取引所	7,627	767	476	291	532
アセアン・エクステンジズ	23,610	3,667	3,005	304	1,865

(注) 時価総額、上場企業数は2014年3月末時点。株式売買代金は、2014年1~3月。ただし、ハノイ証券取引所の上場企業数については、2014年7月14日時点のウェブサイト掲載の数字を用いており、他取引所と時点が異なっている。また、ハノイ証券取引所の数字は、同取引所 URL の統計から、ベトナムドンベースの数字を引用し、米ドル換算。

(出所) 世界取引所連合 (WFE)、ハノイ証券取引所の各 URL を基に野村資本市場研究所作成

図表4 アセアン・エクステンジズの株式売買代金の推移



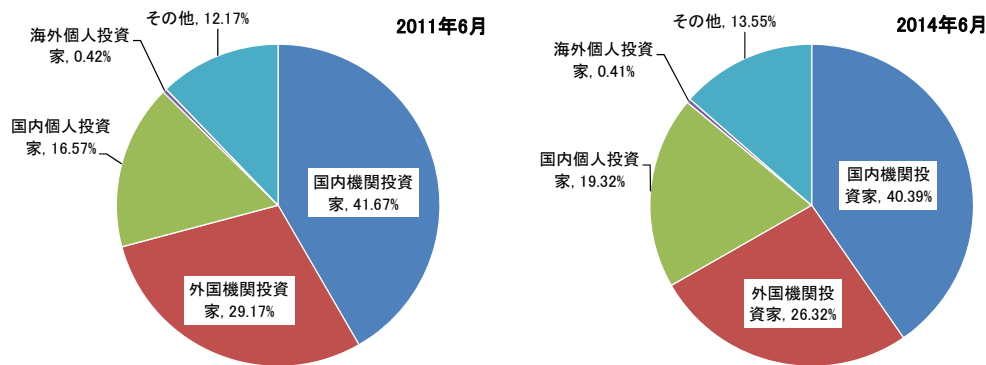
(注) 国内外株式の電子取引のみを抽出したベース。世界取引所連合 (WFE) に未加盟であるハノイ証券取引所については掲載していない。ホーチミン証券取引所がベトナムにおける時価総額の約85%を占めている。

(出所) 世界取引所連合 (WFE) を基に野村資本市場研究所作成

また、例えば、マレーシア証券取引所では、トレーディング・リンク接続前の2011年6月と接続後の2014年6月における株式売買代金の投資家別シェアを比較すると、海外個人投資家が0.42%から0.41%へ、外国機関投資家も29.2%から26.3%に微減しており、同トレーディング・リンクの効果として、クロス・ボーダー取引が拡大しているとは考えにくい (図表5)。

こうしたなかで、2014年4月7日に開催された第20回アセアン・エクステンジズのCEO会合は、アセアン・トレーディング・リンクに接続する国々のブローカーに対して、

図表5 マレーシア証券取引所における株式売買代金の投資家別内訳



(出所) Bursa Malaysia 資料を基に野村資本市場研究所作成

図表6 アセアン各国の株式取引における清算・決済構造

	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ	ベトナム (ハノイ)	ベトナム (ホーチミン)
トレーディング	インドネシア証券取引所 (IDX)	マレーシア取引所 (BM)	フィリピン証券取引所 (PSE)	シンガポール取引所 (SGX)	タイ証券取引所 (SET)	ハノイ証券取引所 (HNX)	ホーチミン証券取引所 (HOSE)
マッチング	インドネシア中央証券預託機関 (KSEI)	マレーシア取引所証券清算 (BMSC)	フィリピン預託信託会社 (PDTC)				
クリアリング	インドネシア証券決済保証会社 (KPEI)		フィリピン証券清算会社 (SCCP)	中央預託機関 (CDP)	タイ清算機関 (TCH)	ベトナム証券預託機関 (VSD)	ベトナム証券預託機関 (VSD)
証券決済	インドネシア中央証券預託機関 (KSEI)	マレーシア取引所預託機関 (BMD)	フィリピン預託信託会社 (PDTC)				
キャッシュ・マネジメント	認可商業銀行	バンク・ネガラ・マレーシア (BNM)	認可商業銀行	認可商業銀行	認可商業銀行	ベトナム投資開発銀行 (BID)	ベトナム投資開発銀行 (BID)

(出所) Deutsche Bank “Deutsche Bank Direct Securities Services, ASEAN Countries”を基に野村資本市場研究所作成

決済・外為・保管サービスを提供する機関として、ドイツ銀行を任命したことを公表した⁵。ドイツ銀行は、33市場（うち14市場がアジア）に1.5兆ユーロの預かり資産を有しているグローバル・カストディアンである。

今日のアセアンにおける株式の清算・決済プロセスは、依然として株式が上場している国で行われているため（図表6）、アセアン・トレーディング・リンクに接続したブローカーの売買後プロセスが大きく変わることは考えにくい。この状況について、ドイツ銀行のアジア・パシフィック市場構造部門ヘッドを務めるジェシカ・モリソン氏は、「既に各国で取引を行う機能を有するグローバルな金融機関にとっては、全くコスト削減効果がないことを意味する」、と捉えている⁶。しかも、アセアン・エクスチェンجز各国の取引通貨が異なっており、取引の際に投資先国の通貨に換えなければいけない点が、例えば通貨がユーロに統一されているEU市場よりも難しい点として指摘できる。

