

ASEANにおける市場間連携の動きと今後の課題

浦出 隆行

要 約

1. グローバルな取引所再編の動きや東アジアにおける域内経済協力の気運の高まりなどを背景に、アジアにおいて証券市場間の連携に向けた動きが活発になりつつある。
2. 特に 2015 年の経済共同体創設を目指す ASEAN では、2010 年までに域内市場を相互接続することを目標に掲げ、各国取引所や証券当局が連携して制度環境のハーモナイゼーション、取引システムの相互接続、アセットクラスとしての「ASEAN ブランド」の確立などに取り組んでいる。
3. もっとも取引システム接続の効果は限定的なものとなる可能性もあり、アセットクラスとしての ASEAN についても、ニーズは限られたものにとどまっている。さらに市場間接続による取引フローの拡大、流動性向上のメリットを最大限に享受する上で、タイやマレーシアに残る資本為替規制が制約要因となろう。
4. ASEAN の場合、通貨統合や制度環境のハーモナイゼーションが先行したユーロネクストや、ベンダー主導で再編が進んだ OMX のような状況にはなく、現状、市場間連携に向けた各国当局間の意思統一も十分とは言い難い。
5. 連携の動きが一時的に ASEAN 市場への注目を高めることはありうるが、最終的には制度環境が収斂するとともに、各国市場が着実に成長を遂げていくことが必要であることは言うまでもない。

I. はじめに

近年、欧米を中心に世界的な取引所再編の動きが活発化している。その流れはアジアにも影響を及ぼし始めており、特に 2005 年以降、アジアにおける証券取引所間の連携に関してさまざまな動きが出始めてきている。

本稿では、2010 年という具体的なスケジュールを掲げ市場間接続を目指す ASEAN に焦点を絞り、中でもその動きの牽引役である 5 カ国～シンガポール、マレーシア、タイ、

フィリピン、インドネシア～を中心に、連携に向けた動きを紹介するとともに、こうした動きが域内証券市場の統合に向けた大きな流れとなっていく上での課題について考察したい。

II. 背景

ASEAN は人口 5.6 億、GDP 規模で 8 千億ドルを擁する経済圏を確立しており、GDP は世界の 4% を占めるが、株式時価総額で測った資本市場規模は世界の 1.6% に満たな

い。また個々の市場を見ると、しばしばその流動性の低さが問題にされ、市場のボラティリティの高さが投機のターゲットになってきた面もある。

とりわけ 1997 年のアジア通貨危機以降、そうした脆弱性を克服するべく、域内を「束ねる」ことで市場規模を追求する気運が高まってきているが、その中でも証券市場間の連携がにわかに深まってきている背景として、以下の三点を指摘したい。

1. グローバルな取引所再編の動き

近年、欧州・米国を中心に国際的な取引所間の連携や統合に向けた動きが活発になってきている。2004 年末以降、ロンドン取引所に対してドイツ取引所、ユーロネクスト、豪州投資銀行のマッコーリー、米国ナスダックがそれぞれ買収提案を行っており、他方ではユーロネクストに対してドイツ取引所と NYSE が統合案を提示し、2006 年 6 月には NYSE との統合が合意されている¹。また北欧ではスウェーデンの OMX が 2003 年 5 月以降、ヘルシンキ、コペンハーゲン、バルト三国の各取引所を傘下におさめ、2006 年 9 月にはアイスランド証券取引所の買収で合意、同 11 月にはオスロ取引所の株式取得にも動き出している。

こうした世界的な再編の動きはアジア各国の取引所にも微妙に影響を及ぼし始めている。2006 年 10 月、NYSE が東京証券取引所に対して、株式持合いを軸とした資本・業務提携を提案したことが報じられ²、同社のジョン・セイン CEO は 11 月 28 日の会見で、世界的な取引所再編のうねりがアジアにも及ぶとの見方を示した。また東証以外では中国やインドなど、アジアの新興市場との連携にも強い期待を示している³。

本稿で取り上げる ASEAN 各国の証券市場についても、従来はトレーディング、清算、決済が垂直統合され、その多くを政府が保有

するという構造が典型的であったが、世界の主要取引所の再編が加速する中、規模的に小さい市場が埋もれてしまうことに対する危機感が高まってきている。シンガポール取引所 (SGX) のシエ・フーフア CEO は 2006 年 4 月、他取引所との資本提携を検討する姿勢を明らかにしており、さらに域内共通の単一清算・決済機関設立の可能性にも言及している。これらのコメントは欧米において取引所再編の動きが加速していることと無縁ではないだろう。

2. ASEAN 各国証券市場の規模的限界

二点目としては、上記の点とも絡んで、各市場の規模的な限界が挙げられる。図表 1 にも示すように、主要市場である ASEAN5 カ国 (シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア) について、株式時価総額や売買高でみた市場規模は日米欧に比べて非常に小さく、流動性も限定的である。

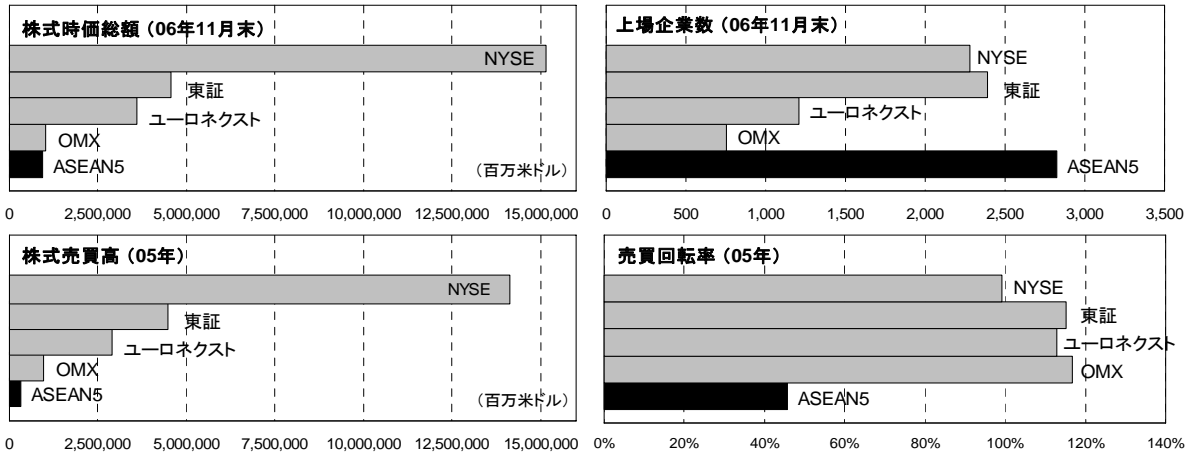
図表 2 に示す通り、シンガポールやマレーシアといった例外はあるものの、アジアの多くの国々では、GDP で測った経済規模に対する株式市場の相対規模が先進国比、低水準にとどまっている。経済発展の度合い (ここでは 1 人当たり GDP) と、それを支える資本市場の相対規模の間には正の相関が認められ、個々の市場の規模的な制約が経済発展の足枷になっているという因果関係を示唆している。

