

■連載（全20回＋総括編）——■

## アジア／G20株式市場のいま



広島経済大学 教授  
前国際通貨研究所 主任研究員

**糠谷 英輝**

hideki.nukaya@hue.ac.jp

第13回 サウジアラビア

No. **310**

(2011年6月号)

第18回 メキシコ

No. **321**

(2012年5月号)

第14回 トルコ

No. **312**

(2011年8月号)

第19回 ブラジル

No. **323**

(2012年7月号)

第15回 ロシア

No. **315**

(2011年11月号)

第20回 カンボジア、ラオ  
ス、ブルネイ

No. **325**

(2012年9月号)

第16回 南アフリカ

No. **317**

(2012年1月号)

総括編

No. **326**

(2012年10月号)

第17回 アルゼンチン

No. **319**

(2012年3月号)

\*2012年4月1日付けで広島経済大学教授に就任  
各論文の所属・肩書は執筆当時のもの

公益財団法人 **資本市場研究会**  
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

# アジア／G20株式市場のいま

## —第15回 ロシアの株式市場



公益財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

ロシアの株式市場は時価総額が1.06兆ドル、2010年の対GDP比で65%である。主要な証券取引所であるMICEX証券取引所(MICEX Stock Exchange)の2011年上半期の取引高は約2,600億ドルとトルコのイスタンブール証券取引所(約2,520億ドル)と同水準であり、また上場企業数(2011年6月末)は245社と極めて少なく、ノルウェーのオスロ取引所(241社)程度に過ぎない。本稿で見えていくように、ロシアの株式市場は発展途上の市場と言える。

### ■ 1. ロシア株式市場の概観 ～MICEXとRTS

FFMS(Federal Financial Market Service)が証券市場の監督当局であり、FFMSはロシア連邦政府直轄で省庁と同様の位置付けにある。株式取引はFFMSから証券取引所ライセンスを付与された取引所でしか行うことは出来ない。主要な証券取引所としてMICEX(Moscow Interbank Currency

#### 〈目次〉

1. ロシア株式市場の概観  
～MICEXとRTS
2. MICEXで見るロシア株式市場の特徴
3. RTSとロシア株式市場での取引
4. 外国人投資家と投資規制

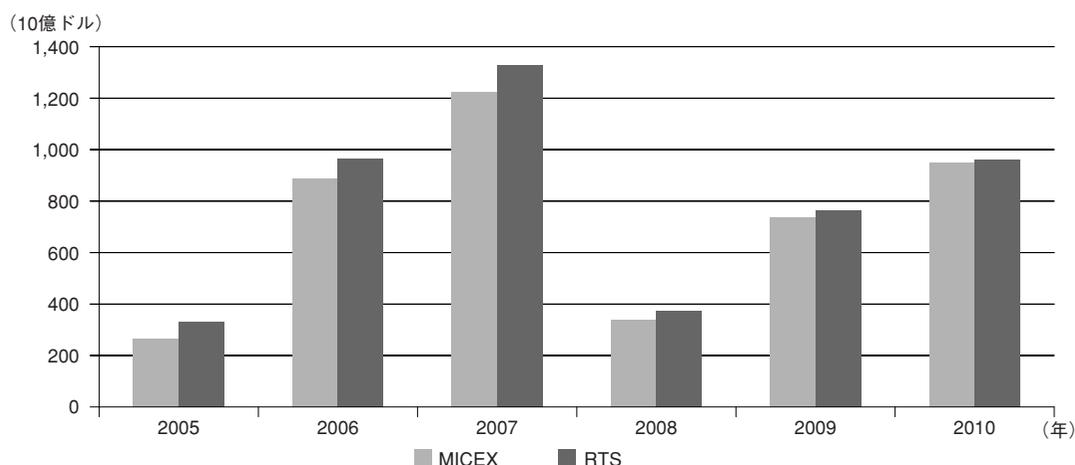


(図表1) MICEX並びにRTS上場企業

	2008年	2009年	2010年
MICEXのみに上場	35	49	76
RTSのみに上場	81	98	91
MICEX、RTS両取引所に上場	198	185	187
合計	314	332	354

