

## 汎アジア証券取引所をめざすブルネイ証券取引所

2002年5月7日、ブルネイ証券取引所（IBX：International Brunei Exchange）は、ブルネイ財務省（Department of Finance）より、同国初の証券取引所のライセンスを取得した。IBXは、その名にInternationalを冠しているようにローカルの証券取引所を目指しているのではなく、世界各国の投資家に対して金融商品を提供するとともに、自国内の企業に限らず資金調達の間を提供する証券取引所を目指している。本レポートでは、IBXを運営するNESDEXが2002年8月16日に公表したIBX構想の概要を紹介する。

### 1. ブルネイ国際金融センター

ブルネイは、国土面積5,765 km<sup>2</sup>、人口34.5万人の小さな国である。大きさはほぼ三重県（5,776 km<sup>2</sup>）に匹敵するが、過密都市とは言えない三重県の人口が185万人（2000年）であるから、いかに小さい国であるかが分かる。しかし、石油、液化天然ガスの天然資源に恵まれ、一人当たりGDPは1万4,000米ドル（2000年）と先進国の水準にはいたらないも

図表1 アジアの中央に位置するブルネイ



のの高い水準を誇っている。

ブルネイでは、現在の国の経済を支えている天然資源が無限ではないということを鑑みて、以前から、天然資源に依存しない産業の育成を図り、多様化を推進することを国の経済発展計画<sup>1</sup>の中で述べている。地理的な環境や、労働人口の制約等から、国際的に比較優位にたてる労働集約的な産業の育成は難しく、厳しい条件下で多様化を模索する中で浮上したのが、2000 年 7 月 15 日に発表されたブルネイ国際金融センター（BIFC：Brunei International Financial Center）の設立構想であり、実際に財務省<sup>2</sup>内に設立されたのである。

BIFC のミッションは、①ブルネイ及び周辺諸国において付加価値のある金融サービス・セクターを拡張し、成長させる、②安全性が高く、コスト効率も高く、秩序ある国際金融センターの機能を提供する、③質の高いブルネイ人を起用する、④国外在住の専門家をブルネイに召還し活躍してもらう、などの機能の提供であるが、このような理念のもと考えられた具体的なプランの一つが、証券取引所の設立であった。

## 2. ブルネイ証券取引所の概要

ブルネイで構想されている証券取引所は、その名称が International Brunei Exchange (IBX：国際ブルネイ証券取引所) というように、International を冠していることから分かるように、世界各国の投資家に対して金融商品を提供するとともに、資金調達の間としても自国企業に限定せず世界に門戸を開いた証券取引所を目指している。投資家は世界各地の取引所にアクセスしなくても、IBX にアクセスすれば、ワンストップで様々な金融商品を取引できる、という構想である。対象を全世界に広げる前に、まずはアジア唯一の汎アジア証券取引所となるべく、そのサービスを開始し、汎アジア証券取引所としての機能が軌道にのった暁には、欧州、米国までそのサービス範囲を広げるといふ壮大な構想を持っている。

### 1) 2001 年証券法

ブルネイでは、金融に関わる様々な法整備が進められており、その流れの中で同国初の証券法が制定された。2001 年 5 月に施行された 2001 年証券法 (Securities Order, 2001<sup>3</sup>) は 10 章 94 項目からなり、第 2 章に取引所に関する規定が設けられている。

取引所の設立及びその後の運営は、財務省からライセンスを取得した者だけができると明記されており、IBX はこのライセンスを取得した最初の取引所ということになる。

<sup>1</sup> ブルネイでは 5 年ごとに 5 ヶ年計画を作成している。現在は、第 8 次 5 ヶ年計画を遂行中。

<sup>2</sup> ブルネイには中央銀行はなく、財務省がその機能を担っている。

<sup>3</sup> 正式名称は、"An Order to make provision with respect to financial exchanges, dealers and other persons providing advice in respect of, managing or dealing in securities, for certain offences relating to securities, and for other purposes connected therewith".

