

■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17回 アルゼンチンの株式市場



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

国土の大半が肥沃な土地で、農畜産物の輸出大国として今後の経済成長も大きく期待されるアルゼンチンであるが、資本市場は、デフォルトなど、これまでの経済運営の失敗による影響を大きく受けている。

G20にはラテンアメリカからはアルゼンチンとブラジル、メキシコの3か国が入っているが、本稿ではラテンアメリカ諸国の株式市場全体を概観し、アルゼンチンの位置付けを見た上で、アルゼンチンの株式市場の説明に入っていきたい。

■ 1. ラテンアメリカ株式市場の概観

ラテンアメリカの証券取引所を比較したのが(図表1)である。アルゼンチンのブエノスアイレス取引所(注1)はラテンアメリカの他の取引所と比べて、株式市場の発展が大きく遅れていることが窺える。2010年の時価総額の対GDP比率は16.09%と最も小さく、2000~2010年の時価総額の増加率も40%に満

〈目次〉

1. ラテンアメリカ株式市場の概観
2. アルゼンチンの株式市場
3. アルゼンチンへの投資



(図表1) ラテンアメリカの証券取引所比較

取引所名	ブエノスアイレス取引所 (アルゼンチン)	BM&F BOVESPA (ブラジル)	コロンビア証券取引所 (コロンビア)	リマ証券取引所 (ペルー)	メキシコ取引所 (メキシコ)	サンチアゴ証券取引所 (チリ)
時価総額(2000年・百万ドル)	45,839.3	226,152.3	14,258.5(2003年)	9,749.8	125,203.9	60,400.8
時価総額(2010年・百万ドル)	63,909.8	1,545,565.7	208,501.7	103,347.5	454,345.2	341,798.9
時価総額増減率(2000年~2010年・%)	39.42	583.42	1,362.30	1,060.00	262.88	465.88
名目GDP(2010年・百万ドル)	397,164	2,089,653	278,069	153,796	1,027,904	203,434
時価総額の対GDP比(2010年・%)	16.09	73.96	74.98	67.20	44.20	168.01
株式取引高(2000年・百万ドル)	9,700.8	101,537.4	805.9(2003年)	2,517.9	45,768.4	6,083.3
株式取引高(2010年・百万ドル)	3,815.2	867,137.7	28,127.5	4,991.2	118,980.4	52,179.6
株式取引高増減率(2000年~2010年・%)	-60.67	754.01	3,390.19	98.23	159.96	757.75
上場企業数(2000年・社)	125	467	108(2003年)	227	177	261
上場企業数(2010年・社)	106	381	86	248	427	231
上場企業数増減(2000年~2010年・社)	-19	-86	-22	21	250	-30
売買回転率(2010年・%)	5.1	64.7	12.8	4.7	28.6	19.2
市場集中度(2010年)						
時価総額(%)	52.5	64.2	57.6	64.3	57.7	49.0
取引高(%)	51.8	60.6	58.9	68.6	49.5	57.4
社数(社)	5	19	4	10	7	11
資金調達額(2010年)	202.5	100,515.9	0.0	439.5	NA	3,311.1
IPO(百万ドル)	109.9	6,075.9	0.0	96.7	NA	210.4
追加発行(百万ドル)	92.6	94,440.1	0.0	342.8	NA	3,100.6

(出所) WFE、IIF

たず最低水準にある。2010年の株式取引高は2000年に比べて60%も減少しており、上場企業数も19社減っている。また2010年の売買回転率は5.1%とペルーのリマ証券取引所に次いで低い水準となっている。

ブエノスアイレス取引所の時価総額、取引高、上場企業数の推移を見ても、時価総額こそ世界金融危機による影響を除いて、緩やかに増加傾向にあるが、取引高は低迷が続く、上場企業数は減少傾向にある(図表2)(注2)。

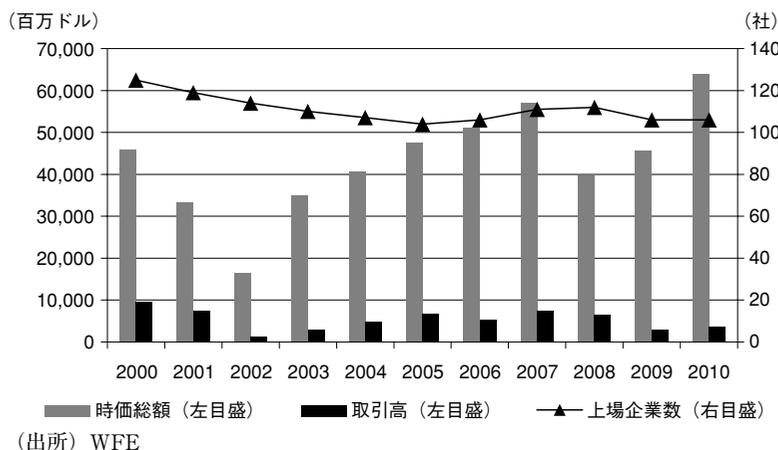
2000年から2010年にかけてアルゼンチン経済は実質GDPベースで1.5倍に拡大していることからしても株式市場の発展は大きく遅れていると言えよう。経済が成長すれば一般的

