

■連載 (全12回) ■

アジア株式市場のいま



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

第1回 概観*

No. **286**
(2009年6月号)

第2回 シンガポール*

No. **289**
(2009年9月号)

第3回 インドネシア*

No. **290**
(2009年10月号)

第4回 マレーシア*

No. **291**
(2009年11月号)

第5回 タイ*

No. **292**
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、
ベトナム*

No. **293**
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**
(2011年5月号)

*経済調査部上席研究員 亀井 純野氏との共著

(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

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

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

アジア株式市場のいま

—第3回 インドネシアの株式市場



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**
経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

■ 1. 歴史の浅いインドネシア株式市場

インドネシアは世界第4位の人口（約2億3,000万人）を抱え、豊富な地下資源に恵まれ、潜在的な経済発展が期待される大国である。最近、政情は比較的に安定し、旺盛な内需、中国向けの輸出、さらにはパーム油を始めとした一次産品の生産増加などによって、インドネシア経済は好調な推移を維持している。

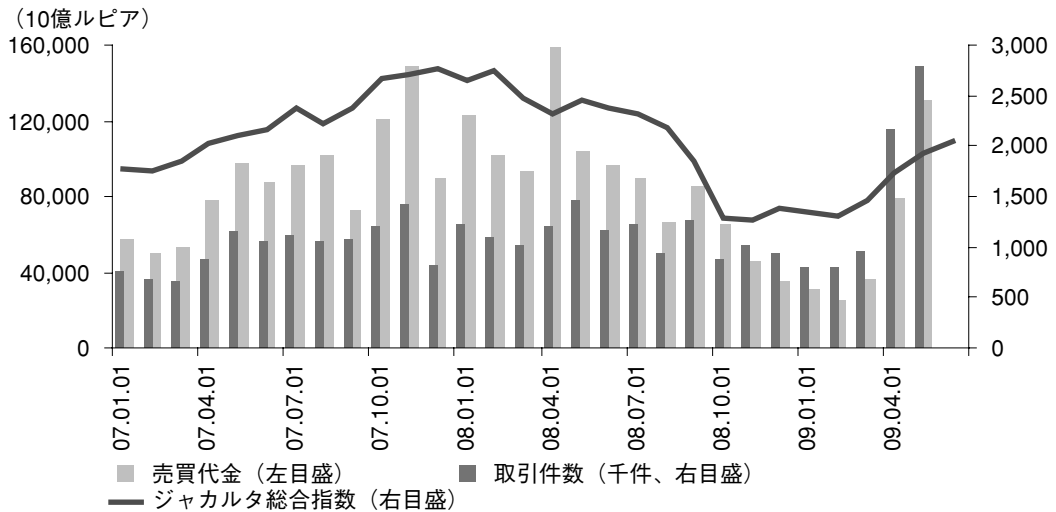
〈目次〉

1. 歴史の浅いインドネシア株式市場
2. インドネシア株式市場の概要
3. インドネシア株式市場の特徴
4. インドネシア株式投資の問題点と投資規制

インドネシアの証券取引所は、オランダの東インド会社により開設されたが、近年になるまで活動は本格化しなかった。1980年代後半になって、資本市場監督庁（Bapepam）が規制緩和を進め、国内企業に株式上場を奨励し、外国投資家に株式公募に応じるように求めた。これが1989～90年の株式ブームに繋がり、インドネシアにおける事実上の証券業の始まりとなった。すなわち株式市場の歴史は未だ浅いと言える。

2007年11月には、ジャカルタ証券取引所（JSX：株式取引）とスラバヤ証券取引所（SSX：債券、先物取引）が合併して、インドネシア証券取引所（IDX）が誕生し、2008年1月から本格稼働をしている（注1）。IDXは証券会社119社が出資する相互会社の形態を採る非営利法人であるが（出資者は同等の議決権を保有）、現在、規模拡大の資金調達