## 2) IBX の運営

IBX を運営しているのは 1999 年にシンガポールに設立された NESDEX という会社であり、IBX は NESDEX の完全子会社という位置づけにある。

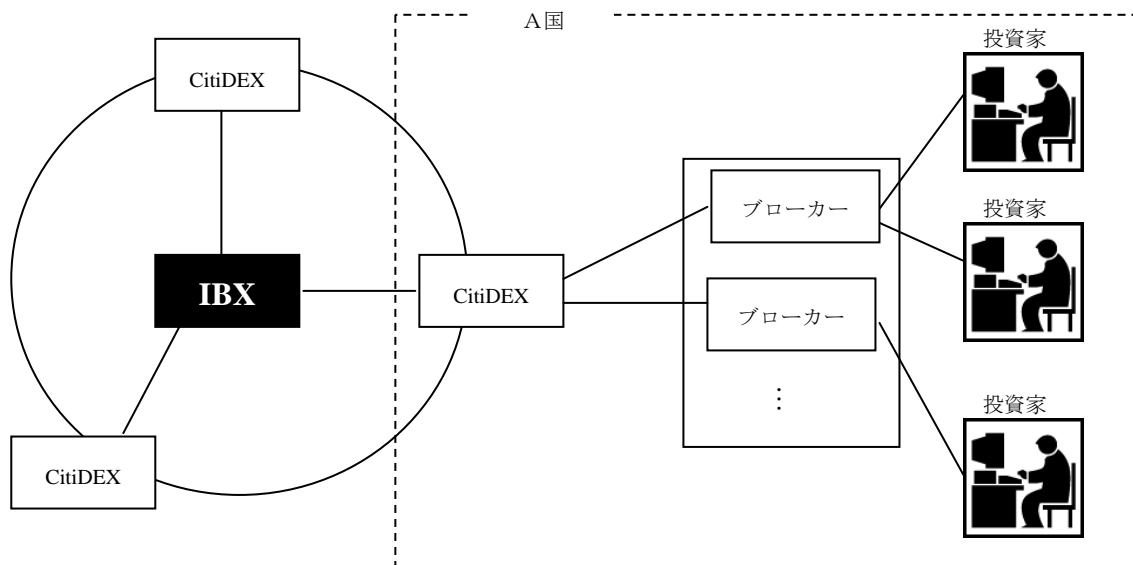
NESDEX は、台湾の通信機器会社である Aurora グループ、台湾の投資銀行である台湾工業銀行、NESDEX の CEO である B.C.Yong の投資ビークルであるミレニアム・クレストから資本を調達しており、ブルネイ証券取引所は台湾資本のシンガポール企業による運営という形態となっている。

また、清算機関も、IBX の子会社である NIC (NESDEX International Clearing Corporation) が提供する構想となっており、現時点では取引に関する一連のプロセスが NESDEX グループで完結できるような仕組みをとっている。

## 3) IBX における取引の概要

IBX は電子取引所である。IBX での直接取引に参加できるのは、会員に限られている。会員は清算資格を有する清算会員と、有さない非清算会員の 2 種類に分類されており、清算会員になるには、①300 万米ドルを超える資本金を有し、②純資産額が 100 万米ドル以上ないし顧客からの維持証拠金の超過分の 2%のうちどちらか高い方の額を有する必要がある等の、いくつかの資格要件を満たす必要がある。

図表 2 IBX ネットワーク



(出所) 野村総合研究所

投資家は、IBX 会員資格を持つ自国の金融機関を通して取引を行うことになる。注文を受けた金融機関は、CitiDEX と呼ばれるシステム経由で IBX での取引の執行を行う。この CitiDEX は、主要国におかれネットワークで結ばれることになっており、各国の CitiDEX は IBX のサテライト・ハブとしての機能を担っている。

会員間で約定された取引は、会員間で清算されるのではなく、NIC がカウンターパーティとして清算業務を行う。IBX で扱う全金融商品を対象としており、会員の決済リスクの軽減を図るとともに、円滑な決済が行われるように設計されている。

## 2. IBX で取引される商品

IBX では、順次取り扱う金融商品を拡大していく意向であるが、現時点では、①デリバティブ・マーケット、②ストラクチャード・マーケット、③新興企業市場（DEEM）、④メイン株式市場の4つの市場の開設を準備している。