に株式市場も拡大していくが、株式市場の拡大は株式市場を育成する政策、法制、税制や市場インフラ等の整備、機関投資家の育成等、市場を取り巻く諸要因に大きく左右される。アルゼンチンは株式市場発展のための条件が未だ整っておらず、さらなる経済成長のためにも、株式市場育成に向けての今後の取組みが期待されると言えよう。

■ 2. アルゼンチンの株式市場

(1) アルゼンチン株式市場の置かれた背景
アルゼンチン株式市場の発展が遅れている背景には特に経済運営に関する問題が指摘できる。2001年に950億ドルの史上最大規模の

(図表2) ブエノスアイレス取引所の時価総額等の推移



デフォルトに陥って以降、債務削減交渉の過程において、アルゼンチンはIMFや債権者との対立姿勢を強く打ち出す一方で、ポピュリスト的な政策を実施するなど、経済運営は混乱を続けた。このためアルゼンチンは国際金融界から孤立する状況にあった。しかし通貨金融危機によるペソ相場の大幅な下落や食糧価格の高騰などを受けて、アルゼンチンの景気は回復に向かい、2009年央から国際金融界への復帰を模索するようになった。現在では民間債務問題は概ね決着し、公的債務問題の決着が進められている。未だにアルゼンチンは国際金融界に完全復帰を果たしてはいない。

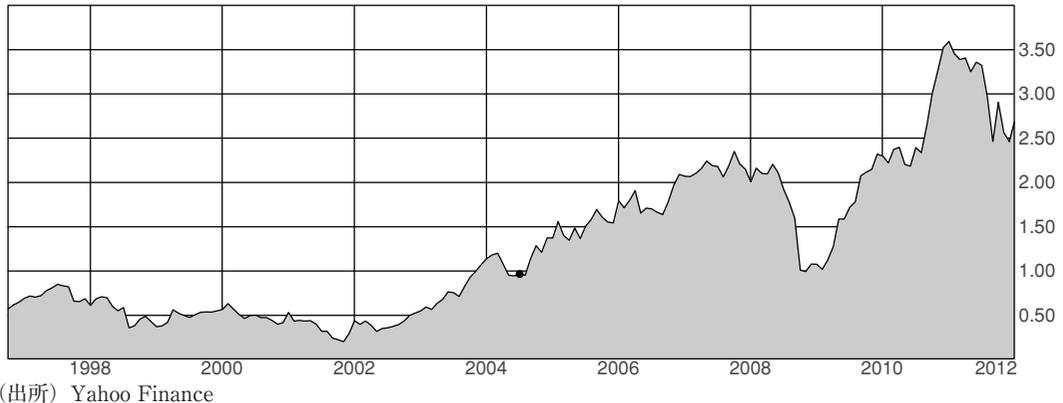
またアルゼンチンでは汚職や縁故主義が蔓延しており、2010年にはアルゼンチンの株式は新興市場株の指標であるMSCI新興市場指数から外された。

こうした背景を持つアルゼンチンの株式市場はこれまでの発展は大きく遅れているが、

豊富な農畜産物輸出の拡大をはじめ、アルゼンチン経済の成長が期待される中では、債務問題が完全に解決すれば、アルゼンチンの株式市場の成長性に注目が集まることも期待される。潜在性の高い市場であると言えるが、前述の通り、株式市場発展のためには市場育成に向けての取組みが必要となってこよう。

ブエノスアイレス取引所の代表的な株価指数であるメルバル (MERVAL) 株価指数の長期的な推移を見ると、2002年以降、上昇が続き、2008年から2009年にかけて世界金融危機の影響を受けて急減した後、再び急激な上昇を見せている (図表3)。アルゼンチンの経済成長に関する期待が大きいことが窺える。しかしこれが株式市場の拡大に必ずしも結び付いていないのがアルゼンチン株式市場の問題点である。

(図表3) Merval株価指数の長期的推移



(2) アルゼンチン株式市場の概観

ブエノスアイレス取引所 (BCBA) はラテンアメリカ最古の取引所であり、1854年に設立された。BCBAは証券の上場運営管理のみを行っており、実際の取引はMervalで行われている。アルゼンチンには合わせて13の取引所と店頭市場であるMAE (Mercado Abierto Electrónico) (注3) が存在するが、大半の取引 (95%程度の取引) はMervalで行われている。取引所は全て自主規制機関であり、独自の基準に基づいて証券取引を提供している。Mervalで取引を行うブローカーは少なくともMerval株を1株所有しなければならない。またMervalはMAEとの統合を計画している。なお、取引所の監督は国家取引所委員会 (Comision Nacional de Valores) が行っている。