(図表1) 株式取引並びに株価指数の推移



(出所) Bloomberg, WFE

のため、株式会社化が検討されている。またIDXは清算機関であるKPEIを傘下に有し、決済機関であるKSEIには30%の出資を行っている。

なお、最近のインドネシア株式市場の株式売買の動向並びに株価指数の推移については(図表1) 参照。

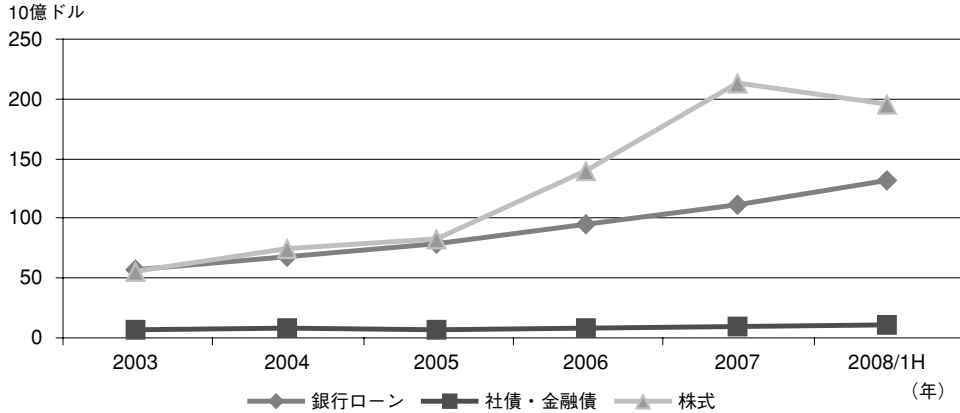


2. インドネシア株式市場の概要

(1) 急拡大を示すが未だ規模の小さいインドネシア株式市場

金融部門では、銀行の存在感が圧倒的に大きいインドネシアであるが、2005年以降、株式市場の時価総額が急増を示し、現在では銀行ローンを上回る規模に発展している(図表2)。しかし株式時価総額を対GDP比で見ると、2007年で約50%程度と、マレーシア172%、タイ78%、フィリピン64%などに比べても小さい。インドネシアは、経済規模に比較して資本市場の規模は小さく、未だ発展途上にあると言える。これは逆に言えばそれだけ今後の発展の可能性が高いということになる。

(図表2) インドネシアの銀行ローン、民間債券、株式時価総額の推移



(出所) IMF、ADB、WFE.

(図表3) インドネシア証券取引所の概要

市場区分	Main Board	Development Board
上場条件	<ul style="list-style-type: none"> ・正味固定資産 1,000億ルピア以上 ・営業実績 3年以上 ・株主 1,000人以上 	<ul style="list-style-type: none"> ・正味固定資産 50億ルピア以上 ・営業実績 1年以上 ・株主 500人以上
取引区分	Regular Market	Cash Market
取引時間	月～木 第1セッション 9:30～12:00 第2セッション 13:30～16:00 金 第1セッション 9:30～11:30 第2セッション 14:00～16:00	月～木 第1セッション 9:30～12:00 金 第1セッション 9:30～11:30
決済サイクル	T+3	T+0

(出所) IDX

(2) インドネシア証券取引所での 株式取引

IDXには主に大企業が上場するメインボードと中小企業が上場するディベロップメントボードがあり、株式取引には電子取引システム(注文主導型)で注文が処理されるRegular Market、IDX会員相互間で価格交渉がなされるNegotiated Market、即日受渡のCash

Marketの3種類がある(図表3)。

取引は全て券面の移動を伴わないスクリップレスであり、清算はKPEIで、決済はKSEIで実行される。

売買手数料は、IDX会員ブローカーの場合、最高で取引金額の1%であり、これに加えて10%の付加価値税が課される。

また急激な価格変動に対しては、自動的に注文を拒否するシステム(Auto Rejection

System) が導入されており、通常取引の場合、直前価格の水準によって同システムが発動される変動率は次のように規定されている。

100ルピア未満	: 50%以上
100ルピアから500ルピア未満	: 35%
500ルピアから2,500ルピア未満	: 30%
2,500ルピアから5,000ルピア未満	: 25%
5,000ルピア以上	: 20%