市場間連携に向けた取組みは、域内としての市場規模を確保することで、こうした限界を克服するための動きとみることもできよう。

3. 域内経済統合に向けた気運の高まり

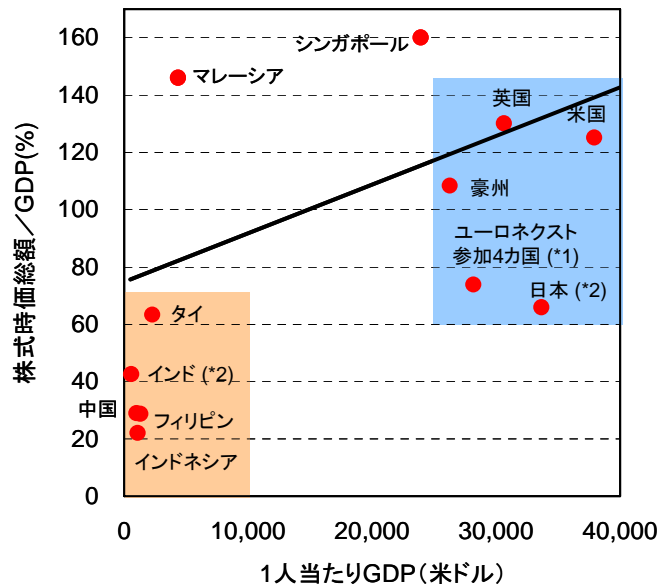
三点目は、アジア通貨危機後に急速に高まってきた域内経済統合に向けた気運である。危機前のアジアでは各国の金融仲介機能が不十分であったため、域内貯蓄が地場銀行から欧米金融機関を経由して、回りまわってアジ

図表 1 株式市場規模比較



(出所) World Federation of Exchanges (WFE)

図表 2 経済発展と資本市場規模の相関 (2002-04年の平均)



(*1) フランス、ベルギー、オランダ、ポルトガル

(*2) 重複上場の度合い等を勘案し、日本は東証、インドはBSEのみとした。

(出所) BIS、WFE、世界銀行統計より野村資本市場研究所作成

アに投資されていたという構造的な問題があった。こうした資金が、アジア経済の先行きに対する疑念から急激に引き上げたことが危機の引き金となり、これに通貨と期間のいわゆる「ダブル・ミスマッチ⁴」が絡んで、危機が深刻化した。

こうした事態の再発に備える仕組みとして

2000年以降整備されているのが、「チェンマイ・イニシアティブ」と呼ばれるアジア域内の二国間通貨スワップ協定網や、域内貯蓄を域内の長期投資に向かわせるチャンネルとしての債券市場である⁵。

これまでのところ資本市場の中でも、通貨危機の際に投機の間にもなった株式市場より

は、資金調達構造の弱さを克服するという観点から、債券市場の育成に力点が置かれてきた面もある。ただ両者は証券関連法制や清算・決済機関等の決済システム・インフラなど共有する部分も多く、規模を追求することで細分化された市場の脆弱性を克服するというニーズも手伝って、連携の動きが加速しているという面もある。

なお現状、東アジアにおける域内経済協力は ASEAN、ASEAN+3（日中韓）、東アジアサミット（ASEAN+3+豪州、ニュージーランド、インド）等、複数の枠組みでの議論が並行して進められているが、この中でも ASEAN10 カ国は、ASEAN 経済共同体（ASEAN Economic Community, AEC）設立のターゲットを当初の 2020 年から 2015 年に前倒して、連携の動きを早めている。また ASEAN+3 や東アジアサミットでは、その主導権を ASEAN に委ねることで域内の結束を特徴づけるなど、ASEAN の役割への注目も高まりつつある。

Ⅲ. ASEAN の市場間連携に向けた取組み

以上のような流れを背景に、近年、ASEAN の取引所を巡るさまざまな動きが始まっている（図表 3）。

クアラルンプール証券取引所を運営するブルサ・マレーシアは、1989 年にシンガポール市場に対する劣勢に対応するため同国企業のシンガポール上場を全面禁止していたが、2006 年 7 月、17 年振りに海外市場での重複上場を認めた。さらに 2005 年 10 月には、シンガポールのリー・シェンロン首相とタイのタクシン首相（当時）が、両国取引所の重複上場を促進することで合意している。またシステム面ではタイ証券取引所（SET）が、2005 年 10 月にホーチミン取引所と、2006 年 4 月にジャカルタ証券取引所（JSX）および韓国取引所（KRX）と、技術支援等の関係

強化に関して覚書を交わしている。

加えて SGX は 2006 年 5 月、原油や船舶・ジェット燃料、タンカー運賃などの先物・スワップ市場向け決済機関「SGX アジア・クリア」を、同年 9 月にはシカゴ商品取引所（CBT）と共同出資で、商品取引ではアジア初の電子先物市場となる共同アジア・デリバティブ取引所（Joint Asian Derivatives Exchange, JADE）をそれぞれ創設するなど、汎アジア的な商品を扱う市場インフラの整備に取り組み始めている。これらのインフラに対しては新たな収益源としての期待も寄せられており、後述するように将来的な取引所間連携の可能性も視野に入れた収益力や財務体質の強化に資するものとの見方もある⁶。

こうした各取引所の個別の動きと並んで注目されるのが、ASEAN 経済共同体の枠組みの中で、市場統合をも視野に入れて進められている各国取引所および証券当局間の連携である。

2003 年 8 月の第 7 回 ASEAN 財務大臣会合（ASEAN Finance Ministers' Meeting, AFMM）において、域内経済成長に資本市場が果たしうる役割の重要性が認識され、その後、市場効率を高めていくために域内資本市場間の連携を強化していくという気運が醸成されてきた。2005 年 4 月に開催された第 9 回財務大臣会合では、2010 年までに域内の証券取引プラットフォームや上場基準を統一し、クロスボーダーでの市場アクセスを整備することにより、「相互に接続された ASEAN 証券市場（interlinked ASEAN securities market）」を実現することが合意されている。

