

市場の安定性向上を目指すシンガポールの証券市場改革案

林 宏美

■ 要 約 ■

1. シンガポール通貨監督庁（MAS）およびシンガポール取引所（SGX）は、2014年2月7日、「証券市場構造および慣行の見直し」と題するコンサルテーション・ペーパー（CP）を公表した。パブリック・コメントは2014年5月2日まで受け付けられる。
2. CP公表の背景には、2013年10月、SGXメインボードの上場3銘柄の株価が同日中に急落し、シンガポール株式市場の流動性枯渇を招いた事件がある。近年個人投資家の株式売買への参加を促しているSGXにとっては、合理的な価格形成と安定した流動性の確保が出来る市場環境の整備が肝要である、という認識がかねてからあった。
3. 具体的な改革案は、1) 上場維持に求められる最低株価の設定、2) 証券の信用取引における担保要件の導入、3) ショート・ポジションの報告要件の導入、4) 証券会社等が発信する取引制限情報の透明性向上、5) SGXの上場および上場規則違反に対する措置の明確化および拡充の5点である。
4. 一連の規制改革案とは別に、SGXは、2014年3月3日より、通常時では考えにくい株価の急変の一要因と考えられる未公開情報を企業から引き出し、投資家に慎重な取引を求める規制を施行に移している。
5. 国際金融センターとしてのプレゼンスを確保しつつあるシンガポールのSGXで発生した株価急落の一件では、SGXが内在的に抱えていた、市場混乱のリスクが表面化したといえよう。欧米の主要証券取引所でも、株価急変への規制面の対応が進められているなかで、SGXの一連の改革案は、シンガポールも市場の安定性を確保する規制の導入が必至である、と考えている証左と言えよう。証券市場としての全機能がSGXに一極集中しているシンガポールにとって、市場関係者の信頼を失う事態は是が非でも回避しなければならない事情もある。

I. はじめに

シンガポール通貨監督庁（Monetary Authority of Singapore、MAS）およびシンガポール取引所（Singapore Exchange、SGX）は、2014年2月7日、「証券市場構造および慣行の見直し（“Review of Securities Market Structure and Practices”）」と題するコンサルテーション・

ペーパーを公表した。今回のコンサルテーション・ペーパーでは、SGX メインボードへの上場維持に必要な最低株価の設定、証券取引における担保要件やショート・ポジションの報告要件の導入、証券会社などが発信する取引制限情報の透明性向上、さらには SGX の上場および上場規則違反に対する措置の明確化および拡充などを目指した規制案が提示されている。このコンサルテーション・ペーパーに対するパブリック・コメントは、2014 年 5 月 2 日まで受け付けられる予定である。

本稿では、シンガポールで証券市場の構造改革案が公表された背景と概要、今後の展望について触れていくこととする。

II. 証券市場の構造改革案が公表された背景

MAS および SGX が共同でコンサルテーション・ペーパーを公表したのは、2013 年 10 月 4 日に、ブルモント・グループ(Blumont Group Ltd)、エイジアソンス・キャピタル(Asiasons Capital Limited)、ライオンゴールド(LionGold Corporation) という SGX メインボードの上場 3 銘柄の株価が急落し、シンガポール株式市場の流動性枯渇を招いた事件に端を発する。

SGX は、2013 年 10 月 4 日、3 銘柄の株式売買を一時停止した後、10 月 6 日に売買の一時停止を解除すると同時に、全 3 銘柄を「指定銘柄¹ (designated securities)」に指定し、空売りおよび証拠金取引の禁止をはじめとした取引制限を課した²。3 銘柄の時価総額は当該 3 日間で少なくとも 87%、69 億ドル相当減少したことに加え、当該銘柄が組み込まれていた Straits Times Small Cap Index の変動幅が大きく振れる動きも見られた。いずれの銘柄も、株価水準が低く、たとえ株価変動がわずかであったとしても変動率が大きくなる、いわゆるペニー・ストックと呼ばれる低位株であった点が市場に大きな影響を与えたと受け止められた³。これを受けて、顧客に対して個別銘柄の取引制限措置を発動した証券会社が少なくなかった結果⁴、2013 年 11 月、12 月における SGX の一日あたり平均売買代金は、それぞれ 9.27 億シンガポールドル、9.51 億シンガポールドルとなり、2011 年 12 月の 7.94 億シンガポールドル以来の低水準に陥った(図表 1)。

