

オーストラリアとシンガポールの取引所間リンク

くクロスボーダー・ネットワークの試み

吉川 真裕

二〇〇〇年三月、オーストラリア証券取引所（ASX）とシンガポール取引所（SGX）は取引・決済リンクに向けての協議を開始すると発表し、六月には二〇〇一年七月を目途にこの計画を実現することで合意に達したと発表した。その後、取引所間リンクの実施時期は二〇〇一年第3四半期から二〇〇一年中へと延期されたが、二〇〇一年一月九日には取引対象銘柄（ASXの五一銘柄、SGXの五〇銘柄）が公表され、一月二三日には一月二〇日からの取引開始が発表された。初日の取引はわずかなものであり、その後もクリスマスから新年にかけての休暇時期と重なって取引状況は伝えられてはいない。ナスダックが二四時間取引構想を提唱し、ニューヨーク証券取引所がグローバル・エクイティ・マーケット（GEM）構想を提唱した際にはその先駆けとして注目されたクロスボーダー取引所間リンクであるが、その後の市場の低迷やテロ事件／アフガニスタン戦争の発生によってほとんど注目を集めるには至っていない。しかし、オーストラリアとシンガポールの取引所間リンクが活発に利用されないとしても国境を越えた取引所間のネットワークという試み自体が無意味であるとは必ずしも言えないはずである。

本稿では、ASXとSGXの取引所間リンクの経過と仕組みを紹介した後、クロスボーダー取引所間リンクの意義とその将来性について考察する。

1 ASXとSGXの取引所間リンクに至る経緯

ある取引所から別の取引所へ注文が回送されるという形での取引所間リンクはこれまでも存在し、アメリカの証券取引所を結ぶ市場間取引システム（ITS）が有名である。しかし、ITSは同一国内での取引所間リンクであり、規制上の問題が生じることもなければ、アメリカでは決済機関が統合されていることから決済上の問題が生じることもなかった。また、ITSは基本的にスベチャリスト（マーケットメーカー）による注文回送装置であり、回送される注文には時間優先原則が適用されてはいなかった。他方、国境を越えた取引所間リンクということでは、かつてシンガポール証券取引所（現SGX-ST）とクアラルンプール証券取引所の間で重複上場銘柄（主としてマレーシア銘柄）の注文回送がおこなわれていたことがあり、その際の決済は母国の決済機関でおこなわれていたという事例もある。ただし、シンガポールは独立前まではマレーシアの一部であり、シンガポール証券取引所でのクアラルンプール証券取引所上場株式の勝手相場を許可していたことから両取引所での取引価格の乖離を防止することがその狙いであり、クアラルンプール証券取引所が取引流出を回避しようとしたことからこの取引所間リンクは停止された。

一九九七年にフランク・ザーブ氏がナスダックとナスダックを運営する全米証券業協会（NASD）の会長兼最高経営責任者に就任して以来、ナスダックの海外戦略に変化が現れ、一九九八年にはオーストラリア証券取引所、香港証券取引所と提携をそれぞれ結び、一九九九年五月には香港証券取引所でナスダック銘柄の取引が開始され、同年六月にはソフトバンクの孫正義会長とナスダック・ジャパンという新市場を日本で開設し、ナスダックとリンクさせる計画が明らかにされた。そして、同年一月にはヨーロッパにも新市場を開設し、アメリカ、日本、ヨーロッパという三極を結んでナスダック銘柄の二四時間取引を実現させるというグローバル構想が提唱

され、ロンドンにナスダック・ヨーロッパと名付けた新市場をソフトバンク、フランスのヴィヴェンディ、ルパート・マードック氏の率いるeパートナーズと合併で二〇〇〇年第四半期に開設する計画が発表された。こうして国境を越えた取引所間リンクはグローバル化時代の取引所の新たな戦略として注目を集めることになった。

こうした中でシンガポール証券取引所は当初は香港証券取引所（現香港取引所）との取引所間リンクを働きかけていたが、一九九七年の中国への復帰以後、これまでの香港を基盤とした取引所から中国本土を含めた取引所への脱皮を目指した香港証券取引所はシンガポール証券取引所との取引所間リンク交渉を棚上げにしたので、シンガポール取引所はオーストラリア証券取引所へと交渉相手を切り換えた。そして、二〇〇〇年三月、オーストラリア証券取引所とシンガポール取引所は取引・決済リンクに向けての協議を開始すると発表し、六月には二〇〇一年七月を目途にこの計画を実現することで合意に達したと発表した。⁽¹⁾