以下では、同構想の中核をなす三つの取組み～資本市場に関する制度環境のハーモナイゼーション、取引システムの相互接続、アセットクラスとしての「ASEAN ブランド」の確立（以上、図表 4 参照）～に関して、その考え方や進捗状況を紹介する。

図表3 アジア各国取引所を巡る近年のおもな動き

2005年4月	ASEAN財務相会議、2010年までに域内の証券取引、上場基準等の統一で合意。
9月	ASEAN5カ国の証券取引所と英FTSEグループ、域内有力企業から構成する株式指数を開発。
10月	タイ・ホーチミンの両証取、技術支援に関する覚書(2000年締結)を5年間延長。 ユーロネクストとシカゴ商品取引所、シンガポールにアジア初の取引センターを開設。
11月	シンガポール取引所(SGX)、中国・浙江省政府の金融工作(業務)弁公室と提携の覚書に調印。 韓国の鉄鋼最大手ポスコ、東証一部に上場。
12月	東京穀物商品取引所、大連商品交易所と業務協力の覚書を締結。
2006年1月	SGXと英FTSEグループ、英ヤサール、イスラム株式指数を共同開発。
2月	SGX、イスラム株価指数「FTSE・SGX・アジア・シャリア100指数」を導入。 台湾の大手メーカー大亜電線電纜のベトナム子会社、外資企業として初めてホーチミン証取に上場。
3月	ブルサ・マレーシアとインドのマルチ商品取引所、商品先物市場の強化に向け覚書を締結。
4月	ジャカルタ証取と韓国取引所、関係強化で合意。 SGXのシエCEO、他取引所との資本提携を検討する姿勢を明らかに。 日中の主要証取首脳、連携の可能性を検討するための会議を東京で開催。 東証、将来的な中国企業の上場誘致等を視野に入れ、北京に拠点を設ける方針を明らかに。
5月	SGX、原油、船舶燃料、タンカー運賃等の先物・スワップ市場向け決済機関「SGXアジア・クリア」を創設。 ニューヨーク・マーカンタイル取引所、シンガポール事務所を開設。 SETとSGX、両国企業の重複上場実現に向け協力する方針を表明。SGXが重複上場に係る規定を検討。 ブルサ・マレーシアとホーチミン証取、両国における証券市場育成を目的とした覚書を締結。 大証と台湾先物取引所、デリバティブ取引における業務提携の覚書締結。
6月	インドネシア財務省、ジャカルタ・スラバヤ両証取の統合計画の実現目標を来年に設定。 ユーロネクストの先物取引所ユーロネクスト・ライブ、アジア顧客の窓口としてシンガポール事務所を開設。 SGX、インド国外では初となるインド株ETFを上場。 SGX、外国株式預託証券(GDR)の上場を認めると発表。 マレーシア証取委、同国1部上場企業の海外上場を認める規制緩和を導入。 シカゴ・マーカンタイル取引所、香港にアジア太平洋地区本部を設けることを発表。 ジャスダックと韓国取引所、企業審査ノウハウの共有化などを目的にした覚書を締結。
7月	SGXのシエCEO、ASEAN域内のクロスボーダー取引の清算にあたる決済・保管機関設立を提案。 東証と韓国取引所、市場間連携プロジェクトに関する覚書を締結。
8月	「ASEAN経済共同体(AEC)」を、当初予定から5年前倒しの2015年に創設することを決定。 東証と台湾証取、株式売買注文の相互取り次ぎなどで提携したことを発表。 東証と上海・深セン両証取、業務提携協議の開始に関する覚書を締結。
9月	SGXとシカゴ商品取引所、アジア初となる電子先物市場「共同アジア・デリバティブ取引所(JADE)」を創設。 SGXとオーストラリア証取(ASX)、提携解消を発表。 SGX、人民元建てA株指数先物を世界で初めて上場。これに対し中国側が指数算出会社を提訴。

(出所) 各種報道資料より野村資本市場研究所作成

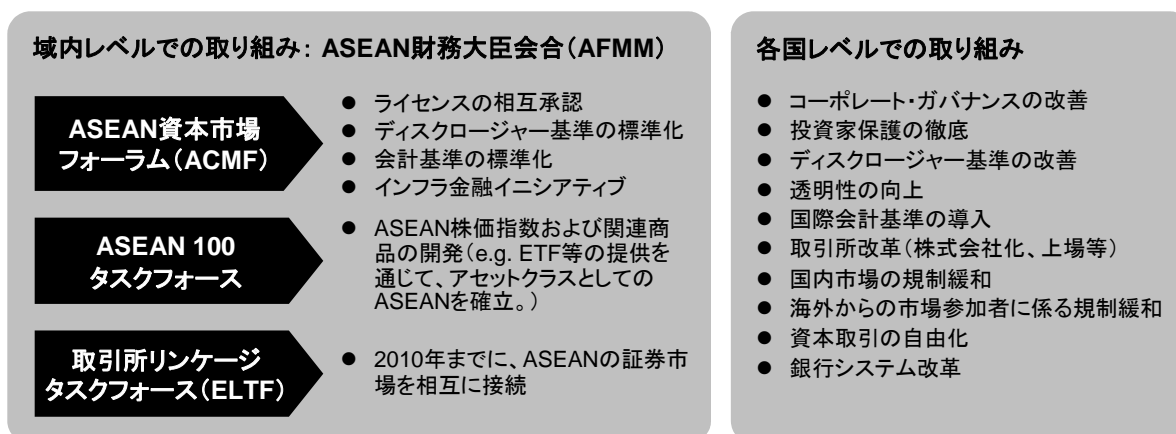
1. 資本市場に関する制度環境のハーモナイゼーション (ASEAN 資本市場フォーラム、ACMF)

上記財務大臣会合での合意を受けて、2004年に各国証券規制・監視当局⁷からなるASEAN 資本市場フォーラム (ASEAN Capital Markets Forum, ACMF) が創設された。同フォーラムでは、各国がそれぞれ議長国となって、当初4つの作業部会～①マーケット・プロフェッショナルの資格・教育 (議長国タイ)、②会計・監査制度 (議長国マレーシア)、③株式関連商品に関する情報開示

