

2014年10月23日 全8頁

ASEAN 経済統合がもたらす 域内証券取引所への影響（上）

各国の規制等の相互承認・調和化→激しくなる取引所間の競争

金融調査部 兼 経済調査部
研究員 神尾 篤史

[要約]

- ASEAN は経済共同体（AEC）の創設に向けて、金融資本市場の統合への取組みを行っている。もっとも、統合といっても ASEAN 域内各国の金融資本市場が全く一つの市場として統合されるわけではなく、主に各国の規制等の調和化・相互承認が行われる。
- この取組みは様々な障壁を低くして、域内でクロスボーダーでの投資や資金調達を容易にする可能性を秘める一方で、域内各国の取引所間・資本市場間の競争激化を意味する。
- 規制等の調和化、相互承認によって、投資家はどこの国で投資をするのか、企業はどこで資金調達をするのかという選択肢が増えるため、投資家と企業に、より魅力的な環境を整えることができた取引所・資本市場が投資・資金調達の場として選ばれるためだ。
- 取引所間で競うことになる点は基準の調和化・相互承認が行われる以外の部分（規制等の強弱、コスト、多様な投資家層など）となり、それが投資や資金調達を呼び込む差別化要因になると思われる。
- 本稿では AEC 創設がもたらす ASEAN 域内各国の証券取引所の競争について考察する。本レポート(上)では、ASEAN の金融資本市場統合の概要と進捗状況に言及する。次号(下)では域内各国の証券取引所の現状とその取組みを考察する。

1. はじめに

ASEAN(東南アジア諸国連合)は、2015年末のASEAN経済共同体(AEC:ASEAN Economic Community)の創設に向けて、急ピッチに取組みを進めている。ASEANは2007年の首脳会議で採択したASEAN経済共同体ブループリントに基づいて、AECの取組みを進めている。

ブループリントに書かれている取組みは①単一市場と生産基地、②競争的な経済地域、③公平な経済発展、④グローバルな経済への統合の4点である。図表1は、この4つの取組みの具体的な内容を示したものである。

図表1 AECの取組み内容

①単一市場と生産基地	②競争的な経済地域
i.物品の自由な移動	i.競争政策
ii.サービスの自由な移動	ii.消費者保護
iii.投資の自由な移動	iii.知的所有権
iv.資本の自由な移動	iv.インフラ開発
v.熟練労働者の自由な移動	v.税制
vi.優先統合セクター(注)	vi.電子商取引
vii.食料・農業・林業	
③公平な経済発展	④グローバルな経済への統合
i.中小企業の競争力強化	i.対外経済関係への一貫したアプローチ
ii.ASEAN各国の開発ギャップの縮小	ii.グローバル・サプライネットワークへの積極参加

(注) 農業関連製品、航空、自動車、ICT、エレクトロニクス、水産、医療、ゴム関連製品、縫製、繊維、観光、木材関連製品

(出所) ASEAN事務局より大和総研作成

中心となる取組みは、①の「単一市場と生産基地」に含まれる物品・サービスの自由な移動(関税の原則撤廃、非関税障壁の削減・撤廃、サービス貿易の自由化など)、投資・資本の自由な移動(金融資本市場の統合など)、熟練労働者の自由な移動など、ヒト、モノ、カネの移動を円滑にするものである¹。これは、様々な障壁を低くして企業がクロスボーダーでビジネスを行いやすい環境を作る一方で、ASEAN域内企業の競争を促進させるものでもある。

¹ ASEANの域内企業にはAECの期限(2015年末)内の創設は難しいとの見方が多い。詳細は、神尾篤史「ASEAN経済統合を域内企業はどう見ているのか」(2014年8月12日)

(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140812_008843.pdf)を参照。

ASEAN 域内企業の競争を促進させる例としては、以下のような状況が考えられる。ある国が他国に比べて基盤の弱い国内産業を有しており、この産業を保護するために関税や非関税障壁を設けていたとする。AEC では基本的には関税や非関税障壁を削減・撤廃する必要がある。このことで基盤の弱い国内産業は他国の産業と激しい競争を余儀なくされることになる。