近年個人投資家の株式売買への参加を促している SGX では、2013 年度(2012 年 7 月～2013 年 6 月)における一日あたり平均売買高に占める個人投資家の割合が、前年の 40% から 48% まで上昇するなど、一定の成果が上がっている。SGX にとっては、合理的な説明がつきにくい株価乱高下といった状況を可能な限り回避し、合理的な価格形成と安定した流

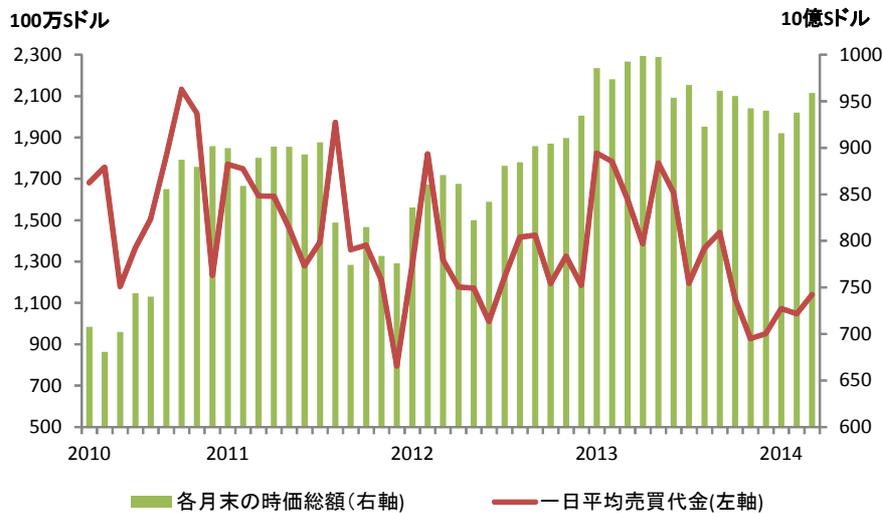
¹ SGX が「指定銘柄」に指定できるのは、相場操縦や過度な投機が発生した場合、或いは SGX が設立或いは運営する市場の利益にとって(指定銘柄に指定することが)望ましいと判断する場合である(SGX 証券取引規則)。

² 取引制限の内容は、①売り手が売却したいと考えている株式数の指定銘柄を保有していなければ、株式の売却を禁止する点、②買い手が注文執行時点で現金による支払いが出来なければ、株式の購入を禁止する点である。

³ 「ペニー・ストック・クラッシュ」と呼ばれている。

⁴ 例えば、シンガポール最大の証券会社 UOB ケイ・ヒアン・ホールディングスは、3 銘柄を含む 53 銘柄を取引制限リストに掲載し、オンライン取引も禁止するなどの措置を講じた(出所は“SGX Equity Trading Plummet on Penny-Stock Curbs: Southeast Asia” 2013 年 12 月 2 日、Bloomberg)。

図表 1 シンガポール取引所における一日平均売買代金と時価総額



(出所) SGX ウェブサイトを基に野村資本市場研究所作成

動性を確保できる市場環境の整備が肝要である。

その意味においても、今回の3銘柄の株価急落を重く受け止めたMASおよびSGXは、即座に調査に乗り出したが、シンガポールの証券市場が健全な状況であることに変わりなく、SGXに上場する株式の取引は、公正で秩序があり、透明性が高いという認識を改めて示した。

一方で、MASおよびSGXは、①秩序ある取引および責任ある投資を促す方法、②証券会社が課している取引制限情報の透明性向上、③新規上場認可および上場規則違反に対する措置の明確化および拡充、といった点については改善の余地がある、という考え方を示した。今回のコンサルテーション・ペーパーに盛り込まれた改革案は、こうした考え方に基づいて公表された。

Ⅲ. 証券市場構造・慣行に関する改革案の概要

今回公表されたシンガポールの証券市場構造・慣行に関する改革案には、大きく1) 上場維持に求められる最低株価の設定、2) 証券の信用取引における担保要件の導入、3) ショート・ポジションの報告要件の導入、4) 証券会社等が発信する取引制限情報の透明性向上、5) SGXの上場および上場規則違反に対する措置の拡充の5点が盛り込まれている。以下では、それぞれについて概要に触れることとしたい。

