

■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14回 トルコの株式市場



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

有望な新興経済国としてトルコが注目されている。人口規模の大きさと所得水準の高さから考えて、トルコは中東・北アフリカ地域でも最大級の新興市場と言える。1人当たりGDPは10,000ドルを超え、BRICs諸国よりも高く、政治的な安定性、欧州・中東・アジアの中心に位置する地政学上の利点を活かして、欧州諸国からの直接投資を集め(注1)、各地域への供給地となるなど、今後の高い経済成長が見込まれる有望市場となっている。このため最近ではトルコ向け投資も活発化している。

■ 1. 拡大が期待されるトルコ株式市場

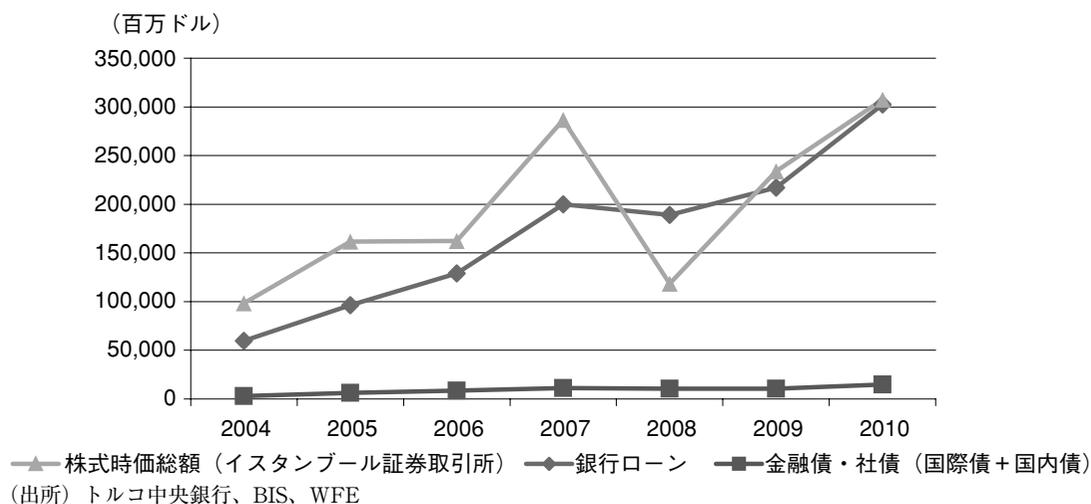
資金調達サイドから、株式時価総額、銀行ローン、債券残高の推移を見たのが(図表1)である。リーマン・ショックからの回復過程である2009年以降は、銀行ローンと株式がともに急増しており、2010年末の株式時価総額は3,075億ドルと銀行ローン残高の3,025億ドルを僅かに上回り、株式が最大の資金調達手段となった。これに対して債券(金融債・社債)の

— <目次> —

1. 拡大が期待されるトルコ株式市場
2. トルコ株式市場の動向と特徴
3. イスタンブール証券取引所における株式取引
4. 今後の課題と戦略



(図表1) 銀行ローン、債券残高、株式時価総額の推移



伸びは極めて低い。債券は海外で発行される金融債(国際債)が大半であり、社債は国内債が僅かに発行されているに過ぎない。また金融債には国内債はない。こうしたことから国内企業への資金供給は銀行ローンと株式に依存していると言える。但し、株式による資金調達が可能で企業は規模の大きな企業等に限定されており、国内経済への資金供給で銀行が担う役割は極めて大きい。

急速に拡大するトルコの株式市場であるが、株式時価総額を対GDP比で見ると、2009年は38.07%に留まっており、これはG20新興国の中では、アルゼンチンの14.82%に次いで低い19位にランクされる(図表2)。2009年にはトルコとほぼ同水準にあったインドネシアは2010年には51.01%と急上昇しており、またメキシコも43.69%に上昇している。これに対してトルコは2011年1月でも

39.13%と僅かに上昇したに過ぎず、トルコの株式市場の発展は遅れていると言える。これは株式市場の育成が進めば、今後の拡大が期待できるということでもある。

株式時価総額は株価の上昇によっても増えるものであり、時価総額の増加が全て新規株式公開(IPO)などの資金調達によるもの、すなわち真の株式市場の拡大を表すものではない。しかしトルコでは最近、IPOが増加しており、株式発行が主要な資金調達手段となっている。

イスタンブール証券取引所(Istanbul Stock Exchange、以下「ISE」)におけるIPOの推移は(図表3)の通りであり、2010年のIPOは21件、資金調達額は20億ドル強に達した。件数は2001年以降で最高となり、資金調達額でも2006年の33億ドルに次ぐ高水準となった。なお、上場企業役員協会(KoteDer)は、

