

2012年8月31日 全9頁

ASEAN 資本市場統合の取組み

進捗するも課題も多い

金融調査部
神尾 篤史

[要約]

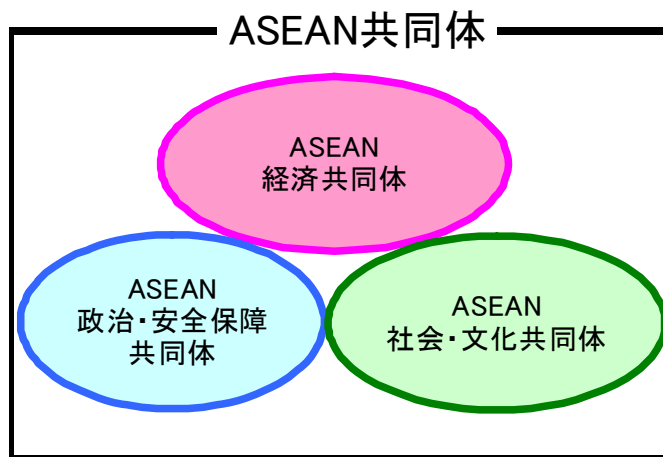
- ASEAN（東南アジア諸国連合）では2015年までの経済共同体構築の一環として、資本市場統合を進めている。
- ASEANの資本フローは、①世界経済変動時に資本流出圧力が増す、②域内投資が著しく盛んとは言い難い、という特徴を有するため、資本市場統合でこの問題が緩和されることが期待される。
- 資本市場の統合は、徐々にではあるが、着実に進んでいると思われる。
- ただし、進捗状況を把握するための情報公開が十分ではなく、市場関係者への情報共有は不十分といえる。各国の資本取引規制の違いも、統合過程で障害となるだろう。

※ASEANは、ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの10ヶ国で構成。

1. 更なる飛躍をもたらす ASEAN 経済共同体

欧州債務問題の影響が懸念される中、底堅く成長する ASEAN 経済に更なる飛躍をもたらすと期待される取組みが、ASEAN 経済共同体の構築だ。ASEAN 経済共同体とは、2003 年の ASEAN 首脳会議で決定した、ASEAN 共同体を構成する 3 つの柱（残りは、ASEAN 政治・安全保障共同体、ASEAN 社会・文化共同体）の 1 つ。2015 年までに ASEAN を一つの「統合市場及び統合生産ネットワーク」として確立し、ASEAN の信頼性と経済的影響力を強化するものである（図表 1）。

図表 1 ASEAN 共同体 概念図



(出所) 大和総研

2007 年の ASEAN 首脳会議では、ASEAN 経済共同体を実現するため、具体的な取組みと工程表を示した ASEAN 経済共同体ブループリント¹（以下、ブループリント）を承認。具体的な取組みとして、以下の 4 点を挙げている。

A. 単一の市場と生産基地

物品、サービス、資本、熟練労働者の自由な移動など

→資本の自由な移動の中に、「ASEAN 資本市場統合」と「資本移動促進」が含まれる。

B. 競争的な経済地域

公平な競争環境の創出、消費者保護など

C. 公平な経済発展

中小企業の競争力強化、ASEAN 各国とその関係国の開発ギャップの縮小

D. グローバルな経済への統合

対外経済関係への一貫したアプローチ、グローバルな供給網への積極参加

¹ ASEAN 事務局のウェブサイト (<http://www.aseansec.org/5187-10.pdf>) から取得可能。

また、これらの取組みに対する 2008 年から 2015 年までの工程表を示している。

本レポートでは、経済共同体構築の一翼を担う ASEAN 資本市場統合の取組みを紹介し、考察する。なお、ASEAN ではブループリントでの資本市場統合の取組みをより具体的にした「The Implementation Plan」²(資本市場統合実施計画)を 2009 年の ASEAN 財務大臣会議で承認しており、この進捗状況を中心に考察を進める。

2. ASEAN 各国の概要と資本フローの現状

ASEAN の人口、名目 GDP、一人当たり名目 GDP、産業構造は多様である（図表 2）。人口、名目 GDP では、インドネシアの規模が大きいものの、一人当たり GDP では、シンガポール、ブルネイが際立って大きい。産業構造は、ベトナム、ミャンマー、カンボジア、ラオスが第 1 次産業中心であるが、その他の国は第 2 次産業、第 3 次産業が中心となっている。

