

## ASEANにおける株式市場連携の動き

ワッタナワリン, スカンヤ

<https://doi.org/10.15017/3000481>

---

出版情報：経済論究. 136, pp.289-304, 2010-03. 九州大学大学院経済学会  
バージョン：  
権利関係：



## ASEANにおける株式市場連携の動き

ワッタナワリン・スカンヤ

### 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ている。アジアでは、1997年の通貨危機以降、地域的経済統合の気運が高まっており、特に東南アジア諸国連合(ASEAN)は、2015年の経済共同体創設を目指している。そうした動きの牽引役である5カ国(ASEAN5) —シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア—を中心に、2010年の第4半期に域内証券市場を相互接続することを目標に掲げた連携の動きが強まっている。ASEANは1967年8月、ASEAN5により発足した。その後、新規加盟国として、ブルネイ、ベトナム、ラオス、ミャンマー、カンボジアが加わり、現在では10カ国から構成されている。2008年のASEAN加盟国全体の人口は、EUやNAFTAを上回る規模を有しており、ASEAN5だけでも人口4.2億人、GDP規模で1兆4,000億ドルを擁する経済圏を既に確立している。しかしながら、株式時価総額の対GDP比(=経済規模に対する株式市場の相対的規模)を見た場合、ASEAN5は、シンガポールとマレーシアを除けば、まだ資本市場における発展の余地を残していることがわかる(表1)。

他方で、2000年以降、米欧を軸として取引所の世界的統合が進展し、世界の取引所は、NYSE EuronextとNASDAQ-OMXの2大取引所連合の下に大規模に再編されつつある。また隣接する中国では上海証券取引所を中心とした証券市場の国民経済的発展が著しい(表1)。こうした中、ASEAN各国の株式市場や取引所が個別に発展を遂げる余地は小さい。2015年を目標に進められているASEAN共同体形成の枠組みの中でのASEAN域内取引所による統一的对応が求められているといえる。

本論文では、2004年に開始されたASEAN5の株式市場連携に向けた動きを紹介するとともに、先行事例として、ヨーロッパ域内の取引所統合に関する既存の研究成果を踏まえながら、現時点の各国取引所を巡る制度、組織形態、取引参加者、取引システムなどを総合的に分析することで、上述の動きが、実際に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する。

### 1. 背景とASEAN経済協力の動き

ASEANが、EUのような経済統合を打ち出したのは1995年のASEAN首脳会議においてである。加えて、1997年アジア通貨危機後に、ASEANの経済協力を強化するさまざま動きが出始めている。主要な動きは表2に示している。ASEAN諸国は世界の生産拠点を目指した各種政策を採ってきた。2002年にASEAN5+ブルネイはASEAN自由貿易協定(AFTA)を実現した<sup>1)</sup>。このAFTAのもとで、実体経

表 1 ASEAN主要国の一人当たりGDPと株式市場規模

2008年末

	1人当たりGDP	株式時価総額/GDP	売買回転率	日平均取引 単位:百万ドル
インドネシア	2,239.45	0.19	0.66	455.96
フィリピン	1,863.65	0.31	0.24	69.47
タイ	4,110.10	0.38	0.75	469.55
マレーシア	7,975.42	0.85	0.36	382.79
シンガポール	37,598.47	1.46	0.64	1,031.29
中国 (上海)	3,259.46	0.33	1.18	10,656.59
日本 (東京)	34,214.94	0.72	1.51	22,887.03
英国 (ロンドン)	45,604.04	0.67	1.53	24,691.03

出所：World Federation of Exchange (WFE) と World Fact Book CIA (www.cia.gov) のデータより筆者作成。

済部門においては域内貿易が拡大してきた。2004年のASEAN公式のデータによると、世界貿易に占める域内貿易の比率は約25%で、域外の主要な貿易相手は日本 (15%)、EU (10%)、米国 (9%)、中国 (8%) である。

他方で、世界の多国籍企業がASEANへ直接投資を行うことにより、生産ネットワークが構築されている。この生産ネットワークは主に先進諸国の多国籍企業が自国内の賃金水準の上昇により、コスト削減を求めて途上国の低賃金水準に注目して行動したことにより生じたものである。世界の貿易や直接投資の全体から見ると90年代以降のASEANの域内貿易取引・生産ネットワークの拡大は顕著である<sup>2)</sup>。

金融部門においても域内協力が見られる。企業の資金調達手段に関して、ASEANは銀行セクターに大きく依存しているが、アジア通貨危機の教訓を踏まえて、国内金融システムの改革が必要となっている。アジア通貨危機を契機として、ASEAN+3は2000年に短期の外貨の流動性を提供するためチェンマイ・イニシアティブ (CMI) を創設し、二カ国間の通貨スワップ協定を締結してきた。2003年以降もアジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) やアジア・ボンド・ファンド (ABF) など、アジア域内の債券市場を育成するためのさまざまな施策が実施されてきた<sup>3)</sup>。

1) ただしInclusive List (IL) だけの項目の達成で、Exclusive Merchandiseの項目を含んでいない。

2) 詳細に関しては、清水一史 (2000) 「ASEAN域内経済協力と生産ネットワーク形成—自動車部品相互補完流通計画を中心に—」アジア経済研究所『アジア生産ネットワーク研究』3月号, 42-64頁を参照。

3) 詳細に関しては、ワッタナワリン・スカンヤ (2007) 「通貨危機後のタイ債券市場の発展—アジア債券市場育成イニシアティブとの関連で—」『九州経済学会年報』第45集, 12月, 187-194頁を参照。