1. 上場維持に求められる最低株価の設定

MASおよびSGXは、SGXメインボードの継続上場要件の中に最低株価の概念を盛り込

むか検討している⁵。冒頭で触れたように、株価が低いいわゆるペニー・ストック（低位株）では、株価水準の変動がわずかであっても、キャピタルゲイン或いはキャピタルロスの変化幅が大きく振れる傾向があるため、過度な投機や潜在的な相場操縦の影響を受けやすい問題が指摘されている。加えて、株価が低い銘柄では、流動性の低さ、株価と比したティックサイズ（呼値の刻み）の大きさなどから、一般的にマーケット・インパクトが大きくなりやすい。こうした点に鑑み、MAS および SGX は、発行体が上場を継続するうえで最低限維持しなければならない株価水準を設定し、この水準を下回る場合には、上場廃止とする規制の導入を視野に入れている。

SGX は、2010 年 8 月 10 日、メインボードの上場銘柄に関して IPO 時の最低株価要件を一株当たり 0.50 シンガポールドルとする SGX 上場規則を導入した一方、IPO 後の株価が最低株価を大幅に下回る事態への対処策については、これまでのところ手当されていない。当初の最低株価水準は、IPO 時に求められる最低株価の水準に鑑みて、0.10～0.20 シンガポールドル/株程度が設定される可能性が示されている。

なお、発行体への最低取引価格要件導入に向けた準備期間（＝修正期間）として、適切な期間（例えば 36 ヶ月間）を設定する必要性も明記されている。最低株価要件に抵触しそうなことが想定される上場企業は、準備期間中に、たとえば事業の再構築やリバース・テイクオーバーといった手法を通じて企業価値向上を目指したり、株式併合をしたりすることなどによる対応が想定される。仮に 0.10～0.20 シンガポールドル/株に最低株価が設定された場合、約 130～230 社が影響を受ける可能性がある、と MAS および SGX は想定している。

ちなみに、準備期間が終了する時点で発行体が最低株価要件を満たせない場合には、当該発行体は、上場廃止となることもあり得る、としている。

2. 株式の信用取引における担保要件の導入

シンガポールにおける株式の信用取引は、これまで無担保で行われてきたが、MAS および SGX は、株式の信用取引にも金融先物取引などと同じように、担保要件を導入することを提案している。具体的には、証券先物法（Securities and Futures Act、SFA）の下、シンガポールで証券ディーリング業務に従事する権限を有する証券仲介業者（銀行を含む）に対して、顧客のオープン・ポジションの 5%相当分という最低担保要件を基準にして、取引株式のボラティリティや顧客の信用特性から見て適切な水準の担保預け入れを個別顧客に求める、とされている。

株式の信用取引に担保要件を導入しようとする背景には、シンガポールで浸透している株式の取引慣行「コントラ・トレーディング（contra trading）」が活発に行われている実態がある。2012 年 10 月～2013 年 10 月までの 13 ヶ月間を見ると、SGX の総売買代金のうち約 31%がコントラ・トレーディングによるものであった。シンガポールのコントラ・ト

⁵ SGX のカタリストに上場する企業については、最低株価要件が適用されない、としている。なお、ブルモント・グループ、エイジアソنز・キャピタル、ライオンゴールドの「指定銘柄」は 10 月 21 日に解除された。

レーディングとは、①証拠金も含めて現金の授受なしで株式取引をする形態であり、②取引日 (T+0) における銘柄 A の購入は、決済期日 (T+3) までの間に同一銘柄 A の売却 (反対売買) でオフセットし、③一連の売買はネットベースで取引する売買を指す。

3. ショート・ポジションの報告要件の導入

株式市場で空売りが果たす役割は、証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions、IOSCO) が 2009 年に発出した空売り規制に関する報告書に明記されている。すなわち、同報告書では、空売りの活用は、(空売りが利用できない場合に比べて) より効率的な価格発見機能の提供、市場バブルの緩和、市場流動性の向上、円滑なリスク管理業務などに寄与する、とされている。MAS および SGX も IOSCO の見解と同様、市場規律を維持するうえで空売りの重要性を認識している。

こうしたなかで、MAS および SGX は空売りを法律で規制する方針にはない一方、潜在的に起こりうる悪影響を少なくする施策を講じようとしている。最近では、空売り取引の透明性を高めるべく、2013 年 3 月、SGX がマーキング規制を導入した。当該規制の下では、市場参加者は、証券取引所に注文執行依頼を出す前に、空売り注文であることが分かるように「ショート」の表示をすることが義務づけられた。