(議長国シンガポール)、④リテール業務関連規則 (議長国インドネシア)～が組織され、制度のハーモナイゼーションに向けた議論が進められている。

各部会では、議長国が中心となってガイドラインを作成し、その内容で合意した二国間で覚書を交わすという段取りになっている。資本市場の発展度合いや規制環境等に関きのある各国が、多国間の枠組みで議論を始めて収拾がつかなくなるより、まずは二国間での交渉からスタートし、できる国どうしで始めていく、というアプローチである。

図表 4 ASEAN 域内資本市場の連携強化に向けた動き



(出所) ASEAN 事務局ほか各種公表資料より野村資本市場研究所作成

このうちタイの証券取引委員会 (SEC) が議長を担当した①については、既にガイドラインの作成が完了し、第一号としてタイとシンガポールが覚書締結に向けた調整を進めている。またシンガポール通貨庁 (MAS) が議長を務める③に関しても、2007 年初にはガイドラインのとりまとめが終る見通しである。なお、タイ SEC はこの後、⑤債券関連商品に関する情報開示に関する作業部会の議長を務めることも決定している。

各部会で議論されている内容の詳細は対外的に公表されていないが、各国当局関係者のコメントから受ける全体的な印象としては、制度インフラにおいて最も先進的であるとされるシンガポールの基準に、他の ASEAN 各国がどこまで合わせてゆくことができるかという構図が浮かび上がってくる。例えば上記⑤では、債券発行に関してタイなどに見られる「メリット・ベース」⁸の仕組みを、シンガポールの「ディスクロージャー・ベース」にどのように近づけていくか、といった論点を中心になるものと思われる。もっとも当該枠組みは二国間の自発的な合意に基づくものであり、最終的に合意に至らない可能性も否定はできない。

各部会で検討項目の詳細が詰められてくるに従って、より合意に至る難しさが認識され

てきたこともあってか、当初は ASEAN 側から「市場統合 (market integration)」と発表されていたこれらの取組みのゴール・イメージも、「相互に接続された市場 (inter-linked markets)」という、より現実的な表現に変ってきている。

2. 取引所間のリンケージ (取引所リンケージ・タスクフォース、ELTF)

これと並行して、各国市場間でシステム連携、さしあたっては取引システムの相互接続に向けた協議が進められている。これも基本的には二国間連携の積み重ねという考え方に則っており、接続の意思と用意のある取引所どうしが個別に協議を行なうという形が取られている。

さらにこれまで当該タスクフォースの主要課題とはなっていないものの、シンガポールなどからは域内共通の清算・決済機関設立というアイデアも出始めている。

また個別の議論は現状、各取引所間で非公式に進められているが、オーストラリア証券取引所 (ASX) などは、こうした取組みの推進母体としてアジア取引所連合 (Asian Federation of Exchanges、AFE) の創設も提案している。

1) 取引システムの相互接続

取引システムの接続に向けた動きで先行しているのが、SGX とブルサ・マレーシアであり、両者間では 2007 年第 3 四半期の稼働開始を目標に、株式およびデリバティブの取引システムの相互接続に向けた調整が進められている⁹。また SGX は、タイ証券取引所 (SET)、ジャカルタ証券取引所 (JSX) と同様の協議を開始している。

SGX は、2000 年にも ASX との間で同様のリンクを行なったが、当該提携は取引件数の伸び悩み等を理由に 2006 年 9 月に解消されている¹⁰。基本的な仕組みとしては、両国のブローカーにおける端末上に相手国側の上場銘柄も表示され、国内銘柄と同じように注文が出せるようになり、取引所が会員にシステムを提供し、注文取次手数料 (オーダー・ルーティング・フィー)¹¹を課すというものであった。

SGX は、この ASX との連携でプロトタイプを確立したオープン・アクセス型の電子リンク (トレーディング・エンジン、2004 年に OM グループが開発) をオープン・アーキテクチャーとして公開し、導入に前向きな取引所と交渉を進めていく意向であり、その域内への普及に意欲を示している。

なお、SGX を含め世界中で 25 の取引所が OM グループのトレーディング・エンジンを使用しており、SGX が接続を目指している他市場においても導入が検討されている。マレーシアの場合は ATOS ユーロネクスト¹²のシステムを使用しているが、これもオープン・システムであることから、接続上の技術的な問題はない。

デリバティブ取引においては、現状、米国シカゴ・マーカント取引所 (CME) との間で同様の技術を用いたリンクがすでに確立しているが、SGX は、さらに韓国取引所 (KRX) との間で、取引システム接続に関する情報交換を内容とした覚書を交わしたほ

か、上述のブルサ・マレーシアや SET とも同様の覚書締結に向けた交渉を進めている。

今般、シンガポール・マレーシア間で検討されているリンクが、ASX-SGX リンクと大きく異なるのは、二国間の距離的な隔たりの小ささと、リテール部門などで従来から強かった市場間の結びつきである。両国証券市場は、1973 年にシンガポール証券取引所 (SES) とクアラルンプール証券取引所 (KLSE) が分離するまではひとつの市場であったし、その後もアジア通貨危機後にシンガポールの国際店頭市場 (CLOB, Central Limited Order Book)¹³が閉鎖されるまでは、非公式とはいえ活発な取引が行なわれていた。

(CLOB では、マレーシア株の取引が全体の 9 割と圧倒的であった。) そのように考えると、潜在的な需要は ASX-SGX リンクよりも大きいと見ることができよう。

2) 決済システムの接続

取引システムの接続に向けた協議が進む一方で、決済システムの接続に向けた動きも出始めている。2006 年 7 月には、SGX のシエ CEO が、「ASEAN 証券市場は統合に向わなければ、それぞれ異なる投資商品を提供する小さな取引所で構成する地域と見なされ、国際投資家から見放される可能性がある」と、統合の重要性を指摘するとともに、市場統合の手段として、域内クロスボーダー取引の清算・決済に当たる決済・保管機関の設立を提案している。

決済システムの連携に関しては、ASEAN+3 の枠組みで進められてきたアジア債券市場イニシアティブ (Asian Bond Markets Initiative, ABMI) の一環として、独立した作業部会が債券取引インフラ整備について同様の議論を進めてきているし、それに連動する形でアジア開発銀行がシステム連結に向けた技術支援プログラム¹⁴を進めるなど、多様な展開を見せている。(アジアにおける

決済システムの接続状況は図表 5 参照。))

各国取引所関係者の間でも、取引システム間の接続に比べると決済システムにおける接続のほうが、短期間に進められるとの認識で共通しており、例えばメッセージング・ルールの統一といった目先のところから環境を整えて、実績を積み上げていける部分も多い。その先にあるものが、各国の既存システムの相互接続にとどまるのか、或いは単一の決済・保管機関設立にまで進展するのかは、これからの議論次第という面もある。