表2 ASEANの経済協力の主要な動き

年	内 容
1995	ASEAN首脳会議 バンコク宣言を採択
1997	アジア通貨危機
2000	チェンマイ・イニシアティブ(CMI)を創設
2002	ASEAN5+ブルネイがAFTAの基本項目を達成
2003	バリ・コンコード II 「ASEAN経済共同体(ASEAN Economic Community, AEC)」創設に合意
	第7回ASEAN財務大臣会議 域内の経済成長に資本市場が果たす役割を確認
	アジア・ボンド・ファンド(ABF1)を創設
	アジア債券市場育成イニシアティブ(ABMI)を始動
	ASEAN首脳会議 「ASEANの金融統合に向けたロードマップ」を採択
2004	第8回ASEAN財務大臣会議 「ASEANの金融統合に向けたロードマップ」の進捗状況を確認
	ASEAN資本市場フォーラム(ASEAN Capital Market Forum, ACMF) の創設
	ASEAN域内の証券市場の連携に関する作業部会(Exchange Linkage Task Force, ELTF)の設立を承認
2005	第9回ASEAN財務大臣会議 「相互に接続されたASEAN証券市場(Interlinked ASEAN securities market)」を2010年までに実現することで合意
	ASEAN通貨スワップ協定を10億ドルから20億ドルに拡大
	ASEAN5の証券取引所と英FTSEグループ、域内の有力上場企業から構成される株式指数として、「FTSE・ASEAN」と「FTSE・ASEAN40」の運用開始
2006	SETとSGX、両国企業の重複上場実現に向け協力方針を表明
2007	ASEAN域内の債券市場についての情報を含む、ASEAN債券のポータルサイトの設立で合意
2008	ASEAN経済共同体(ASEAN Economic Community, AEC) 計画の設立目標である2020年を2015年に前倒しすることを合意
2009	「ASEAN5電子取引所(ASEAN Platform)」で合意

出所：各資料より筆者作成。

## II. ASEAN主要国のクロスボーダー資本取引

こうした域内の経済的結びつきの高まりの中で、ASEAN域内資本取引も著しく増加しつつある。

表3はASEANの対外直接投資(FDI)を示している。従来先進諸国所在の多国籍企業からのFDIにより、ASEAN域内の生産ネットワーク形成が進行してきた。これに加えて、近年では、ASEAN域内FDIの相対的拡大が観察できる。表3によれば、ASEAN域内のFDIは、2007年には、日本からのFDIと肩を並べるに至っている。

これに対して、証券投資は、やや別の様相を呈している。糠谷・亀井(2009)によれば2001年から2007年にかけて、ASEAN域内のクロスボーダー証券投資の比率は低下している<sup>4)</sup>。しかし、ASEAN主要国の証券投資取引を国別検討するなら、とりわけシンガポールを中心とした域内の証券投資の増

加が見られる。とりわけシンガポールとマレーシアとの間のクロスボーダー取引が顕著である。

表 4 は、マレーシアへの証券投資を国別に示したものである。2002年から2008年にかけて、シンガポールからの証券投資が、英国・香港からの証券投資と並び、双方向で著しく増加していることがわかる。シンガポールからの証券投資の規模は、米国からの証券投資の規模より大きく、日本のそれよりもはるかに大きい。

表 5 は、シンガポールへの証券（株式）投資（残高ベース）の推移を表している。従来、シンガポールは米国、ヨーロッパ、香港からの証券投資の割合が高かったが、近年はASEANとりわけ、マレーシアからの証券（株式）投資が増大してきたことがわかる。

表 6 は、タイの証券投資（FDIを含む株式全体）の国別推移を示している。ASEANの二層化(two-tier ASEAN)、即ち原加盟国（ASEAN5+ブルネイ）と新規加盟国（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム=CLMV）との間の経済発展段階の格差を反映した、資金フローの構造が観察できる。ネットで見ると、日本の役割が大きいことがわかるが、ASEAN域内とりわけ、シンガポールからの流入も大きな規模となっている。他方、新規加盟国のCLMVへは、ネットでの流出が観察される。タイの株式市場に即してみた場合、先進国および域内のシンガポールと、地理的に隣接する途上国であるCLMV諸国との間の仲介役を果たしていることがわかる。

なお、上記のタイのデータはFDIを含んでいるので、直接的にマレーシアやシンガポールと比較が困難である点には注意を要する。

表 3 ASEANへの国別直接投資（FDI）（年末残高）

単位:百万ドル

	2004			2005			2006			2007		
	国	金額	%	国	金額	%	国	金額	%	国	金額	%
1	日本	5,732	16.3	日本	6,134	15.7	日本	10,715	20.8	日本	9,540	15.1
2	英国	5,389	15.3	米国	4,799	12.2	<b>ASEAN</b>	<b>7,947</b>	<b>15.5</b>	<b>ASEAN</b>	<b>9,502</b>	<b>15.0</b>
3	米国	5,232	14.9	英国	4,521	11.5	オランダ	4,535	8.8	英国	5,470	8.6
4	<b>ASEAN</b>	<b>2,804</b>	<b>8.0</b>	<b>ASEAN</b>	<b>4,203</b>	<b>10.7</b>	英国	3,470	6.7	米国	5,077	8.0
5	オランダ	2,278	6.5	オランダ	2,285	5.8	米国	3,112	6.1	オランダ	4,569	7.2
6	ケイマン諸島	2,029	5.8	フランス	936	2.4	ケイマン諸島	3,091	6.0	韓国	2,758	4.4
7	ドイツ	963	2.7	ルクセンブルグ	851	2.2	ドイツ	1,529	3.0	バミューダ	2,060	3.3
8	韓国	806	2.3	ドイツ	552	1.4	バミューダ	1,497	2.9	香港	1,833	2.9
9	中国	732	2.1	中国	536	1.4	香港	1,393	2.7	ケイマン諸島	1,385	2.2
10	バミューダ	649	1.8	韓国	534	1.4	韓国	1,304	2.5	フランス	1,354	2.1

