

アジア金融資本市場で生じる構造変化

神尾 篤史／中田 理恵

要 約

A S E A Nはアジア通貨危機以降、経済を発展させ、意識的に金融資本市場も発展させてきた。足元ではA S E A Nはさらなる成長を求めて、金融資本市場の統合・自由化を含めた経済共同体の創設に向けた取り組みを進めている。各国の金融資本市場の統合・自由化の取り組みを見ると、その状況は多様であり、動きも統一されていないことが分かる。特に、今回考察した範囲では相対的にシンガポールの取り組みが進んでいる一方で、インドネシアが遅れているように見える。

課題は金融資本市場の統合・自由化を本当に進めることができるのか、そして統合・自由化による競争の激化がもたらす各国間の格差にどのように対応するのか、ということである。また、統合・自由化による資本フローの不安定化への対応も課題となる。

目 次

- 1 章 はじめに
- 2 章 A S E A Nの金融資本市場の状況（アジア通貨危機以降の変化）
- 3 章 A E Cや各国の金融資本市場分野の取り組み
- 4 章 結びにかえて～今後のアジアの金融資本市場の姿

1章 はじめに

東南アジア諸国連合（A S E A N）は 2015 年末の A S E A N 経済共同体（A E C：ASEAN Economic Community）の創設に向けて、急ピッチに取り組みを進めている。後述するが、A E C が目指す姿はヒト、モノ、カネの移動を円滑にするものである。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つくる一方で、A S E A N 域内企業の競争を促進させるものでもある。A E C の取り組みの中には金融資本市場の統合も当然のことながら含まれており、A S E A N の金融資本市場の構造的な変化が見込まれる。もっとも、金融資本市場の統合・自由化は予定通りに進んでおらず、各国によって進捗は一様ではない。

本稿ではこのような A E C の取り組みによって、A S E A N の金融資本市場がどのように変化していくか、そしてその変化に対する課題について考察する。

本稿の構成は以下の通りである。2 章では、アジア通貨危機以降の A S E A N の金融資本市場の状況の変化を考察する。3 章では A E C における金融資本市場統合・自由化に向けた取り組みと各国の取り組みを整理する。4 章では上述の点を踏

まえつつ、今後の A S E A N の金融資本市場の姿を考察する。

2章 A S E A N の金融資本市場の状況（アジア通貨危機以降の変化）

1. 経済発展と金融資本市場の発展

アジア通貨危機以降、A S E A N 10 カ国は大きな成長を遂げた。合計の名目 G D P は 1995 年に 6,660 億ドルであったものが、2013 年には 2.4 兆ドルまで増加した。A S E A N 10 カ国平均の一人当たり G D P も 1995 年に 5,752 ドルであったものが、2013 年には 12,291 ドルに増加した。

図表 1 では、A S E A N 5 カ国（以下での考察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、タイとする）の 1995 年末と 2013 年末の銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高（現地通貨建て）の名目 G D P に対する割合を示した。1995 年末と 2013 年末の各項目の合計を比べるとマレーシアとフィリピンは低下し、インドネシア、シンガポール、タイは上昇した。マレーシアが低下した理由は株式時価総額対 G D P 比の変動によるところが大きい一方で、フィリピンは銀行の融資残高対 G D P 比の低下による要因

図表 1 A S E A N の銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高（対 G D P 比）

(対 G D P : %)	1995 年末					2013 年末				
	銀行 融資残高	株式 時価総額	債券発行残高		合計	銀行 融資残高	株式 時価総額	債券発行残高		合計
			国債	社債				国債	社債	
インドネシア	51	33	0	2	85	46	40	12	2	100
マレーシア	127	244	37	34	442	143	159	61	43	406
フィリピン	64	81	35	0	181	52	78	34	5	169
シンガポール	76	179	16	12	282	113	194	51	32	389
タイ	135	82	1	8	226	173	89	59	17	338

（出所）世界銀行、アジア開発銀行、清水聡 [2009] から大和総研作成

図表2 ASEANの銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高（構成比）

(構成比：%)	1995 年末					2013 年末				
	銀行 融資残高	株式 時価総額	債券発行残高		合計	銀行 融資残高	株式 時価総額	債券発行残高		合計
			国債	社債				国債	社債	
インドネシア	60	38	0	2	100	46	40	12	2	100
マレーシア	29	55	8	8	100	35	39	15	11	100
フィリピン	36	45	20	0	100	31	46	20	3	100
シンガポール	27	63	6	4	100	29	50	13	8	100
タイ	60	36	1	3	100	51	26	17	5	100

(出所) 世界銀行、アジア開発銀行、清水聡 [2009] から大和総研作成

が大きい。フィリピンの銀行融資残高対GDP比は1997年に79%だったが、1999年に59%まで低下し、その後、上下変動しながら2013年末には52%となっている。フィリピンの銀行セクターについては、国民の銀行へのアクセス割合（銀行口座保有率）が低いことや預貸率の低さなどが問題点と指摘されている。

特徴的なことは各国で債券発行残高対GDP比が上昇したことだ。インドネシアでは1995年末の2%から2013年末には14%に上昇し、同様にマレーシアでは71%から104%、フィリピンでは35%から39%、タイでは9%から76%に上昇した。一国全体の資金調達における債券発行残高の割合も大きくなった。図表2は銀行融資残高・株式時価総額・債券発行残高の構成比で、いわば一国全体の資金調達の割合を見たものである。特にタイは債券での資金調達の割合が1995年末は4%であったが、2013年末には22%に上昇した。

この他、金融資本市場の規模に注目すると、各国の発展度合いが異なることが分かる。発展している市場としてマレーシア、シンガポール、タイが挙げられ、次いで、フィリピン、インドネシアという格好である。本稿では取り上げていないが、ラオス、カンボジアなどは草創期と位