ASEAN 域内各国の証券取引所もこのような競争とは無縁ではない。投資・資本の自由な移動に関連する動きで金融資本市場の統合の取組みがあるためだ。

本稿では、AEC 創設がもたらす ASEAN 域内各国の証券取引所の影響について考察する。本レポート（上）では、ASEAN の金融資本市場統合の概要と進捗状況に言及する。次号（下）では域内各国の証券取引所の現状とその取組みを考察する。

2. 金融資本市場統合の概要と進捗状況²

(1) 金融資本市場統合の概要

ASEAN が目指す金融資本市場の統合とは、域内において資本が自由に移動することができるものである。資金調達者にとってはどこでも資金調達が可能であり、投資家にとってもどこでも競争的な手数料で域内の商品取引が可能ということである。そして、金融仲介業者は自国で承認された金融サービスを ASEAN 域内の各国資本市場で提供できるということである。このような環境を実現するために、ASEAN では様々な取組みを行っている。代表的な取組み（外部に公表されている取組み）として、主に資本市場の統合に向けた域内各国の資本市場監督当局の動き、及び主に金融市場の統合に向けた域内各国の中央銀行の動き³や金融サービスの自由化を求める域内各国の財務大臣会議の動き⁴がある。証券取引所に関わるのはこのうち資本市場の統合に向けた動きであり、以下ではこの動きを見ていく。

資本市場の統合に向けて、ASEAN は ASEAN 資本市場フォーラム (ACMF : ASEAN Capital Markets Forum) という域内各国の資本市場監督当局の集まりを作っている。そこでは具体策として、「The Implementation Plan」(資本市場統合実施計画)を作成しており、この計画に沿って資本市場の統合が進められている⁵。この計画で重点が置かれているのは各国資本市場に関連する規制等の調和化・相互承認である。すなわち、資本市場の統合といっても、各国の資本市場が全く一

² この部分は、Atsushi Kamio (2013) ASEAN Capital Market Integration, in Kinkyu, T., Matsubayashi, Y and Hamori, S. (eds) *Financial Globalization and Regionalism in East Asia*, Routledge, London and New York, pp. 98-117. を参照。

³ 主な取組みとして ASEAN Banking Integration Framework (ABIF) がある。ABIF では、①域内各国の規制の調和化、②金融を安定させる構造を作ること、③ASEAN 後発国（ブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）の能力増強、④ASEAN 適格銀行 (QAB: Qualified ASEAN Banks) の設定を進めていくとされる。④の ASEAN 適格銀行とは、一定の基準を満たせば ASEAN 域内で銀行として営業できるパスポートである。詳細は、神尾篤史「ASEAN 銀行セクターの自由化・統合の取組み」(2013年8月12日) (http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130812_007547.pdf) を参照。

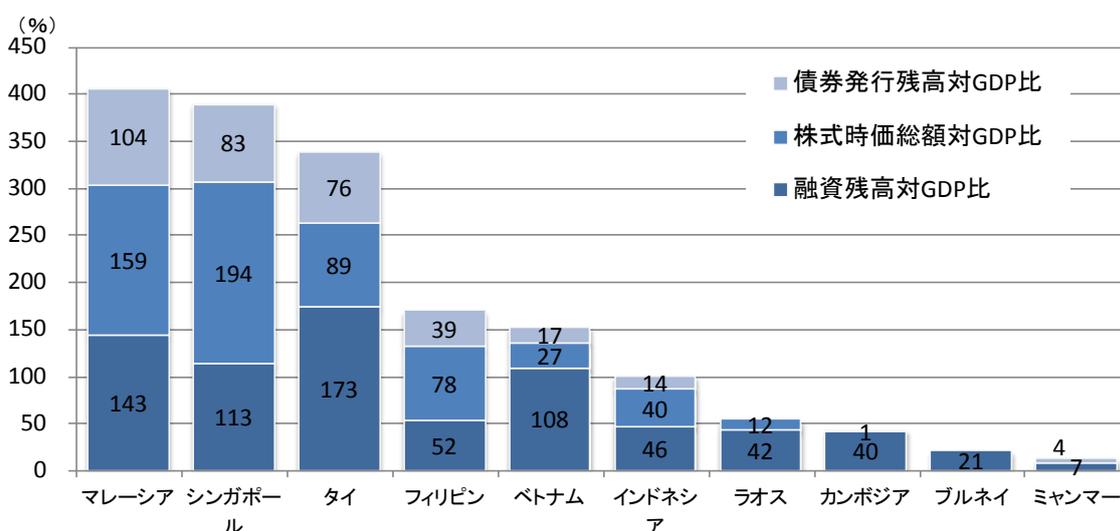
⁴ 主な取組みとして ASEAN Framework Agreement on Services (AFAS) がある。この取組みには例えば、外国資本の出資比率規制の緩和が含まれる。