出所：ASEAN Secretariatのデータより筆者作成。

4) 糠谷・亀井 (2009), 5頁。

表4 マレーシアの国別証券投資

単位：百万マレーシアリンギット

国	2002		2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	流入	流出	流入	流出	流入	流出	流入	流出	流入	流出	流入	流出	流入	流出
英国	12,085	13,089	19,621	19,213	28,943	22,361	27,332	26,113	36,946	31,927	71,078	62,720	62,706	79,023
シンガポール	11,072	12,921	15,192	14,169	34,990	21,251	31,726	36,296	31,169	41,442	87,282	80,471	69,424	78,890
香港	13,721	13,802	20,279	14,390	29,901	25,531	25,904	26,458	28,537	22,201	65,460	62,299	54,316	66,752
米国	7,259	7,077	9,172	7,729	20,131	17,212	20,130	20,626	30,030	24,981	74,758	74,750	31,960	48,788
ベルギー	1,183	2,723	3,210	3,214	4,239	4,680	6,355	8,175	10,622	9,460	13,776	15,224	4,880	17,565
オランダ	116	857	201	137	242	93	266	287	248	90	1,159	1,718	2,990	9,629
ルクセンブルグ	2,476	2,447	2,574	2,140	3,219	1,985	3,132	2,757	4,152	4,003	8,774	7,858	3,966	7,189
ドイツ	190	150	166	161	1,732	882	1,808	2,235	3,494	3,995	4,184	4,706	3,189	4,541
オーストラリア	540	499	681	608	318	174	313	258	418	397	1,724	840	1,032	1,743
スイス	747	1,148	1,048	1,050	2,441	2,096	2,602	2,766	3,428	3,794	4,586	4,959	852	1,268
日本	377	1,026	90	331	240	468	202	489	515	876	2,534	932	620	696
台湾	49	175	72	110	117	107	189	198	256	313	381	279	960	136
中国	6	10	10	7	18	24	10	32	7	17	35	41	30	84
ブルネイ	8	8	7	8	59	10	89	36	1	34	12	11	106	74
その他	4,555	3,449	3,689	1,898	8,514	3,546	7,092	8,010	22,837	19,302	40,829	36,373	24,767	33,586
合計	54,383	59,382	76,013	65,163	135,106	100,419	127,149	134,735	172,661	162,832	376,570	353,180	261,796	349,963

出所：マレーシアの中央銀行のデータより筆者作成。

表5 シンガポールへの国別証券投資（年末残高）

単位：百万シンガポールドル

国	2003	2004	2005	2006	2007
米国	2,725.7	2,721.0	10,055.2	14,504.6	17,879.6
ヨーロッパ	2,831.2	2,926.6	3,644.1	7,200.1	7,898.3
英国	2,600.0	2,651.5	3,427.1	6,974.1	7,586.0
フランス	27.2	19.9	15.1	8.7	23.5
ドイツ	18.8	14.9	7.8	12.8	12.2
オランダ	70.0	130.1	141.6	133.8	84.4
ノルウェー	0.6	0.6	0.8	23.1	51.0
スイス	31.4	31.2	30.3	24.9	8.1
アジア	2,417.8	2,339.3	3,040.1	4,533.9	5,609.4
香港	1,045.3	1,009.1	1,356.4	2,093.6	2,752.1
台湾	201.4	217.9	216.0	494.9	441.7
日本	281.7	214.2	221.7	278.6	318.1
中国	11.3	11.1	17.3	51.8	37.8
インド	1.3	1.3	4.2	29.0	38.6
韓国	30.5	31.1	27.5	28.5	29.4
オーストラリア	10.7	15.3	305.0	295.3	338.2
ASEAN	839.8	840.0	1,179.2	1,533.1	1,833.8
マレーシア	766.7	768.5	963.5	1,364.6	1,673.9
インドネシア	54.2	50.5	193.8	135.2	115.5
フィリピン	9.2	10.6	5.5	2.1	22.1
タイ	6.9	7.4	10.2	27.8	15.7
ブルネイ	1.1	1.1	4.1	0.9	4.1
ミャンマー	0.4	0.4	0.4	2.0	2.0
ベトナム	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
合計	9,944.9	10,200.6	20,447.5	35,694.3	41,628.4

出所：MASのデータより筆者作成。

表 6 タイの国別証券投資 (含FDI)