置付けることができる。発展度合いの違いは3章で考察するAECでの金融資本市場の統合・自由化に向けた取り組みに大きな影響を与えている。

2. アジア通貨危機以降の危機に対する耐性や施策

ASEAN各国はアジア通貨危機以降、危機への耐性を高めている。例えば、アジア通貨危機で大きな影響を受けたタイは1996年末の外貨準備高が386億ドルであったが、2014年9月末は1,616億ドルまで増加し、インドネシアは194億ドルであったが、2014年9月末には1,112億ドルまで増加した。外貨準備高の適正水準については統一的な指標はないが、一般的に短期対外債務残高に対する外貨準備高の割合は1倍、財・サービスの輸入に対する外貨準備高の割合は3カ月分保有することが望ましい最低水準とされている。タイの短期対外債務残高に対する外貨準備高の割合は1996年末の0.8倍から2013年末には2.7倍、財・サービスの輸入に対する割合は1996年末の5.1カ月から2013年末には7.6カ月へと拡大した。インドネシアの短期対外債務残高に対する割合は1996年末の0.6倍から2013年末には2.2倍、財・サービスの輸入に対する割合は1996年末の3.5カ月から2013年末には5.7カ

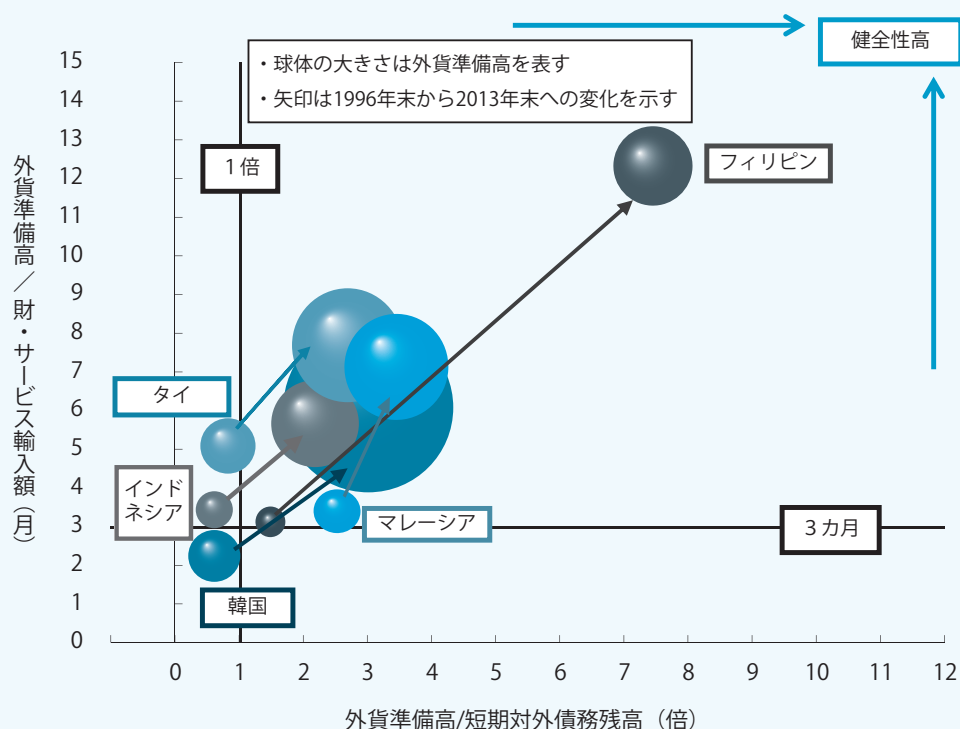
月へと拡大した。図表3にあるように、その他の国でも1996年末と2013年末を比べれば危機への耐性は強化されている。

このほか、ASEANに日本、中国、韓国を加えたASEAN+3の取り組みでチェンマイ・イニシアティブ（CMIM：Chiang Mai Initiative Multilateralisation）という金融セーフティネットが創設・強化されており、危機への耐性は強くなっている。金融セーフティネットとは、ある国が危機に陥り、他国に対して債務返済に窮した際に支援を受ける仕組みである。CMIMは危機の生じた国から要請があった場合に当該国の通貨と要請を受けた国が保有する外貨準備（ドル）を交換する通貨スワップ取極である。CMIMには、CMIM安定ファシリティ（CMIM-SF）とCMIM予防ライン（CMIM-PL）がある。CM

IM-SFは危機時に活用できるスキームであり、引出可能総額を1,200億米ドルから2,400億米ドルに倍増させることを2012年にASEAN+3で合意した。CMIM-PLも2012年に導入が合意されたものであり、危機発生後に資金供与するCMIM-SFに対し、危機発生前に予防目的の資金供与を可能（クレジットライン）とする危機予防メカニズムである。CMIM-SFとCMIM-PL共に2014年に改訂契約が発効した。

なお、神尾[2012]では、各国の外貨準備に加え、2国間の通貨スワップ、CMIM、IMFの融資を含めた金融セーフティネットの規模が十分か、アジア通貨危機やリーマン・ショック時の資本流出額で比較し、十分に対応できることを明らかにしている。

図表3 アジア各国の危機への耐性



（出所）世界銀行、各国統計から大和総研作成

3章 AECや各国の金融資本市場分野の取り組み

1. AECでの金融資本市場統合・自由化に向けた取り組み

A S E A N は 2007 年の首脳会議で採択した A S E A N 経済共同体ブループリントに基づいて、A E C の取り組みを進めている。ブループリントに書かれている取り組みは①単一市場と生産基地、②競争力ある経済地域、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 4 は 4 つの取り組みの具体的な内容を示したものである。中心となる取り組みは、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で、ヒト、モノ、カネの

移動を円滑にするものである。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つくる一方で、A S E A N 域内企業の競争を促進させるものでもある。

この取り組みの中で A S E A N の目指す金融資本市場の統合・自由化とは、域内において資本が自由に移動することができるというものである。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、金融仲介業者にとっては自国で承認された金融サービスを A S E A N 域内の各国金融資本市場で提供できるということである。具体的には、以下の 3 つの取り組みで進められている。

1) 金融サービス分野の自由化

1 つ目は金融サービス分野（銀行、保険、証券分野など）の自由化であり、この取り組みの中

図表 4 A E C の取り組み内容

①単一市場と生産基地	②競争力ある経済地域
i . 物品の自由な移動 ii . サービスの自由な移動 iii . 投資の自由な移動 iv . 資本の自由な移動 v . 熟練労働者の自由な移動 vi . 優先統合セクター（注） vii . 食料・農業・林業	i . 競争政策 ii . 消費者保護 iii . 知的所有権 iv . インフラ開発 v . 税制 vi . 電子商取引
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 ii . A S E A N 各国の開発ギャップの縮小	i . 対外経済関係への一貫したアプローチ 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、I C T、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）A S E A N 事務局から大和総研作成