株式時価総額・債券発行残高対 GDP 比で測ると、資本市場の発展度合も異なる（図表 3）。マレーシア、シンガポール、タイの発展が顕著であり、その後にフィリピン、インドネシア、ベトナムが続く。ミャンマー、カンボジア、ラオス、ブルネイは資本市場が草創期の段階にある。

図表 2 ASEAN 人口、名目 GDP、一人当たり名目 GDP、産業構造

	人口 (万人) (2011年)	名目GDP (億ドル) (2011年)	一人当たり GDP(ドル) (2011年)	産業構造 (2010年)		
				第1次産業	第2次産業	第3次産業
インドネシア	24,103	8,457	3,509	15%	47%	38%
タイ	6,408	3,456	5,394	12%	45%	43%
マレーシア	2,873	2,787	9,700	10%	44%	46%
シンガポール	527	2,598	49,271	0%	28%	72%
フィリピン	9,586	2,131	2,223	12%	33%	55%
ベトナム	8,932	1,227	1,374	21%	41%	38%
ミャンマー	6,242	519	832	36%	26%	38%
ブルネイ	43	155	36,584	1%	70%	29%
カンボジア	1,510	129	852	36%	23%	41%
ラオス	656	79	1,204	32%	27%	41%

(注 1) 人口、名目 GDP、一人当たり名目 GDP は実績値もしくは IMF 予測値。

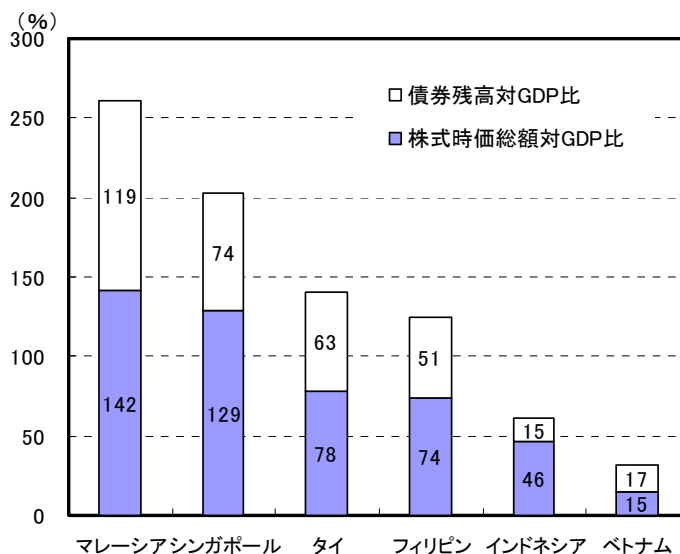
(注 2) 第一次産業は「農林水産業」、第二次産業は「鉱業等」、「製造業」、「建設業」、第三次産業は「卸小売・ホテル・レストラン」、「運輸・通信」、「その他」に分類。

(出所) IMF “World Economic Outlook Database, April 2012” (人口、名目 GDP、一人当たり名目 GDP)、国連 (産業構造) より大和総研作成

² ACMF (ASEAN Capital Markets Forum) のウェブサイト

(<http://www.theacmf.org/ACMF/report/ImplementationPlan.pdf>) から取得可能。

図表3 ASEAN 主要6ヶ国 株式時価総額と債券残高対GDP比 (2011年末)

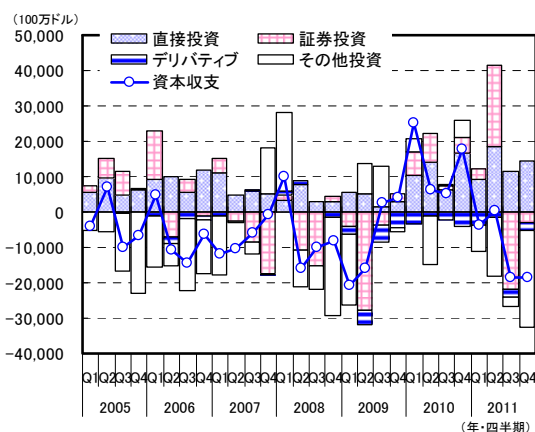


(注) 債券発行残高は国際債と現地通貨建債券の合計額(出所はBIS)。ベトナムのみ出所が、国際債:BIS、現地通貨建債券:Asian Bonds Onlineとなっており、両者の数値にダブルカウントの可能性があるため、債券残高対GDP比は現実よりも大きな数値となっている可能性がある。