投資家はブローカーを通じて取引を行うが、IDXで取引を行えるブローカーはIDXの会員であり、且つ清算機関であるKPEIに登録されていなければならない。なお、IDXによれば会員資格のないブローカーが過大な収益を約束して取引を勧誘するケースも見られるとのことである。日本でも、一部では高収益が見込まれるとして、インドネシア株式投資を推奨する向きもあるが、インドネシア株式市場は以下に述べるように発展に向けての課題は極めて多く、リスクの高い市場であるとも言えよう。

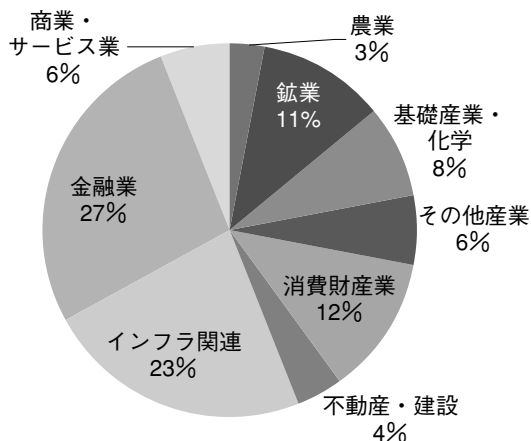
■ 3. インドネシア株式市場の特徴

(1) 上場の進まないインドネシア株式市場

IDXの上場企業数は2002年末の331社から2008年末には396社に増加したが、外国企業の上場は1社もない(注2)。同期間に株式時価総額は300億ドルから988億ドルへ3倍以上の増加を記録しており、したがってインドネシア株式市場は上場企業数よりもむしろ上場株式の時価総額の増加によって市場が拡大していると言える。

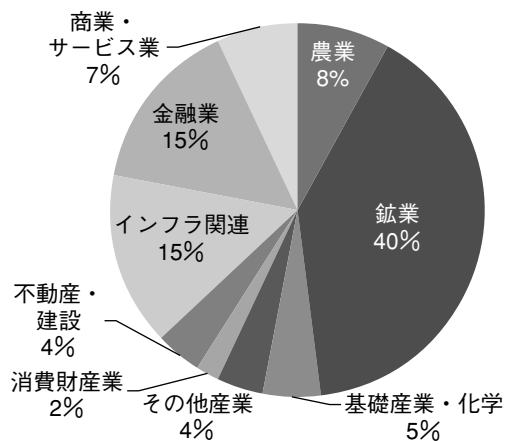
またインドネシアでは、国営企業を除けば、上場企業の多くがいわゆるファミリー企業であり、しかも発行済み株式の一部が流通するに留まっている。時価総額上位20社の株式市場における流通株式は発行済み株式のおよそ40%程度と推計されている。そもそも多くのファミリー企業は株式の上場、公開を嫌うと言われる。その理由は上場した場合に情報公開を迫られるなど、規制を受けることである。インドネシアのファミリー企業では通常3つの財務諸表(オーナー用、税務用、銀行用)が存在すると言われており、財務状況等の透明性は極めて低い。当局は上場を奨励するために、上場企業に税制優遇措置を付与するなどの政策を検討しているが、企業構造や企業文化からして、現状が急速に変化するものとは予想し難い(注3)。

(図表4) 時価総額の業種別シェア (2008年)



(出所) IDX

(図表5) 売買高の業種別シェア (2008年)



(出所) IDX

こうした状況では取引対象となる銘柄は限定され、50銘柄で取引量の8割、取引高の9割を占める構造にある。また外国人投資家による投資対象は現状40銘柄程度と言われ、投資対象が限られているのが実態である。

