

# アセアン・トレーディング・リンクの 現状と課題



野村資本市場研究所 副主任研究員

林 宏美

## 1. はじめに

アセアン各国の証券取引所を電子ネットワークで結んで注文を回送するB2Bの取引リンク「アセアン・トレーディング・リンク」は、2012年9月18日の稼働<sup>(注1)</sup>から、今年9月に丸二年を迎えようとしている。アセアンでは、2015年末までにアセアン経済共同体(ASEAN Economic Community、AEC)を構築する目標が掲げられているなかで、その目標の一環として、アセアン資本市場統合に

向けた動きも目立つようになっている<sup>(注2)</sup>。ちなみに、アセアン・トレーディング・リンクを手がけるアセアン・エクスチェンジズは、2015年末までのロードマップ「AECブループリント2015」において、アセアン資本市場統合の鍵を握る主体の1つとして位置づけられている。

本稿では、「アセアン・トレーディング・リンク」の実情を中心に、アセアン・エクスチェンジズが手がけている資本市場統合に向けたイニシアティブを概観したうえで、今後の展望を探ることとしたい。

### 〈目次〉

1. はじめに
2. アセアン・トレーディング・リンクの実態
3. アセアン・エクスチェンジズに関連する主要イニシアティブ
4. 今後の課題と展望

## 2. アセアン・トレーディング・リンクの実態

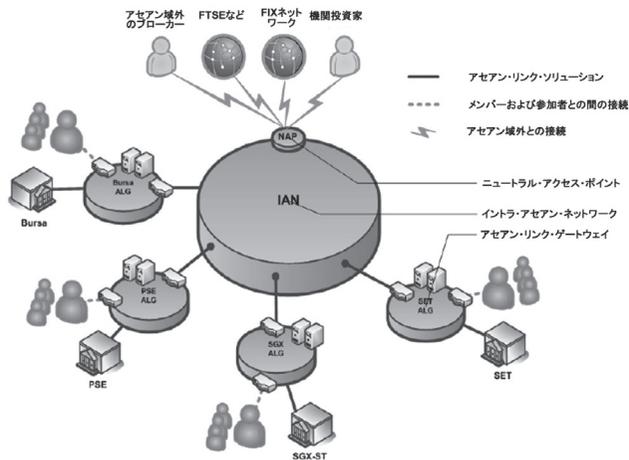
(1) アセアン・トレーディング・リンクとは「アセアン・トレーディング・リンク<sup>(注3)</sup>」は、6ヶ国7証券取引所(マレーシア取引所(BMB)、ハノイ証券取引所(HSE)、ホーチ

(図表1) アセアン・トレーディング・リンクに接続しているブローカー

マレーシア	シンガポール	タイ
AA Anthony Securities	CIMB Securities (Singapore)	Asia Plus Securities
Affin Investment Bank	DBS Vickers Securities	Capital Nomura Securities
CIMB Investment Bank	DMG & Partners Securities	DBS Vickers Securities (Thailand)
HwangDBS Investment Bank	Lim & Tan Securities	Finansia Syrus Securities
Inter-Pacific Securities	Maybank Kim Eng Securities	Globlex Securities Company
Kenanga Investment Bank	Philip Securities	Kasikorn Securities
Maybank Kim Eng Malaysia	UOB Kay Hian	KGI Securities (Thailand)
Mercury Securities		Krungsri Securities
OSK Investment Bank		KT Zmico Securities
RHB Investment Bank		Maybank Kim Eng Securities (Thailand)
		OSK Securities (Thailand)
		SCB Securities Company
		Thanachart Securities
		Tisco Securities Company
		UOB Kayhian Securities (Thailand)

(出所) Asean Exchanges資料を基に野村資本市場研究所作成。

(図表2) アセアン・トレーディング・リンクの枠組みの概要



(注) 「FIXネットワーク」の「FIX」とはFinancial Information eXchangeの略称であり、証券取引の参加者間の電子的なコミュニケーションを、統一的な仕様で実現するためのメッセージ・プロトコルである。「FIXネットワーク」とは、FIXに対応したネットワークを指す。アセアン・トレーディング・リンクには、バイサイドとセルサイドのコネクティビティを可能にする、FIX5.0アダプターが設置されている。

(出所) ASEAN Exchanges “ASEAN Link On-boarding Procedures Final 8” を基に野村資本市場研究所作成。

ミン証券取引所 (HOSE)、インドネシア証券取引所 (IDX)、フィリピン証券取引所 (PSE)、タイ証券取引所 (SET)、シンガポール取引所 (SGX)) が2011年4月にバリーで