この間にも二〇〇〇年三月にはフランスのパリ取引所、オランダのアムステルダム取引所、ベルギーのブリュッセル取引所が合併計画を発表し、これを受けて同年五月にはロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画／新取引所とナスダックとの共同ベンチャー株式市場設立（ナスダック・ヨーロッパの計画変更）も発表されていた（同年九月に撤回）⁽²⁾。さらに、ナスダックが火をつけた取引所間のグローバルな株式市場統合構想は世界第二位にまで成長したナスダックをライバルとする世界最大のニューヨーク証券取引所にも新たなグローバル戦略の必要性を認識させ、同年六月にはグローバル・エクイティ・マーケット（GEM）構想と名づけられた異なる時間帯の取引所を結ぶ計画も打ち出されることになった。⁽³⁾ ニューヨーク証券取引所が提唱したGEM構想は、ニューヨーク証券取引所、トロント証券取引所、メキシコシティ証券取引所、サンパウロ証券取引所、東京証券取引所、香港取引所、オーストラリア証券取引所、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所という

一〇取引所を結んで注文板を共有し、二四時間取引を実現させるといふものであり、これは同年五月に発表されたロンドン証券取引所とドイツ取引所の合併計画に対抗するためにパリ取引所のテオドール会長がニューヨーク証券取引所のグラッソ会長に働きかけたのがきっかけと見られている。ロンドン証券取引所、ドイツ取引所、ナスダックという組合せに対して、パリ取引所がニューヨーク証券取引所、パリ取引所、アムステルダム取引所、ブリュッセル取引所という組合せで対抗しようとしたものに、ニューヨーク証券取引所が東京証券取引所をはじめとする他の取引所に参加を働きかけたのが実状のようである。したがって、この構想を提唱したニューヨーク証券取引所自体にグローバル戦略を推し進めるナスダックへの対抗意識以上の具体的な構想はなく、その後の協議も進展していない模様である。

その後、オーストラリアとシンガポールの取引所間リンクの実施時期は当初予定していた二〇〇一年七月から二〇〇一年第三四半期、そして二〇〇一年中へと延期された。具体的な取引所間リンクの仕組みについては当初の計画発表時のプレス・リリース以降、公表されていなかったが、二〇〇一年一〇月一五日にオーストラリアの監督当局であるオーストラリア証券投資委員会（ASIC）からコンサルテーション・ペーパーが発表され、ようやく細部が明らかになった。⁴ 一月九日には両取引所での取引所間リンク対象銘柄がASXの五一銘柄（うち二銘柄は上場投資信託）、SGXの五〇銘柄であることが公表され、一月一五日にはASICによる取引所間リンクの最終認可とブローカーによるパイロット・テストの開始が明らかになった。⁵ ただし、この時点でも取引所間リンクの開始期日については明らかにされておらず、一月一三日になって二月二〇日から取引所間リンクを開始することが発表された。⁶ そして、二月二〇日には二〇〇〇年六月の計画発表から一年半を経て、ようやく電子的なクロスボーダーの取引所間リンクは開始された。

2 ASXとSGXの取引所間リンクの仕組み⁽⁷⁾

(1) ポータル・ディーラー

電子取引が普及した現在、外国の取引所に注文を出し、取引を実行することはそれほど困難ではないが、この場合には取引所に注文を回送できるのはその取引所の会員または取引参加者として認可されている者に限られ、決済も通常はその取引所の所在国でおこなわれている。かつては会員となるためには会員権を購入する（または借り受ける）ことが必要であったが、遠隔地会員制度の普及と取引所の株式会社化によって注文の回送権を取得することは以前ほど困難ではなくなっている。したがって、取引所間リンクがなくても多くの取引所の注文回送権を取得しているブローカーを利用すれば外国取引所での取引は可能である。それにも関わらず、取引所間リンクが意味を持つとすればブローカー経由よりも取引所間リンクの方がメリットが大きいことが必要であり、端的に言えば費用が安くなければならないはずである。そして、この費用の削減を取引所間リンクがどこでおこなうかと言えば、個々のブローカーが取引参加者となる代わりに取引所が取引参加者となることであり、また多くのブローカーの決済を代行し、一括清算（ネットイング）によって決済費用を削減することである。ただし、従来取引所は取引所自身がブローカー業務や決済代行業務をおこなうことを想定されておらず、この問題をクリアすることが必要となる。ASXとSGXの取引所間リンクは取引所がこつした業務をおこなうポータル・ディーラー（Portal Dealer）と呼ばれる子会社を相互に設立するという形でこの問題に対処している。