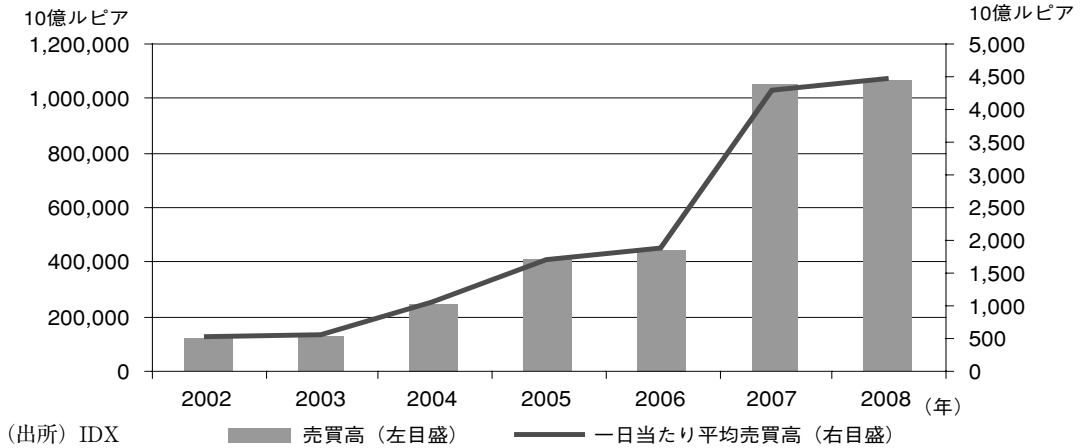
産業別の時価総額並びに売買高のシェアを見ると、資源国であり、且つ銀行部門の大きいインドネシアの特徴を反映し、鉱業、金融業、インフラ関連が大きなシェアを占める(図表4、5)。多くの人口を抱える国内市場関連の消費財産業(食品、医薬品、化粧品等)、その他産業(機械、重電、電気、繊維等)のシェアは相対的に低く、産業の育成が進んでいない状況も窺われる。

(2) 外国人投資家が大きな存在感を持つインドネシア株式市場

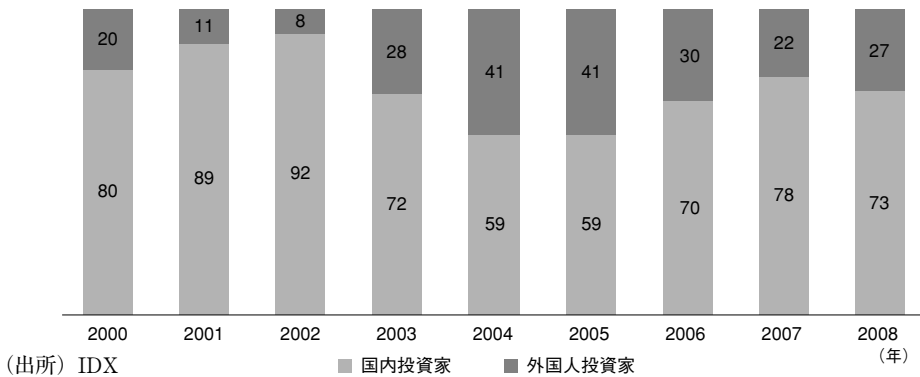
IDXにおける売買高は順調に増加を見せている。年間売買高は2002年の121兆ルピアから2008年には1,064兆ルピアへ、一日平均では4,930億ルピアから3兆2,827億ルピアへと増加している(図表6)。

投資家の動向を見ると、大まかに言って、外国人投資家が3割、国内投資家が7割を占める(図表7)。外国人投資家のおよそ90%が機関投資家であり、IDXによれば欧米、香港、シンガポールからの長期投資が比較的多く、日本からの投資は減少傾向とのことである。因みにIMFのデータからインドネシアへの株式投資を見ると、2007年には米国からの投資が50%、英国が22%と米英2か国で70%以上を占め、シンガポールが第3位でシェア

(図表6) インドネシア証券取引所売買高の推移



(図表7) 売買高の投資家別シェア (%)