(出所) NAUFOR (Russian National Association of Securities Market Participants)

(図表2) MICEXとRTSの時価総額の推移



(出所) WFE, RTS

Exchange) 証券取引所 (以下「MICEX」) とRTS取引所 (Russian Trading System Stock Exchange、以下「RTS」) があり、最大の取引所はMICEXであるが、MICEXでの取引はルーブル建てのみであるのに対し、RTSは米ドルでの取引が可能となっている。このためRTSでは外国人投資家の取引も多くなっている (注1)。FFMSのライセンスを付与された取引所としては、両取引所の他にも、Moscow Stock Exchange、St. Petersburg

Exchangeなどの地方取引所が存在する。

MICEXとRTSの上場企業数は (図表1) の通りで、両取引所に重複上場している企業が多いが、RTSのみに上場する企業がMICEXのみに上場する企業より多い。しかし時価総額はMICEXとRTSでほぼ同規模であり (図表2)、また取引高を見るとMICEXが圧倒的に大きく、2010年の取引高ではRTSはMICEXの12%弱に過ぎない (図表3)。ロシアの株式取引はMICEXが中心に

(図表3) MICEX、RTS、SPBの取引高の推移 (単位:10億ルーブル)

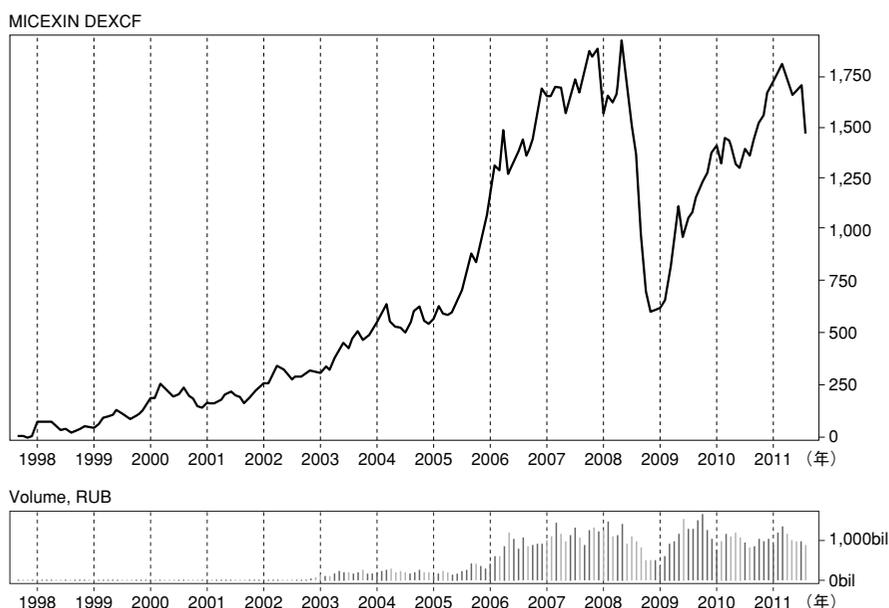
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
MICEX	4,025	14,860	30,927	33,705	27,875	30,107
RTS	300	465	397	271	1,647	3,581
SPB	937	1,206	64	42	1	27

(注)・2009年のRTSの取引高急増は、新たにRTS Standardを開始したことによる。RTS Standardはプロの投資家、機関投資家、ヘッジファンドなど投資家層の拡大を図るために、デリバティブと組み合わせた取引を可能とするなど、より高度な取引を提供する市場である。