では主に2つの動きが見られる。1つはASEAN Framework Agreement on Services (A F A S) というサービス貿易¹⁾の自由化²⁾で、もう1つはASEAN Banking Integration Framework (A B I F) である。

前者のA F A Sは1995年のA S E A N首脳会議の際に合意したものであり、対象分野は金融サービスに加え、通信、建設、観光、空運、ヘルスケアなど多岐にわたる。金融サービスの自由化は2014年4月時点で第6次交渉が終了し、第7次交渉に入っている。もっとも、自由化が拙速に行われるわけではない。秩序ある金融部門の発展と社会経済的安定を確保するため、経済発展レベルや各国の政策を考慮し、段階的に自由化が行われる。具体的には、各国が維持できる制度を記した「事前合意した柔軟性リスト」を2017年までに作成し、全加盟国で合意した上で、加盟国が指定した保険、銀行、資本市場の制限を実質的に除去することになっている。自由化の期限は2020年(A S E A N経済共同体の構築の期限よりも遅い)であるが、「事前合意した柔軟性リスト」は2020年以後でも適用される。つまり、完全な自由化が2020年までに行われるわけではなく、自由化の範囲や深さは各国の裁量に任される。どこまで自由化が進むのか、現状では明らかになっていない。

後者のA B I Fは2011年にA S E A N各国の

中央銀行が承認した枠組みであり、2012年のA S E A N財務大臣会議でA B I Fに関するタスクフォース(the Task Force on ASEAN Banking Integration Framework)が設立されたことが報告されている。この取り組みはA S E A Nの銀行統合を進めさせるものではなく、A S E A Nにある銀行の強化を目指したものである。

インドネシア中央銀行関係者によれば、A B I Fを成功裏に進めるために各国で合意した事項³⁾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、③A S E A N後発国(ブルネイ、カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム)への能力増強、④A S E A N適格銀行(Q A B : Qualified ASEAN Banks)の設定——である。④のA S E A N適格銀行とは、一定の基準を満たせばA S E A N域内で銀行として営業できるパスポートであり、A S E A N域内の銀行の覇権争いにつながる可能性がある。2014年11月のタイ中銀のプラサーン総裁の講演⁴⁾では、A S E A Nの銀行統合の取り組みについて、長期間話し合いを行い、Q A Bの枠組みは決まったとの発言がなされている。もっとも、どのように話し合いが行われ、何が決定したかは明らかではない。

おそらく、2013年4月にアジア開発銀行(A D B : Asian Development Bank)が作成した研究ペーパーに基づいて話し合いが進められてきた

1) サービス貿易は、①国境を越える取引(第1モード: いずれかの加盟国の領域から他の加盟国の領域へのサービス提供)、②海外における消費(第2モード: いずれかの加盟国の領域内におけるサービスの提供で、他の加盟国のサービス消費者に対して行われるもの)、③業務上の拠点を通じてのサービス提供(第3モード: いずれかの加盟国のサービス提供であって他の加盟国の領域内の業務上の拠点を通じて行われるもの)、④自然人の移動によるサービス提供(第4モード: いずれかの加盟国のサービス提供者によるサービスの提供で、他の加盟国の領域内の加盟国の自然人の存在を通じて行われるもの)——の4つの形態が定義されている。

2) サービス貿易の自由化の取り組みについてはW T O協定の1つとして、1995年に発効したサービス貿易に関する一般協定(G A T S : General Agreement on Trade in Services)がある。A S E A NではA F A SはG A T Sでの約束を超える自由化を実現することを目指している。

3) Siswanto, J & Wihardja, M.M. [2012b] を参照。

4) Trairatvorakul, Prasarn [2014] を参照。

と思われる。当該研究では、まずは（Ⅰ）クロスボーダーのホールセール業務の自由化と（Ⅱ）A S E A N由来の銀行によるA S E A N域内への進出の自由化を考えている。（Ⅱ）を実行するために、域内へのアクセス（進出、クロスボーダー取引）・扱い（金融当局の監督等）・環境（銀行規制の調和化、能力増強）の3つの枠組みについて検討している。統合時期の目安は示されておらず、2020年までに準統合（semi-integrated）を目指すとしている。準統合とは、例えば、統合について重要な分野の規制を除いて、規制の調和をゆっくりと進めることができるというものである。

2) 資本市場の発展・統合

2つ目は資本市場の発展・統合である。この取り組みについてはA S E A N 資本市場フォーラム（A C M F : ASEAN Capital Markets Forum）という域内各国の資本市場監督当局の集まりが、「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。コアの戦略として資本市場に関連する規制等の相互承認・調和化を掲げている。そして、A S E A Nは域内各国の資本市場の発展状況が異なることを背景として、統合のアプローチとして最初に2国間での取り組みを進め、その後3国間以上の取り組みを進める手法を採用

している。

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、②A S E A N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A S E A Nというブランドの確立（各国ごとではなく、A S E A Nという地域に特化した商品の開発〈E T Fや先物商品など〉）、④債券市場の強化と統合、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、⑥A S E A Nのワーキングプロセスの強化——の6つの取り組みがあり、より詳細な内容を図表5に掲げた。

これらの取り組みの全体の進捗状況はA S E A Nから公表されていない⁵⁾。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6となる。

ユニークな取り組みとして、A S E A Nの域内取引所（6カ国7取引所⁶⁾）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 Site⁷⁾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 Scorecard⁸⁾や、クロスボーダーでの証券公募の

5) E R I A（Economic Research Institute for ASEAN and East Asia）は、2012年10月にA S E A N 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: Executive Summary”（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。A S E A N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。

6) 6カ国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。

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

8) 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。

際を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。これらの取り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 5 The Implementation Plan の内容