取引所間の提携関係を目指して構築したアセアン・エクステンジズ (詳細は後述) が手がける主要なイニシアティブの1つである。

これまでに同リンクへの接続を実施した取

引所は、稼働時点からのBMBとSGX、2012年10月におけるSETの計3証券取引所である(2014年6月末時点)。なお、2014年3月には、フィリピン証券取引委員会(SEC)のTeresa Herbosa理事長が、同国が7月にも証券監督者国際機構(IOSCO)の正規会員(フル・メンバー)となる申請書類を提出し、承認されれば、2014年年内にもPSEを同トレーディング・リンクに接続させる方針であることを表明した(注4)。

アセアン・トレーディング・リンクに接続を決めたブローカーは、取引国のライセンスを保有していなくても、同リンクに接続している各国の証券取引所において、直接取引を執行することが可能となる。なお、市場規則や取引規則については、注文を入れたブローカーが所属する国に拘わらず、各国の証券取引所における既存の規制が従来通り適用される。アセアン・トレーディング・リンクでは、投資家は、従来通り、ブローカーに対して電話やインターネットで注文を出すことで幅広い投資機会にアクセスすることが可能となる。ちなみに、2014年7月11日時点でトレーディング・リンクに接続しているブローカーは、マレーシアで10社、シンガポールで7社、タイで15社であり、これまでのところ、大手金融機関グループのブローカーが中心である(図表1)。

アセアン・トレーディング・リンクの売買プラットフォームの設計及び運用はサンガード社が手がけており、そのプラットフォーム

の枠組みの概要は、図表2のとおりである。すなわち、同リンクに参加する各国証券取引所を接続するインフラである「イントラ・アセアン・ネットワーク(IAN)」、同証券取引所間の接続ポイントである「アセアン・リンク・ゲートウェイ(ALG)」、アセアン域外のブローカーやグローバルな機関投資家、外部の情報ベンダー会社といった市場参加者が同トレーディング・リンクに直接アクセスする際のゲートウェイであり、シンガポールに設置されている「ニュートラル・アクセス・ポイント(NAP)」の3つが主な構成要素である。なお、NAPに直接アクセスする市場参加者は、クロス・ボーダー取引を行う前に、当該国のカストディアン或いは取引の執行を行うブローカー(Executing Broker)に口座を開設する必要がある。

トレーディング・リンクにおける注文回送の流れは、①顧客からトレーディング・リンクに接続しているB証券取引所の上場銘柄の注文を受けたブローカー(Originating Broker, OB)が、「アセアン共通取引所ゲートウェイ(ASEAN Common Exchange(ACE) gateways)」を通じて自国のA証券取引所に注文を出すと、②IANを通じて注文がB証券取引所に回送され、③B証券取引所の「スポンサー・ブローカー(Sponsoring Broker, SB)」がB証券取引所において取引の執行を行う仕組みである。この仕組みは、アセアン域外のブローカーなどがNAPのゲートウェイを通じてトレーディング・リンク

(図表3) アセアン・エクスチェンジズの概要

	国内時価総額 (億米ドル)	上場企業数			株式売買代金 2014年1～3月
		全体	うち国内企業	うち海外企業	
マレーシア取引所	5,136	906	896	10	366
ハノイ証券取引所	66	358	NA	NA	21
ホーチミン証券取引所	494	302	302	0	56
インドネシア証券取引所	4,153	489	489	0	255
フィリピン証券取引所	2,327	258	255	3	96
タイ証券取引所	3,808	587	587	NA	538
シンガポール取引所	7,627	767	476	291	532
アセアン・エクスチェンジズ	23,610	3,667	3,005	304	1,865

(注) 国内時価総額、上場企業数は2014年3月末時点。ただし、ハノイ証券取引所の上場企業数については、2014年7月14日時点のウェブサイト掲載の数字を用いており、他取引所と時点が異なっている。また、ハノイ証券取引所の数字は、同取引所URLの統計から、ベトナムデータベースの数字を引用し、米ドル換算。

(出所) 世界取引所連合(WFE)、ハノイ証券取引所の各URLを基に野村資本市場研究所作成。

にアクセスする場合も同様である。

ちなみに、アセアン・エクスチェンジズの目的は、①アセット・クラスとしてのアセアン資本市場の成長を促進すること、②より多くの投資家に対してアセアンへの投資機会を提供すること、③加盟取引所間における流動性を向上させること、とされている。そして、こうした目的を達成するため、クロス・ボーダーの協力促進、アセアン資本市場への容易なアクセス、アセアンを軸とする商品の組成などが鍵を握ることになる。とりわけ、アセアン・トレーディング・リンクは、アセアン資本市場統合の実現に向けた重要な第一歩として位置づけられている。