また、マーキング規制を補足する形で、MAS と SGX は、空売りのさらなる透明性向上を目指して、ショート・ポジションの報告規制の導入を提案している。具体的には、SGX メインボードおよびカタリストに上場する全株式のショート・ポジション(ネットベース、証券の受け渡しが必要になるもの) は、報告が求められることになる。なお、国際慣行に鑑みると、報告規制の選択肢としては、以下の 2 点が挙げられている。

- (1) 全体のポジション報告：ネットベースのショート・ポジションで上場企業の発行済み株式の 0.05% か 10 万シンガポールドルのいずれか低い金額以上保有する投資家は、週ベースでの報告が求められる。なお、こうして当局が収集したデータを合計した全体のショート・ポジションの状況は、投資家の身元を非公開としたうえで、週ベースで開示される。
- (2) ショート・ポジションの情報開示：ショート・ポジションにある投資家は、ネットベースのショート・ポジションが発行済み株式の 0.5% を超える際および 0.1% 以上ポジション変化が見られる度に、ショート・ポジション (ネット・ベース) の状況を (T+2) に相当する期日までに報告しなければならない。ショート・ポジションを有する者の身元および当該保有者のネットベースのポジションは、継続して開示される。

ちなみに、(1) を選択した場合、開示される全体のショート・ポジションの情報によって、投資家は当該銘柄における全体的なセンチメントに対する洞察が可能となり、取引判断がしやすくなるメリットがある一方、空売り持ち高がそれほど高くなくても報告義務が発生するため、個人投資家を含む幅広い市場参加者に対し、膨大な規制遵守コストを課すことになりかねない。他方で (2) を選択すると、市場参加者はショート・ポジションが膨大に積み上がった状況を早い段階で把握できるメリットがある一方、投資家の身元の情

報が開示されるためショート・ポジションを取りにくくなるデメリットがある。

4. 証券会社等が発信する取引制限情報の透明性向上

MAS および SGX は、投資家向けに発信される取引制限情報が公正かつ透明性の高いものであることを確実にするため、SGX に上場する全株式について証券会社が発信しうる取引制限情報は、すべての顧客を対象とし、SGX のウェブサイトを通じて公表されなければならない、とする規制案を提示している。なお、すべての取引制限情報は、原則として証券市場の取引時間外に公表されるべきである、としている。

現状では、証券会社による取引制限情報の発信は、証券会社のリスク許容度や顧客基盤などが相違していることによって、その方法や対象、ある時点で取引制限が付されている株式リストも異なっている。また、証券会社 A が全顧客を対象に取引制限を課す一方、証券会社 B は、大きなポジション残高を有している特定顧客に対してのみ制限を課す、といった対応の相違があることも少なくない。

5. SGX の上場および上場規則違反に対する措置の拡充

SGX、MAS は、以下の 3 委員会、すなわち①上場諮問委員会 (the Listings Advisory Committee、LAC)、②上場懲戒委員会 (the Listings Disciplinary Committee、LDC)、③上場上訴委員会 (the Listings Appeals Committee、LApC) をそれぞれ新設することを提案している。

LDC、LApC とともに、SGX が現在有する上場規則違反に対する措置に加えて、以下の権限も新たに与えられる、とされている。すなわち、1 件の上場規則違反案件について、発行体に対して 25 万シンガポールドルを超えない罰金を科すこと (同じヒアリング或いは行為から生じる一連の規則違反につき、罰金の上限は 100 万シンガポールドルとすること)、ある一定期間について市場の機能を利用出来ないようにすることを含め、発行体を取り得る行動に制限を設けたり、条件を付与したりすること (例えば、当該発行体による増資の制限) である。

1) 上場諮問委員会 (LAC)

LAC は、SGX の上場指針に関連する課題、LAC への参照基準 (Referral Criteria) に合致する上場申請案件の検討を行う、SGX から独立した委員会として位置づけられることが提案されている。上場申請の審査および承認については、これまで同様 SGX が担うこととされているが、①新たな、或いは予期せぬ問題が絡む案件、②特別な専門性が求められる案件、③公共の利益が絡む案件の場合については、LAC が上場認可の是非を審議することとなる。他方、SGX の上場基準に合致しない上場申請案件については、SGX が非認可の判断を行い、LAC での審議対象にはならない。