取り組み①：資本市場関連ルールの相互承認の促進

（具体的な内容）

- ・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域内市場での金融仲介を容易にするため、関連制度の相互承認促進

取り組み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

（具体的な内容）

- ・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

取り組み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

（具体的な内容）

- ・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

取り組み④：債券市場の強化と統合

（具体的な内容）

- ・債券発行・上場・販売に関する取り組みの改革促進
- ・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

取り組み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

（具体的な内容）

- ・資本市場統合に向けた、各国の国内資本市場での取り組みを調整
- ・国内市場の取り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

取り組み⑥：ASEANのワーキングプロセスの強化

（具体的な内容）

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

（出所）ACMFから大和総研作成

図表6 ASEANの資本市場統合に関する主な取り組み

取り組みと開始月	概要
ASEAN Exchanges Web Site (2011年4月)	- ASEANにおける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り組み。 6カ国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で選ばれた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)	- 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、企業のコーポレートガバナンスを評価する取り組み。 - 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。
Expedited Review Framework for Secondary Listings (2012年3月)	- 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り組み。
ASEAN Trading Link (2012年6月)	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。時期は未定であるが、インドネシア、フィリピン、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)	- 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カ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)	- 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)	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) A C M F、ASEAN Exchanges から大和総研作成

3) 資本勘定の自由化

3つ目は資本勘定の自由化である。資本勘定の自由化は Working Committee on Capital Account Liberalization(WC - C A L)で取り組まれている。金融資本市場の統合・自由化に向けて最も重要な役割を果たすと言っても過言ではない。また、資本の自由な移動はクロスボーダーでの資金の貸借を自由にさせることから貿易を促進させる可能性もある。金融サービスの自由化と同様に拙速に行われるわけではなく、「適切かつ可能な部分」について自由化されていくことが強調されている。また、自由化の原則として、その過程で生じる潜在的な経済不均衡やシステミックリスクに対して適切なセーフガードを許容し、さらに自由化の利益を全ての加盟国が享受すべきことがうたわれている。

A D B [2013] は現状の A S E A N 各国の資本勘定の状況を以下のように評価している。

- 2、3のA S E A N加盟国では、資本勘定は非常に自由化が進んでいるものの、マクロ・プルデンシャルな理由による、資本フローに関するいくつかの制約が残っている
- 大半の規制は資本流入よりも資本流出に関するものである
- 1カ国を除く加盟国は、I M F 8条国での義務を受け入れているが、多くの国々では経常勘定関連の支払規制（輸出で得た収入の本国送金制限など）を維持している
- ほとんどの国々では、海外での自国通貨の使用を制限している
- 多くの加盟国が対内証券投資よりも対外借入や自国通貨の対外貸出に制約を課している
- 多くの加盟国がデリバティブ取引の利用も含めて、投資家が外貨リスクをヘッジできる範囲を

制限している

- 2、3の加盟国では、一定の証券から生じる金利収入およびキャピタル・ゲインに対して源泉税を課している

以上のように金融資本市場の統合・自由化に向けた3つの取り組みを見たが、進め方としてA S E A N各国の経済や金融資本市場の発展度合いを考慮して、慎重に自由化を進めていることが分かる。また、様々な金融取引を自由に行えるように取り組んでおり、金融サービスの消費者にとっては取引の障害の除去やサービスを受けるためのコストの低下などのメリットが見込まれる。マクロの観点から見れば、競争の激化は資源配分の効率性を高めるというメリットもある。一方で、金融機関や金融資本市場間の競争は激しくなると見込まれる。

2. 各国の取り組み

ここでは、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンの各国の取り組みについて、見ていく。第1に金融セクターの取り組みのうち、外資に対する出資規制等の状況、第2に資本市場に関する取り組み、第3に資本流出入規制の状況について考察する。

1) 金融セクターの取り組み

上述したように、A S E A Nにおける金融サービス分野の自由化ではQ A Bという一定の基準を満たせばA S E A N域内で銀行として営業できる（国内銀行と同等の条件で）パスポートの設定が検討されている。この取り組みは、域内の金融統合を目指す上で重要な国内銀行を取り巻く環境を変える可能性がある。現状、A S E A N各国の外

資に対する出資規制は多様であるため、Q A B の設定による影響はなおさら大きいと思われる。以下では、A S E A N 各国の外資に対する出資規制等の状況をみていきたい。

まず、シンガポールでは外資に対する地場銀行への出資上限規制は 1999 年に撤廃されており、2014 年 12 月時点で 126 の銀行があるが、そのうち 121 が外資銀行となっている。外資が自由に銀行業に参入できる特徴がある。

マレーシアでは外資に対する地場銀行への出資上限が 30% となっている⁹⁾。ただし、外資の銀行がマレーシア国内で銀行を新規に設立する場合、出資割合は 100% まで認められている¹⁰⁾。2013 年 12 月時点で商業銀行は 27 行あり、そのうち外資は 19 行となっている。2011 年時点では外資の商業銀行が 16 行（地場商業銀行と外資商業銀行の合計数は 24 行）であったことを考えれば、外資への銀行業の参入を認めていると思われる。

タイは出資比率の水準によって以下の規制が課されている¹¹⁾。

○地場銀行への 25% までの出資はタイ中央銀行の許可は必要ない。

○地場銀行への 25%～49% までの出資はタイ中央銀行の許可を得る必要がある。49% 超の出資を行う場合は財務省の許可が必要となる。

なお、タイでは金融サービスの拡充、競争的かつ効率的な金融システムの形成、公平性の確保をビジョンに掲げた金融セクターマスタープラン 2010-2014（フェーズⅡ）が実行されている。この中では外国銀行に対し新たな現地法人として

のライセンスの付与を認め、タイ国内において外資銀行の業務展開を後押しする方向にある。

インドネシアは外資出資規制という制限ではなく、単一株主による出資を原則として 40% までにする規制を課している。この規制は 2012 年に実施されたもので、それまでは外資が銀行株式の 99% まで保有することが可能であったことから考えると、タイと異なり、外資銀行の業務展開を制限する方向にある。