⁵ 「The Implementation Plan」は2009年の ASEAN 財務大臣会議で承認されている。

つの市場として統合されず、投資・資金調達に関わる法規制や手続きが全て統一されるわけでもない。

統合にあたって懸念されていることは各国の金融資本市場の発展度合が異なることである。図表 2 は各国の銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高（現地通貨建て）の対 GDP 比をまとめたものである。これをみると、各国を 3 つのグループに分けることができる。最も発展している市場としてマレーシア、シンガポール、タイ、次いで、フィリピン、ベトナム、インドネシア、草創期の市場としてラオス、カンボジア、ブルネイ、ミャンマーにグループ分けすることができよう。このように ASEAN の金融資本市場の発展状況は国によって大きく異なるため、いっぺんに規制等の調和化・相互承認を進めることは難しく、金融資本市場の統合のスケジュールは遅れが出かねない。ASEAN もこの点を認識しており、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。

図表 2 銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高対 GDP 比（2013 年末）



(注1) 融資残高対 GDP 比はラオス、ミャンマーは各中銀データを名目 GDP (IMF) で除算、その他は世界銀行のデータ。なお、ミャンマーは 2012 年度のデータ。

(注2) 株式時価総額対 GDP 比は、ラオス、カンボジアは各証券に上場する銘柄の時価総額データを名目 GDP (IMF) で除算、その他は Bloomberg のデータを名目 GDP (IMF) で除算。ブルネイ、ミャンマーのデータは非掲載。

(注3) 債券発行残高対 GDP 比は、ミャンマーはミャンマー中銀のデータを名目 GDP で除算、その他は Asian Bonds Online のデータ。ラオス、カンボジア、ブルネイのデータは非掲載。なお、ミャンマーは 2011 年のデータ。債券発行残高は現地通貨建て債券のみ。

(出所) 世界銀行、IMF、Bloomberg、Asian Bonds Online、ラオス証券取引所、カンボジア証券取引所、ラオス中銀、ミャンマー中銀より大和総研作成

(2) 金融資本市場統合の具体的な内容と進捗状況

統合に向けた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 ASEAN というブランドの確立（各国毎ではなく、ASEAN という地域に特化した商品の開発 (ETF

や先物商品など))、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 つの取組みがあり、これらの取組みの 2009 年～2015 年までの工程表を設定した。より詳細な内容は以下の通りとなる（図表 3）。

図表 3 The Implementation Plan の内容（主要項目）

Strategic Component 1：資本市場関連ルールの相互承認の促進

- ・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の促進
- ・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の促進
- ・クロスボーダーでの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の促進
- ・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の促進