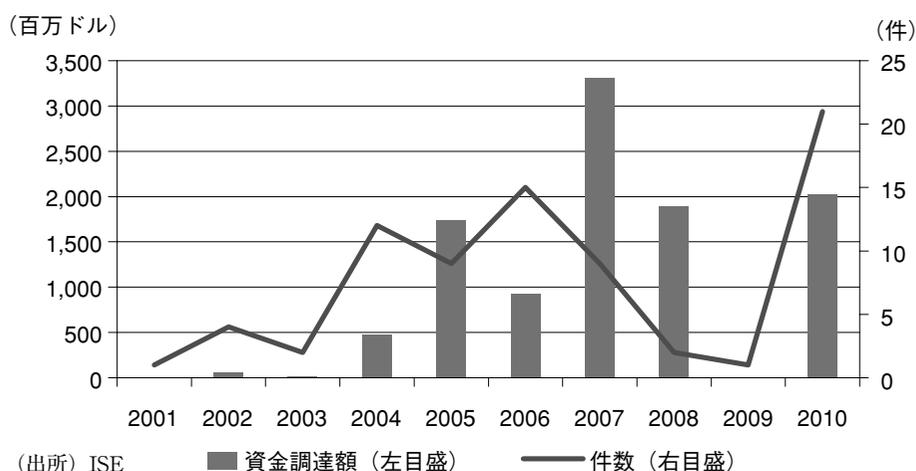
(図表 2) G20新興諸国の株式市場規模

国名	時価総額 (2010年、百万ドル)	時価総額の対GDP比 (2009年、%)	時価総額の対GDP比 (2010年、%)
トルコ	307,052	38.07	39.13
中国	4,027,840	71.60	145.94
韓国	1,091,911	100.25	—
インドネシア	360,388	39.85	51.01
サウジアラビア	353,410	85.53	—
ロシア	949,149	59.33	—
メキシコ	454,345	40.02	43.69
ブラジル	1,545,566	83.94	73.99
アルゼンチン	63,910	14.82	17.26
南アフリカ	925,007	282.59	—
オーストラリア	1,454,491	129.61	118.00

注：トルコの時価総額の対GDP比データは2011年1月。

(出所) IMF、WFE

(図表 3) イスタンブール証券取引所におけるIPOの推移

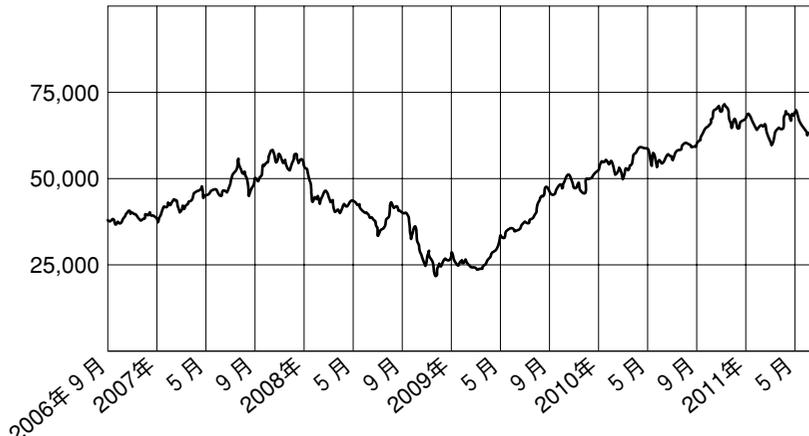


2011年のIPOによる資金調達額は150億ドル（100億トルコ・リラ）に急増するものと予測している。

また株価指数の動向を見ると、ISE100株価指数は2009年以降、上昇傾向にある（図表4）。G20新興国の株価指数と比較すると、

2010年末の前年末比の株価指数変化率は、ISE100株価指数は24.95%であり、アルゼンチン、インドネシアに次ぐ上昇率を記録している（図表5）。トルコの経済成長に相対的に高い期待が寄せられていることが窺える。

(図表4) ISE100株価指数の推移



(出所) Bloomberg

(図表5) G20新興国の株価指数変化率 (2010年末の対前年末比: %)

トルコ	24.95
ブラジル	1.04
アルゼンチン	48.84
メキシコ	-99.08
オーストラリア	-0.73
インド (ムンバイ証券取引所)	16.35
インド (ナショナル証券取引所)	14.11
インドネシア	46.13
韓国	21.88
中国 (上海証券取引所)	-14.31
中国 (深圳証券取引所)	7.45
南アフリカ	16.09