フィリピンでは、以前は外資の銀行による地場銀行の買収や外資銀行が海外現地法人の設立を行う場合、議決権の取得は 60% 以内にとどめる規制があったが、2014 年に 100% まで議決権の取得が認可された。フィリピン中央銀行によれば、規制撤廃は Q A B の設定を意識した準備作業としている。フィリピンもタイと同様に外資銀行の業務展開を後押ししているが、明確にタイよりも推進力が強い。

各国の状況を整理すると、外資銀行の参入を許容するシンガポール、マレーシア、フィリピン、許可制を取るが外資銀行の業務展開を後押しする方向にあるタイ、そしてこれらの国とは異なり、業務展開を制限する方向にあるインドネシアという姿になる。各国の外資に対する出資規制の方向感や推進力の違いが浮き彫りになり、A S E A N の金融サービスの自由化が簡単に進まないことが認識される。

2) 資本市場に関する取り組み

シンガポールを除き、各国では 3 年～10 年と

9) ジェトロ [2012] p.39 参照。

10) O E C D [2013] p.63 参照。

11) Frost, Stephen [2012] 参照。

いう期間で資本市場向けのマスタープラン等を公表している¹²⁾。以下では、それらを比較することで各国の方向性について考察したい。なお、シンガポールでは、マスタープランのようにまとめた施策は公表されていないが、2013年以降、中国の人民元の自由化に関連したオフショア人民元市場の動きが活発になっている。また、ペニー・ストック・クラッシュ（後述）に端を発する証券市場の構造改革が発表されていることから、それらについて見ていくこととする。

シンガポールを除いた4カ国の取り組みでおおむね共通することは、効率的で競争力のある市場を作ることにある（各国の資本市場の取り組みは図表7～図表10参照）。各国では資本市場の発展度合いが異なることから程度に違いはあるものの、資金調達する企業・投資家・金融仲介業者への健全な規制・監督、企業へのコーポレートガバナンスの強化、市場の流動性向上のための新たな商品・制度の拡充が掲げられていた。

各国で特徴的な施策もある。マレーシアは国際化の推進として、マレーシア取引所と他の取引所との提携やイスラム資本市場の国際化を挙げている。タイは、メコンおよびASEAN地域における投資ゲートウェイを意識しており、海外の金融機関による資金調達への対応や、外国企業の上場促進に向けた法整備を実施する意向も示されている。インドネシアは、国内のイスラム資本市場の発展を挙げている。また、マレーシアやタイでは見られなかった、インドネシア金融庁による法的

実効性の強化が挙げられている。フィリピンでは資本市場に関連する税制の中立性の促進が挙げられている。インドネシアとフィリピンはASEANでの資本市場に関する取り組みで後れを取っていたが、おのおのの資本市場の取り組みにはASEANで取り組むべき内容（例えば、ASEAN Trading Link など）について言及されている。

シンガポールでは2013年2月の人民元決済銀行の創設以来、オフショア人民元市場に関する政策が相次いでいる。例えば、RQFII（Renminbi Qualified Foreign Institutional Investors）という中国域外で保有されている人民元（オフショア人民元）を中国の金融証券市場に投資できる制度の導入の決定、人民元建て債券の発行（獅城債）、シンガポール取引所への中国企業の直接上場などが行われており、オフショア人民元を活用した投資商品も増加してきている。また、シンガポール政府は、RQDII（Renminbi Qualified Domestic Institutional Investor）という中国国内の機関投資家が中国国外の資本市場に人民元での投資を可能とする人民元適格国内機関投資家制度の適用を歓迎する姿勢を示している。中国はアジアで最大の貯蓄保有国であるため、シンガポールはその貯蓄を呼び込みたいと考えていると推測される。

一方で、市場の構造改革についてはペニー・ストック・クラッシュに端を発する証券市場の構造改革が行われている。ペニー・ストック・クラッシュとは、2013年10月にシンガポール取

12) マレーシアは資本市場マスタープラン2（Capital Market Masterplan 2）、タイはStrategic Plan 2014-2016、インドネシアは資本市場および非銀行金融機関マスタープラン2010-2014（The Capital Market and Non Bank Financial Industry Master Plan 2010-2014）、フィリピンは金融資本市場発展計画ブループリント2013-2017（Capital Market Development Plan（CMDP）Blueprint 2013-2017）を対象としている。なお、タイのStrategic Plan 2014-2016は細かな項目が公表されていないため、本稿では大まかな取り組みについての言及となる。

図表7 マレーシア 資本市場マスタープラン2

成長戦略のための資本市場の役割強化	
①資本形成の促進	ベンチャー・キャピタルとプライベート・エクイティにおける民間セクターの関与拡大 中小企業の成長に果たす株式市場の役割強化 債券市場へのアクセスの容易化
②金融仲介の効率性の強化と範囲の拡大	公的機関による金融仲介の効率性の強化 金融仲介の範囲の拡大
③流動性とリスク仲介の深化	価格発見機能とヘッジ機能の拡大 各市場の連結性の強化
④国際化の推進	世界における金融仲介能力の強化 イスラム資本市場の国際化
⑤能力構築と情報インフラの強化	将来的な需要に合わせた能力構築（教育など） 情報インフラの強化
投資家保護や市場安定のためのガバナンス戦略	
①リスク管理のために商品に対する規制の強化	資金調達や商品開発向けの効率的な仕組みの創出 情報開示や資金調達後の義務の強化
②金融仲介範囲拡大によるアカウンタビリティの強化	金融仲介の範囲の拡大 企業内のアカウンタビリティやリスクマネジメントなどの強化
③変化する市場に対して強固な規制の枠組み	市場に対する合理的な規制 市場の質の向上
④リスクの効果的な監督	市場の安定性確保
⑤コーポレートガバナンスの強化	
⑥ガバナンスに対する関与の拡大	ガバナンスに対する利害関係者の活動促進

（出所）マレーシア証券委員会から大和総研作成

図表8 タイ Strategic Plan 2014-2016

- ①効率的な監督
- ②市場の競争力強化
- ③持続的発展の促進
- ④国民の金融リテラシー向上と長期貯蓄の促進
- ⑤コーポレートガバナンスの改善

（出所）タイSECから大和総研作成

図表9 インドネシア 資本市場および非銀行金融機関マスタープラン 2010-2014

①アクセスが容易で、効率的で競争力のある資本市場の確立

1. 資金調達のために資本市場にアクセスする企業にとっての制約を撤廃
2. ファイナンス機関（ベンチャーキャピタル等）や信用保証機関へのアクセスの容易化
3. 公募での資金調達において専門家・引受会社等の役割の改善