・SPBはSt.Petersburg Exchange

(出所) NAUFOR

(図表4) MICEX指数の推移



(出所) MICEX

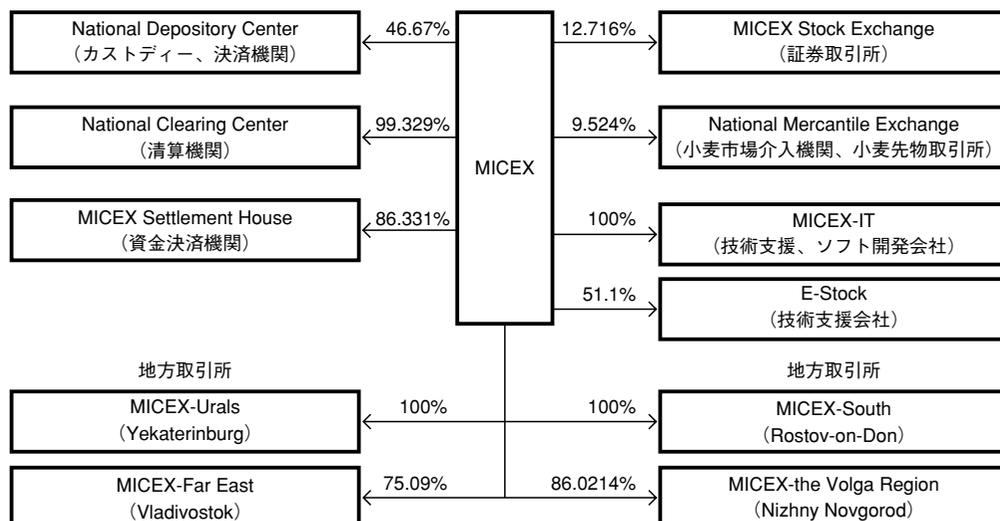
なっていると言える(注2)(主要な株価指数であるMICEX指数の推移は(図表4)参照)。なお、ロシアでは上場せずに流通が認められる株式も多く、その比率は低下傾向にあるものの、2010年でも約60%と高水準に上っている。

## 2. MICEXで見るロシア株式市場の特徴

### (1) MICEXの概要

MICEXグループはロシア中央銀行、ロシア銀行協会、ロシアの銀行、外国銀行の現地

(図表 5) MICEXグループの構成



(注) 数字は出資比率  
(出所) MICEX

(図表 6) MICEXグループの1日当たり平均取引高(100万ドル)

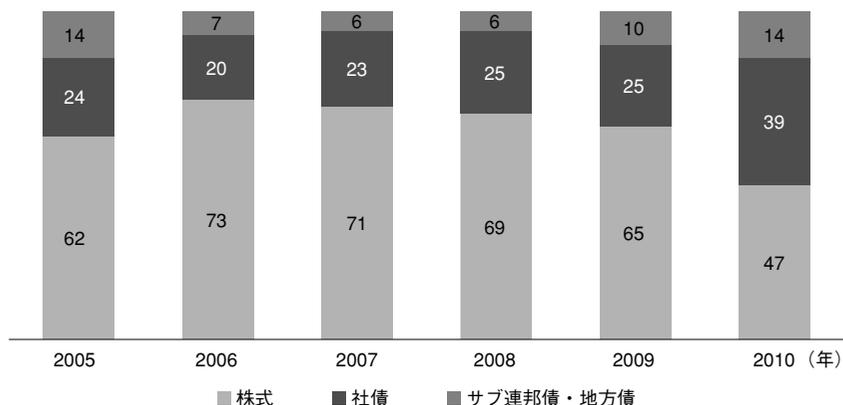
	2009年	2010年	2011年1～7月
外国為替(1992年取引開始)	12,056.0	10,549.5	10,269.0
連邦債(1993年取引開始)	4,102.4	3,403.8	5,417.3
株式(1997年取引開始)	3,358.5	3,998.1	5,911.2
社債・地方債(1999年取引開始)	1,877.4	4,499.3	5,939.8
デリバティブ(1996年取引開始)	76.7	200.3	156.7
小麦先物(2008年取引開始)	5.7	5.9	5.6
合計	21,478.7	22,661.0	27,709.4

(出所) MICEX

法人など18社が出資する合弁会社となっている(注3)。証券取引所であるMICEX証券取引所はMICEXグループの傘下であり、MICEXグループは傘下に証券取引所の他、清算機関、決済機関、技術開発会社、小麦取引所、さらに地方取引所を抱えている(図表5)。