(出所) ISE

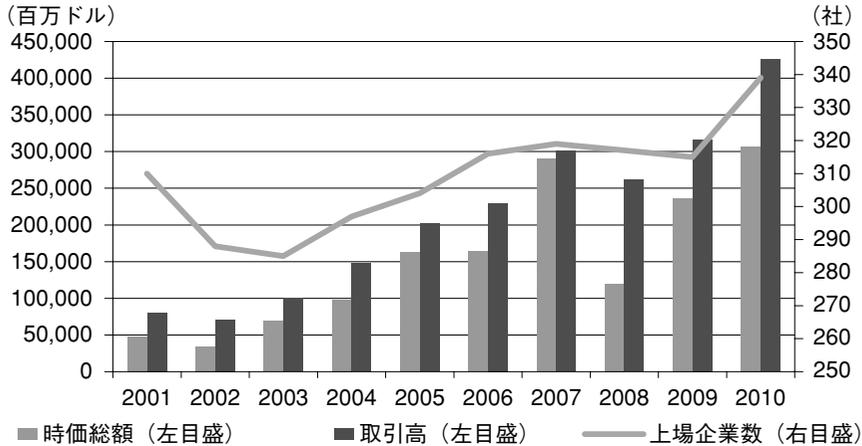
■ 2. トルコ株式市場の動向と特徴

(1) トルコ株式市場の動向

ISEの時価総額、取引高、上場企業数の推移は(図表6)の通りである(注2)。時価総額、取引高ともにリーマン・ショックを受けた

2008年を除いて、一貫して増加傾向にある。2010年末の時価総額は3,075億ドルとリーマン・ショック前の2007年末の2,900億ドルを上回り、また2010年の取引高も急増し、4,260億ドルと過去最高を記録した。上場企業数は2006年以降310社台であり変化がなかったが、2010年には339社と、これも大きく増加した。

(図表6) 時価総額等の推移



(出所) CMB

新興国の中でも好調な経済成長を続け、株式市場の拡大も期待されるトルコであるが、財閥支配の強い企業構造、金融業と製造業に大きく偏った市場構造、外国人投資家の存在感の大きさといった特徴を抱えている。

(2) 財閥が支配するトルコ企業

民間部門では財閥が大きなウェイトを占めるのがトルコ経済の特徴の1つである。コチ、サバンジュ、ドウシュ、ドアン の4財閥に加えて、多くの財閥が企業グループを形成している(図表7)。

トルコでは企業のピラミッド構造が一般的であり、企業間の株式持比率が高い。少数の一族が大多数の上場企業を支配しており、上場企業の中には、複数の種類株式を採用している企業がある。また企業が極端に高い議決権の株式を創業者に発行する場合もある。こうした

方策によって同族支配が維持されている。また支配一族は企業を所有するだけでなく、取締役役となって戦略的な指揮から日々の運営まで主要な役割を果たしているのが通例である。

一般に所有と経営の一致する途上国の同族企業では、業績が悪化しても経営者の交代が起こり難い。しかしトルコ企業の場合には、同族企業でもある程度のガバナンスが働いており、極端な業績悪化の場合には経営者が交代するケースも見られる。

(3) 金融業と製造業に大きく偏った市場構造

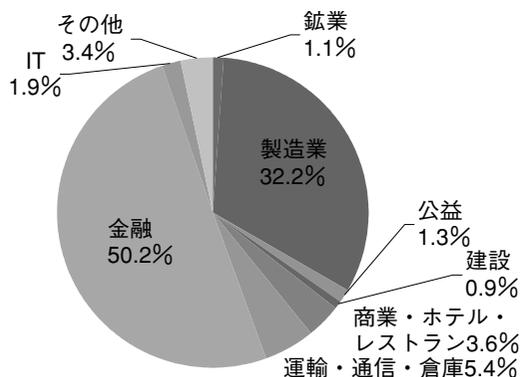
産業分野別の上場企業数を見ると、製造業が164社、金融業が115社を占めており、両部門で上場企業の82%を占めている。サービス業、建設業、運輸、通信、ITなどその他分野の上場企業は少ない。