②魅力的な投資環境およびリスク管理手段の提供

1. 情報公開の方法と質の強化
2. 多様な金融商品と非銀行の金融サービスの多様化
3. シャリア資本市場とシャリア非銀行金融産業の発展
4. インターネットなどを通じた取引の容易化
5. 投資家保護スキームの強化
6. 債券とスクークの流通市場の発展と監視機能の強化

③安定的で弾力的な流動性の高い金融業の確立

1. 個人投資家や機関投資家の質の向上
2. コーポレートガバナンスの促進
3. リスクマネジメント能力の向上
4. 市場関係者に対する監督機能の向上
5. 投資家層の拡大と年金・保険基金の発展

④法的な確実性を保証した公正で透明性の高い法制度の確立

1. 法的強制力の改善
2. 産業間（資本市場関連産業と非銀行金融産業）の規制の調和化と国際基準への適合
3. 業界（資本市場関連産業と非銀行金融産業）のニーズと発展に寄与する規制の構築
4. 資本市場や非銀行金融産業のプレーヤーに対する財務情報の透明性の向上

⑤信用に足る国際基準のインフラの確立

1. 統合された証券取引システムの構築
2. 信頼できる情報システムの構築

（出所）インドネシア財務省から大和総研作成

引所のメインボードに上場するペニー・ストック（低位株）の3銘柄の株価が急落した出来事であり、シンガポール取引所の市場の安定性や信頼性に疑問を生じさせた。この影響で、シンガポール取引所の株式売買高は2013年10月以降、低水準で推移しており、2013年10月～2014年10月までの月次の株式売買高は前年に比べて平均▲30%となった。この出来事を発端として、2014年8月にMAS（Monetary Authority of

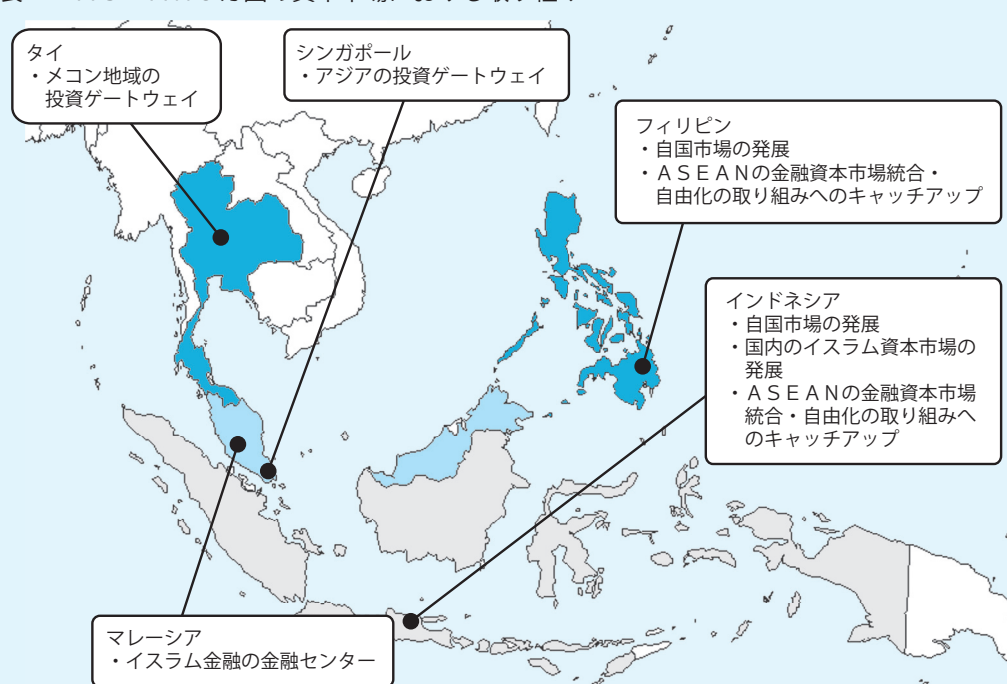
Singapore：シンガポール通貨監督庁）とシンガポール取引所は対策を公表した。対策は、（i）最低株価の設定、（ii）株式の信用取引における担保要件の導入、（iii）ショート・ポジションの報告要件の導入、（iv）証券仲介業者による取引制限に関する透明性の向上、（v）シンガポール取引所への上場やそれに関するフレームワークの強化——である。これらの施策を実行に移す期間として24カ月以内（各施策によって期限は異な

図表 10 フィリピン 資本市場発展計画ブループリント 2013-2017

1. 債券	3. オルタナティブ商品
1.1 債券市場の流動性向上	1.1 様々なデリバティブ商品の開発
1.2 私募市場の発展	1.2 証券化の推進
1.3 ガバナンスや規制の枠組みの強化	4. 資本市場に関連する税制の中立性の促進
1.4 証券と資金の決済やリスクマネジメントの強化	1.1 金融資本市場における税制の中立性の促進
1.5 ステークホルダーに対する継続的な教育	1.2 税制の強化に向けた協働と域内統合に向けた情報交換
1.6 リスクヘッジ市場の機能化	1.3 金融資本市場の発展に関連する法律の目的の実現
1.7 地域への市場の拡大	1.4 金融資本市場での取引に関する租税の争点の調整
2. 株式	5. 制度上強靱で法的権力を持つ規制機関
1.1 証券取引所の競争力強化	1.1 組織の再構築の実施
1.2 株式市場の流動性向上	1.2 優秀な人材の増加
1.3 決済や清算システムの強化	1.3 SECの本部の移転
1.4 域内統合の支援強化	1.4 SECの財政自治権の保証
1.5 上場企業のコーポレートガバナンスの強化	
1.6 投資家保護の強化	
1.7 規制に対する知識の獲得	
1.8 株式の引受・販売を改善するための改革	