単位:百万ドル

国	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>対外証券投資</b>	<b>-157.00</b>	<b>-378.00</b>	<b>-393.00</b>	<b>-513.95</b>	<b>-687.92</b>	<b>-407.83</b>	<b>-969.64</b>
ASEAN	-56.31	-173.62	-176.07	-375.55	-387.60	-193.46	-836.06
シンガポール	-50.42	-19.84	14.67	-195.01	-165.71	-106.77	-536.13
マレーシア	1.24	-2.88	-1.60	-4.31	-48.23	-29.24	-36.58
インドネシア	-4.05	-15.06	-19.28	-10.07	-4.34	8.59	-19.82
フィリピン	3.13	-29.13	-30.87	-10.05	-14.81	-9.71	-18.83
ベトナム	-6.36	-19.13	-35.33	-50.38	-34.67	-8.09	-103.50
ラオス	-0.46	-1.43	-1.07	13.79	-14.16	-50.23	-92.94
カンボジア	0.45	-1.77	-2.43	-7.99	-33.40	3.78	-17.47
ミャンマー	0.15	-84.34	-70.79	-111.51	-72.25	-1.78	-10.76
ブルネイ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
中国	-14.50	-64.17	-51.06	-34.29	-65.30	12.77	-178.75
EU	25.51	-27.40	-7.88	9.02	-3.59	18.78	-128.46
米国	-34.24	-35.77	-1.65	-21.03	0.58	83.31	-60.89
スイス	-0.12	-12.93	-21.81	2.92	10.83	-43.67	-19.36
台湾	-0.75	2.71	-0.99	0.00	14.23	-20.98	-12.20
カナダ	-0.35	-0.40	-1.12	0.00	-4.15	-0.63	-11.59
香港	-12.82	-8.14	23.62	1.20	22.87	-210.83	-5.54
日本	-2.96	-5.97	-1.16	-1.07	-0.43	-36.72	0.02
韓国	-0.95	-1.11	-1.37	1.23	-0.85	-1.49	-0.98
その他	-59.47	-51.16	-153.46	-96.37	-274.49	-14.91	284.20
<b>対内証券投資</b>	<b>2,733.00</b>	<b>4,633.00</b>	<b>5,444.00</b>	<b>5,448.19</b>	<b>9,019.31</b>	<b>10,216.65</b>	<b>9,758.82</b>
日本	1,878.87	2,041.26	2,703.04	2,733.03	2,369.30	3,185.06	3,051.87
ASEAN	175.45	564.24	749.73	1,264.54	3,999.67	2,179.23	2,184.04
シンガポール	175.76	458.35	575.09	1,214.14	3,654.15	2,141.62	2,144.74
マレーシア	-11.47	89.22	147.53	40.62	316.39	42.64	22.37
フィリピン	0.58	5.10	14.95	3.37	-1.28	-14.10	20.57
インドネシア	6.35	5.47	5.77	1.60	-1.02	6.17	8.40
ベトナム	2.12	0.34	1.50	0.09	-9.44	4.47	-10.79
ブルネイ	0.06	0.07	2.09	4.71	2.20	-3.92	-3.55
カンボジア	0.84	4.98	2.37	0.02	-0.08	1.40	1.10
ミャンマー	1.20	0.61	0.39	-0.07	0.08	1.00	1.07
ラオス	0.00	0.07	0.00	0.03	38.67	-0.06	0.10
EU	10.75	820.84	792.51	157.56	405.53	1,103.25	1,230.73
ドイツ	59.51	196.17	164.96	225.42	-1.47	62.55	170.87
フランス	18.43	168.03	-129.10	59.29	75.87	99.02	118.95
英国	277.06	12.64	195.51	-117.14	173.70	101.79	280.81
オランダ	-444.12	304.58	346.61	-80.77	145.23	476.91	318.02
米国	315.58	427.37	526.37	560.02	401.81	1,130.72	888.49
スイス	56.74	130.38	158.11	144.01	130.96	202.09	219.01
香港	134.77	566.76	222.77	-15.85	-137.37	568.39	199.56
韓国	68.07	13.05	86.78	29.57	78.55	90.42	135.69
台湾	93.91	59.40	135.07	22.73	-114.10	75.05	99.20
オーストラリア	14.21	32.97	47.43	-3.78	-0.73	89.88	90.57
中国	20.67	20.69	3.09	13.79	40.21	73.69	69.90
その他	-36.06	-44.01	19.05	542.54	1,845.47	1,518.83	1,589.72

注: -はネットの流出。

出所: 各資料より筆者作成。

以上よりFDIに関しては、ASEAN域内のクロスボーダーFDIの相対的な比重が増大していることがわかった。他方で、ASEAN域内証券投資（とりわけ株式）はなお小規模であり、外国（英国・香港・日本など）資金への依存度が相対的に高い。米国や、欧州などの先進国は近年、新興市場諸国および発展途上国の株式市場向け投資を急増させている<sup>5)</sup>。株式の外国保有の2003-2007年の平均割合はシンガポール24.8%、インドネシア21.9%、タイ21.4%、フィリピン15.9%、マレーシア13.2%である<sup>6)</sup>。97年のアジア通貨危機以降、ASEAN主要国は経常黒字（＝貯蓄超過）を続けてきており、国内民間貯蓄、ASEAN域内の証券投資に振り向ける余地が依然として大きいといえる。実際、ASEAN主要国の証券投資の流出入を見ると、域内の証券投資が増える傾向が見られる。また1993-2009年の株式市場の相関を見れば、ASEAN5域内の相関が域外より高いことが指摘されている<sup>7)</sup>。

### III. 域内株式市場連携に向けた動き

I およびIIで見たようなASEAN域内統合と証券（株式）取引の高まりを受けて、ASEAN5では、2010年までに域内証券市場を相互接続することを目標に掲げた連携の動きが強まっている。本節では、はじめにこの間の主要な動きを紹介したい。

#### 1. ASEAN資本市場フォーラム（ACMF）と制度調和への動き

2003年の第7回にASEAN財務大臣会議（AFMM）における合意に基づき、2004年に各国の証券規制・監督当局が参加してASEAN資本市場フォーラム（ACMF）が創設された。ACMFでは、アジア開発銀行（ADB）の専門家グループの支援の下、各国が議長を務める以下の4つの作業部会において、制度のハーモナイゼーションを通じた域内証券取引の各種インフラ形成に向けた議論が進められている。

- 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）

ASEAN 域内においても、資本市場の発展度合いや規制環境等が国によって大きく異なるため、多国間で一度に議論を進めると合意が難しい。そのため、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、内容に合意した二国間で覚書を取り交わす段取りになっている。二国間交渉からスタートし、合意が可能な国同士で進めて行く、というアプローチである。また基準やガイドラインの策定後に、いかに実施していくかという運用面が大きな課題となっている。ガイドラインの一つとして、2009年6月には『ASEAN・アンド・プラス・スタンダード』スキームがスタートした。スキームの目的はASEAN域内で証券発行を円滑化することである。株式と債券を発行する際、発行者はASEAN域

5) 糠谷・亀井 (2009), 4 頁。

6) ADB (2009), *Asia Capital Markets Monitor*, April.