LAC の審議結果は、既存の規制相反委員会 (the Regulatory Conflicts Committee、RCC) を経由して、SGX 取締役会に持ち込まれることになる。上場の是非をめぐる最終判断を行

うのは、RCC か SGX 取締役会である点に変わりはない。

なお、LAC は、インベストメント・バンキング、企業アドバイザー、会計および法律の専門家、投資コミュニティの代表者など、幅広いバックグラウンドを有する代表者合計 15 人で構成される。

2) 上場懲戒委員会 (LDC)

LDC は、上場規則を破ったとする疑義のある発行体に対して SGX による正式な告訴を聴聞し、上場規則違反に対する規制上の制裁を課す権限を有する委員会として新設されることが提案されている。LDC 設立によって、引き続き SGX が担う調査機能と、LDC が担うとされている審判機能とが分離されることになる。

LDC は、譴責処分をしたり、発行体に対する罰金を課したり、市場機能の利用制限をかける権限も含めて、SGX と同様な制裁措置を講ずることが認められる、とされている。

なお、LDC の組織は、SGX の会員、スポンサーおよびその他の市場参加者に関連する他の SGX 規則集に関わる独立懲戒委員会と類似した構造を取ることが想定されている。具体的には、既存の SGX 懲戒委員会の議長或いは副議長、同委員会委員 5 人をケースごとに就任させる案が提示されている。

3) 上場上訴委員会 (LApC)

LApC は、①LDC が制裁を科す決定を下した当事者、②SGX によって上場廃止の決定を下された発行体、③何らかの上場規則に関して SGX に判断を下された発行体が、そうした判断を不服とした場合上訴する先として位置づけられる。

LApC は、LDC が有するすべての権限を有することに加え、当事者の訴えを踏まえて、LDC が決定した判断或いは罰金などの決定を支持したり、覆したりすることもできる、とされている。LApC の議長が、① (LApC に持ち込まれた) 案件について、LDC が十分な検討を実施したこと、②LDC による決定に到達する前に、手続き上の不正が発生していないこと、③LDC に説明していない、新たな関連情報が存在しないこと、という 3 点について納得出来るのであれば、LDC の決定に対する申し立てを拒否する権限を有することとされている。

いずれの判断である場合も、LApC が下した判断が最終的なものと位置づけられ、当事者は、この判断に従うことを求められる。

IV. これまでに実施に移された証券市場改革

SGX および MAS が示した提案に対しては、図表 2 に整理した観点に基づいてパブリック・コメントが求められている。

また、上記の規制案とは別に、SGX は、2014 年 2 月 7 日、証券市場における透明性向上を促す以下の施策について、同年 3 月 3 日より施行に移すことを公表した。こうした施策も、その発端は 2013 年 10 月に発生した 3 銘柄の株価急落の一件である。3 社ともに株価