(出所) フィリピンSECから大和総研作成

図表11 ASEAN5カ国の資本市場における取り組み



(注) CraftMAP (<http://www.craftmap.box-i.net/>) から作成している
(出所) 各国資料から大和総研作成

る)と設定している。

このようにシンガポールは、オフショア人民元ビジネスの拡充や証券市場の構造改革を通してアジアの投資ゲートウェイを目指した投資環境の整備を進めている。

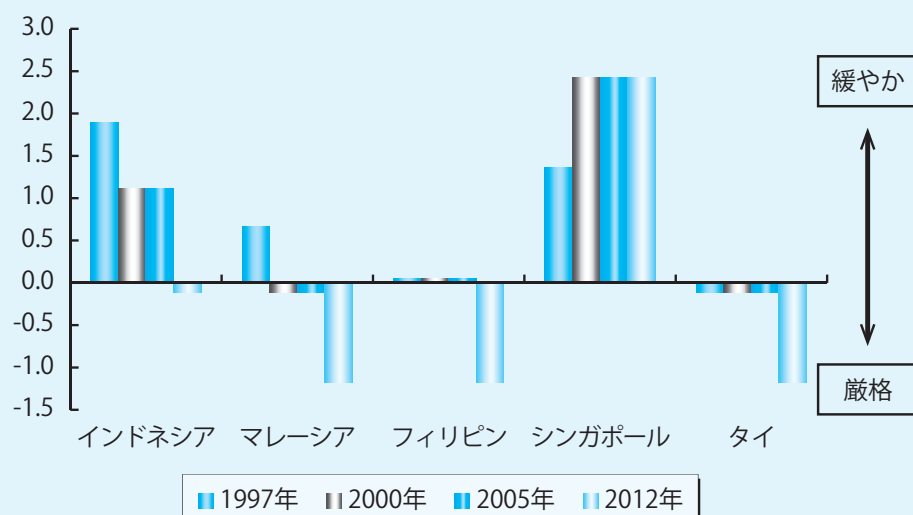
以上のように各国の資本市場に関する取り組みについて概観してきたが、各国の取り組みをまとめると、シンガポールはアジアの投資ゲートウェイ、マレーシアはイスラム金融の金融センター、タイはメコン地域の投資ゲートウェイとしての取り組み、そして、インドネシアは国内のイスラム資本市場の発展、フィリピンは国内資本市場の改革、とすることができよう(図表 11)。

3) 資本勘定の自由化に関する取り組み

資本勘定の自由化の状況は国によって様々である。経済状態、制度、政策等の違い、そして資本自由化のプロセスが異なることから、資本勘定の自由化の状況も異なるためである。特定の手法が行われるべきといった処方箋もないことが理由であろう。ここでは、各国の資本勘定の自由化の状況を The Chinn-Ito Index によって見ていく。The Chinn-Ito Index とは、世界各国の資本勘定の開放度合いを数値化したものである。開放度が高いほど数値が大きく(最大 2.44)、開放度が低いほど数値が小さく(最小 -1.86)なる。計測に使用される資料は I M F から毎年公表される Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (A R E A E R) である。



図表12 ASEAN各国の資本規制の程度



(出所) The Chinn-Ito Indexから大和総研作成

図表12は各国の資本開放度合いを1997年、2000年、2005年、2012年で見たとのことである。特徴としては、①シンガポールの開放度が高いこと、②シンガポールを除いた国は1997年以降、開放度が低下していること、③2012年時点でマレーシア、フィリピン、タイの開放度は低水準で同じ値にあること——である。ASEANの取り組みでは資本勘定の開放度を引き上げていくことを目指していたが、シンガポールを除いて、反対の方向に動いていることになる。

4章 結びにかえて～今後のアジアの金融資本市場の姿

1. まとめ～現在のアジアの金融資本市場

アジア通貨危機以降、ASEANは着実に成長を遂げてきた。また、金融資本市場も意識的に発展させてきている。特に、アジア通貨危機以前は

債券市場の発展が遅れている国があったが、各国ともに債券市場の整備を行い、国債の発行残高が一定程度まで拡大し、社債の発行残高も増え始めている状況にある。また、外貨準備の増加やCMI Mを創設・強化させることで危機への耐性も高めている。

このような中でASEANはさらなる成長を求めて、2015年末の経済共同体の創設に向けた取り組みを進めている。金融資本市場の統合・自由化については、必ずしも2015年末に全ての取り組みが行われるわけではない。2015年は通過点にすぎず、次の目標として2020年を置いている。

各国の取り組みを見ると、金融セクターの外資出資規制については、シンガポール、マレーシア、フィリピンが自国への外資銀行の参入を許容しているが、その他の国の状況は様々であり、インドネシアは外資出資規制を強化する方向にある。

資本市場の取り組みについてはASEANでの統合・自由化の取り組みについて、シンガポール、

マレーシア、タイが先行しており、インドネシア、フィリピンは遅れている。もっとも、インドネシア、フィリピンも取り組みを進める意思を感じることができた。A S E A Nの取り組みの他に、各国独自の取り組みを進めていこうという姿勢も垣間見ることができた。端的な特徴としては、シンガポールはアジアの投資ゲートウェイ、マレーシアはイスラム金融の金融センター、タイはメコン地域の投資ゲートウェイ、インドネシアは国内のイスラム資本市場の発展である。

資本勘定の自由化については、シンガポールの開放度が際立って高く、その他の国はアジア通貨危機以降、資本勘定の開放度を小さくしている。

これらのことから、各国の金融資本市場の状況は多様であり、A S E A Nの金融資本市場の統合・自由化に向けた動きも統一されていないことが分かる。特に、今回考察した限りでは相対的にシンガポールの取り組みが進んでいる一方で、インドネシアが遅れているように見える。

2. 課題

1) 統合・自由化は進むのか

このように、多種多様な状況にある中で、本当に統合・自由化が可能なのか、疑問が出てくる。A S E A Nは一つ一つの国が大きいことから、統合を進めることで世界に伍していく市場を作っていくという狙いがある。その中で、いくつかの国が統合・自由化を見送ることでA S E A Nの魅力が失われてしまう可能性もなくはない。統合・自由化を確実に実現することが重要となる。