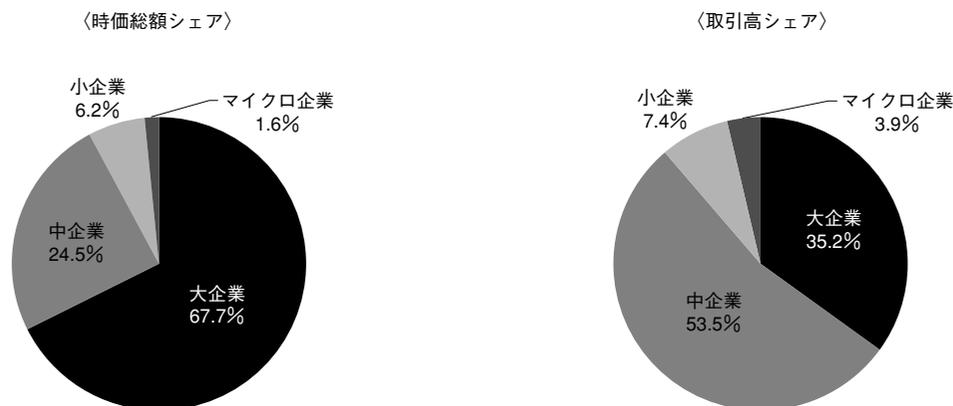
Mervalでは株式に加え、アルゼンチン預託証券 (CEDEARs)、米国預託証券 (ADR)、証券証書 (CEVA: Certificate of Securities)、

各種株価指数、国債、社債などが取引されている。取引高で見てMervalで最も多く取引されているのは国債であり、そのシェアは6割近くに上り、株式取引のシェアは8%程度に過ぎない。

Mervalでの取引には、SINAC (Sistema Integrado de Negociación Asistida por Computadora) による電子取引 (Mercado de Concurrencia) とSIB (Sistema de Información) を使った相対取引 (Sesion Continua de Negociación) の2つのセッションがある。いずれも取引時間は月曜日～金曜日の11時～17時である。

99%超とほとんどの株式は証券保管機関であるCVSA (Caja de Valores) にブックエントリー方式で保有されている。また決済サイクルはT+0からT+3で取引時に交渉で決定される。ブローカー間の取引に関しては、CVSAと中央銀行決済システム (MEP) とのリンクによるDVPで行われるが、ブロー

(図表4) ブエノスアイレス取引所の企業規模別シェア (2009年)



注：大企業は時価総額13億ドル超、中企業は2億～13億ドル、小企業は6,500万～2億ドル、マイクロ企業は6,500万ドル未満。(出所) WFE

カー・カスタディアン間の決済に関しては完全なDVPは提供されていない。なお、MERVALはCCP機能を提供している。

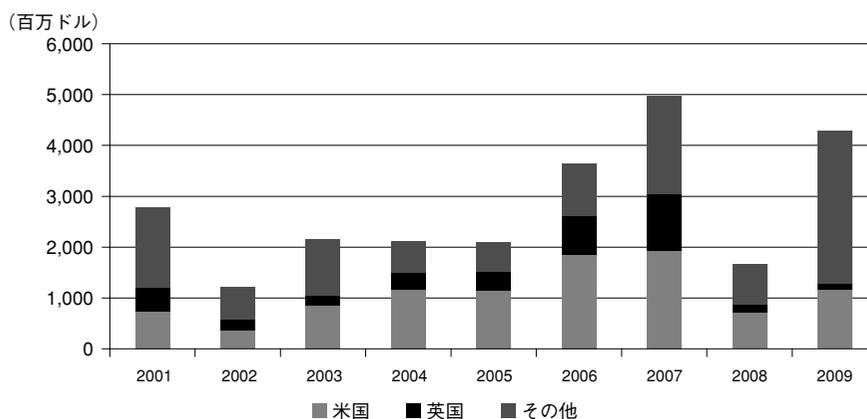
アルゼンチン株式市場の特徴として、企業規模別にブエノスアイレス取引所上場株式を見ると(注4)、大企業が時価総額全体の67.7%を占める(2009年、図表4)。直近の時価総額を見ても、上位3社(注5)で時価総額の45.3%を占める寡占構造にある。また取引高で見ると大企業は35.2%のシェアを占め、中企業(シェア53.5%)と合わせるとシェアは約9割に達する。これは時価総額の比較的大きな一部銘柄に取引が集中していることを表しており、このため幅広い銘柄に取引が分散する市場に比べて変動率の高い市場となっていると指摘される。この特徴はアルゼンチンに限ったものではなく、ラテンアメリカの証券取引所で共通して見られる傾向である。今