## (2) アセアン・トレーディング・リンクの置かれた状況

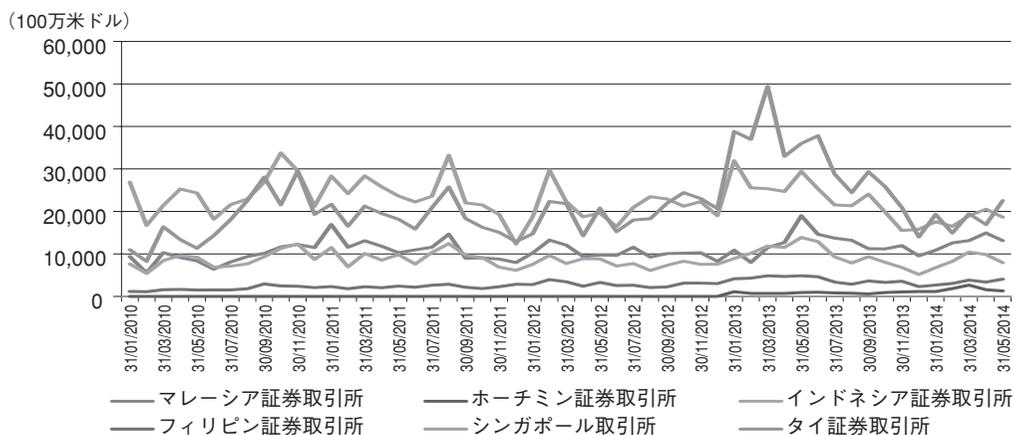
アセアン・エクスチェンジズにおける2014年3月末時点での時価総額は2兆3,610億米

ドル、上場企業数は3,667社に達する。また、2014年1月～3月における株式売買代金は1,865億米ドルであった(図表3)。このうち現在トレーディング・リンクに接続している3取引所の時価総額は、約1兆6,571億米ドルであり、アセアン・エクスチェンジズの約7割を占めていたほか、上場企業数で見ても、同2,260社で、61.6%を占めていた。仮にフィリピン証券取引所の接続が実現するとすると、そのシェアは8割を超えてくる。

なお、同トレーディング・リンクが2012年9月に稼働して以降、同トレーディング・リンクへの接続が証券取引所における株式売買代金の増加につながったかという点については、これまでのところ必ずしもそうした因果関係を見いだすことはできない(図表4)。

こうしたなかで、2014年4月に開催された第20回アセアン・エクスチェンジズのCEO会合は、アセアン・トレーディング・リンク

(図表4) アセアン・エクスチェンジズの株式売買代金の推移



(注) 国内外株式の電子取引のみを抽出したベース。  
(出所) 世界取引所連合 (WFE) を基に野村資本市場研究所作成。

(図表5) アセアン株価指数連動ETFの事例

	Global X FTSE ASEAN 40 ETF	CIMB FTSE ASEAN 40 ETF
ベンチマーク	FTSE/ASEAN 40	FTSE/ASEAN 40
プライマリー取引所	ニューヨーク証券取引所 (NYSE Arca)	シンガポール取引所
設定日	2011年2月16日	2006年9月21日
運用会社	グローバルX・マネジメント	CIMBプリンシパル・アセット・マネジメント

(出所) 野村資本市場研究所作成。

の保管・決済サービスの提供者として、ドイツ銀行を任命する決定を下した。アセアン・トレーディング・リンクにはこれまで共通の保管・決済機関が存在しておらず、取引後手続きが複雑かつコストが割高である点も大きな課題の1つとされてきただけに、同トレーディング・リンクを通じたクロス・ボーダー取引の取引後プロセスをコスト効率的に行えるようになるのであれば、同トレーディング・リンクが次のフェーズに発展する可能性が出てきた。

### 3. アセアン・エクスチェンジズに関連する主要イニシアティブ

アセアン・エクスチェンジズは、アセアン・トレーディング・リンクを中核にすえながら、以下のような様々なイニシアティブを取ることによって相乗効果を働かせ、機関投資家、個人投資家のいずれにおいても、新たな投資可能アセット・クラスとしての「アセア