7) ADB (2009), *ibid.*

内共通基準のシングルセット、すなわち「ASEAN基準」に準拠して目論見書や財務諸表や開示情報などを作成する。基準言語は英語となっている。この「ASEAN基準」は、クロスボーダー証券発行に関する証券監督者国際機構（IOSCO）の国際基準に基づいている。この「ASEAN基準」に加えて、各国の基準「プラススタンダード」を追加することができる。「プラススタンダード」として現地の言語を追加することが可能である。このスキームにより、投資家にとってはASEAN域内を一体と考えてクロスボーダー取引を行うことが容易となり、その結果、証券発行者にとって域内外からの資金調達も容易化するものと期待できる。また、証券引受業者も企業の財務状況を分析する際のコストを削減できる。現時点で、マレーシア、シンガポール、タイがこのスキームを採用している。

## 2. 域内取引所連携作業部会（ELTF）

ASEAN 全体の各種利益のためには資本市場をさらに育成する必要があるとの問題意識のもと、2004年には、ASEAN 域内の証券取引所のCEO 等をメンバーとして、ASEAN域内の証券市場の連携に関する作業部会（ELTF: Exchange Linkage Task Force）が組成された。本作業部会では、最終目標として「ASEAN 証券市場」を2010 年までに創設することを掲げており、取引システムの相互接続、決済システムの接続などについて望ましい証券取引所のリンケージ形態を模索している。

リンケージの要件としては、①ASEAN 域内のクロスボーダー投資を奨励し、②ASEAN 域内の資本市場の存在価値を高め、③アセットクラスとしてのASEAN の注目度を高め、④より多くの国際的な資金をASEAN 域内に呼び込むこと、が掲げられている。

このうち特に③に関しては、ASEANブランド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1弾として、2005年9月、ASEAN5の証券取引所が英FTSEグループと共同で、域内有力企業からなる2種類の株価指数を開発し、運用を開始している。このうち「FTSE・ASEAN指数」は、域内各国上場企業約180社から構成され、5つの証券取引所上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」の方は、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、これを基準にしてETFが2006年9月にシンガポールで上場されている<sup>8)</sup>。

## 3. ASEAN Platform構想

2009年2月23日に、ASEAN5の証券取引所は、相互に電子取引網を整備し、各取引所の有力銘柄を全取引所で売買を可能にすることで基本合意した。年内にも電子取引所によって仮想上の共同株式市場「ASEAN Platform」を設立し、株式売買を容易にし、活性化を目指すという<sup>9)</sup>。

タイ株式取引所（SET）の理事、パットリヤ氏は、まず上場会社による域内重複株式上場（Dual-Listing）を進展させ、2010年の第4半期にASEAN5域内でこれら重複上場銘柄の取引ができることを目指すとした。タイの財務省のコーン氏によれば、ASEAN5各国の取引所の上場会社から優良銘柄30社を選択して、合計で150社によるASEAN5共同取引所を創造する。その時価総額はASEAN5の時価

8) 浦出 (2007), 116頁。

9) 『日本経済新聞』, 2009年02月24日。

表7 FTSE ASEAN指数の内訳 (2006年5月時点)

	FTSE ASEAN 40	銘柄数	FTSE ASEAN	銘柄数
シンガポール	45.24	11	42.31	47
マレーシア	27.76	12	31.61	44
タイ	13.21	9	13.22	41
インドネシア	13.00	7	10.46	15
フィリピン	0.79	1	2.40	10
合計	100.00	40	100.00	157

出所：各資料より筆者作成。

総額の6割を占めている。域内株式市場連携によってASEAN5域内の取引所の流動性も高まるという。タイ取引所の取締役副社長のノンラム氏によれば、現時点でASEAN電子証券取引所のシステムとして、各国取引所はNYSE EuronextもしくはNasdaq OMXグループのそのの使用を検討しているという<sup>10)</sup>。

#### IV. ASEAN域内株式市場連携の具体的なイメージ

このように近年ASEAN域内株式市場連携の機運が高まり、2009年に入ると一気に具体的提案がなされている。

近年のグローバルな取引所連携のトレンドを観察するなら、そのスタイルは複数存在する。ASEAN域内の連携の際に、どのスタイル採用するかについても、各国の当事者間の意思統一が不可欠である。以下では、ASEAN域内の取引所の連携がどのような姿を採ることになるのかについて、取引参加者のメリットを踏まえて考えてみたい。

##### 1. 取引所連携のメリット

一般に域内株式市場の連携にはさまざまな利点がある。利点を享受できる参加者は3つのグループに大別できる。

第1のグループは域内を中心とする株式発行企業であり、株式取引所の連携により、自国だけではなく域内全体で資金調達できるようになる。それにより資金調達の規模を拡大できる。

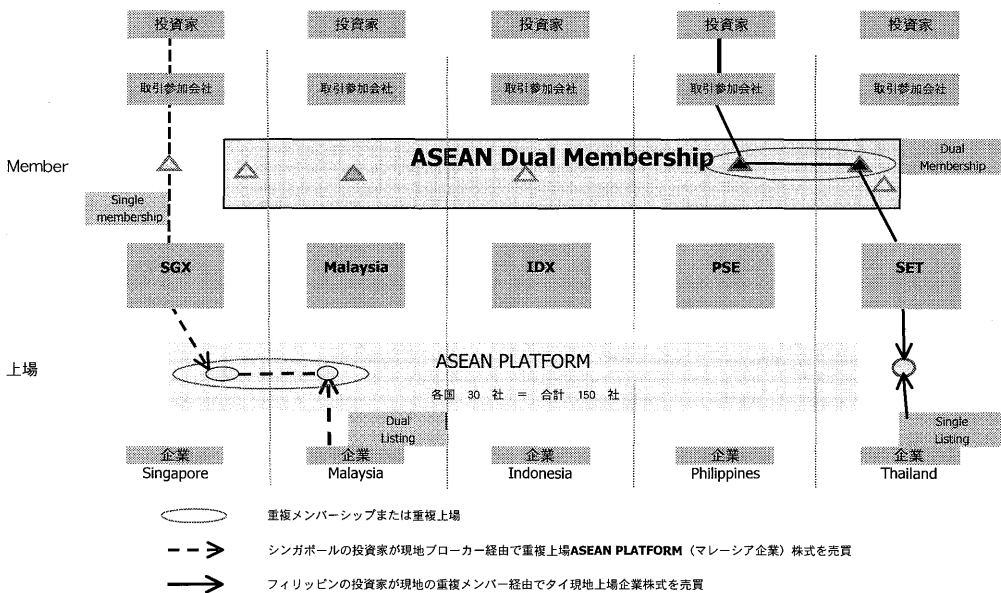
第2は投資家である。取引所間の連携により、運用資産の対象金融商品が多様化し分散投資のメリットが期待できる。既にIIでみたように、欧州と比較すると、ASEAN域内の投資家は小規模であり、域外からの証券投資が当面、相対的に重要である。