現在のところ、アセアンには証券預託機関（CSD）或いは中央清算機関（CCP）を接続するインフラストラクチャーが存在していないものの、アセアン・トレーディング・リン

⁵ Deutsche Bank, “ASEAN Exchanges appoint Deutsche Bank for settlement and custody services”, 7 April 2014

⁶ “Asean Exchange Link Lure Retail Investors to Boost Trade”, Bloomberg, 2012年9月18日。

クの今後の発展を考えるうえで、クロス・ボーダー取引後プロセスの効率化、統一化は、かねてから大きな課題のひとつとして認識されている。ドイツ銀行が取引後環境を整えられるのであれば、アセアン・トレーディング・リンクが売買プラットフォームのみのリンクから、決済等売買後手続きも含むリンクへと発展する可能性が出てきた。

Ⅲ. アセアン・エクスチェンジズに関連するイニシアティブ

アセアン・エクスチェンジズは、アセアン・トレーディング・リンクを中核にすえながら、以下のような様々なイニシアティブを取ることによって相乗効果を働かせ、機関投資家、個人投資家のいずれにおいても、新たなアセット・クラスとしての「アセアン」の認知度を向上させようとしている。

1. アセアン・スターズの導入

アセアン・エクスチェンジズは、2011年4月8日、6ヶ国7証券取引所の関連情報をワンストップで閲覧出来るウェブサイト (<http://www.aseanexchanges.com>) とアセアン・スターズ (ASEAN Stars) を正式に導入したところに端を発する。

アセアン・エクスチェンジズのウェブサイトでは、アセアンの資本市場や投資機会について、投資家の認識を高めるべく、各証券取引所の基本情報をはじめ、各証券取引所に上場する主要銘柄「アセアン・スターズ」の概要や株価・売買状況など、関連する様々な情報をワンストップで閲覧できる。「アセアン・スターズ」とは、アセアン・エクスチェンジズが、時価総額および流動性の観点で選んだ各証券取引所の主要30銘柄⁷から構成される合計180銘柄のことを指し、銘柄の概要や取引情報などが同ウェブサイトに掲載されている。

2. アセアン関連株価指数の拡充と投資商品

1) アセアン株価指数

アセアンの株価指数としては、FTSE アセアン総合株価指数をはじめ、FTSE アセアン・セクター指数、FTSE アセアン40指数などが存在している。FTSE アセアン・セクター指数は、FTSEの産業分類ベンチマークに基づき、業界、スーパーセクター、セクターにおいてそれぞれ計算される。一方のFTSE アセアン40指数は、アセアン主要5ヶ国における代表的な40銘柄を対象とする指数である。

さらに、2014年5月29日には、アセアン・エクスチェンジズが、①FTSE アセアン・スターズ指数 (FTSE ASEAN Stars Index)、②FTSE アセアン総合株価指数 (先進国を除く) の2指数を新たに導入した。加えて、既存の株価指数であるFTSE アセアン総合株価指数 (FTSE ASEAN All-Share Index) の対象国を、従来の5ヶ国からベトナムを含む6ヶ国と

⁷ ただし、アセアン・エクスチェンジズに2証券取引所が加盟しているベトナムについては、ホーチミン証券取引所、ハノイ証券取引所でそれぞれ15社が選択されている。

したことで、アセアン株式市場のカバレッジが拡大することとなった。①の FTSE アセアン・スターズ指数は、各国上位 30 社、全 180 銘柄の「アセアン・スターズ」で構成されている。なお、FTSE アセアン・スターズ指数は、バロメーターとして用いることが意図されており、投資商品の指標として利用することは想定されていない。また、②の FTSE アセアン総合株価指数（先進国を除く）は、FTSE マレーシア取引所 EMAS 指数、FTSE アセアン・インドネシア総合株価指数、FTSE アセアン・フィリピン総合株価指数、FTSE・SET 総合株価指数、および FTSE アセアン・ベトナム総合株価指数で構成されている。

2) アセアン株価指数に基づく投資商品

アセアン株価指数に基づく主な投資商品の事例としては、アセアン投資商品として初めてニューヨーク証券取引所に上場した ETF、「グローバル・エックス・FTSE・アセアン 40ETF (Global X FTSE/ASEAN 40 exchange traded fund)」が挙げられる（図表 7）。当該 ETF は、名称通り FTSE/ASEAN 40 指数に連動する ETF であり、2011 年 2 月 16 日に設定された。2014 年 3 月末時点における組入銘柄トップ 10 を見ると、シンガポールやマレーシア、インドネシアの大手金融機関 6 行が含まれ、その組入比率は 29.34%に及んでいた（図表 8）。

これより前の 2006 年 9 月 21 日には、アセアンに投資する ETF としては初めての商品である「CIMB FTSE アセアン 40ETF」がシンガポール取引所に上場していた。2006 年の ETF 設定以来、同 ETF の純資産価格（NAV）は 11.32%上昇した、としている⁸。