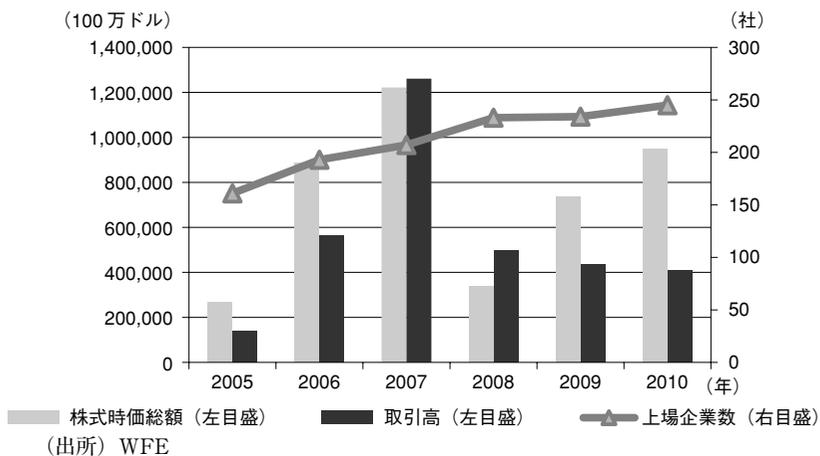
またMICEXグループがRTSの過半の株式を買い取り、MICEXとRTSの両取引所が合併することが合意され、2011年6月には法的拘束力がある合意書が締結されている。2大証券取引所が統合した後は、メドページェフ大統領による2020年を目標にしたロシア市場を国際金融センターに育成する計画(モスク

(図表7) MICEXの商品別取引高シェアの推移 (%)



(出所) MICEX

(図表8) MICEXの株式時価総額等の推移



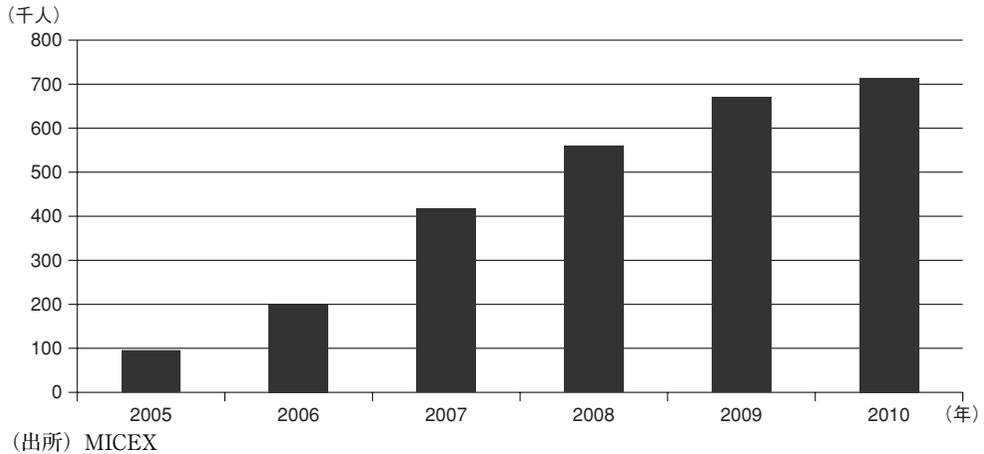
(出所) WFE

ワ国際金融センター創設構想) が実現に向けて動き出すことになる。

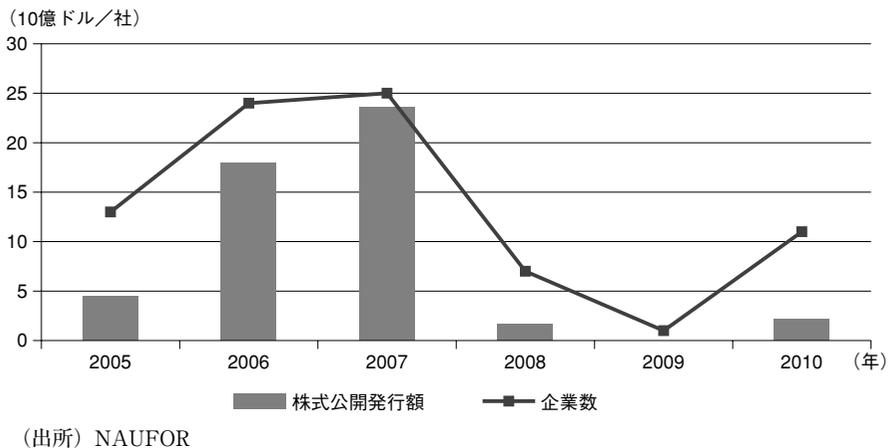
MICEXは外国為替、連邦債、社債・地方債、株式、デリバティブ、小麦先物の取引を行っており、株式取引の開始は1997年と歴史は浅いが、2011年1～7月の1日当たり取引高は59億ドルに上っている(図表6)。また