ただ一方には、SGX のシエ CEO が言及したような単一機関の設立構想は性急との見方もある。債券に関しては、ユーロ債や域内銘柄を対象とした上場投資信託 (ETF) 等、クロスボーダーで取引される商品が既に現れていることからそれらをまとめて処理できる域内共通決済機関のメリットはあるものの、株取引に絡んだ決済のほうは、各国の清算・決済機関を相互に接続することで十分であるとの考え方である。特に各取引所にとっては収益の源泉となる部分でもあることから、慎重にならざるを得ない面もあるものと思われる。

図表 5 アジア域内における決済システムの接続状況

	シンガポール	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア	日本	中国	香港	韓国
シンガポール	●								
マレーシア		●							
タイ			●						
フィリピン				●					
インドネシア					●				
日本	●					●			
中国	●						●		
香港								●	
韓国									●

●: 決済システムどうしが接続済み。

(出所) Asian Development Bank, ASEAN+3 Regional Settlement Linkage (Asia Link), 2005.

3. アセットクラスとしての「ASEAN ブランド」の確立 (ASEAN 100 タスクフォース)

三つ目の取組みは、個別市場ごとでは規模的に小さい株式市場を一体化することでアセットクラスとしての ASEAN の認知度を高め、ASEAN 銘柄への投資を促進するという観点から、株価指数や投資信託などを共同で開発するというものである。

その第一弾として 2005 年 9 月、ASEAN5 カ国 (マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポール、タイ) の証券取引所が、英 FTSE グループと共同で、域内有力企業から構成する 2 種類の株式指数を開発し、運用を開始している。このうち「FTSE・ASEAN180」指数は、各国の上場企業 180 社から構成され、5 つの証券取引所のベンチマークとなることが期待されている。もうひとつの「FTSE・ASEAN40」指数のほうは、機関投資家が運用するファンドや ETF、デリバティブ取引等に対応するものとして、銘柄を絞り込んだトレーダブル・インデックスとして開発されたものであり、これを基準にした ETF が 2006 年 9 月にシンガポールで上場されている。さらに同指数の周辺商品として、 Sharia 関連指数や IT 関連指数をスピノフする計画なども検討されている。

またタスクフォースでは、アジア債券を組み込んだ投資信託 (Asian Bond Mutual Fund, ABMF) を共同開発するというプロジェクトも着手されており、アジア債券関連の商品供給も加速させていく意向である。

IV. 制約要因と課題

このように注目を集めつつある証券市場連携の動きも、実は多くの問題を抱えている。できるところから実績を積み上げていく、或いは二国間合意を積み重ねることで域内全体の連携につなげる、というアプローチも、最

終的にはいくつかの根本的な問題に直面せざるを得なくなることが予想される。市場間連携が本来の目的である規模のメリットにつながるものになるか否かは、そうした問題を乗り越えられるかにかかっている。

以下ではそのうち、取引システム接続の効果の限界、アセットクラスとしての ASEAN の限界、資本為替規制、市場インフラ統合の前提条件や必要性に対する認識の違いについて指摘したい。

1. 取引システム接続の効果の限界

取引システムの接続については、既にその効果を疑問視する見方も少なくない。

ひとつには、大口機関投資家は従来から投資先国側のブローカーに直接発注するか、もしくは同国に進出している自国ブローカー経由で発注するケースが多かったことから、取引所が提供するプラットフォームへの需要はそれほど大きくないのではないかと、という見方がある。コスト面などで優位性を持つインフラが提供できるのであればその限りではな

いが、実際のところ既に大幅なディスカウントを享受している大手ブローカーに対して競争力を持つシステムが提供できるかは疑問であろう。

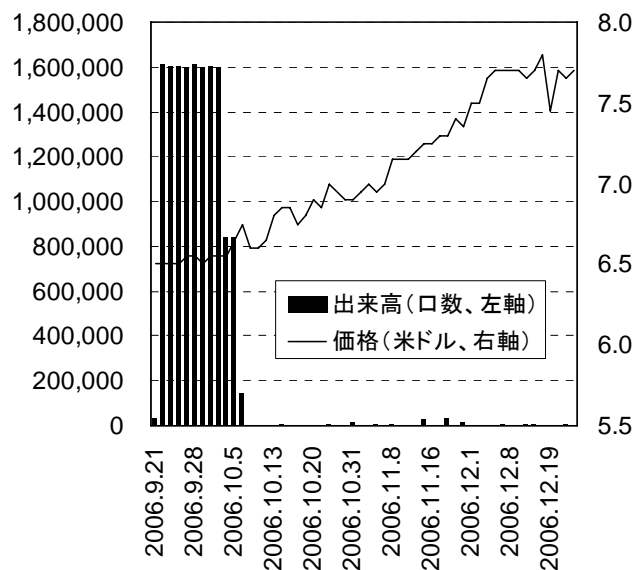
また SGX をはじめとする取引所の関係者は、リテール投資家にとっての利便性（相手国側の地場ブローカーに口座を開く必要もなく、コスト的にも従来比で安くなることや、インターネットからのアクセス向上といった利便性の向上）を強調するが、クロスボーダー取引に占めるリテール投資家の割合が限定的であることを考えれば、やはり当該プラットフォームへの需要に疑問符をつけざるを得ない。

2. アセットクラスとしての ASEAN の限界

ASEAN 関連商品の取引需要は今のところまだ限定的であると考えられ、上述の ASEAN40 指数の ETF についても、上場当初は売買が活発であったものの、その後は低調な状態が続いている（図表 6）。

ASEAN の証券市場は、シンガポールを除

図表 6 FTSE/ASEAN 40 ETF の価格と出来高



(出所) Bloomberg

けば先物も流動性が乏しいし、SET（タイ）の株価指数でさえトラックするのが困難とされている（インドネシア、フィリピンも同様）。商品自体は、例えば現物ポートフォリオのヘッジや、アービトラージ等において需要があるかも知れないが、これが ASEAN 銘柄への需要をどの程度押し上げる効果をもつのかを疑問視する市場関係者も少なくない。

さらにアセットクラスとして ASEAN を捉える場合、その位置づけがいまひとつ特徴を欠くという面も否めない。通常はアジアの中でも、いわゆる「Developed Asia」（シンガポール、香港、豪州、ニュージーランド）とそれ以外の「Emerging Asia」という切り分けがなされるが、後者の中では、規模や成長性の面でインド・中国は別格として、その次が韓国・台湾であり、ASEAN4（タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア）はその更に下という位置づけとなるのが通常である。今後、域内統合の気運がより一層高まってくれば需要構造にも影響が及ぶ可能性はあ