第3は、取引参加会社＝証券会社である。取引所の連携が進めば、顧客からの域内クロスボーダー株式取引を低コストで執行できるようになる。

10) 『タイ・ニュース』, <http://thainews.prd.go.th>, 2009年02月24日。

この節では、上記の当事者間の関係を踏まえて、ASEAN5の株式市場連携に関して、二つの主要な連携スタイルを検討したい。取引所の連携の形態はさまざまであり、簡単にわかるようにイメージとして図1を示している。

図1 ASEAN5取引所の連携のイメージ



出所：筆者作成。

## 2. Dual-ListingかDual-Membershipか

上述の通り2009年2月、ASEAN5は「ASEAN Platform」について合意しており、各国から優良銘柄を選択して合計150銘柄で「ASEAN Platform」を創設するという内容となっている。

一般に、こうした複数国にまたがる単一株式市場を創設する際には、Dual-Listing、即ち現地の市場企業が他国の取引所に上場手数料を支払って重複上場するケース（図1の左下のケース）と、Dual-Membership、即ち現地の証券会社が他国の取引所に手数料を支払って重複会員となるケース（図1の右上のケース）という二つのスタイルが考えられる。

ASEAN Platformが、現時点でどちらの方式を採用するかについては、正式な決定はない。しかしながら、90年代以降のヨーロッパ域内取引所連携の動きをみるなら、企業の側は流動性の高い本国市場に単独上場したままで（Single-Listing）、取引参加者（証券会社・銀行）の側が域内の複数取引所において低コストで重複会員（Dual-Membership）となり、低コストで各銘柄の母国取引所にアクセスできる方式が一般化している。図1では、右上の側の会員が国境を越えて他国の会員となるケースである。この方式を採ることによって、ASEAN域内の大企業にとっては複数取引所に手数料を支払って追加上場する重複上場のコストが回避され、投資家や証券会社にとっても当該企業にとっての本国市場の高い流動性が維持されることになる。

将来、ASEAN域内投資を主導するものと期待される域内外の機関投資家のニーズに対応するには、こうしたDual-Membership方式での統合が望ましい。

### 3. SGXとASXとの提携事例

既にASEAN域内のSGX（シンガポール取引所）は、2001年以降、ASX（オーストラリア取引所）との間で国際的提携を行ってきたが、2006年には最終的に頓挫している。2で論じた、取引所統合の二つのスタイルを念頭に置きながら、両取引所提携が失敗した経緯を考えてみたい。

SGXとASXとは、2001年に正式に覚書（MOU）を締結し、相互取引リンクを稼働させた。相互取引リンクとは、一方の取引所に上場されている証券を、他方の取引所の取引参加者（証券会社）が当該取引所の参加資格なしに売買発注することができるシステムである。まず、SGXはSGXLink、ASXはASX World Linkというポータル・ディーラー（PD）を設立した。このPDは、相互取引リンクのゲートウェイとして位置づけられ、取引参加者を代表して、相互取引リンクでの取り扱い証券のみを対象とするクロスボーダーでの注文の執行、清算、決済を行っている。オーストラリア投資家によるSGX上場証券の売買発注はASXの取引参加者から、ASX World Linkを経由して、SGXLinkに送られ、SGXのCLOB（完全自動取引システム）の電子取引システムにおいて執行される。一方、シンガポール投資家からのASX上場証券の売買注文はSGXの会員証券会社からSGXLinkを経由して、ASX World LinkによってSEATS（オーストラリア証券取引所自動取引システム）にて執行される。このように、相互取引リンクは、一方のPDに集まった注文が他方のPDの注文として表示され、個々の証券会社からの注文が直接、他方の証券取引所の注文板に表示されるわけではない。当初、相互取引リンクの対象企業はSGX上場企業49社、ASX上場企業50社であったが、2003年3月31日より100銘柄にそれぞれ拡大された<sup>11)</sup>。ASX World LinkはSGXと相互取引リンクだけではなく米国の株式<sup>12)</sup>についても売買ができた。ただし、SGXおよびASXとも、このリンクを通じた売買状況に関するデータを公表していない。

このPDの主要な短所は、投資家が外国銘柄の取引を行う際の追加的コストにあった。即ち、相互取引リンクを通じた発注は、通常取引とは別に執行・決済され、PDと取次証券会社間の取引で生じる手数料55bp<sup>13)</sup>に加えて、取次証券会社への手数料や清算手数料がかかったのである。特に、通常の取引では、証券会社との間で手数料交渉を行い、取引額に応じて大口割引を受けてきた機関投資家にとっても、取引所が創設したPDとは交渉の余地はなく、当該リンクを通じた外国株式の売買は、従来の外国株式取引との比較で手数料の低減につながらなかった。

こうした制約の結果、2006年2月に先ずASXの側がASX World Linkを廃止し、同年09月29日には、SGXの側もSGXLinkを廃止し、PDを通じた両取引所間のリンクは最終的に頓挫することになった。

このPDを通じたリンク頓挫の経験は、ASEAN相互取引リンクのスタイルを考える際に、教訓化さ

11) 橋本（2003）。

12) American Stock Exchange（Amex）とNasdaq National Market（Nasdaq-NM）とNew York Stock Exchange（NYSE）の株式の大部分。