後の株式市場の発展に伴い、上場、取引銘柄の多様化が進むことが期待される(注6)。

3. アルゼンチンへの投資

アルゼンチンへの投資に当たっては、主に通貨管理の観点から厳しい制限が設けられている。アルゼンチンへの外貨の持ち込みに関しては、5,000ドル超・50万ドル以下の場合には最低限365日、アルゼンチンに留め置かないとならず、50万ドル超の場合は中央銀行の許可の取得が必要である(注7)。また金利や売却資金の引き揚げについても中央銀行の許可が必要である。さらに株式購入の目的で資金をアルゼンチンに持ち込む場合、30%の準備金引当を義務付けられる。但し、証券取引所での公募発行の株式購入の場合はこの限りではない。

(図表5) アルゼンチンへのポートフォリオ株式投資残高の推移



(出所) IMF

また外国人による出資比率制限に関しては、銀行、メディア、ガス・エネルギー産業等に規制が設けられている。銀行並びに金融機関の2%以上の出資に当たっては許可取得が必要であり（国内投資家も同様）、メディアや通信業に関しては外国人投資家は30%までの出資が可能である。こうした業種以外に関しては外資出資比率規制はない。

日本にはアルゼンチンの株式のみを対象にした投資信託商品等がないため、日本の投資家がアルゼンチンの株式に投資する際には、アルゼンチンの銘柄が一部組み込まれた中南米株式の投資信託やETFなどに投資するのが一般的である。

アルゼンチンへのポートフォリオ株式投資残高の推移を見ると、2006年以降、世界金融危機時を除いてアルゼンチン株式市場への投資残高は増加傾向にある（図表5）。米国からの投資が最も多く、欧州諸国では英国の他、

ルクセンブルク、アイルランドからの投資も比較的が多い。これは両国からの投資ファンドを通じた投資が流入していることを示している。個別株投資よりむしろアルゼンチン株を組み込んだ投資ファンドへの投資が多いと言える。翻って言えば、アルゼンチン経済の発展は投資対象として魅力的であるが、外国人投資家が個別株投資を行うまでに株式市場が発展、育成されていないことを示している。今後のアルゼンチン株式市場の発展が期待される所以である。

(注1) 後述するように、正確にはブエノスアイレス取引所 (BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires) は証券の上場運営管理のみを行っており、取引はMERVAL (Mercado de Valores) で行われるが、本稿では便宜的にMERVALをブエノスアイレス取引所と表記する。

(注2) ブエノスアイレス取引所の取引高は1990年代は現在よりも格段に大きかった。1992年に158億ドル、1993年に497億ドル、1994年にはピークの

1,130億ドルを記録し、その後、減少傾向となったものの1997年にかけては300億ドル台での推移が続いた。その背景としては、1989年に政府の経済改革により国営企業の民営化が開始され、これによって株式市場が活性化されたことが指摘できる。大規模な民営化は1995年までに終わったため、その後、株式取引も減少に向かうことになった。2000年以降、取引高は100億ドルを下回り、2002年には13億ドル台に落ち込んだ。これは後述するデフォルトの発生による。その後、取引高は増加に向かっていくものの、2010年は381億ドルと1991年の458億ドルをも下回る水準にある。そもそもラテンアメリカ諸国は1980年代のメキシコ債務危機以降、資金調達を銀行ファイナンスよりも資本市場に依存する傾向にあり、アルゼンチンもその例外ではなかった。それを考えるとアルゼンチンの株式市場は現在も過去の経済運営の失敗を引き摺っていると断言できよう。

(注3) MAEは国債、社債の店頭取引市場である。

(注4) 取引所のデータ等は以下のHPから取得可能であるが、基本的にスペイン語であり、英語での情報は極めて限られる。データもあまり整備されているとは言えない。国外も含めて幅広い投資を獲得するためには、データの整備、英語での情報発信が求められる。

MERVAL：

http://www.merval.sba.com.ar/htm/mv_insti_tucional_merval.aspx

BUBA：

<http://www.bolsar.com/net/principal/contenido.aspx>

(注5) 上位3社はYPF S.A. (時価総額シェア31%)、Telecom Argentina S.A. (同9.2%)、Banco Santander Rio S.A. (同5.4%)。

(注6) アルゼンチン以外のラテンアメリカの証券取引所における大企業のシェアは次の通り (いずれも2009年)。ブラジル：時価総額シェア93.7%・取引高シェア92.3%、ペルー：68.6%・26.5%、メキシコ：91.3%・74.5%、チリ：82.7%・86.0%。

(注7) なお、アルゼンチンでは外国人投資家が外貨預金を持つことはできない。