ASXの完全子会社としてAIS（ASX International Services Pty Ltd）、SGXの完全子会社としてSGXリンク（SGXlink Pte Ltd）がそれぞれ設立され、ASXからの注文はAISを経由してSGXリンクへと回送され、SGXリンクで決済がおこなわれる一方、SGXからの注文はSGXリンクを経由してAISへと回送され、A

ISで決済がおこなわれるという仕組みである。

(2) 情報提供

取引参加者は取引所に注文を回送できるだけでなく、板情報（気配値と数量）や取引情報（取引価格と取引数量）、上場企業の会社情報などを得ることができる。取引所によってはこうした情報を取引参加者以外にも提供しているところもあるが、ASXとSGXの取引所間リンクではこうした情報がすべて提供されるわけではない。会社情報等は取引参加者と同じの情報提供されるが、板情報は最良気配とその数量に限られ、取引情報は直前取引価格と累積取引株数・累積取引価格、寄り付き価格と当日の最高値・最安値に限られる。

(3) 取引対象・取引時間・注文形態

ASXとSGXの取引所間リンクでは取引対象を当面は一部の優良銘柄に制限しており、株価指数の構成銘柄であるかどうか、流動性、時価総額、知名度などといった点からASX上場一五〇〇銘柄（時価総額は約二四五〇億ドル）中五一銘柄（うち二銘柄は上場投資信託）、SGX上場四九一銘柄（時価総額は約一九八〇億ドル）中五〇銘柄を取引対象としている。

オーストラリア（東部時間、冬季）とシンガポールの間には三時間の時差があり、SGXの取引には昼休みがあるので、ASXからSGXに注文を出せるのはオーストラリア時間の一一時三〇分から一一時五九分（プレオープンング）、一二時から一五時三〇分（前場）、一七時から二〇時六分（後場）であり、SGXからASXに注文を出せるのはシンガポール時間の六時三〇分から七時（プレオープンング）、寄り付き直後から一三時五分

(場中)となっている。

注文形態は指値注文だけであり、有効期限は当日のみであり、空売りは認められていない。

(4) 決済

ASXとSGXの取引所間リンクではリンク先の取引所では相手方ポータル・ディーラーのオムニバス口座として現地決済機関で現地通貨建ての決済をおこなない、国内ではポータル・ディーラーが国内決済機関を通じて個々の投資家と決済をおこなうという二段階の決済をおこなっている。そして、ASXからSGXへの取引についてはオーストラリア国内ではオーストラリア・ドル建てで個々の投資家の決済がおこなわれるのに対して、SGXからASXへの取引についてはシンガポール国内ではオーストラリア・ドル建てまたはシンガポール・ドル建てで個々の投資家の決済がおこなわれる。また、リンク先取引所での決済は両国における通常の取引と同様に三営業日後(T+3)の決済がおこなわれ、それぞれの国内での投資家の決済は、買い手の代金支払いは二営業日後(T+2)、所有権の受け取りは四営業日後(T+4)、売り手の所有権引き渡しと代金の受け取りは四営業日後(T+4)の同時振替(DVP)がおこなわれる。なお、ASXとSGXの取引所間リンクでは現物の受け渡しはおこなわれず、預託機関への預け入れという形を取り、議決権を行使することはできない。

(5) 費用

通常の預託費用に加えて一〇ベシスポイントの取引・決済追加費用(単位未満の取引では四〇ベシスポイント)がブローカーに課され、外国為替換算費用としてオーストラリア・ドル/シンガポール・ドルの業者間取

引レートに三〇ベースポイントが課される。

3 クロスボーダー取引所間リンクの意義とその将来性

一二月二〇日の取引所間リンクの開始時間はSGXからASXへの注文はシンガポール時間の九時三〇分、ASXからSGXへの注文はオーストラリア東部時間の一二時三〇分からであり、初日の取引所間リンクを通じて取引はASXで三九件、三九万九八八四株（約七四万三〇〇〇オーストラリア・ドル）、SGXで二万二〇〇〇株（約三万七〇〇〇シンガポール・ドル）であり、合計株数の四二万一九八六株（合計金額は約三九万六〇〇〇ドル）は両取引所の取引株数合計約二四億株の〇・〇五%にも満たなかった。⁸⁾ 事前の市場関係者の予想でもあまり盛り上がることはないと思われていたが、とりわけASXを通じてのSGXでの取引は株数でSGXを通じてのASXでの取引の一八分の一と少なかった。この原因としては、SGXでは全会員に取引所間リンクの利用を認めていたのに対して、ASXではパースにある二つの会員にしか取引所間リンクの利用を認めていなかったということが伝えられている。その理由についてASXのスポークスマンはコメントせず、クリスマスから新年にかけての時期であり、ブローカーもサービス契約を徐々に申請中で、ゆっくりとした立ち上げを予想していたとだけ語っており、取引所間リンクに関する情報提供においてはASXの方がSGXよりも積極的であるだけにASXの真意ははかりかねるところである。⁹⁾