13) その内訳は、執行・清算・決済手数料として10bp、証券管理手数料として15bp、外国為替関連費用として30bpとなっていた。

れる必要がある。

#### 4. Dual-MembershipとしてのASEAN Platform

一般にDual Membership方式が採用されることによって、ASEAN域内の複数取引所の取引参加者となって域内外からのクロスボーダーの発注に対応している証券会社のコストは削減されることになる。

ただし、EUの場合とは異なり、ASEANでは、域内よりも域外の証券会社のプレゼンスが大きい。表8は、現時点でASEAN5の複数の取引所で取引参加者となっている証券会社一覧である。米国、ヨーロッパ、スイス、日本等に本拠を置く証券会社が、複数取引所に手数料を支払い、取引を行っていることが分かる。シンガポールやマレーシアの現地金融機関も活発的な役割を示している。タイの参加証券会社の中で最も市場占有率が大きいのはタイの証券会社ではなく、シンガポールのキムエン証券会社である。ASEAN5取引所の連携が進めば、低コストでの重複会員が可能となり、これら域内外の証券会社に大きなメリットをもたらすものと考えられる。

表8 ASEAN5の各国取引所の参加会社 (2008年)

取引参加証券会社名	国籍	マレーシア	フィリピン	タイ	シンガポール	インドネシア
JPMORGAN SECURITIES	米	●	●	●	●	●
UBS SECURITIES MALAYSIA SDN BHD	スイス	●	●	●	●	●
MACQUARIE CAPITAL SECURITIES	オーストラリア	●	●	●	●	●
KIMENG SECURITIES, INC.	シンガポール	×	●	●	●	●
CIMB INVESTMENT	マレーシア	●	×	●	●	●
CREDIT SUISSE SECURITIES	スイス	●	×	●	●	●
CLSA SECURITIES	香港	●	●	×	●	●
NOMURA SECURITIES	日本	×	×	●	●	●
DBS SECURITIES	シンガポール	×	×	●	●	●
MERRILL LYNCH SECURITIES	米	×	×	●	●	●
PHILLIP SECURITIES	シンガポール	×	×	●	●	●
UOB SECURITIES	シンガポール	×	×	●	●	●
ABN AMRO ASIA SECURITIES	オランダ	×	●	×	×	●
DEUTSCHE REGIS PARTNERS	ドイツ	×	●	×	×	●
DAIWA SECURITIES SMBC	日本	×	●	×	●	×
RBS ASIA SECURITIES (ABN AMRO Partner)	英国	×	●	×	●	×
BNP PARIBAS SECURITIES	フランス	×	×	×	●	●
CITIGROUP	米国	×	×	×	●	●
AMCAPITAL	マレーシア	●	×	×	×	●

出所：ASEAN主要国取引所ホームページ所載情報より筆者作成。

#### V. 統合に向けての課題

域内株式市場の連携の動きは高まってきたが、さまざまな課題が残っている。本節は主要な課題について議論したい。

## 1. 取引システム

Dual Membershipの形態での提携の場合、自国取引所の取引参加者が域内他国の取引所で取引を執行するためには、取引所間の取引システムのリンケージが必要となる。その際、どのような取引システムを採用すべきかが次なる課題となる。

2000年以降の取引所の世界的再編の結果、世界の取引システムは、NYSE-EuronextのシステムとNASDAQ-OMXのシステムとの間の覇権争いとなっている。ASEAN5の各国取引所の中でOMX系システムを採用しているのは、シンガポール、インドネシア、タイの3取引所である(表9)。タイでは、2005年に創設した金融派生商品市場がOMXの取引システムを使用している。インドネシアでは2007年12月にジャカルタ取引所とスラバヤ取引所とが合併してインドネシア取引所となり、2009年3月にはOMXの取引システムを採用した。シンガポールも従来、株式と債券取引システムがOMX系である。現在の取引システムは2008年にOMXが開発した。2008年のNASDAQ-OMXの合併からの社長Magnus Bockerは、2009年12月からシンガポールの代表執行役(CEO)に就任する予定である<sup>14)</sup>。このように、ASEAN5の証券市場連携に、NASDAQ-OMXグループが積極的に関与している点は注目に値しよう。

他方で、マイナーグループとしてはマレーシアとフィリピンを挙げることができる。マレーシアの金融派生商品市場は2006年からEuronext系取引システムを利用している。株式市場の取引システムは韓国取引所が開発したシステムを修正して利用している。

当面上記の二つの取引システムの選択を巡っての駆け引きが続こう。

## 2. 取引所の組織状態

欧州域内(EuronextやOMX)の取引所間提携は、取引システムの連携だけではなく、株式会社化された取引所の株式所有を通じた組織統合にまで進展している。他方、ASEAN5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い。取引所の組織形態についても、表10に示しているように、シンガポールはASEANの中で最初に相互会社から株式会社に転換し現地の取引所に上場され、他のASEAN5も徐々に株式会社化を進めてきた(ただし株式会社形態への変更後も、なお政府系機関が取引所の株を保有している割合が高い)。現時点でタイだけはまだ株式会社化を終了していない。

ASEANの取引所間連携が、さらに欧州のEuronextやOMXのような組織体としての統合へと深化する際には、こうした組織形態の相違の除去が不可欠となろう。

## 結びにかえて

ASEAN統合の深化と域内クロスボーダー証券取引の拡大の中で、2009年に入って、域内取引所間連携の動きが急展開している。

14) NASDAQ-OMX, Press Release, Jul.20, 2009.