るが、現状では ASEAN という括り自体が、中国やインドに匹敵するような投資対象としてのインパクトを欠いていると言わざるを得ない。

アセットクラスとして論じるのであれば、強引に ASEAN を束ねることにとらわれずに、むしろ ASEAN+3 や ASEAN+6 といった域内協力の動きに連動して、広くアジア全体の成長ポテンシャルを享受するという観点の方がより現実的といえるかも知れない。

3. 資本為替規制

検討されている取引システムの接続は、基本的に各国証券市場の規制環境や制度インフラの違いを所与としたものであるが、接続による取引フロー拡大、流動性向上のメリットを最大限に享受する上で、タイ、マレーシア等に残る資本為替規制が制約要因になるものと思われる（図表 7）。

特にタイにおいては 2006 年 12 月、投機筋によるパーツ買いを牽制する目的で短期資本

図表 7 ASEAN 各国におけるクロスボーダー取引関連規制の概要

	シンガポール	マレーシア	タイ	フィリピン	インドネシア	
株式	非居住者による購入	○	○	▲	○	
	非居住者による発行	○	△	△	○	
	居住者による外国株購入	○	▲	○	○	
	居住者による海外発行	○	○	△	○	
債券	非居住者による購入	○	○	○	△	
	非居住者による発行	○	△	△	×	
	居住者による外債購入	○	▲	△	▲	
	居住者による海外発行	○	△	○	○	
デリバティブ	オンショアでの為替先物 同（非居住者）	○（流動性高い） ○（元利）	○（12ヶ月以下） ○（元利）	○（流動性高い） ○（元利）	○（流動性高い） △（要事前承認）	○（流動性高い） ○（元利）
	オフショア為替取引	○（DFは流動性低い）	×	○（DFは流動性低い）	×	○（NDFは流動性高い）
	金利スワップ 同（非居住者）	○（流動性高い） ○（債券関連）	×	○（流動性高い） ○（債券関連）	×	×
	通貨スワップ 同（非居住者）	○	×	○	×	×
	債券先物	○（債券関連）	○（債券関連）	○（債券関連）	△（要事前承認）	○（現地通貨）
	債券先物	○（流動性高い）	×	×	×	×
	上場デリバティブ	○（流動性高い）	×	×	×	×
	その他	非居住者の現地借入	○	○	×	○
居住者の海外からの借入		○	▲	○	○	○
非居住者のスポット為替取引		○（債券購入）	△（債券購入）	△（債券購入）	△（債券購入）	○（債券購入）

○：可能、×：不可能、△：当局の承認が必要、▲：上限付で可能
「DF」： deliverable forward
「NDF」： non-deliverable forward
「元利」：元利に関するヘッジのみ可能

「債券元利」：債券の元利に関するヘッジのみ可能
「現地通貨」：現地通貨建て金利受取に係る取引のみ可能
「債券購入」：債券購入に係る取引のみ可能

（出所） Swati R. Ghosh, East Asian Finance: The Road to Robust Markets, 2006.

規制が強化されているが、株価急落を受けて直後に株式投資が規制対象から外されるなど、当局の政策運営にも混乱が見られる。またマレーシアではアジア通貨危機の際、シンガポール CLOB 市場が自国銘柄の空売りを通じた投機の間になった¹⁵経験から、市場のコントロールを失うことへの懸念も残る。

両国ともに通貨危機以降、短期資本に対する監視体制を強化し、急激な資本移動への対応を迅速化させる体制整備は進めてきたが、それは危機への対応手法自体が変化したことを意味するものではない。規模的な制約からボラティリティが高く投機の標的になりやすいという市場特性は、簡単には変わらない。また危機対応のために市場を閉ざすという政策オプションが温存される限り、投資家の信頼回復も遅れざるを得ず、市場連携による規模の追及にも向かいにくい、という状況に陥っているようにも思われる。

4. 市場インフラ統合の前提条件や必要性に対する認識の違い

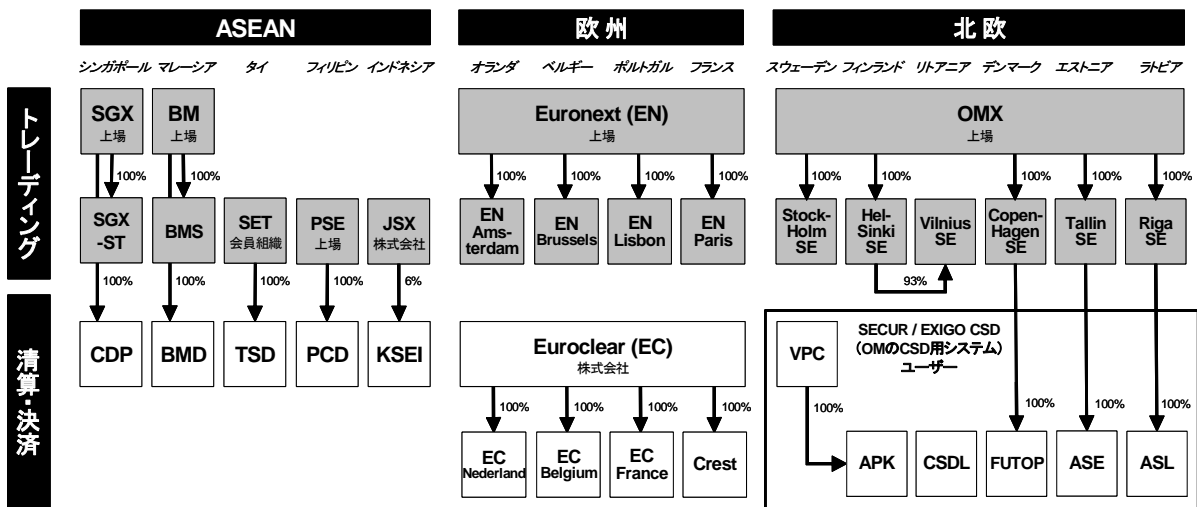
先にも触れたように、アジアにおいては従来、証券取引所や決済機関は政府による保有

割合が高く、取引所により垂直統合されている（図表 8）。北欧では OMX が取引所と資本関係を持つことで、ベンダー主導の再編が進んだが、アジアにおいては OM グループもシステム供給という形では進出している¹⁶ものの、北欧に見られたような取引所への資本参加は行っていない。またユーロネクストのケースでは、欧州通貨統合が先行し、残されていた金融取引の障害が取り除かれるという形で、取引システムや決済機関の水平統合が進んだという面がある。