図表 3 IBX の開設スケジュール

	サービス開始予定	概要
デリバティブ・マーケット	2003年1月	個別株先物、中国株価指数先物
ストラクチャード・マーケット	2003年第2四半期	
新興企業市場（DEEM）	2003年第2四半期	新興企業が対象
メイン株式市場	2003年第4四半期	ある程度の規模に達した安定成長企業が対象

（出所）IBX の資料より野村総合研究所作成

### 1) デリバティブ・マーケット

IBX では、まず最初にデリバティブ・マーケットを軌道にのせることを目標としている。新たな証券取引所を成功に導くには、投資家にとっても魅力的な市場でなければならず、その要件を満たす項目の一つとして、取り扱う商品の品揃えを充実させる必要がある。IBX では、最短で取引所のサービスを開始するためには、現物株の上場よりもデリバティブの上場と考え、中でも比較的新商品で注目を集めている個別株先物で実績をあげることを選択した。また、今後、IBX 内のマーケットを拡充して行く予定であるが、その中で個別株先物は IBX における主力商品として育てていきたいとしている。

## (1) 取扱商品

図表 4 は、2003 年 1 月に提供を開始する予定の個別株先物 36 銘柄<sup>4</sup>である。ブルネイでは当然のことながら自国企業の上場株式がないので、自ずと他国の上場株式が対象となる。その選定においては、個別株先物の対象株式が、①自国市場において、それなりの時価総額を有している、②価格変動性がある程度に達している、③日次の売買高がある程度に達している、④市場を代表するインデックスの構成銘柄になっている、の 4 点を基準として、国別に自国市場の経済発展の主翼を担い成長力の高い企業を選択したということである。例えば、台湾ではテクノロジー、半導体セクター、シンガポールは通信セクター、米国は IT セクターを重視したとしている。初陣の銘柄リストの中には日本企業を対象とした個別株先物が見受けられないが、今後、上場銘柄を増やす過程で、日本企業は早急に対応したいと考えている模様で、2003 年の半ばまでには導入する意向を示している。

デリバティブ・マーケットでは、個別株先物の他に指数先物、金利先物、通貨先物、債券先物、先物オプションの上場も計画されているが、IBX は最近の中国経済の成長に注目しており、最初の指数先物は中国株式インデックスとしている。対象とするのは、中国 A 株、中国 B 株、中国の全株式を対象とした 3 指数<sup>5</sup>で、個別株先物と同様 2003 年 1 月から取引を開始する予定となっている。

## (2) その他主要事項

注文方法は、指し値注文のみとなっている。取引方法はオーダードリブン方式で、価格優先、時間優先の原則にそってシステムが自動的に処理する。200 コントラクト以上の取引の場合には、ブロック・トレードとして扱われる。

個別株先物の取引時間は、8 時半から 18 時までが通常取引時間として設けられているほか、8 時 15 分から 25 分まではプレ・オープニング・セッションが設けられ注文の受付が行われる。このセッション中は注文の変更、取消が可能である。このセッションにおいて蓄積された売買注文は 8 時 28 分に行われるコール・オークションによって一括執行される。通常取引は 8 時半以降 18 時まで連続して行われるが、シンガポール取引所 (SGX) 上場の株式を対象とした個別株先物だけは、12 時 30 分から 14 時までがランチ・タイムとして休憩時間が設けられている<sup>6</sup>。一方、中国株価指数先物の取引時間は若干短く、9 時 15 分から 18 時 (11 時半から 13 時までがランチ・タイム) までを予定している。

決済方法は全て差金決済となっており現物受け渡しは認められていない。取引での表示通貨は、対象株式の自国通貨であるが、決済は米ドルで行われる。また、最終決済価格は、対象株式の VWAP あるいは終値が用いられる。

<sup>4</sup> 2002 年 8 月 16 日付資料での上場予定銘柄は 35 銘柄であったため表には 35 銘柄のみ掲載。9 月 21 日の発表によると、1 月 23 日を取引開始日としている。