表 9 ASEAN5各国の取引システム

取引所	取引システム
SGX	Equity: OM
	Derivatives: OM
IDX	Equity: Screen-based (OMX)
	Derivatives: Futures Automated Trading System, Jakarta Option Trading System
SET	Equity & bond (retails market): Automated System for the Stock Exchange of Thailand (ASSET)
	Bond (wholesale market): Fixed Income and Related Securities Trading System (Firsts)
	Derivatives: Screen-based (OMX)
Bursa Malaysia	Equity: NYX Euronext (Dec.01,08)
	Bond: Electronic Trading Platform (ETP) developed by Korea Exchange
	Derivatives: NYX Euronext (Nov.20,06)
PSE	Maktrade (Screen-based automated matching system)

出所：World Federation of Exchange (WFE) とNASDAQ-OMXのホームページより筆者作成。

かつてEuronextやOMXを生み出した欧州域内の取引所間連携は、欧州域内各国間の双方向の直接的なクロスボーダー株式取引の拡大に支えられていたといえるが、ASEANの場合、こうした域内クロスボーダー投資に加えて、英国・米国・香港・日本など域外からの株式フローの相対的重要性が高い点が特徴といえる。したがって、ASEANの統合株式市場は、域内の貯蓄を域内で還流するための域内クロスボーダー投資のためのインフラであると同時に、域外の投資家にとっての単一プラットフォームでもなければならない。

既に、そうした域内外のクロスボーダー株式投資を支える各種インフラ整備に向けた作業がASEAN資本市場フォーラム (ACMF) を通じて進められている。

また現在提案されている。ASEAN Platformは、欧州のOMXの連携に見られるように、投資家向けには域内共通の上場プラットフォームを提供しながら、実際には、複数取引所で取引参加者となっている証券会社のコストを、重複会員 (Dual-Membership) という形態で削減しようとするものであると考えることができる。その際SGX-ASX Linkのような、投資家にとってのコスト削減が見込まれない方式でのリンクが頓挫した点についても、教訓化する必要がある。

今後は、取引所間の取引リンクと共通取引システムの採用が課題となるが、現時点では、北欧・バルト海諸国の取引所統合の核となっているOMXのシステムが、既にASEAN5の取引所の多数におい

表10 ASEAN5の各国取引所の組織状態

国	取引所	相互会社から株式会社への変更状況 (Status of Demutualization)
シンガポール	SGX	株式会社 (1999年12月)
		上場 (2000年11月)
フィリピン	PSE	株式会社 (2001年08月)
		上場 (2003年)
マレーシア	Bursa Malaysia	株式会社 (2004年04月)
		上場 (2005年03月)
インドネシア	IDX	株式会社 (2007年12月)
		(Merger of Jakarta and Surabaya stock exhcnaes) 非上場
タイ	SET	相互会社 (2011年までに株式会社に変更する予定)

出所：各資料より筆者作成。

てシステムとして採用されている点は、注目に値しよう。

本報告では、2009年に入ってにわかに具体化が進んだASEAN域内の取引所連携を概観し、その連携のスタイルと課題について考えてきた。しかしながら、その全体像を概観したに過ぎず、ASEAN各国の主要銘柄が全体として本格的なアセットクラスとして信認を得るためには、最終的には各国市場において発行体、金融仲業者、機関投資家が育ち、それぞれの市場が着実に成長を稼げることが必要である。検討されている取引システムの接続のためには、各国証券市場の規制環境や決済インフラの統合の問題など、今回取り上げることができなかった課題も多い。どちらも今後の課題にしたい。

### 主要参考文献

<日本語文献>

伊東和久 (2001), 「アジア通貨・金融危機後の株式市場の動向と展望に関する調査研究」, 国際貿易投資研究所「ITI季報」2001年夏号, 20-26頁。

岩田健治 (1996), 『欧州の金融統合－EECから域内市場完成まで』, 日本経済評論社。

浦出隆行 (2006), 「金融面からみた東アジア共同体構想」, 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006年夏号, 203-211頁。

浦出隆行 (2007), 「ASEANにおける市場間連携の動きと今後の課題」, 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007冬号, 109-122頁。

奥田英信 (2000), 『ASEANの金融システム：直接投資と間接金融』, 東洋経済新報社。

落合大輔 (1998), 「シンガポールの証券市場改革」, 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1998年春号。

落合大輔 (1998), 「タイの金融・資本市場整備は奏功するか」, 野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』1998年冬号。

川村雄介編著 (2007), 『アジア証券市場と日本－Asiazationの繁栄をめざして』, 日本証券経済研究所。

清水聡一編者 (2009), 『アジアの域内金融協力－金融「地産地消」モデルの模索』, 東洋経済新報社。

関根栄一 (2007), 「域内金融統合を推進するASEAN財務大臣会議の最新動向」, 野村資本市場研究所『資本市場クォー

タリー』2007年夏号, 241-245頁。

寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編者 (2008), 『アジアの経済発展と金融システム』, 東洋経済新報社。

日本証券経済研究所 (2004), 『図説アジアの証券市場』, 2004版。

糠谷英輝・亀井純野 (2009), 「アジア株式市場育成イニシアティブに向けて」, 国際通貨研究所『国際通貨研究所ニューズレター』2009年12号。

橋本基美 (2003), 「進展するシンガポール取引所と豪州取引所の相互取引リンク」, 野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2003年夏号。

山上秀文 (2008), 『東アジアの新しい金融・資本市場の構築—銀行融資市場と債券市場の融合』, 日本評論社。

吉野直行 (2005), 『アジアの金融市場』, 慶應義塾大学出版会。

<外国語文献 (英語)>

Nick J Freeman and Frank L Bartels (2000), “Portfolio Investment in Southeast Asia’s Stock Markets: A Survey of Institutional Investors’ Current Perceptions and Practices”, *Economic and Finance* No. 3, Institute of Southeast Asian Studies April 2000

World Bank (1996), “*Managing Capital Flow in East Asia*”

<Webサイト>

Asian Bonds online ([asianbondsonline.adb.org](http://asianbondsonline.adb.org))

Asian Development Bank ([www.adb.org](http://www.adb.org))

Association of Southeast Asia Nations ([www.aseansec.org](http://www.aseansec.org))

ASEAN5各国の取引所

ASEAN5各国の中央銀行

[www.nasdaqomx.com](http://www.nasdaqomx.com)

[www.nicmr.com](http://www.nicmr.com)

[www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)

[www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)