Strategic Component 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

- ・域内証券の取引容易化のため、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

Strategic Component 3：新商品の普及促進とアセットクラスとして ASEAN というブランドの確立

- ・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

Strategic Component 4：債券市場の強化

- ・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

Strategic Component 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

- ・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

Strategic Component 6：ASEAN のワーキングプロセスの強化

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

（出所）ACMF より大和総研作成

これらの取組みの全体の進捗状況は ASEAN から公表されていない⁶。限られた情報ではあるものの、進捗の分かるものについてまとめたものが図表 4 となる。

ユニークな取組みとして、ASEAN の域内取引所（6ヶ国 7 取引所⁷）に上場する株式の情報を一つのウェブサイトに掲載した ASEAN Exchanges Web Site⁸や、域内外の投資家が域内取引所に上場する株式を容易に売買できるようにする ASEAN Trading Link（マレーシア、シンガポール、タイが先行開始）がある。

この他、域内上場企業のコーポレート・ガバナンスの向上を目指す ASEAN Corporate Governance Scorecard⁹や、クロスボーダーでの証券公募の際の目論見書を共通化する ASEAN Disclosure Standards Scheme（マレーシア、シンガポール、タイが先行開始）や、一定の基準を満たすことでクロスボーダーで個人投資家向けに投資信託（集団投資スキーム）の販売が可能になる Framework for the Cross-border Offering of ASEAN CIS（マレーシア、シンガポール、タイが先行開始）などがある。これらの取組みを積極的に行っているのはマレーシア、シンガポール、タイである。図表 2 で見たように、これらの国は ASEAN の中で金融資本市場が発展した国であり、まずは発展した国で取組みを先行させていることになる。この他の国がそれぞれの取組みに参加する時期は明らかになっておらず、統合の進捗は遅れている。

図表 4 資本市場統合に関する主な取組み

取組みと開始月	概要
ASEAN Exchanges Web Site (2011年4月)	<ul style="list-style-type: none"> ・ASEAN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。 ・6ヶ国7証券取引所の情報や各取引所の銘柄から時価総額と流動性の観点から選ばれたASEAN Stars(180銘柄)の情報などを公開している。
ASEAN Corporate Governance Scorecard (2012年3月)	<ul style="list-style-type: none"> ・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。 ・評価基準は2つの段階に分かれ、1段階目は既存のASEANの規制等とOECDの原則をベンチマークとしており、2段階目は1段階目以外のgood practiceとペナルティ(マイナス評価)となっている。 ・2012年、2013年と2回の評価が行われており、対象はインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの企業である。なお、2013年に各国の企業の平均点を算出したところ、高かったのはタイの企業である。

⁶ ERIA (Economic Research Institute for ASEAN and East Asia) は、2012年10月に ASEAN 経済共同体に関するブループリントに対して中間的なレビューを「Mid-Term Review of the Implementation of AEC Blueprint」(以下、中間報告書)で行っている。中間報告書ではブループリントの各施策を「2015年までの優先施策」と「主要な部分は2015年以降となる施策」に分けており、資本市場の統合について「主要な部分は2015年以降となる施策」と位置付けている。ASEAN 各国の経済発展段階、諸規制、インフラ等の違いから統合は遅れるとし、さらに、統合によって域内でリスクを共有できるという恩恵と危機が各国に伝播する危険性が高まるという相反する問題が存在するため、より慎重な取り組みが必要であるとしている。

⁷ 6ヶ国 7 取引所はマレーシア取引所、シンガポール取引所、タイ証券取引所、フィリピン証券取引所、ハノイ証券取引所、ホーチミン証券取引所、インドネシア証券取引所。