グローバルな取引所再編の影響がアジアにも及ぶことで、域内市場インフラにも統合の圧力がかかるのではないかとの見方もあるが、取引所が上場しているシンガポール¹⁷、マレーシア、フィリピンでは、取引所への一定割合を超える出資については当局の承認を必要とする旨が定められており（図表 9）、買収の脅威がそれほど差し迫ったものというわけでもない。

域内取引所間での戦略的資本提携の可能性に関しては、2006年4月に SGX のシェ CEO が、「アジアでは政府が取引所を所有・管理する国が多いため、欧米のような急速な統合は進まない」としながらも、将来、アジアで

図表 8 株式市場インフラ運営会社の国際比較



（出所）野村資本市場研究所

図表9 ASEAN各国における取引所の形態

	当初 設立	株式 会社化	上場	SRO 機能	出資上限	左記上限を 超える場合
シンガポール	1973年(*1)	1999年	2000年	○	10%	MASの承認が必要
マレーシア	1973年(*2)	2004年	2005年	○	5%	MOFの承認が必要
タイ	1963年(*3)	未	未	-	-	-
フィリピン	1927年(*4)	2000年	2003年	○	5%(個人)、20%(グループ)	SECの承認が必要
インドネシア	1977年	1992年	未	○	-	-

(*1) シンガポール取引所(SGX)の前身であるシンガポール証券取引所(SES)の設立

(*2) ブルサ・マレーシアの前身であるクアラルンプール証券取引所の設立

(*3) タイ証券取引所の前身であるバンコク証券取引所の設立

(*4) フィリピン証券取引所(PSE)の前身であるマニラ証券取引所(MSE)の設立

(出所) 野村資本市場研究所

最初に動き出すのは SGX であることを強調し、他取引所との資本提携を検討する姿勢を明らかにしている。MAS も戦略提携相手による SGX への 5%超の出資認可を検討する方針を示すなど、株式持合いを通じた戦略提携の可能性を模索し始めている。

ただシンガポール以外の取引所では、これまでのところ資本関係強化について肯定的な意見は聞かれていない。むしろ象徴的にコミットメントを確認しあうだけのような持ち合いはコスト増となるだけであり、例えば決済機関など域内共同で新しい機関を設立する場合の出資等はあるが、二国間の連携であれば、資本関係を伴わない戦略提携でも十分であるとの見方が根強い。

V. 今後の展望

このように、ASEAN の市場間連携に向けた動きは、2010 年という具体的な目標を設定してはいるものの、実際のところはまだ議論が始まったばかりであり、具体的な成果は上がっていない状況である。連携に積極的なシンガポールを除いた ASEAN メンバー国の中には、中国案件で勢いづく香港市場に対抗して証券取引フローを取り込もうというシンガポールの意図に対する醒めた見方も少なからずある。

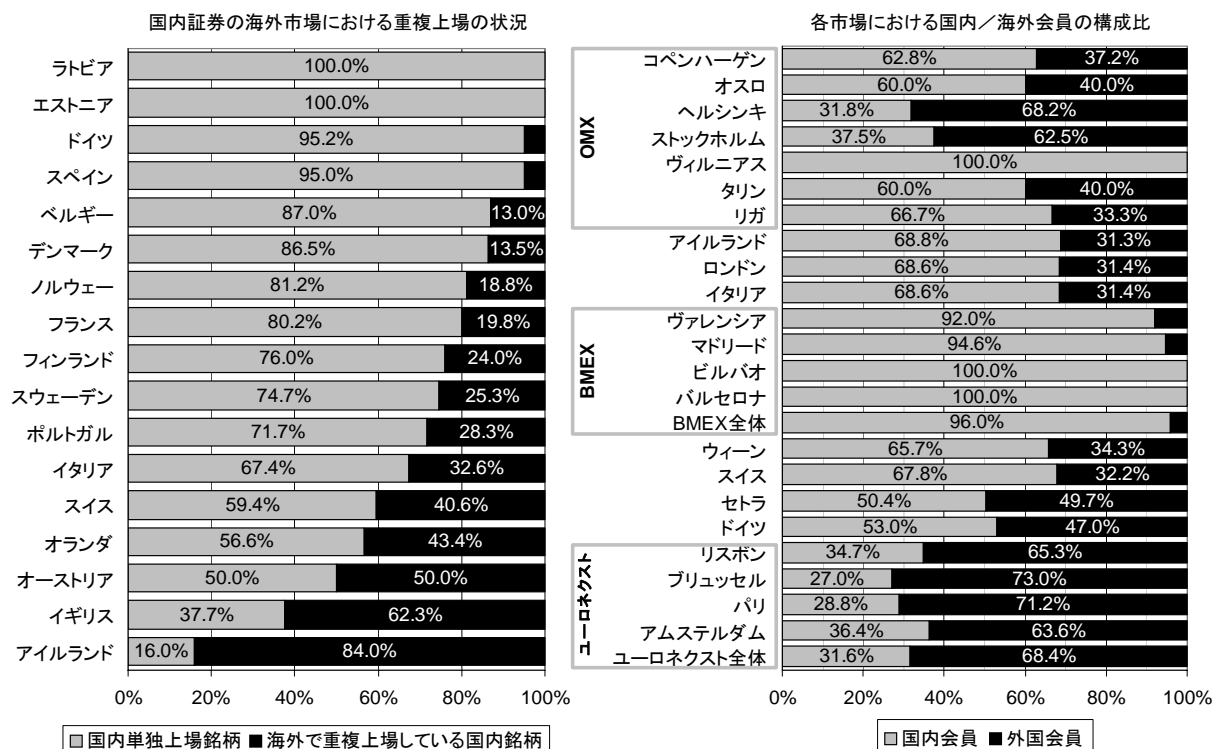
各種の取組みの中では先行して進められて

いる取引システムの接続構想は、将来的な市場統合に向けた布石にはなるかも知れない。ただ、それだけでは流動性が市場ごとに分断された現在の状況を大きく変えるには至らず、その効果は限定的なものにとどまる可能性も否定できない。