脱落する国を出さずに統合・自由化を実現するためには、各国間では粘り強く交渉を進め、利害調整を行い、統合・自由化の道筋をつけることが重要である。加えて、国内では統合・自由化に反

対する人々を納得させることが重要である。各国の政治のリーダーシップや実行力が必要となる。

2) 統合・自由化の先の格差

統合・自由化が実行されれば、外国からも魅力的な地域として、企業の進出、資本の流入が起きる可能性があるだろう。しかし、その先には各国間の格差拡大という懸念もある。金融資本市場の統合・自由化は国ごとに異なる規制の調和化、相互承認、撤廃を主に行い、クロスボーダーの金融取引を増加させる。すなわち、投資家や資金調達を行う企業の呼び込みに対する域内の金融資本市場間（金融機関を含む）の競争の激化をもたらすことになる。投資家にとってはどこの国で投資するのか、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、魅力的な環境を整えることができた金融資本市場が投資家と企業により投資・資金調達の場として選ばれるためである。

現状、相対的にシンガポールが積極的に取り組みを進めており、インドネシアの取り組みが遅れているような印象を受けた。インドネシアはA S E A Nの金融資本市場の統合・自由化を実現させるため、また、格差を大きくさせないためにも改革のスピードを上げていく必要がある。

この点において、日本が担う技術協力の役割は大きいかもしれない。技術協力における改革の支援を行うことである。例えば、日本がA S E A N + 3の取り組みで行っているA S E A N各国に対する債券市場の育成を行うT A C T（Technical Assistance Coordination Team）は重要な取り組みといえる。T A C Tは、債券市場育成のために必要な各国の能力強化および人材育成を目的とした技術支援の調整を行うものである。2003年か

ら開始され、今までにインドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、カンボジア、ラオス、ブルネイ、ミャンマーが対象となっている。

また、金融庁が設置したアジア金融連携センターも技術協力の1つと捉えることができるだろう。A S E A Nを含めたアジア諸国の金融当局との人材交流や技術支援などを積極的に行うものである。この取り組みと並行して、アジアの金融当局と金融技術協力や銀行監督協力について書簡を交換している¹³。このような取り組みはすぐに成果が見えてくるものではないため、長期的なスパンで考えて実行していくことが重要である。

3) 資本フローの不安定化

また、金融資本市場の統合・自由化による対外開放をすることの副作用として資本フローの不安定化が懸念される。対外開放を進めることは資本の流出入の増加につながる。健全なマクロ政策運営や国内金融システムの整備ができていれば懸念は小さいが、A S E A Nは必ずしもそのような状況にはない。この場合、急激な資本流入の増加は資産価格の上昇やインフレ率の上昇をもたらす可能性があり、他方で急激な資本流出は危機をもたらす可能性がある。資本流出入に対するリスクを軽減させるには、2章の2節で言及した金融セーフティネットの整備に加え、資本フローのモニタリング、金融監督体制の強化が必要であると思われる。

¹³ 例えば、モンゴル金融規制委員会、ミャンマー財務省、ベトナム国家証券委員会、タイ証券取引委員会、インドネシア金融庁、フィリピン中央銀行などである。

【参考文献】

- ・石川幸一・清水一史・助川成也編著 [2013]『ASEAN 経済共同体と日本ー巨大統合市場の誕生』文眞堂、2013 年 12 月
- ・大嶋秀雄 [2014]「東南アジア諸国における銀行の経営構造ー金融の発展段階による分類からの考察ー」『JRI レビュー』Vol.7 No.17、日本総研
- ・神尾篤史 [2012]「ASEAN 資本市場統合の取組み」大和総研レポート (2012 年 8 月 31 日)
- ・神尾篤史 [2012]「危機耐性高めるアジア金融セーフティネット」大和総研レポート (2012 年 10 月 12 日)
- ・神尾篤史 [2013]「ASEAN 銀行セクターの自由化・統合の取組み」大和総研レポート (2013 年 8 月 12 日)
- ・ジェトロ [2012]『アジア主要国のビジネス環境比較』海外調査シリーズ No.387、ジェトロ編、2012 年 3 月
- ・清水聡 [2009]『アジアの域内金融協力ー金融「地産地消」モデルの模索』東洋経済新報社、2009 年 4 月
- ・清水聡 [2014]「経済共同体の設立と ASEAN 諸国の金融資本市場」『RIM』Vol.14 No.55、日本総研
- ・林宏美 [2014]「アセアンにおける銀行への外資出資規制と最近の動き」『野村資本市場クォーターリー』2014 年春号、野村資本市場研究所
- ・福田幸正 [2012]「マレーシアの銀行セクター」国際通貨研究所 Newsletter No.25、2012 年 10 月
- ・A D B [2013] “The Road to ASEAN Financial Integration”.
- ・Economic Research Institute for ASEAN and East Asia [2012] “Mid-Term Review of the Implementation of AEC Blueprint: Executive Summary”.
- ・Kamio, Atsushi [2014] “ASEAN Capital Market Integration”, in Kinkyo, T., Matsubayashi, Y. and Hamori, S.(eds) Financial Globalization and Regionalism in East Asia, Routledge, London and New York.
- ・Frost, Stephen [2012] “Thailand Business and Legal Guide”.
- ・IMF [2014] “Malaysia Financial Sector Assessment Program”, IMF Country Report No. 14/98, April.
- ・OECD [2013] “OECD Investment Policy Reviews: Malaysia 2013”.
- ・Siswanto, J. & Wihardja, M.M. [2012a] “ASEAN Banking integration: Positioning Indonesia”, East Asia Forum, 31 May 2012.
- ・Siswanto, J. & Wihardja, M.M. [2012b] “Debate

over ASEAN banking integration”, The Jakarta Post, 04 June 2012.

- ・Trairatvorakul, Prasarn [2014] “Unleash Prosperity through Regional Connectivity”, 2 November 2014.

[著者] _____
神尾 篤史 (かみお あつし)



金融調査部 兼 経済調査部
研究員
担当は、金融・資本市場 (アジア)

中田 理恵 (なかだ りえ)



金融調査部
担当は、金融・資本市場