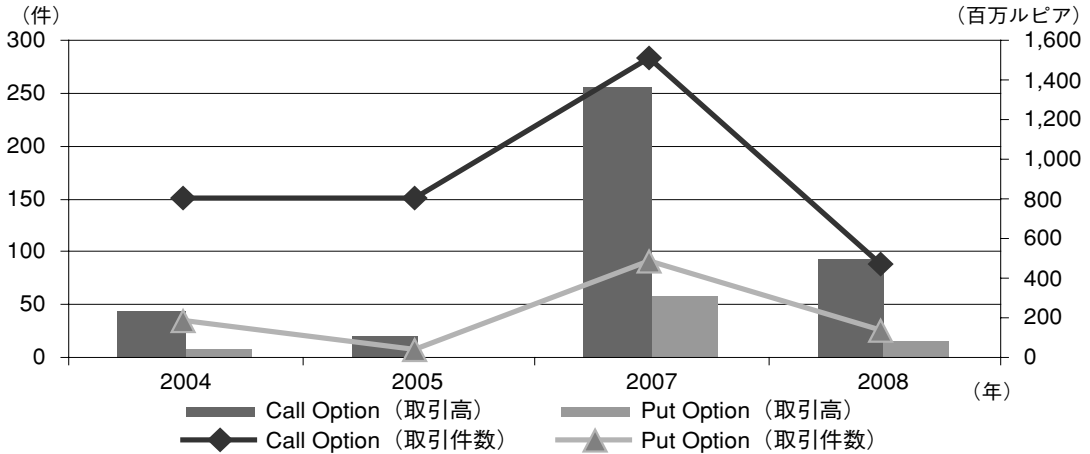


7.5%、日本は第4位であるがシェアは3%に過ぎない。なお、外国人投資家の取引が多いことを反映して、株式ブローカーのトップ10は外資である。

一方、国内投資家は半分が年金、保険、投資信託であり、残り半分が個人投資家である。人口の10% (2,400万人) に投資余力があると推定されるが、実際に株式を保有しているのは約500万人程度とも言われる。広い国土

に対応したオンライン取引 (遠隔取引) の導入、投資家教育の推進など国内投資家の育成が進められているが、未だ効果は上がっていない。株式市場の歴史が浅いこと、高金利が長く続き銀行預金で資産を増やせる環境にあったことなどが国内投資家の育成が進まなかった要因とされるが、これらに加えて、インドネシアは富裕層と貧困層に分かれており、新たな投資家として期待される中間層が少な

(図表 8) 株式オプション取引の推移



注：取引件数は左目盛、取引高は右目盛。

2006年はN.A.

(出所) IDX

い点も指摘できよう。またIDXによれば、富裕層の投資は自国市場や自国通貨（インドネシア・ルピア）への信頼感が低いため、隣国であるシンガポールに流出しているとのことである。

(3) デリバティブ取引

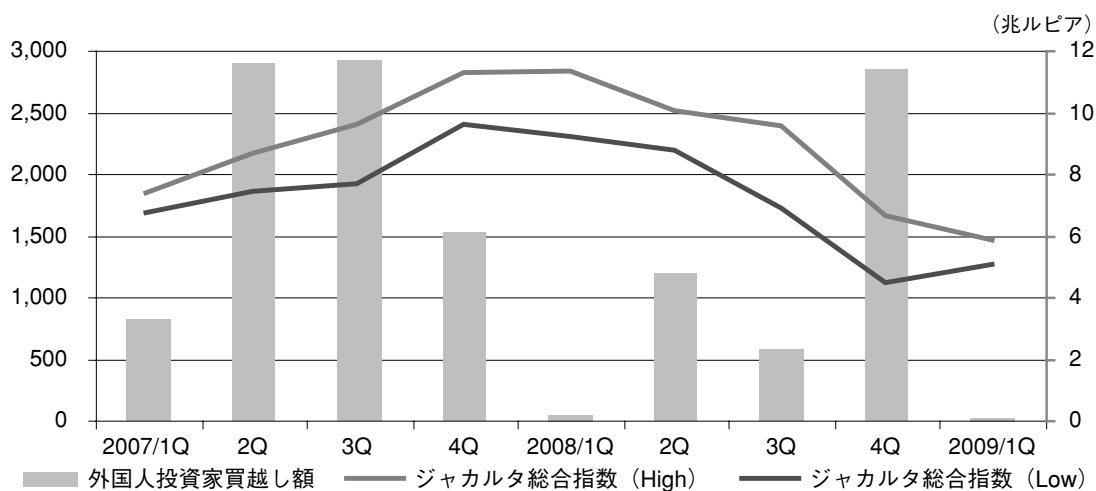
インドネシア証券取引所におけるデリバティブ取引には、個別株オプション取引、LQ45指数先物取引（LQ45 Futures, Mini LQ Futures, LQ45 Futures Periodic）、Japan Futuresがある（注4）。いずれも小規模であり、市場の成長もあまり見られない（個別株オプション取引については、図表8）。また、ETFは2銘柄が上場されているのみである。ETFについては未だ投資家の関心は薄い。