図表 7 アセアン株価指数連動 ETF の事例

	Global X FTSE ASEAN 40 ETF	CIMB FTSE ASEAN 40 ETF
ベンチマーク	FTSE/ASEAN 40	FTSE/ASEAN 40
プライマリー取引所	ニューヨーク証券取引所(NYSE Arca)	シンガポール取引所
設定日	2011年2月16日	2006年9月21日
運用会社	グローバルX・マネジメント	CIMBプリンシパル・アセット・マネジメント

（出所）野村資本市場研究所作成

図表 8 グローバル X FTSE ASEAN 40 ETF の組入銘柄トップ 10（2014 年 3 月末時点）

順位	銘柄名	組入比率	国名	業種
1	DBSグループ・ホールディングス	6.63%	シンガポール	金融
2	シンガポール通信	6.30%	シンガポール	通信
3	OCBC	6.08%	シンガポール	金融
4	UOB	6.04%	シンガポール	金融
5	アストラ・インターナショナル	3.87%	インドネシア	自動車
6	メイバンク	3.78%	マレーシア	金融
7	ケッペル・コープ	3.66%	シンガポール	石油リグ建設
8	CIMBグループ・ホールディングス	3.42%	マレーシア	金融
9	バンク・セントラル・アジア	3.39%	インドネシア	金融
10	アシアタ・グループ	3.01%	マレーシア	通信

（出所）Global X Fund のウェブサイトに基づき野村資本市場研究所作成

⁸ “Launch of ASEAN Trading Link, Media Fact Sheet”, ASEAN Exchanges, 2012 年 9 月 18 日。

3) インベスト・アセアン・ロードショー（個人投資家向け）の開催

アセアン・トレーディング・リンクの稼働を受けて、アセアン・エクステンジズを構成する各国証券取引所の CEO は、個人投資家を対象とした「インベスト・アセアン・ロードショー（2013 年の場合、インベスト・アセアン・2013）」を、バンコクを皮切りに、シンガポール、クアラルンプールなどの各主要都市で実施し、潜在的な投資家の掘り起こしに取り組んでいる。例えば、400 人あまりの個人投資家が集まり、2013 年 3 月 2 日に開催されたロードショーでは、シンガポール取引所やタイ証券取引所に上場するトップレベルの好業績企業の経営陣に直接会う機会が提供されていた⁹。アセアン・エクステンジズは、こうしたロードショーを通じて、引き続き個人投資家の啓蒙に努めたい、としている。

IV. 今後の課題と展望

アセアン・トレーディング・リンクは、足元で、ドイツ銀行が、クロス・ボーダー取引における保管・決済業務の整備に従事する方針を決定したほか、PSE の接続に向けた方向性を打ち出すなど、取引環境、参加国の両面において、次のフェーズに進みつつある。また、アセアン関連の株価指数を拡充する動きが、アセアン内外の投資家が購入できるアセアン関連投資商品のラインアップ拡大につながることを期待される。

しかしながら、アセアン・トレーディング・リンクがアセアンへの投資拡大に結びつかどうかについては、依然として未知数の部分が少なくない。

まず、アセアンの資本市場統合の課題の 1 つとして捉えられている、各国における資本市場の発展段階や規模、制度の違いは、アセアン・トレーディング・リンクにおいても、大きな課題となっている。国内時価総額ひとつを見ても、例えば、ベトナムの 2 市場（560 億米ドル）は、マレーシア取引所（5,136 億米ドル）の約 10 分の 1 の規模にとどまるなど、差異が大きい。こうしたなかで、ベトナムは、トレーディング・リンクに接続する前に、まずは市場規模を拡大することで、ベトナム市場への投資インセンティブを高め、資金流入を促せる環境を整えたい、という思惑から、接続に対して消極的である。フィリピンやインドネシアの接続が遅れているのも、自市場の競争環境の整備が先決と考えた結果、ということも言える。

また、アセアン・トレーディング・リンクの最大の狙いのひとつは、参加国の個人投資家などによるクロス・ボーダー取引の拡大ということであろう。しかし、例えばマレーシア証券取引所の売買代金を見ても、海外個人投資家のシェアは限定的であった。また、タイやマレーシアの一般投資家層もまだ厚くない状況であり、国内の投資機会ですえも、有効に活用出来ているとは言いがたい。したがって、アセアンの個人投資家が海外の投資機会にまで目を向け始めるようになるまでには、まだ時間がかかりそうである。

上記のように、アセアン・トレーディング・リンクがアセアン資本市場統合の要として

⁹ “Bursa Malaysia’s Invest Asean roadshow attracts 400 investors, Invest KL (Malaysia)、2013 年 3 月 8 日。

機能出来るか否かは、同トレーディング・リンクの取引環境整備のみならず、アセアン資本市場フォーラム（ACMF）などのイニシアティブが取り組む法規制の調和などにも依存しており、今後のアセアン全体の証券市場整備や政策協調の行方に注視していく必要がある。