図表 2 SGX の改革案について求められているパブリック・コメント・リスト

	求められている見解	MASおよびSGXの提案内容
上場を維持するための最低株価の概念	SGXメインボードに上場する発行体の継続上場要件として、最低株価の概念を導入する案に対する見解。	SGXメインボードの継続上場要件として最低株価の概念を導入する。
	最低株価の最適な水準をどこに置くのか。	0.10~0.20シンガポールドルに設定する。
	最低株価要件の導入に関連して ①影響が及ぶ発行体が適切な対応をするのに、36ヶ月間で十分かどうか。 ②上場廃止となった株式を取引する場として、代替取引ファシリティを導入することに対する見解。	①準備期間(例:36ヶ月)中、発行体は株主に対して四半期に一度対応状況およびその進展に関してアップデートした情報を提供する。 ②準備期間完了時点で最低株価要件に抵触する場合上場廃止となるが、SGX上場規則1309条で求められている代替的エグジットが、当該発行体の株主にも適用できるようにする。また、代替的エグジット後も残っている少数株主が存在する場合、当該株式の取引は、代替取引ファシリティに移管される。
証券取引における担保要件	SFAの下で証券のディーリング業務を行う権限がある証券仲介業者(銀行を含む)に対して、顧客のオープン・ポジションの5%相当分という最低担保要件に基づき、証券取引をするにあたっては、顧客が担保の預け入れを行わなければならない案に対する見解。	顧客のオープン・ポジションに基づき、証券仲介業者は各顧客から直接担保を集める。顧客のオープン・ポジションの5%相当分という最低担保条件をベースにして、取引証券のボラティリティ、顧客の信用特性からみて適切な水準の担保預け入れを求める。
	顧客から担保の預け入れを受取る期限は取引日(T)末より遅れてはならないとする提案。	同左
	担保となるものは、現金、市場性証券、或いはシンガポールで業務展開をしている銀行からの保証のいずれか、とする提案。	同左
	機関投資家以外に、担保要件を適用除外とするべき他のタイプの投資家が存在するかどうかに対する見解。	例外として、機関投資家に対しては担保要件を適用させない。
	信託勘定要件を強化する提案(証券仲介業者は、顧客から担保として預け入れられた現金をシンガポールにおける免許を有する銀行の信託勘定に預託すること)。	同左
ショート・ポジションの報告要件	現行の空売りマーキング規制を補足するため、ショート・ポジション報告制度を導入する提案に対する見解。	SGXメインボードおよびカタリストに上場する全株式のネットベースのショート・ポジション(証券の受け渡しが必要になるもの)は、報告されることが求められる。
	以下の2つの報告に関する選択肢案の実効性とメリット、デメリット	ショート・ポジションの報告要件として、①或いは②の選択肢が提案されている。
	①全体のポジション報告: ネットベースのショート・ポジションが上場企業の発行済み株式の0.05%か10万シンガポールドルのいずれか低い方を保有する投資家は、週ベースでの報告が求められる。全体のショート・ポジションは投資家の素性を明かすことなく、週単位で情報開示される。	同左
	②ショート・ポジションの情報開示: ショート・ポジションである投資家は、ネットベースのショート・ポジションが発行株式の0.5%を超える際および0.1%以上ポジション変化が見られるごとに、ネットベース・ショート・ポジションの状況をT+2に相当する日までに報告しなければならない。なお、ショート・ポジションを有する者の身元および当該保有者のネットベースのショート・ポジションは、継続して公表されることになる。	同左
の取引制限情報	証券先物法(SFA)の下で証券ディーリング業務への従事が容認されている証券仲介業者或いは銀行仲介業者は、SGX上場株式に課されている取引制限情報をSGXのウェブサイト上で全顧客を対象にして公表することが求められる提案に対する見解。	同左
	SGXのウェブサイトに取り制限情報を公表するという提案が適用されない状況としては、どんな状況が挙げられるのか。	-
SGXの枠組み強化	独立した上場諮問委員会(LAC)、上場懲戒委員会(LDC)および上場上訴委員会(LApC)をそれぞれ設立する。	調査機能は引き続きSGXが主導する一方で、審判機能は新たに設立する上場懲戒委員会が担う体制にする。また、新たに設立する上場上訴委員会(LApC)は、LDCが制裁措置を講ずることを決めた当事者が上訴する先となる。LDCの権限すべてを有し、LDCの決定や罰金などを覆したり、維持したりすることができる。
	上場規則を違反した際SGXが取り得る制裁の種類を拡大する提案に対する見解。	同左
	LDCおよびLApCが公的懲戒の発行、発行体に対する罰金の徴収、発行体が取ることができる行動に関して条件や制限を課すなどの権限を含める提案に対する見解。	同左
	マイナーな技術的上場規則違反に関する和解の提示、法令非遵守であったことに対する救済措置の種類を広げる。	同左

(出所) “Review of Securities Market Structure and Practices”, Monetary Authority of Singapore and Singapore Exchange, February 2014 を基に野村資本市場研究所作成

急落の要因が不明である、としていた点を踏まえ、通常時には考えにくい株価の急な値動きの一要因と考えられる未公開情報を企業から引き出すことを目指している。

具体的には、以下の4点である。

- ① 既存の公開情報或いは市場環境では説明できない、通常ではない取引が見られた場合、SGXはその理由について、公開質問を行う。公開質問は、ある特定の銘柄で見られた通常ではない値動きをふまえ、投資家に対して当該取引を慎重に行うべき旨を示唆している。
- ② ①で示したように、上場企業がSGXの公開質問を受けている際、SGXに回答する内容については取締役会の承認を得ることを義務づける。
- ③ 上場企業は、SGXの公開質問を受けている間、「取引注意 (Trade with Caution)」である旨を公表する仕組みを新たに導入する。
- ④ 上場企業は、取締役会が買収やリバース・テイクオーバー、或いは多大な出資につながる案件の交渉中であることを把握しているか、或いは潜在的に交渉の実施可能性が高まっている状況であるか、といった場合、その旨をSGXに伝えなければならない。
- ⑤ 加えて、SGXは、2014年2月24日より、株価が急激に変化した際の一時的な売買停止措置であるサーキット・ブレーカーを、主要銘柄を対象にして新たに導入した。