MICEXの部門別取引高シェアを見ると、株式が約半分を占めるが、株式のシェアは低下傾向にある一方で、社債のシェアが上昇している(図表7)。MICEXの株式時価総額、取引高の推移を見ると、世界金融危機の影響を受け、2008年に急減したが、その後、時価総額は順調に増加している一方で、取引高は依

(図表9) MICEXの投資家数の推移



(図表10) ロシア企業による株式公開発行額の推移



然として減少傾向が続いている (図表8)。しかしMICEXの投資家数は急速に増加している (図表9)。

また (図表8) で見るようにMICEXの上場企業数は緩やかに増加している。しかし世界金融危機後、海外市場を含めたロシア企業による株式公開発行の復活は未だ道半ばであ

るとともに (図表10)、最近では海外市場でIPOを行うロシア企業も散見される (注4)。

MICEX上場株式は株主持分比率、財務内容、流動性などによって (図表11) の通り5つのカテゴリーにクラス分けされているものの、実際に取引されている企業がこの区分に従って必ずしも表示されているわけではない。

(図表11) MICEX上場株式の分類基準 (抜粋)

	A1	A2	B	V	I
株主1人とその関連会社による最大持株比率	75%	75%	90%	—	—
最低時価総額 (ルーブル)	普通株 100億 優先株 30億	普通株 30億 優先株 10億	普通株 15億 優先株 5億	— —	普通株 6,000万 優先株 2,500万
操業年数	3年以上	3年以上	1年以上	3年以上	—
収益基準	直近3年で2年黒字	直近3年で2年黒字	—	直近3年で2年黒字	—
上場維持のために必要な平均1月当たり取引高	5,000万ルーブル以上	500万ルーブル以上	300万ルーブル以上	—	100万ルーブル以上
会計基準	国際会計基準 米国会計基準	国際会計基準 米国会計基準	—	—	—

(出所) MICEX

(図表12) MICEXでの時価総額、取引高上位10銘柄 (2010年末)

	株式時価総額			取引高	
	企業名	時価総額 (10億ドル)	シェア (%)	企業名	シェア (%)
1	Gazprom (ガス)	150.7	15.8	Gazprom (ガス)	26.53
2	Sberbank of Russia (銀行)	76.5	8.0	Sberbank of Russia (銀行)	26.48
3	NK Rosneft (石油)	76.4	8.0	MMC Norilsk Nickel (ニッケル)	8.42
4	LUKOIL (石油)	48.7	5.1	LUKOIL (石油)	6.45
5	MMC Norilsk Nickel (ニッケル)	45.1	4.7	NK Rosneft (石油)	5.40
6	TNK-BP Holding (石油)	41.6	4.4	Bank VTB (銀行)	4.17
7	Surgutneftegas (石油)	41.4	4.3	Surgutneftegas (石油)	2.94
8	Bank VTB (銀行)	34.7	3.6	Stock Company Transneft (パイプライン)	2.53
9	NOVATEK (ガス)	33.1	3.5	RusHydro (電力)	2.12
10	NLMK (鉄鋼)	28.1	2.9	Mobile TeleSystems (通信)	1.55
	合計	576.3	60.4	合計	86.59