<sup>5</sup> どのプロバイダーのインデックスを使用するかは未公表。現在プロバイダーと交渉中のようなのである。

<sup>6</sup> SGX が、ランチ・タイムの休憩時間を設けているため。

図表 4 IBX で取り扱う個別株先物

		HKEx	SGX	2002年の取引状況	
				売買高	件数
シン ガ ポ ー ル	Chartered Semiconductor		○		
	Venture Manufacturing		○		
	City Developments		○		
	ST Engineering		○		
	UOB Bank		○		
	DBS Bank		○		
	SingTel		○		
韓 国	Samsung Electronics	○		0	0
	SK Telecom	○		0	0
	Kookmin Bank	○		50	1
	KT Corp	○		0	0
	Korea Electric Power Corp	○		0	0
台 湾	Taiwan Semicon Mgf	○		0	0
	Formosa Plastic				
	United Microelectronics	○		0	0
	Nan Ya Plastics				
	China Steel				
	Acer				
	Winbound Electronic Corp	○		0	0
米 国	GE				
	Microsoft	○		0	0
	Intel	○		0	0
	Cisco	○		0	0
	Pfizer				
Exxon Mobil					
香 港	China Mobile(Hong Kong) Ltd.	○		1,478	265
	China Unicom Ltd.	○		253	32
	CNOOC Ltd.	○		0	0
	CITIC Pacific Ltd.	○		56	15
	Legend Group Ltd.	○		235	29
中 国	China Petroleum & Chemical Corporation				
	Huaneng Power International, INC.				
	China Merchant's Bank				
	Shanghai Lujiazui Fin & Trade Dev.				
Shanghai Pudong Development Bank Co. Ltd					

(注) ○がついているのが、HKEx あるいは SGX で既に取り扱われている個別株先物。  
「2002年の取引状況」は、HKEx の実績（1月～8月の累計）のみ。売買高の単位は枚。  
(出所) IBX 資料、HKEx 資料、SGX 資料より野村総合研究所作成

## 2) ストラクチャード・マーケット

ストラクチャード・マーケットでは、①ストラクチャード・エクイティズ、②ストラクチャード・ファンズ、③ストラクチャード・クレジット／ローン、を提供する予定になっているが、具体的な商品は未定である。

## 3) 新興企業市場 (DEEM)

IBX では、通常の株式市場としての機能も提供する予定である。IBX の目的は、一つのプラットフォームであらゆる金融商品の取引を可能にし、投資家の利便性を図ることであるから、当然のことながら現物株の取引も商品のラインアップには欠かせないのである。従って、既存の株式市場に上場されている株式の上場も含めて、上場株式を提供する予定になっている。株式市場に関しては 2 段階に分けてマーケットを開設する予定で、まずは、新興企業市場 (DEEM : Developing Enterprises Equity Market) を立ちあげた後、通常の株式市場 (メイン株式市場) を立ちあげる予定にしている。

DEEM は、①投資家に対して、将来有望な企業への投資機会を提供する、②伝統的な取引所に上場するには時期尚早な企業に資金調達の間を提供する、③エンジェル投資家に、新興企業の投資収益をヘッジする機会を提供する、こと等を目的としている。

図表 5 DEEM の上場基準

	規定
税前利益	過去12ヶ月間で10万US\$
	過去12ヶ月間で少なくとも25%の成長
	今後3年で25%の成長が見込める
払込資本	今後12ヶ月間の運転資金
経歴	設立後2年以上経過
	過去1年間の収入が、支出以上であること
時価総額	100万US\$以上
株主の分布	全株式の30%を200人以上の株主が保有していること
継続上場義務	IBX規則とIOSCO基準に従う
推奨ブローカー	少なくとも2社。
	発行済株式数の3%ないし、10万ドルのいずれか大きい額を保有する
	発行済株式の50%以上の取引は不可
禁止事項	15%以上保有している株主、議決権の5%以上を保有している役員はIPOまでは株式を手放すことはできない。
	利益予想が2年以内に達成できる場合には、残りの50%も取引可能となる。
監査	財務諸表についての会計士の報告書
	当該会計年度の利益予想に関する監査意見
	国際会計基準に準拠した四半期報告及び年次報告書

(出所) IBX 資料より野村総合研究所作成

図表 5 は DEEM の上場基準であるが、IPO に際して発行済株式の 50% 以上は売り出ししてはいけない等、ユニークな規定が設けられている。上場後、2 年以内に利益予想が達成される場合には、その残りの売り出しが認められており、ある意味で投資家保護が図られていると言えよう。