⁸ ウェブサイトのアドレスは <http://www.aseanexchanges.org/>。

⁹ アセスメントが行われているのはマレーシア、シンガポール、タイ、フィリピン、ベトナム、インドネシア。

Expedited Review Framework for Secondary Listings (2012年3月)	<ul style="list-style-type: none"> ・マレーシア、シンガポール、タイの証券監督当局と証券取引所間でMoUを締結したもの。 ・域内企業の相互上場プロセスを短縮し、相互上場を促進する取組み。
ASEAN Trading Link (2012年6月)	<ul style="list-style-type: none"> ・2012年6月にマレーシア取引所とシンガポール取引所が導入し、同年8月にはタイ証券取引所が導入。フィリピン証券取引所は2014年内の導入を目指している。時期は未定であるが、インドネシアやベトナムの取引所も導入予定。 ・域内外の投資家が域内取引所に上場する株式を容易に売買できるようにするため、域内証券取引所をネットワークで結んだもの。 ・域内外の証券会社(ブローカー)は域内各国のライセンスを保有しなくても、ASEAN Trading Linkに接続すれば、証券取引が可能となる。
ASEAN Disclosure Standards Scheme (2013年4月)	<ul style="list-style-type: none"> ・マレーシア、シンガポール、タイの証券監督当局で実施されたもの。 ・域内での資金調達を促進するため、上記3ヶ国での株式と債券での資金調達の際に、目論見書において共通の情報開示基準を満たすことで証券発行が可能となるもの。 ・2009年6月に導入されたASEAN and Plus Standardsの後継。
Framework for the Cross-Border Offering of ASEAN CIS (2013年10月)	<ul style="list-style-type: none"> ・マレーシア、シンガポール、タイの証券監督当局間でMoUを締結したもの。 ・共通の基準を満たすことで、域内で組成された投資信託(集団投資スキーム)を域内各国の個人投資家向けに販売することができるもの。 ・2014年8月から運用開始。
Tradable ASEAN Indices (2014年5月)	<ul style="list-style-type: none"> ・新たにFTSE ASEAN All-Share Index、FTSE ASEAN Stars Index、FTSE ASEAN All-Share Ex-Developed Indexの3つの指数を導入。

(出所) ACFM、ASEAN Exchanges より大和総研作成

これらの取組みによって、投資・資金調達に関する障害が全くなくなるわけではなく、飛躍的に株式や債券等の発行量や取引量が増加することもあるまい。しかし、投資・資金調達環境は一定程度改善していくことが期待される。

例えば、投資家の視点でみると、域内各国に上場する株式への投資が容易になったこと(例えば、ASEAN Trading Link)、ASEANに関する情報を1つのウェブサイトで閲覧が可能となったこと(例えば、ASEAN Exchanges Web Site)、上場会社のコーポレート・ガバナンス評価基準が作成され(例えば、ASEAN Corporate Governance Scorecard)上場会社のガバナンスが改善したことで投資環境の向上が期待される。

また、資金調達する企業の視点でも、株式や債券の発行時の情報開示基準を共通化(例えば、ASEAN Disclosure Standards Scheme)させたことで資金調達手続きが簡便化されると同時に、マレーシア、シンガポール、タイの3つの市場の投資家とアクセスが容易になることから、資金調達コストの低下や投資家層の多様化が期待される。

他方で、基準の調和化・相互承認(投資に関する壁が低くなること)でクロスボーダーでの投資や資金調達が可能になることは、取引所間・各国資本市場間の競争の激化を意味する。投資家にとってはどこの国で投資をするのか、企業にとってはどこで資金調達をするのかという選択肢が増えるため、投資家と企業に、より魅力的な環境を整えることができた取引所・資本

市場が投資・資金調達の間として選ばれるためだ。もちろん、企業は投資を受けるという点では魅力的でなければ資金調達できないことを考えれば、企業も競争に晒されることになる。

取引所間で競うことになる点は基準の調和化・相互承認が行われる以外の部分である。つまり、その部分が投資や資金調達を呼び込む差別化要因となる。例えば、調和化・相互承認が行われる部分以外の規制の強弱に加え、投資商品が豊富なことは投資家を呼び込みやすくするだろうし、資金調達にあたっての手数料の引き下げやその手続きの容易化は取引所独自の差別化要因となろう。また、市場に多様な投資家がいることや、流動性に厚みがあることも同様に差別化の要因となろう。国家間で競うことになる点は税制や法規制（例えば、資本の送金規制など）が挙げられる。

※後編（下）では、域内各国の証券取引所の現状とその取組みを考察する。

（以上）