(出所) MICEX

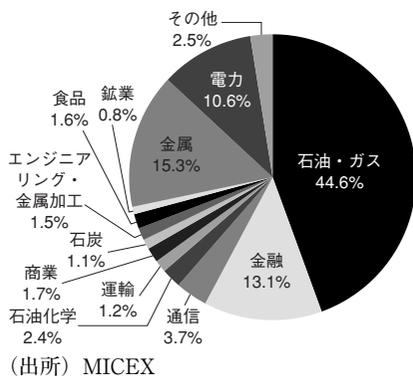
MICEXでの株式取引時間 (取引セッション) は平日の10時30分~18時45分であるが、2011年9月1日から取引開始時間が10時に繰り上げられる (注5)。取引単位は1株と10で割り切れる株式数、取引金額は最低1,000ルーブルである。取引システムは注文主導型であり、決済はNSD (National Settlement

Depository) で行われる。決済サイクルは決まっておらず、T+0 からT+30まで存在する。

## (2) ロシア株式市場の特徴

MICEXのデータからロシア株式市場を見ると、大型株への集中度が高いこと、ロシア経済の特徴を反映して資源産業のシェアが大

(図表13) MICEX上場企業の時価総額における産業部門別内訳 (2010年末)



きいことが指摘出来る。

(図表12) は時価総額並びに取引高の上位10社のシェアを見たものであるが、上位10社で時価総額の60.4%、取引高の86.59%を占めている。また時価総額の上位5社は取引高でも上位5社を占めており、この5社で取引高の73.28%を占めている。さらに取引高上位2社のGazprom株とSberbank of Russia株でシェアは過半を占める。活発に取引される銘柄は一部に限られていると言える。

また上場企業の時価総額における産業部門別のシェアを見ると、石油・ガス (44.6%)、金属 (15.3%)、金融 (13.1%)、電力 (10.6%) の4業種で83.6%のシェアを占める (2010年末、図表13)。2006年以降のシェアの推移を見ると、石油・ガスが低下傾向 (2006年末のシェアは62.6%) にある一方で、金融 (同9.2%)、金属 (同8.1%) が上昇傾向にあるが、その他産業では大きな変化は見られない。

### 3. RTSとロシア株式市場での取引

RTSはMICEXと同様に、取引から決済に亘る複合グループを形成しており、傘下に合弁会社であるRussian Trading System Stock Exchange、非営利のパートナーシップである Russian Trading System Stock Exchange、清算機関のRTS Clearing Center、決済機関のRTS Settlement Chamber、そして地方取引所の St. Petersburg Stock Exchangeを擁している。

RTSにはRTS Standard、RTS Classica、店頭市場、先物・オプション取引のFORTSの4市場がある。4市場の概要は (図表14) の通りである。

取引時間はRTS Classicaが10時～18時45分、RTS Standardも10時～18時45分が主要取引セッションであるが、途中の14時～14時03分が日中クリアリング・セッションとなり、主要取引セッション終了後、18時45分～19時がイブニング・クリアリング・セッション、続く19時～23時50分が夜間取引セッションとなっている。なお、夜間取引セッションで締結された取引は同日決済となる。

RTSでは米ドル建て取引が可能であるが、米ドルの決済はクリアリング銀行である米銀を通してオフショアでの決済となるため、多くの取引は決済がFOP (Free of Payment) ベースとなる。ルーブル建ての株式取引決済

(図表14) RTS市場の概要

	RTS Standard	RTS Classica	店頭市場 (RTS Board & RTS Global)	FORTS
取引対象	流動性のあるロシア株	株式、債券、投資信託等	株式、債券、投資信託、 外国債券	先物、オプション
取引方法	オークション方式	呼値方式、 流動性のある株式について はオークション方式	呼値方式	オークション方式
決済サイクル	T+4でのDVP	T+4でのDVP T+30までの自由決済	DVP T+30までの自由決済	—
建値	ルーブル	米ドル	米ドル	ルーブル・米ドル
決済通貨	ルーブル	米ドル・ルーブル	米ドル・ルーブル	ルーブル
清算機関	RTS Clearing Center	RTS Clearing Center DVPの場合にはDepository Clearing Company	n.a.	RTS Clearing Center
CCP	RTS Clearing Center	RTS Clearing Center (流動性のある株式についてのみ)	n.a.	RTS Clearing Center
資金決済口座	RTS Settlement Chamber	DVPの場合には、 J.P.Morgan Chase Bank、 Citibank (NY) あるいは RTS Settlement Chamber	DVPの場合には、 J.P.Morgan Chase Bank、 Citibank (NY) あるいは RTS Settlement Chamber	RTS Settlement Chamber
証券決済	Depository Clearing Company、 Gazprom株については National Depository Center	DVPの場合には、 Depository Clearing Company	どこでも可	Depository Clearing Company、 Gazprom株については National Depository Center