DEEM 上場企業は、IBX メイン株式市場や伝統的な取引所に上場されている企業と比較すると割安な銘柄と考えられ、これら企業が成功すれば極めて高いリターンを期待することが可能である一方、その逆も考えられることから、逆方向へのリスクの軽減を図るために、IBX では①ビジネスの拡大、②マーケットの受け入れ状況、③マーケットの状況、の 3 点を重視して上場後の新興企業を注視していくことにしている。①については、現状では収益を確保しているかもしれないが規模が拡大した時に、現在のマネジメントで同様に収益をあげることができるかどうかには焦点をあてている。特に、マネジメントの人材が成長の鍵を握るという観点からチェックするようである。②については、ビジネスを展開していく上での戦略や商品／サービス・プランが、より広範囲のマーケット・シェアを確保できるかどうかには焦点をあてている。マーケットへの普及率が高まるとともに、企業の収入計画が効率的かどうかを評価する必要があると考えている。③は、その企業が競争上の優位性を持ち合わせているかどうかをチェックするものである。

デリバティブ・マーケットと同様、注文方法は、指し値注文のみ、取引方法はオーダードリブン方式で、価格優先、時間優先の原則にそってシステムが自動的に処理する。これは、後述するメイン株式市場でも同様である。

値幅制限、サーキット・ブレーカーは導入しない予定であるが、市場監視チームがマーケットの値動きを監視し、前日終値よりも 10% から 15% 変動した場合には警告を発する仕組みが予定されている。

取引時間は、9 時から 17 時までであるが、プレ・オープニング・セッションも設けられている。また、12 時半から 14 時まではランチタイムの休憩が入る。

決済通貨は、米ドルのみである。

#### 4) メイン株式市場

メイン株式市場は、既に実績のある企業が資金調達をして更なる事業拡大をする場を提供することを目的としている。

図表 6 は、メイン株式市場の上場基準であるが、3 パターンが用意されており、いずれか 1 パターンをクリアすることが求められている。

取引の概要は、DEEM と同じである。



図表 6 メイン株式市場の上場基準

	オプション1	オプション2	オプション3
税前利益	過去3年で50万US\$かつ直近1年で25万US\$	過去2年で150万US\$	NA
時価総額	NA	NA	2,000万US\$
株式の分布	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1,000人以上の株主によって25%を保有していること。</li> <li>・流通市場で2,000人以上の株主がいること。</li> </ul>		
設立後経過年数	3年以上	NA	NA
会計基準	IAS		
継続上場義務	IBX規則とIOSCO基準に従う		

(出所) IBX 資料より野村総合研究所作成

#### 4. おわりに

アジアにおいては、既にシンガポール取引所 (SGX)、香港取引所 (HKEx) が個別株先物を開始しており、特に HKEx では、IBX のように自国外の株式を対象とする先物を上場している。これらの取引所で取引が行われている個別株先物も、IBX が示した基準をクリアしているような主要な株式を対象としており、IBX の銘柄と重複が多く見られる。また、HKEx の 2002 年の実績を見ると (図表 4 参照)、その取引は極めて閑散としており、個別株先物 36 銘柄だけの品揃えでは、投資家を惹きつける材料としては乏しいと言えよう。米国でも OneChicago、NQLX が個別株先物の取引を開始すべく準備を進めており、厳しい競争下におかれることは否定できない。

沖縄県名護市でも、アジア株の取引を可能とする証券取引所構想がもちあがっている。PASDAQ (パスダック) という仮名称が付けられた新市場は、まだ企画段階ではあるが、IBX と同様、アジア各国で取引されている金融商品の一つのプラットフォームで提供しようとするものである。IBX 構想と最も異なる点は、IBX が自市場に実際に上場を誘致しようとする計画であるのに対して、PASDAQ は各国の既存の証券取引所をオンラインで結ぶという点である。

課題が山積しているとはいえ IBX は既にブルネイ財務省からライセンスを取得し、稼働に向けて具体的な準備を進めている点で PASDAQ より先行している。IBX の今後の動向は、PASDAQ 構想の推進にあたり何らかの示唆を与えるかもしれない。

(銭谷 馨)