ASEAN の取引所関係者の間では、中長期的にはユーロネクスト型の「シングル・メンバーシップ・アクセス」(グループ内の何れかの取引所で上場すれば、他の取引所でも同様に取引が可能)、「シングル・オーダーブック」(同一銘柄を何れの取引所からでも取引でき、統合された価格形成・取引が行なわれる)、「シングル・ルールブック」(同一のルールが全ての取引所に適用される)がモデルとしてイメージされているようである。(ユーロネクストをはじめとする欧州市場における相互上場、会員権取得状況については図表 10 を参照。)

そのためには、取引所の株式会社化による株主と会員の分離、会員資格要件および上場基準・上場審査基準のハーモナイゼーション等が必要となろう。ASEAN 資本市場フォーラム(ACMF)で協議されている情報開示基準の標準化についても、使用言語の統一にまで踏み込んだものとなるのかが注目される¹⁸。

図表 10 欧州各国証券市場における重複上場および取引所会員構成



(出所) Alessandro Carretta and Gianni Nicolini, 'Integration of the European securities markets and links among stock exchanges: a cross-listing, cross-membership and cross-trading analysis,' 2006. 使用データ出所は各取引所および WFE

さらに資本為替制度等の環境が収斂しない限り、規模のメリットを享受できるような市場の統合は難しいものと思われる。逆にこうした制度環境の非対称性が解消されていれば、実は現状程度のインフラのもとでも域内フローは十分に活性化するのもも知れない。

また、束ねられた ASEAN 市場が生み出す付加価値についても、過剰な期待を抱くべきではない。ASEAN が本格的なアセットクラスとして信認を得るには、最終的には各国市場において発行体、金融仲介業者、機関投資家が育ち、それぞれの市場が着実に成長を遂げる必要があると、束ねるだけで価値が飛躍的に高まるというわけではない。

市場統合がひとつのモメンタムを作り出すきっかけになる可能性はあるが、それを一過性のものに終らせることなく、地道に市場育成の実績を積み重ねていくことが必

要であろう。

- 1 欧米における取引所再編を巡る動きの詳細については、神山哲也「欧米における取引所の再編を巡る動き」『資本市場クォーターリー』2006年春号、同「ユーロネクストとの経営統合を目指すNYSEグループとドイツ取引所」『資本市場クォーターリー』2006年夏号を参照。
- 2 2006年10月27日付日本経済新聞。
- 3 2006年11月30日付日経金融新聞。
- 4 ドル建ての短期借入で調達された資金が、現地通貨建ての長期プロジェクトに融資されたことにより、通貨・期間の両面において運用・調達のミスマッチが生じた。これを抱えたまま現地通貨の暴落と短期資金の回収が起り、問題が深刻化した。
- 5 これらの取組みの詳細については、浦出隆行「アジア債券市場育成を巡るこれまでの経緯および近時の動向について」『資本市場クォーターリー』2005年夏号を参照。
- 6 2006年7月18日付日経金融新聞。
- 7 メンバーは各国の証券規制当局で、タイ、フィリピンは証券取引委員会 (SEC)、マレーシアは証

- 券委員会 (SC)、インドネシアは資本市場監督庁 (BAPEPAM)、シンガポールはシンガポール通貨庁 (MAS) がそれぞれ参加している。
- ⁸ メリット・ベースのもとでは、政策当局が産業政策に即した資金配分を目的にトップダウンで評価を行なう。投資家よりも政策当局のほうがより多くの情報を持つという前提で、個別取引のメリットを評価するが、情報の非対称性によるモラルハザードや逆選択の問題がある。また同方式のもとでは、開示に消極的な傾向が生まれること、当局の情報収集コストが高いこと、取引成立までの期間が長期化しやすいこと、市場参加者の判断材料が不十分で、判断力も損なわれやすいことなども問題とされている。
- これに対して、ディスクロージャー・ベースでは、当局が個別取引の質を主観的に評価するのではなく、目論見書等を通じた定型化された審査のもと、質の判断は市場に委ねられる。
- ⁹ ブルサ・マレーシアへのヒアリングに基づく。
- ¹⁰ 詳細は、大崎貞和「活用されなかった取引所間リンク」内外資本市場動向メモ No.06-23 を参照。
- ¹¹ ASX-SGX リンクでは、当該フィーはブローカーが負担し、顧客への転嫁は行なわれていなかった。シンガポール・マレーシア間のリンクにおける手数料のレベルとしては、10bp (大口顧客) ~30bp (個人顧客) 程度になる見込みである。
- ¹² ユーロネクストと欧州 IT 企業 ATOS Origin 社の共同出資で 2000 年 7 月に設立。
- ¹³ CLOB は海外で上場している証券を取引できるシンガポールの国際店頭市場であり、シンガポール国内のメインボードおよび店頭市場の開示義務には縛られないものであった。1973 年に当時のマラヤ証券取引所が SES と KLSE に分離した後も、SES がマレーシア株式の売買を行っていたため、KLSE はマレーシア企業の SES 上場を禁止した。これに対し SES は、90 年にマレーシア政府の承認なしに CLOB を開設しマレーシア株取引を続けた。
- ¹⁴ 詳細は、以下のアジア開発銀行のプロジェクトを参照。
 'Technical Assistance for the ASEAN+3 Regional Settlement Linkage' (TAR: OTH 37760, http://www.adb.org/Documents/TARs/OTH/tar_oth_37760.pdf)
 'Minimizing Foreign Exchange Settlement Risk in the ASEAN+3 Region' (RETA: REG 39312-01, http://www.adb.org/Documents/ADBBO/RETA/39312012.ASP#obj_scope)
- ¹⁵ 1997 年のアジア通貨危機の際、マレーシア当局の影響が及ばない CLOB 市場でマレーシア株の空売りが進んだため、1998 年 8 月、KLSE 上場証券の市場集中義務が課せられた。さらに 9 月に「1 年間ルール」(保有期間 12 ヶ月以下の証券を売却した場合、その元本部分の海外送金を禁止) が導入されると CLOB は混乱に陥ったため、SES は同月マレーシア株を取引停止とした。その後、凍結された株式が最終的に市場に放出されるまでに数年を要した。
- ¹⁶ アジアでは韓国取引所、タイ証券取引所が、先物システムではシンガポール、豪州などが OM 製品を使用している。
- ¹⁷ SGX の場合、5-10%の保有に関しては、適正な資産運用業者によるものであれば基本的には認めているが、10%超の保有については MAS が戦略提携上必要かを判断する形となっている。
- ¹⁸ この点に関する EU の対応に関しては、大崎貞和「上場企業の情報開示に関する EU 指令の採択」『資本市場クォーターリー』2005 年冬号を参照。