V. 今後の展望

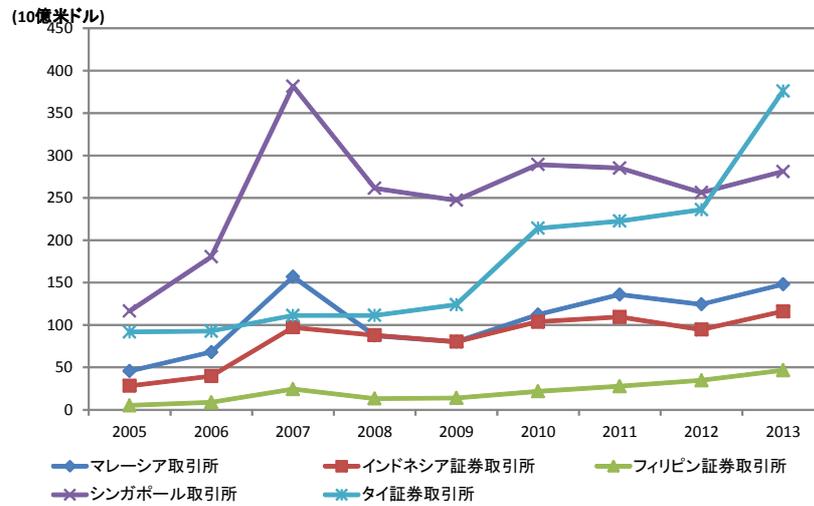
シンガポール取引所は、アセアン6ヶ国7証券取引所を統合するイニシアティブであるアセアン・エクスジェンجز構想で主導的な役割を果たしている。また、全上場企業に占める海外企業の割合も約4割となるなど、国際金融センターとしてのプレゼンスを確保しつつある。

そうしたなかで2013年10月に発生したペニー・ストック3銘柄の株価急落の一件では、SGXが内在的に抱えていた、市場混乱のリスクが表面化したといえよう。そもそも、シンガポールでは、短期、すなわち決済期日(T+3)までの信用取引であれば、現金(証拠金)などの担保を差し入れることなく、反対売買を行うことができるコントラ・トレーディングが全体の3割を占めるなど、市場が不安定な動きに陥るリスクを常に抱えてきた。

改革案では、第一に、株価変動の影響を受けやすい過度な低位株の市場からの排除および証券会社が発信する取引制限情報の幅広い公開によって、投資家が直面するリスクを低減させる点、第二に、株価の下落につながる空売り関連情報の収集・開示によって、市場参加者の投資判断材料を充実させる点、第三に、既存の上場基準に照らし合わせにくく、上場審査が一筋縄にはいかない案件の審議を行う委員会を設置し、そうした判断のアカウンタビリティを向上させる点など、様々な側面から証券市場の安定性向上の施策が盛り込まれている。

証券市場の安定性向上という観点からは、欧米の主要証券取引所でも、株価急変が発生したことを受けて、規制面の対応を急いできた。例えば米国の株式市場では、2010年5月、約10分間でダウ平均株価が9%下落する「フラッシュ・クラッシュ」が発生したことを踏まえた規制の導入が進められた。

図表3 アセアンの主要証券取引所における売買代金の推移



(出所) WFE ウェブサイトを基に野村資本市場研究所作成

一連の改革案は、シンガポールも市場の安定性を確保する規制の導入が必至である、と考えている証左と言えよう。とりわけ、代替取引システム (Alternative Trading System、ATS) が存在せず、証券市場としての全機能が SGX に一極集中しているシンガポールにとって、市場関係者の信頼を失うような事態は是が非でも回避しなければならないであろう。2013年の売買代金が初めてタイ証券取引所を下回った SGX が、一連の市場改革案の導入によって、再びアセアン・トップの座に戻れるのか、注目したいところである。