両取引所から繰り返し取引所間リンクの準備は順調に進んでいると発表されていたが、一月一〇日時点でもシンガポールのブローカーから取引所間リンクの仕組みは不透明であり、自分が顧客の注文を回送できるのかどうかもわからないと報じられていたし、一月一四日時点でもほとんどのシンガポールの個人投資家はオースト

ラリアの会社名を三つ以上知らないともらしていた。⁽¹⁰⁾ 他方、この取引所間リンクは個人投資家には費用削減になるかもしれないが、最低一五ベースポイントという費用は機関投資家にとっては必ずしも費用削減にはならぬ。注文入力から取引成立まで二、三秒かかる現在の取引所間リンク・システムではブローカーが提供しているベンダー・システムに見劣りするといふコメントも取引初日に寄せられている。⁽¹¹⁾

このように今のところ鳴り物入りで始まったASXとSGXの取引所間リンクは盛り上がり欠けているが、今後の見通しはどうであろうか。伝えられているように注文入力から取引成立まで二、三秒もかかるとすれば、現在の取引所間リンク・システムでは機関投資家の利用は限られたものとなるであろう。しかも保有株式は各国の預託機関に預けられることになり、カスタディアンに一括して預託することを好む機関投資家にとっては便利だとは言えない。そうすると個人投資家の利用が中心ということになるはずであるが、個人投資家の取引自体が先進国では限られたものであり、しかも外国株式に対する個人投資家の投資は多くはない。したがって、ASXとSGXの取引所間リンクが活発に利用される可能性は大きくはないと言えよう。

しかしながら、国境を越えた取引所間のリンクが成立したという意義は大きく、こうした取引所間リンクの拡大がネットワーク効果をもたらす可能性は否定できない。とりわけ、個人投資家が好むような国際優良銘柄を数多く持つ取引所が取引所間リンクに参加すれば、取引所間リンクのネットワーク効果は格段に増すであろう。その意味で、SGXは東京証券取引所と取引所間リンクを結ぶ可能性を追求しており、他のアジアの取引所やヨーロッパの取引所にも可能性を示しており、ASXはイギリスのロンドン証券取引所とドイツのドイツ取引所、アメリカのパシフィック取引所の名前をリンク交渉相手として挙げている。⁽¹²⁾ ナスダックの目指す二四時間取引構想もニューヨーク証券取引所が提唱したグローバル・エクイティ・ネットワーク構想も実はこうしたネットワーク

効果を見越したものではあるが、それぞれのネットワークはアメリカ株式を中心としており、相対的により取引が増えるのは人気銘柄を数多く持つ大取引所ということになるだろう。

ASXにしる、SGXにしる、より多くの取引を外国から得ようとして取引所間リンクを結んでいるわけであるが、相対的にはより大きな取引所ほどネットワーク効果のメリットは大きく、早晚、世界の主要取引所がネットワーク形成に積極的になるものと考えられる。規模の経済と言つべきか、弱肉強食と言つべきか、グローバル市場において生き残りをかけた中小取引所の取引所間リンクは大取引所の参加無くしてはほとんど機能しないというのが現実である。ネットワーク効果を通じた大取引所の取引取り込みという一人勝ちの構図を回避する可能性としては、同規模で比較的大きな取引所どうしが取引所間リンクを結ぶことが考えられ、この想定に最も適した対象としては、ロンドン証券取引所、パリ取引所（ユーロネクスト）、ドイツ取引所というヨーロッパの三大取引所の取引所間リンクが挙げられる。これらの取引所はヨーロッパの中心市場という一人勝ちのシナリオを持つて相互に競い合っているが、いずれかの取引所が他の二つを出し抜いて中心市場となるとことは考えにくいので、取引所間リンクによる共存の道を選ぶことが他のいずれの取引所に比しても相応しいと思われる。

他方、アジア・太平洋を眺めてみれば、この地域では東京証券取引所が圧倒的に大きく、取引所間リンクは東京証券取引所にとって相対的に有利な結果をもたらすことになる。二〇年、三〇年先には中国の取引所が東京証券取引所を脅かすことになるかもしれないが、それまでにこの地域の中心としての地位を確保し、ネットワークを確立していれば、イギリスが人口や経済規模ではドイツに劣りながらもヨーロッパの金融センターであるように、この地域の中心であり続けることも可能であるかもしれない。