4. インドネシア株式投資の問題点と投資規制

(1) 金融危機とインドネシア株式市場

インドネシア株式市場はインドネシア経済の特徴（資源経済等）から他のアジア株式市場との相関が低いと言われる。インドネシア経済の先行きに関する楽観的見方から2008年1月9日には、ジャカルタ総合指数（Jakarta Composite Index）は2,830.263の史上最高値を付けた。しかしその後、2008年9月には、世界金融危機の影響を逃れることができず、他市場と同様に株価は急落を見せ、これを受けて2008年10月8～10日の3日間に亘りインドネシア証券取引所の取引は停止された。

(図表 9) ジャカルタ総合指数と外国人投資家買越し額の推移



注：株価指数は左目盛、買越し額は右目盛。

(出所) IDX

取引停止に加えて、自動注文拒否システムの価格制限の引下げ、空売り規制などの対応策が功を奏し、インドネシア株式市場は他市場に比べて、早期に回復を見せることになった。2008年末のジャカルタ総合指数は1,355.41と、2008年10月の最安値から21.96%の上昇を見せた。

2007年以降のジャカルタ総合指数と外国人投資家の買越し額の推移を見たのが(図表9)である。世界金融危機の悪化にもかかわらず、外国人投資家は2008年第4四半期には大きな買越しを記録しており、期間中に売越しに転じた月もあるが、四半期累積ベースで外国人投資家が売越しに転じたことはない。因みに外国人投資家の保有高は2007年12月の4,223億9,000万株から、2008年12月には5,352億8,000万株へと26.73%の増加を記録した。

前述したように国内投資家層が薄いこともあって、外国人投資家が市場を下支えしており、外国人投資家は比較的長期投資の傾向があることから、株価下落時にも買いが入る市場であると言えよう(注5)。

(2) 通貨リスクを常に抱える インドネシア株式市場

比較的安定しているようにも見えるインドネシア株式市場であるが、一方で通貨ルピアの下落リスクを常に抱える市場でもある。インドネシア政府は、市場介入(2008年10月)、為替取引報告の強化(2008年11月)などの通貨防衛策も実施したが、その効果は限定的なものに過ぎなかった。外国からのインドネシア株式投資では、株価の動向も然ることながら、むしろルピア相場の動向が投資収益に

与える影響が大きい。

このため外国人投資家によるインドネシア株式投資は、短期的な売買による収益増加ではなく、インドネシア経済の成長を期待した長期投資の傾向が強くなっているものと見られる。

(3) 取引規制等

外国人投資家、すなわち非居住者のインドネシア株式投資に関しては、特に制限はない。外国人投資家も国内投資家と同様に取引が可能である。外国資金の流入により市場の拡大が実現してきたため、外国人投資家の受入れに関しては政府も積極的なスタンスを示している。

1997年9月には上場株式への外国人保有制限がほぼ撤廃され、銀行や放送会社などを除いては100%の株式保有が可能になっている。インドネシア株式市場の主要銘柄である銀行に関しては、外国人投資家は99%までの株式保有が認められる。銀行は株式の99%までの上場が可能で、残り1%はインドネシア国民ないしは国内企業の所有でなければならない。

なお、利益の本国送金については、インドネシア・ルピア以外の外国通貨で行わなければならない。

また、企業のコーポレートガバナンス、情報開示、投資家保護などに関しては、主に証券市場法で規制されている。法制自体は先進国と類似のものが整備されているが、運用面で問題を抱えている。法令違反に対しては

事実上、罰金以上の刑罰が科されることは稀であり、決算書の信頼性、情報開示の正確性などにも問題が指摘されている。

さらに、税金の還付請求が必要となる場合などでは、税務当局の事務処理能力の乏しさ、賄賂の要求など、多くの問題点が指摘されており、投資に当たって注意すべき事項であろう。