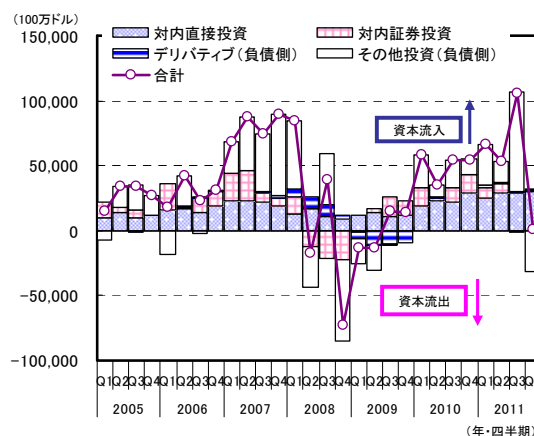
(出所) 世界銀行(株式時価総額対GDP比)、BIS(ベトナム現地通貨建債券以外の債券発行残高(国際債と現地通貨建債券))、Asian Bonds Online(ベトナム現地通貨建債券発行残高)、IMF(各国GDP)より大和総研作成

ASEAN 主要国の最近の資本収支は、直接投資が安定的に流入超となる一方で、証券投資・その他投資³は時期によって流出入の動きが大きい(図表4)。対内資本流入(資本収支 負債側)に絞ると、証券投資・その他投資共にリーマン・ショック直後は流出したが、その他の期間は安定的に流入している(図表5)。世界経済に変調をきたすイベントが生じると、証券投資・その他投資は流出圧力が増す傾向にある一方で、直接投資は安定的に流入する傾向にある。

図表4 ASEAN 主要6ヶ国 資本収支



図表5 ASEAN 主要6ヶ国 資本収支(負債側)



(注1) ASEAN 主要6ヶ国はインドネシア、フィリピン、マレーシア、シンガポール、タイ、ベトナム。

(注2) 2010年以降、マレーシアの対内証券投資、デリバティブ(負債側)、その他投資(負債側)は公表されていないため、図表5の合計には入っていない。

(出所) 各国統計(インドネシア、フィリピン、シンガポール、タイ)、IMF(マレーシア、ベトナム)より大和総研作成

³その他投資には、貸付・借入、貿易信用等が含まれ、例えば、海外銀行からの資金借入が計上される。

次に、ASEAN 主要国への証券投資（株式、債券）を確認すると、着実に増加している（図表 6）。2001 年と 2010 年の世界各国からの ASEAN 主要国の投資受入額を比較すると 4.8 倍に拡大、域内投資受入額（ASEAN 同士での投資受入額）で同様の比較をした場合 4.6 倍の拡大となっており、両者はほぼ同程度の増加といえる。裏を返せば、域内投資が著しく盛んとは言い難い。

株式と債券に分けると、世界からの株式投資受入額は 5.0 倍、域内投資受入額は 3.0 倍に拡大、世界からの債券投資受入額は 4.4 倍、域内投資受入額は 7.9 倍に拡大した。世界から ASEAN 主要国へは債券投資よりも株式投資の方が盛んであり、一方、域内投資では株式投資より債券投資の方が盛んという特徴がある。

図表 6 ASEAN 主要国の世界からと域内からの投資受入額（株式、債券）

ASEAN 主要国の世界からの投資受入額(100万ドル)

	株式+債券		株式		債券	
	2001年	2010年	2001年	2010年	2001年	2010年
インドネシア投資受入額	5,548	103,122	3,590	60,971	1,957	42,151
マレーシア投資受入額	22,587	106,654	12,882	55,467	9,705	51,187
フィリピン投資受入額	12,752	46,932	3,447	17,089	9,304	26,686
シンガポール投資受入額	50,693	174,583	36,185	132,728	14,508	41,850
タイ投資受入額	12,008	69,783	7,791	55,443	4,217	14,340
合計	103,588	501,073	63,895	321,698	39,693	176,214
増加割合(倍)(2001年と2010年比較)		4.8		5.0		4.4

ASEAN 主要国の域内投資受入額(100万ドル)

	株式+債券		株式		債券	
	2001年	2010年	2001年	2010年	2001年	2010年
インドネシア投資受入額	936	17,295	366	3,664	571	13,631
マレーシア投資受入額	6,897	17,092	5,295	8,625	1,602	8,466
フィリピン投資受入額	1,284	4,332	482	1,004	803	3,328
シンガポール投資受入額	679	10,835	473	7,808	205	3,027
タイ投資受入額	2,398	6,610	1,536	3,298	862	3,312
合計	12,194	56,163	8,151	24,399	4,043	31,764
増加割合(倍)(2001年と2010年比較)		4.6		3.0		7.9