(図表 6) グローバルX FTSE ASEAN 40 ETFの組入銘柄トップ10 (2014年 3 月末時点)

順位	銘柄名	組入比率	国名	業種
1	DBSグループ・ホールディングス	6.63%	シンガポール	金融
2	シンガポール通信	6.30%	シンガポール	通信
3	OCBC	6.08%	シンガポール	金融
4	UOB	6.04%	シンガポール	金融
5	PT Astra International	3.87%	インドネシア	自動車
6	メイバンク	3.78%	マレーシア	金融
7	ケッペル・コープ (Keppel Corp)	3.66%	シンガポール	石油リグ建設
8	CIMBグループ・ホールディングス	3.42%	マレーシア	金融
9	バンク・セントラル・アジア	3.39%	インドネシア	金融
10	アシアタ・グループ	3.01%	マレーシア	通信

(出所) Global X Fundのウェブサイトに基づき野村資本市場研究所作成。

ン」の認知度を向上させようとしている。

### (1) アセアン・スターズの導入

アセアン・エクステンヂズは、2011年4月8日、6ヶ国7証券取引所の関連情報をワンストップで閲覧出来るウェブサイト (<http://www.aseanexchanges.com>) と、アセアン・スターズ (ASEAN Stars) を正式に導入したところに端を発する。

アセアン・エクステンヂズのウェブサイトでは、アセアンの資本市場や投資機会について、より多くの投資家が認識できるようにするため、各証券取引所の基本情報をはじめ、各証券取引所に上場する主要銘柄「アセアン・スターズ」の概要など、関連する様々な情報をワンストップで閲覧できる。「アセアン・スターズ」とは、アセアン・エクステンヂズが、時価総額および流動性の観点で選んだ各証券取引所の主要30銘柄<sup>(注5)</sup>から構成される合計180銘柄のことを指し、銘柄の概

要や株価、売買情報などが上記のウェブサイトに掲載されている。

### (2) アセアン関連株価指数の拡充と投資商品

#### ① アセアン株価指数

アセアンの株価指数としては、FTSEアセアン総合株価指数をはじめ、FTSEアセアン・セクター指数、FTSEアセアン40指数などが存在している。FTSEアセアン・セクター指数は、FTSEの産業分類ベンチマークに基づき、業界、スーパーセクター、セクターにおいてそれぞれ計算される。一方のFTSEアセアン40指数は、アセアン主要5ヶ国における代表的な40銘柄を対象とする指数である。

さらに、2014年5月29日には、アセアン・エクステンヂズが①FTSEアセアン総合株価指数 (FTSE ASEAN All-Share Index)、②FTSEアセアン・スターズ指数 (FTSE ASEAN Stars Index)、③FTSEアセアン総合株価指数 (先進国を除く) の3指数を新た

に導入した。このうち、①のFTSEアセアン総合株価指数は以前から存在したが、従来はベトナムを除く5ヶ国で構成されていたのが、ベトナムも含めるようになったことから、同指数におけるアセアン株式市場のカバレッジが拡大することとなった。②のFTSEアセアン・スターズ指数は、各国上位30社、全180銘柄の「アセアン・スターズ」で構成されている。

なお、FTSEアセアン・スターズ指数は、バロメーターとして用いることが意図されており、投資商品の指標として利用することは想定されていない。また、③のFTSEアセアン総合株価指数（先進国を除く）は、FTSEマレーシア取引所EMAS指数、FTSEアセアン・インドネシア総合株価指数、FTSEアセアン・フィリピン総合株価指数、FTSE・SET総合株価指数、およびFTSEアセアン・ベトナム総合株価指数で構成されている。

## ② アセアン株価指数に基づく投資商品

アセアン株価指数に基づく主な投資商品の事例としては、アセアン投資商品として初めてニューヨーク証券取引所に上場したETF、「グローバル・エクス・FTSE・アセアン40ETF（Global X FTSE/ASEAN 40 exchange traded fund）」が挙げられる（図表4）。当該ETFは、名称通りFTSE/ASEAN 40指数に連動するETFであり、2011年2月16日に設定された。2014年3月末時点における組入銘柄トップ10を見ると、シンガポールやマ

レーシア、インドネシアの大手金融機関6行が含まれ、その組入比率は29.34%に及んでいた（図表6）。

これより前の2006年9月21日には、アセアンに投資するETFとしては初めての商品である「CIMB FTSEアセアン40ETF」がシンガポール取引所に上場していた。2006年のETF設定以来、同ETFの純資産価格（NAV）は11.32%上昇した、としている（注6）。