最後にインドネシアにおける監督規制の枠組みについて付言しておく。インドネシアの規制監督体制は脆弱であると評価されており、政府は規制監督体制の改革を進めている。2005年末までは資本市場の規制監督のみを行っていた資本市場監督庁（Bapepam）は、2006年初頭に財務省金融総局と統合し、Bapepam-LKとなり、年金基金、保険会社、ベンチャーキャピタル、ノンバンク、信用保証に係る規制監督業務も行うようになった。さらに2010年末までに、Bapepam-LKを母体とし、新たに金融庁（OJK：Otritas Jasa Keuangan）を創設し、現在はインドネシア銀行にある銀行監督権限も移管する計画である。規制監督機関を一元化することによって、規制監督の効率化、能力の向上、強化を目指すものであるが、金融監督等を担う人材の育成が金融市場の拡大とともに喫緊の課題に浮上している。

インドネシアの株式市場は発展が緒に着いたばかりであり、解決されるべき基本的な課題を多く抱えている。しかしインドネシア経

済は今後の成長が期待されており、魅力のある投資先であることも確かである。インドネシア株については、その他アジア諸国の株式との連動性が比較的強く、投資分散の観点からも評価されるが、一方で企業の財務状況の透明性、市場流動性、ルピア相場など投資リスクは高い。先進国からの投資流入で見られるように、長期的な投資対象として捉えるべきであろう。

2009年1月には米国の資産運用会社（Van Eck Global）がインドネシア証券取引所上場25銘柄で構成されるMarket Vectors Indonesia Index ETF (IDX)をニューヨーク証券取引所Arcaに上場した。個別株式投資のリスクを回避しつつ、インドネシア投資を行う一手段として注目されるものであろう。

(注1) 商品先物取引等に関しては、2009年12月に開業したジャカルタ先物取引所（BBJ）がある。加えて2009年6月に、先物取引管理庁（Bappebti）は国内2番目となるインドネシア商品・デリバ

ティブ取引所（BKDI）の事業認可を交付した。BKDIはパーム粗油（CPO）と金の先物取引から開業する予定。

(注2) 本稿並びに図表の係数はIDXの統計資料から入手できる。統計資料には、“IDX FACT BOOK”、“IDX MONTHLY / QUARTERLY STATISTICS”などがある。いずれも <http://www.idx.co.id/> からアクセス可能である。

(注3) IDXは、外国の資源会社や国有企業の上場を促すことで、取引所の時価総額を倍増させることを目標としている。しかしIDXも、上場の実現は政府の支援にかかっていると述べている。

(注4) Mini LQ FuturesはLQ45 Futuresの乗数を小さくしたもので、LQ45 Futures PeriodicはLQ45先物で商品として期日が定められたもの（2営業日後、5営業日後、2週間後の最終営業日）である。またJapan FuturesはDow Jones Japan Titan 100をベースにした先物取引で、スラバヤ証券取引所で取引されていたものである。

(注5) インドネシアの富裕層、一部企業はシンガポールの関係企業に利益をプールして、シンガポールから外国人投資家として自国株式投資を行っているとも指摘される。

〈コラム〉

「インドネシア取引所が新取引システム「JATS-NextG」を導入」

取引の電子化はインドネシアでも進展しており、インドネシア取引所でも取引高ベースで99%が電子取引となっており、立会取引は1%に過ぎない。国土の広いインドネシアでは特に電子取引の需要は強く、インターネット、携帯電話などでの注文が取引所会員のブローカーを通じて、取引システムであるJATSに入力されるという、リモートシステムが国内投資家の株式投資を促した。

インドネシア取引所はこれまでのJATSシステムを更新し、新たにJATS-NextGを2009年5月に導入した。新システムはNASDAQ OMXが開発したシステムである。新システムの導入により、投資家は株式、デリバティブ、投資信託、債券の全ての取引を1つのプラットフォームで行えるようになる。さらに取引所取扱全商品に関する情報の配信や管理も本システムで可能となる。

また、新システムは今後の取引増加にも対応したものである。旧システムが一日当たり取引注文で36万件、取引約定で20万件まで処理が可能であったのに対して、新システムではそれぞれ100万件、50万件に処理能力が引き上げられた。

なお、NASDAQ OMXはアジア太平洋地域では、12取引所に取引システムを提供している。