(注) 上半分の図表（ASEAN 主要国の世界からの投資受入額）の「フィリピン投資受入額」、「シンガポール投資受入額」、「タイ投資受入額」、「合計」のデータについて、「株式」と「債券」のデータを加算しても、「株式+債券」とはならない。本図表では、IMF のデータをそのまま掲載した。

(出所) IMF “Coordinated Portfolio Investment Survey” より大和総研作成

ASEAN の資本フローは、①世界経済変動時に資本流出圧力が増すこと、②域内投資が著しく盛んとは言い難いことが特徴となっており、資本市場統合でこの問題の緩和が期待される。

3. 資本市場統合の施策内容

「The Implementation Plan」は、資本市場に関連する規制等の相互承認・調和化をコア戦略としている。ASEAN は資本市場の発展状況が異なるため、統合のアプローチとして最初に 2 国間での取組みを進め、その後 3 国間以上の取組みを進める手法を採用している。

具体的な施策として、①資本市場関連ルールの相互承認の促進、②ASEAN 域内の証券取引所の連携とガバナンスの枠組み精査、③新商品の普及促進とアセットクラスとしての ASEAN の確立、④債券市場の強化、⑤各国の国内資本市場発展計画の調整、⑥ASEAN のワーキングプロセス強化の 6 つの取組みを挙げ、この取組みの 2009 年～2015 年までの工程表も設定した。より詳細な内容は以下の通りである（主要項目のみ）。

取組み①：資本市場関連ルールの相互承認の促進

(具体的内容)

- ・クロスボーダーでの資金調達を容易にするため、各国での関連制度の相互承認促進
- ・金融商品販売を容易にするため、各国で商品販売制度の相互承認促進
- ・クロスボーダー投資を容易にするため、各国でクロスボーダー投資に関する制度の相互承認促進
- ・ASEAN 域内市場への金融仲介を容易にするため、関連制度の相互承認促進

取組み②：ASEAN 域内の証券取引所の連携とガバナンスの枠組み精査

(具体的内容)

- ・域内証券取引容易化のため、証券取引リンケージの形成
- ・上場企業等のガバナンス強化、取引効率化とコスト削減
- ・証券取引の清算、預託、決済リンケージの確立
- ・ASEAN 域内の金融商品のマーケティング、投資家教育

取組み③：新商品の普及促進とアセットクラスとしての ASEAN の確立

(具体的内容)

- ・ASEAN 地域に特化した新たな商品（ETF、証券化商品、先物、その他ヘッジ商品）開発

取組み④：債券市場の強化

(具体的内容)

- ・債券発行・上場・販売に関する取組みの改革促進
- ・格付けの域内比較を可能にするための戦略立案
- ・流動性向上、清算・決済リンケージの改善

取組み⑤：域内統合を後押しするため、各国の国内資本市場発展計画の調整

(具体的内容)

- ・資本市場統合に向けた、各国の国内資本市場での取組みを調整
- ・国内市場の取組みに配慮した市場自由化に向けて段階的なアプローチの採用

取組み⑥：ASEAN のワーキングプロセスの強化

(具体的内容)

- ・ 「The Implementation Plan」のモニタリング、調整、報告、問題提起を実施

4. 資本市場統合の進捗状況と評価

資本市場統合を含む ASEAN 経済共同体全体の進捗評価（ブループリントの進捗評価）については、アセアン事務局（ASEAN Secretariat）が「ASEAN ECONOMIC COMMUNITY SCORECARD」⁴（以下、スコアカード）を作成している。スコアカードは期間毎の取組み達成状況割合を示し、進捗状況をモニタリングする役目を担う。

最新のスコアカードは、2008年～2011年までの取組み達成状況割合をA.「単一の市場と生産基地」：65.9%、B.「競争的な経済地域」：67.9%、C.「公平な経済発展」：66.7%、D.「グローバルな経済への統合」：85.7%（本レポート2ページの掲載項目）と評価した。A.「単一の市場と生産基地」に含まれる資本市場統合と資本移動促進は期間中、すべての取組み（6つ）を実行したとし、進捗状況は100%となっている。

ただし、スコアカードの作成プロセスやどの項目を評価対象としているのか、明らかではなく、評価の正当性に疑問が残る。また、外部（当局以外）で取得できる作業進捗情報が乏しいことにも透明性の改善余地が残る。進捗状況、もしくはそれを把握するための情報公開は、市場関係者へのメッセージとなり、投資を促進する材料となりうる。