ASXとSGXの取引所間リンクはこうした今後のさまざまな動きの第一歩となる可能性を秘めている。

注

- (1) Australian Stock Exchange, "Australian Stock Exchange and Singapore Exchanges to establish Equity Trading and Settlement Links," *ASX announcements*, 6 June 2000 (http://www.asx.com.au/shareholder/13/AA060600_AS3.shtm)
- (2) 三井物産の合併計画について、拙稿「ノーロケンスデーにひびいたローロパ株市中場」(本誌一五八一号一〇〇〇年四月) 英独取引所の合併計画をめぐるマーケットの提携計画に関する、拙稿「エクス英独取引所の合併計画」(本誌一五八三号一〇〇〇年六月) 英独取引所の合併計画に関し得る総論について、拙稿「英独証券取引所の合併計画撤回のミスマッチの解消」(本誌一五八七号一〇〇〇年一月) を参照。
- (3) New York Stock Exchange, "10 Leading Equities Exchanges Jointly Announce Global Equity Market Partnership Talks," *Press Releases*, 7 June 2000 (<http://www.nyse.com/press/NT0005EFEA.html>)
- (4) Australian Securities & Investment Commission, "01/367 Public comment invited on ASX-SGX market-link proposal," *Media and Information Releases*, 15 October 2001, *ASX-SGX MARKET LINKAGE PROJECT (Public Consultation Paper): Overview of the Australian Stock Exchange/Singapore Exchange Link*, October 2001 ([http://www.asic.gov.au/asic/pdffile.nsf/add907be1c70842ca256aca0007f465/8d379367a74edfc256afb00182bea/\\$FILE/ASX-SGX_paper.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdffile.nsf/add907be1c70842ca256aca0007f465/8d379367a74edfc256afb00182bea/$FILE/ASX-SGX_paper.pdf))
- (5) Australian Stock Exchange, "SGX and ASX launch final stage of co-trading link," *ASX Announcements*, 9 November 2001 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/sexasxmou091101.pdf>), "ASX and SGX Commerce Live Testing for Co-Trading Link," *ASX Announcements*, 15 November 2001 (<http://www.asx.com.au/shareholder/pdf/asxsgx151101.pdf>)
- (6) Australian Stock Exchange, "ASX-SGX Link To Go Live," *ASX Announcements*, 13 December 2001 (<http://www.asx.com.au/shareholder/ASXSGXlaunch131201.pdf>)

- (㉞) 証券取引所の Australian Securities & Investment Commission, ASX-SGX MARKET LINKAGE PROJECT (Public Consultation Paper). Overview of the Australian Stock Exchange/Singapore Exchange Link, October 2001 ([http://www.asic.gov.au/asic/pdffile.nsf/add907belc70842ca256aca0007465/8d379f367a74ed1ca256ab00182bea/\\$FILE/ASX-SGX_paper.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdffile.nsf/add907belc70842ca256aca0007465/8d379f367a74ed1ca256ab00182bea/$FILE/ASX-SGX_paper.pdf)), Australian Stock Exchange, ASX World Link: ASX's International Trading and Settlement Service - Singapore Market (Edition 1), December 2001 (<http://www.asxonline.com/Participants/products/fnl/.pdf>) 12-46°
- (㉟) Hugh Chow, "Quiet start to SGX-ASX trading link," *The Straits Times INTERACTIVE*, 21 December 2001 (<http://straitstimes.asia.com.sg/storyprintfriendly/0,1887,92158-1008971940,00.html?>), Shamin Adam, "AUSTRALIA, SINGAPORE STOCK TRADING LINK OFF TO SLOW START," *Bloomberg News*, 21 December 2001
- (㊱) Shamin Adam, "AUSTRALIA, SINGAPORE STOCK TRADING LINK OFF TO SLOW START," *Bloomberg News*, 21 December 2001
- (㊲) Azhar Khalid, "Singapore investors can soon deal in 51 Aussie stocks," *The Straits Times*, 10 November 2001, Ling Su Ann, "SGX, ASX co-trading link to go live on Dec 20," *The Business Times Singapore*, 14 December 2001
- (㊳) Teh Hoot Ling, "SGX in co-trading talks with Tokyo," *The Business Times Singapore*, 21 December 2001
- (㊴) "Singapore, Australian stock exchange launch trading link," *Japan Economic Newswire*, 19 December 2001, Richard Owen, "ASX tells why it's simply the best," *Courier Mail*, 8 November 2001

(ちんねん ねんねん・せいせき)