## (3) インベスト・アセアン・ロードショー（個人投資家向け）の開催

アセアン・トレーディング・リンクの稼働を受けて、アセアン・エクステンジズを構成する各国取引所のCEOは、個人投資家を対象とした「インベスト・アセアン・ロードショー（2013年の場合、インベスト・アセアン・2013）」を、バンコクを皮切りに、シンガポール、クアラルンプールなどの各主要都市で実施し、潜在的な個人投資家の掘り起こしに積極的なスタンスをとっている。

例えば、400人あまりの個人投資家が集まり、2013年3月2日に開催されたロードショーでは、シンガポール取引所やタイ証券取引所に上場するトップレベルの好業績企業の経営陣に直接会う機会が提供されていた（注7）。アセアン・エクステンジズは、こうしたロードショーを通じて、引き続き個人投資家の啓蒙に努める姿勢を維持している。

## ■ 4. 今後の課題と展望

稼働からまもなく丸2年を迎えようとしているアセアン・トレーディング・リンクは、足元で、ドイツ銀行が、クロス・ボーダー取引における保管・決済業務の整備に従事する方針を決定したほか、PSEの接続に向けた方向性を打ち出すなど、取引環境、参加国の両面において、次のフェーズに進みつつある。また、アセアン関連の株価指数を拡充する動きが、アセアン内外の投資家が購入できるアセアン関連投資商品のラインアップ拡大につながる事が期待される。

しかしながら、アセアン・トレーディング・リンクがアセアン内外の個人を含む投資家によるアセアンへの投資拡大に結びつくかどうかという点については、未知数の部分が少なくない。

まず、アセアンの資本市場統合の課題の1つとして捉えられている、各国における資本市場の発展段階や規模、制度の違いは、アセアン・トレーディング・リンクにおいても大きな課題である。国内時価総額ひとつを見ても、例えば、ベトナムの2市場はマレーシア取引所の約10分の1の規模にとどまるなど、差異が大きい。こうしたなかで、ベトナムは、トレーディング・リンクに接続する前に、まずは市場規模を拡大することで、ベトナム市場への投資インセンティブを高め、資金流入を促せる環境を整えたい、という思惑から、

接続に対して消極的である。フィリピンやインドネシアの接続が遅れているのも、自市場の競争環境の整備が先決、と考えた結果ということも言える。

また、アセアン・トレーディング・リンクの最大の狙いの1つは、参加国の個人投資家などによるクロス・ボーダー取引の拡大ということであろう。しかし、タイやマレーシアの一般投資家層はまだ厚くない状況であり、国内の投資機会ですえ、有効に活用できているとは言いがたい。したがって、個人投資家が海外の投資機会にまで目を向け始めるようになるまでには、まだ時間がかかりそうである。

上記のように、アセアン・トレーディング・リンクがアセアン資本市場統合の要として機能出来るか否かは、アセアン資本市場フォーラム（ACMF）などのイニシアティブが取り組む法規制の調和などにも依存しており、今後のアセアン全体の証券市場整備や政策協調の行方に注視していく必要がある。

(注1) アセアン・トレーディング・リンクの始動に至った経緯等については、門前太作「東南アジア資本市場統合への第一歩となるアセアン・トレーディング・リンクの始動」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2012年春号参照。

(注2) アセアンの域内金融統合に向けた動きについては、林宏美「アセアンの域内金融統合に向けてー公表されたブループリント「アセアン金融統合への道筋」ー」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2013年夏号参照。

---

(注3) アセアン・トレーディング・リンク構想が浮上したのは、2007年1月に開催された第20回アセアン・サミットである。

(注4) “PSE to join Asean trading link”, 2014年3月26日。PSEは当初、2012年にも同トレーディング・リンクに接続する予定であったが、PSEの商品ラインアップを拡充してより多くの投資家を呼び込むことを通じて、フィリピン株式市場に対する投資家の関心度を引き上げることが先決と判断したため、接続が遅れている。

(注5) ただし、アセアン・エクスチェンジズに2証券取引所が加盟しているベトナムについては、ホーチミン証券取引所、ハノイ証券取引所でそれぞれ15社が選択されている。

(注6) “Launch of ASEAN Trading Link, Media Fact Sheet”, ASEAN Exchanges, 2012年9月18日

(注7) “Bursa Malaysia’s Invest Asean roadshow attracts 400 investors, Invest KL (Malaysia), 2013年3月8日