限られた情報ではあるものの、進捗している主な取組みとして ASEAN and Plus Standards、Expedited Review Framework For Secondary Listings、ASEAN Corporate Governance Scorecard、ASEAN Exchanges（本レポート6ページ～7ページ掲載項目に関する個別の動き）がある⁵。

○ASEAN and Plus Standards（取組み①への対応）

- ・ クロスボーダー証券発行（株式・債券）を容易にする情報開示書類共通化の取組み。
証券発行時に、全く異なる各国基準を満たす必要はなく、ASEAN 共通基準である「ASEAN Standards」、各々の国で要請される「Plus Standards」を満たすことで証券発行が可能。
- ・ 2009年6月より、マレーシア、シンガポール、タイで導入。

○Expedited Review Framework For Secondary Listings（取組み②への対応）

- ・ 投資を促進するために、ASEAN 域内企業による域内証券取引所への相互上場プロセスを短縮化し、相互上場を促進する取組み。

⁴ ASEAN 事務局のウェブサイト (http://www.aseansec.org/documents/scorecard_final.pdf) から取得可能。

⁵ ASEAN Capital Markets Forum ウェブサイト (<http://www.theacmf.org/ACMF/index.php>)、ASEAN Exchanges ウェブサイト (<http://www.aseanexchanges.org/Default.aspx>) を参考に作成。

- ・ 2012年3月、マレーシア、シンガポール、タイの証券当局と証券取引所間でMoU締結。

○ASEAN Corporate Governance Scorecard（取組み②への対応）

- ・ ASEAN域内上場企業のコーポレートガバナンス向上を目的として、当該企業のコーポレートガバナンスを評価する取組み（2012年3月より開始）。

○ASEAN Exchanges（取組み③への対応）

- ・ ASEANへの投資機会を増やすために、ASEANというブランドの確立とマーケティングを目的とした取組み。
- ・ 7取引所が協同してASEAN Exchanges websiteを立ち上げ、域内証券取引所関連ニュースの発信とASEAN Starsの株価や取引量等の情報を発信。

(注)7取引所は、インドネシア証券取引所、マレーシア取引所、フィリピン証券取引所、シンガポール取引所、タイ証券取引所、ハノイ証券取引所、ホーチミン証券取引所。

(注) ASEAN Starsは7証券取引所から時価総額と流動性の観点から選ばれた180銘柄。

- ・ ASEAN域内外の投資家が域内取引所の上場株式を容易に売買できるASEAN Trading Linkを創設（域内証券取引所をネットワークで結ぶ）。域内投資家はローカル証券会社を通じ、域内であれば他国の上場株式を容易に売買することができ、域外投資家はNAP（ニュートラルアクセスポイント）を通じて上場株式を容易に売買することができる。2012年6月からマレーシア取引所とシンガポール取引所が導入し、8月にはタイ証券取引所も導入予定。

5. 資本市場統合の役割と課題

ASEANの経済発展余地は大きい。今後経済発展していく中で、資本市場統合の果たす役割は、①域外からの成長資金取込み（資本流入増加）、②域内資金の域内還流、③（流動性の高い市場を育成することで）資本フローのボラティリティに対する影響軽減、に集約できる。「The Implementation Plan」に書かれていた施策を遂行できれば、法規制・ルールやシステム等のインフラ面の整備という役割は果たすことができると思われる。2.で指摘した①世界経済変調時に資本流出圧力が増すこと、②域内投資が著しく盛んとは言い難いこと、という課題への一助になるだろう。

経済発展度合等が多様な中で資本市場統合の取組みは非常に野心的ではあるものの、最初は準備のできた2国間で取組みを実施、3国間以上の取組みはその後の取組みと位置付けるなど、統合が後戻りしない工夫をしている。また、資本市場発展の遅れた国に対しても後から参入し易いような配慮もみえる。これらの工夫や進捗する取組みを見る限り、ASEANの資本市場統合は徐々にではあるが、着実に進んでいると思われる。2015年という統合期限までに間に合うかどうかは不透明だが、この取組みに対する努力は評価すべきだろう。

ただし、ASEAN 事務局による進捗評価や進捗状況を把握するための情報公開については、改善の余地がある。資本市場統合の目的の一つが、ASEAN 域内への資本流入とすれば、詳細な情報公開が求められよう。