(出所) RTS

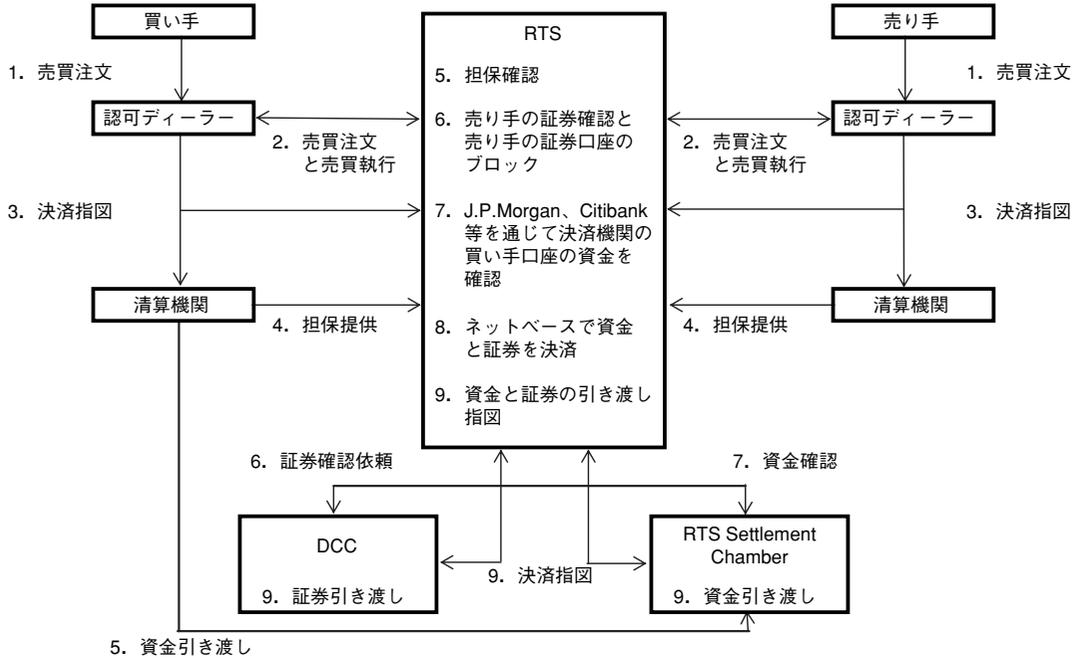
はDCC (Depository Clearing Company) と  
RTS Settlement Chamber間のリンクによっ  
てDVP決済が可能となっている。

RTS市場での一般的な取引を図示すれば  
(図表15) の通りである。

#### ■ 4. 外国人投資家と投資規制

外国人投資家に対する投資規制は特に存在  
しない。しかし国内、外国人投資家を問わず  
発行済み株式の10%以上を取得した投資家は  
連邦独占禁止局への報告が義務付けられてお  
り、また20%以上を取得する場合には事前に  
同局及びFFMSからの許可を取得せねばなら