加えて、各国の資本取引規制の相違といった要因が資本市場統合の障害になることは火をみるより明らかである。実際の証券発行・投資関連の資本取引規制をみると、国によって規制の強弱が異なり、どの国の規制を基準とするかによっても今後の作業量は異なる（図表 7）。域内であるべき姿を模索しながら、適切な落としどころを探るべきであろう。自由化への道は半ばといった状況である。

ASEAN は、日本にとっても地理的に近く、輸出入、企業進出、証券投資、人の往来など盛んである。今後、日本にとって重要な地域であることは間違いない。引き続き、資本市場統合の動向を注視していきたい。

図表 7 ASEAN の証券発行・投資関連資本取引規制

	インドネシア	マレーシア	フィリピン	シンガポール	タイ
株式投資					
居住者の海外投資	△(年金基金は禁止、投資信託は純資産の15%まで投資可能)	△(外貨資産への投資限度規制あり)	△(投資資金を外為銀行等から調達しない場合は自由に投資可能。制限を超えて資金を調達した場合、中銀の許可が必要など)	○	△(機関投資家は国内企業による海外発行証券は制限なく、海外企業発行証券は一定額以下であれば当局の承認なく投資可能。個人・法人はSECと中銀の承認が必要)
非居住者の国内投資	△(原則可能、ただし金融機関への投資には制限あり)	○	○(原則自由、ただし外国への送金が必要な外貨を外為銀行等と取引する場合、登録が必要など)	○	△(原則可能、業種によって出資比率制限がある)
株式発行					
居住者の海外発行	△(国内で上場していない限り制限なし。上場している場合、規制の遵守と外国人保有比率制限を遵守する必要。)	△(原則可能、ただし普通株式以外は当局の許可必要)	△(貸出に関連する規制の適用あり)	○	△(SECの承認必要)
非居住者の国内発行	△(預託証券(Indonesian depository receipts)によって可能)	△(株式上場していない企業としない企業は当局の承認不要)	△(現地企業の発行と同様にSECへの承認と登録が必要)	○(原則自由、ただし、一定条件を満たした場合、金融機関は調達した資金を国外で使用する前にシンガポールドルを外貨に交換しなければならない)	△(タイ証券取引所に上場し、一定条件を満たすことで発行可能)
債券投資					
居住者の海外投資	△(原則可能、ただし年金基金は禁止、投資信託は純資産の15%まで投資可能)	△(外貨資産への投資限度規制あり)	△(投資資金を銀行から調達しない場合は自由に投資可能。制限を超えて資金を調達した場合、中銀の許可が必要など)	○	△(機関投資家は国内企業による海外発行証券は制限なく、海外企業発行証券は一定額以下であれば当局の承認なく投資可能。個人・法人はSECと中銀の承認が必要)
非居住者の国内投資	△(原則可能、ただし個人向け国債は流通市場でのみ購入可能)	○	○(原則自由、ただし外国への送金が必要な外貨を外為銀行等と取引する場合、許可が必要など)	○	△(原則可能、ただし、国内金融機関が発行したパーツ建て債券への投資に一定制限あり)
債券発行					
居住者の海外発行	△(原則可能(国内発行と同じ規制を適用)、ただし、期間1年超の債券発行は中銀の許可必要)	△(外貨建ての発行は自由。ただし、非居住者からの借入が一定額を超えない場合、リンギ建ての場合は当局の承認必要)	△(規制あり)	○	△(SECの承認必要)
非居住者の国内発行	○(原則自由、居住者と同様の規制を適用。)	△(外貨建て、リンギ建てともに当局の承認必要。)	△(ビジネスする上での許可もしくはライセンスを持つ場合、自由に発行可能。ただし、償還資金を外為銀行等から調達しない場合に限る)	○(原則自由、ただし、一定条件を満たした場合、金融機関は調達した資金を国外で使用する前にシンガポールドルを外貨に交換しなければならない)	△(パーツ建て債券の発行には財務省、中銀、SECの許可が必要。パーツ建て債券の年限は3年以上)

(注 1) 2010 年 12 月末時点の資本取引規制。

(注 2) ○=規制なし(概ね自由)、△=一部規制あり。

(注 3) 図表のフォーマット等は、寺井義明「ASEAN5 の資本取引規制の現状と課題について」『国際金融』1232 号を参考に作成。

(出所) IMF “Annual Report on Exchange Arrangement and Exchange Restrictions 2011” より大和総研作成