(図表15) RTS市場での株式取引のフロー



(出所) Bank of America Merrill Lynch

ない。

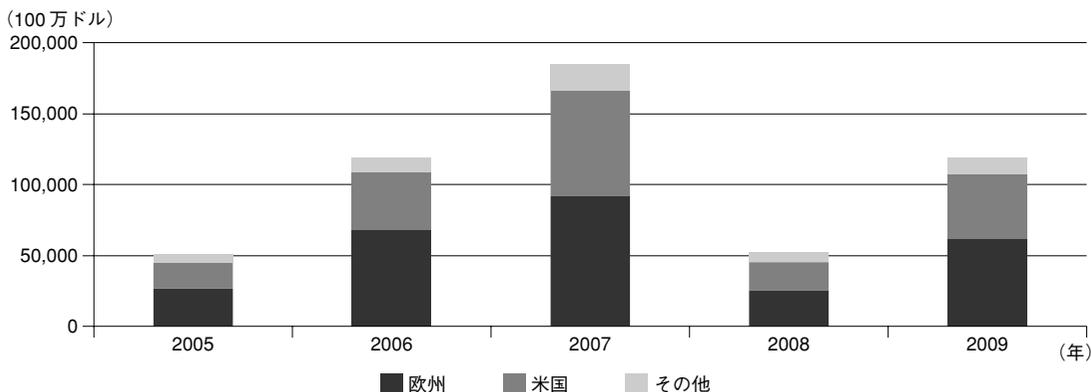
また地方公共団体、国営企業、エネルギー関連、軍事関連企業などには外国人所有制限が設けられている。

ロシア株式（預託証券を含む）に投資を行っている外国投資ファンド数は、情報会社（Interfax Business Service）によれば2010年で2,137ファンドに上る。外国投資ファンド数は2008年に2,406ファンドと最高を記録した後、2009年に2,105ファンドに減少し、2010年に微増となったが、投資残高はこの期間にも減少していない。2010年末には投資残高は前年比16.9%増加し907億ドルとなった。外国投資ファンドのロシア資産への投資シエ

アは平均で3～4%と低いが、外国投資ファンドが所有するロシア資産の約70%は英国、米国の投資ファンドに集中している。なお、資産の75%超をロシア資産に投資する特別ファンドもあり、同ファンド数は2005年の24ファンドから2010年には51ファンドに倍増している。

IMFのデータにより海外からロシアに投資されたポートフォリオ株式投資の推移を見ると、2007年にかけて急増しているが、2008年には世界金融危機により急減、2009年に再び急増を示し、2006年を僅かに上回る水準まで戻している（図表16）。2010年末の残高では米国が38%、欧州(EU、スイス、ノルウェー)

(図表16) ロシアへのポートフォリオ株式投資残高の推移 (各年末)



(注) 欧州はEU、スイス、ノルウェーの合計。

(出所) IMF

が52%のシェアと、米欧で9割のシェアを占めている。欧州では投資ファンドのベースになっているルクセンブルクからの投資が多い。

これまで見てきたように、ロシア株式市場はMICEXとRTSに分かれた取引所、一部の大型銘柄や産業部門に偏った取引構造、決済サイクルが決まっておらず、DVPも限定されているなど、多くの問題を抱えている。旧ソ連崩壊後、歴史が未だ浅いこともあり、投資家保護を含めた法制度の整備なども段階的に進めている。ロシア株式市場は発展途上の市場であり、それだけ今後の発展に向けた期待は高いものの、未だリスクは大きい。法制度、取引インフラ、株式の多様化と流動性の増加など、株式市場全般に亘る改革が急がれる。

(注1) 外国人投資家がどちらの取引所を利用するかは取引口座を開設する現地の業者(証券会社等)による。MICEXの銘柄のみを取り扱う業者もある。

(注2) ロシアの株式、債券、投資信託などはロンドン証券取引所でも上場、取引が行われている。2009年1月～2010年2月のロシア株式、債券、投資信託の取引高シェアはMICEXが47%、RTSが34%、ロンドン証券取引所が19%を占めた。

(注3) MICEXに出資する外国銀行はUniCredit Bank、ING Bank、Deutsche Bank、JP Morgan Bank。

(注4) 2010年にはUC Rusal Plc.による香港取引所並びにユーロネクスト欧州でのIPO(22億ドル)、Mail.ru Groupによるロンドン証券取引所でのIPO(10億ドル)などがある。

(注5) 相対取引は10時～19時が2011年9月1日から9時30分～19時に繰り上げられる。取引時間の繰り上げはMICEXでの外国為替取引、RTSでの株式取引との調和を図る目的である。