(図表7) トルコの4大財閥

財 閥 名	総 資 産	主要ビジネス	傘下企業数 雇用者数
コチ・ホールディング Koç Holding	429億800万ドル (2008)	自動車、家電、エネルギー、銀行、金融、保険、食品、小売、教育、鉱業、IT、観光、建設等。	74社 70,750人
サバンジュ・ホールディング Sabanci Holding	666億6,800万ドル (2008)	銀行、保険、タイヤ、化学、自動車、繊維、パルプ、セメント、食品、貿易、IT、観光、タバコ等。	68社 50,000人
ドウシュ・グループ Doğus Grubu	239億4,700万ドル (2007)	銀行、金融、保険、建設、メディア、自動車、観光等。	70社 20,000人
ドアン・ホールディング Doğan Holding	106億800万トルコ・リラ (2007)	メディア、エネルギー、観光、貿易、工業、保険等。	63社 11,666人

(出所) 各種資料

(図表8) 産業分野別取引高シェア (2010年)



(出所) ISE

取引高の産業分野別シェアを見ると、金融業が50%、製造業が32%を占め、両部門のシェアは取引高でも80%を上回る(図表8)。とりわけ金融業のシェアが高いのが特徴的である。取引の集中度では上位25社で53.64%(2010年)を占めるが、上位5社は全て銀行で、この5行でシェアは24.73%と4分の1に達する。なお、時価総額では上位25社の集中度は69.61%(2010年)と約7割を占めている。

(4) 外国人投資家の存在感が

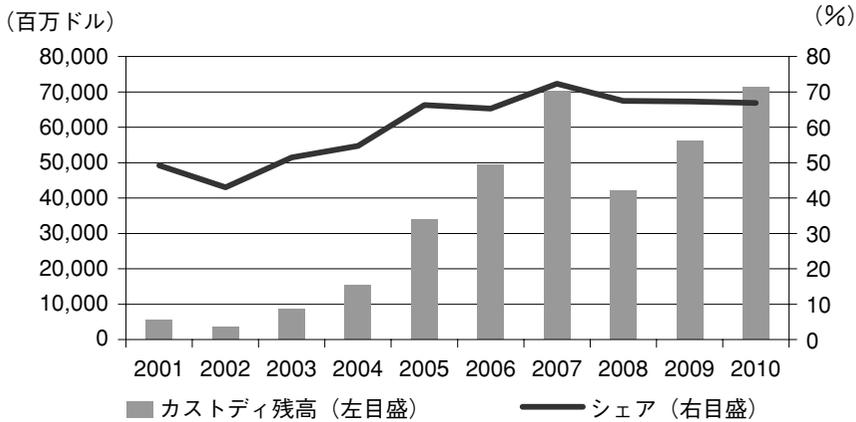
極めて大きいトルコ株式市場

カストディ残高に占める外国人投資家のシェアは2007年までは一貫して上昇し、2007年には72.3%(702億1,300万ドル)に達した(図表9)。その後、外国人投資家のシェアは低下傾向にあるが、2010年でもシェアは66.83%に上り、残高では712億6,700万ドルと過去最高の2007年を上回った。

また外国人投資家の取引高シェアは2008年には約27%に達したが、2009年以降は低下しており、2010年は約16%となった(図表10)。また外国人投資家のネット買越額は2007年に45億3,300万ドルを記録した後、2008年にはリーマン・ショックの影響を受けて29億8,800万ドルの売越しに転じたが、2009年、2010年は20億ドルを上回る買越しを記録している。

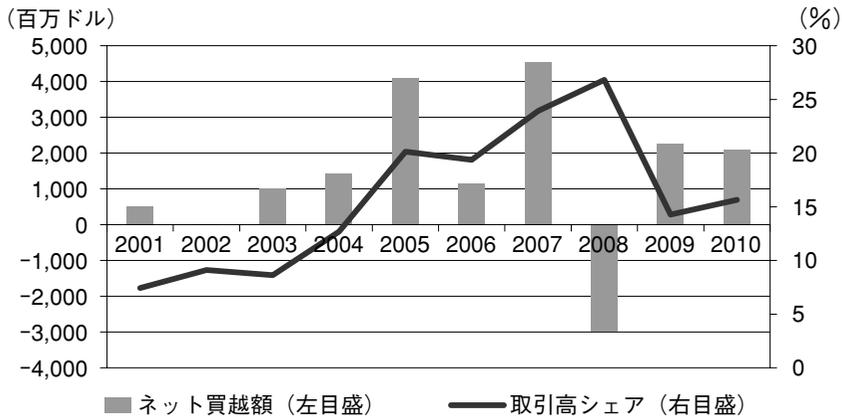
IPOでも外国人投資家は積極的に購入しており、外国人投資家のIPO購入シェアは2006年53%、2007年68%、2008年61%と過半を占めていた。しかし2010年は10月までのIPOで

(図表 9) 外国人投資家のカストディ残高の推移



(出所) CMB

(図表10) 外国人投資家のネット買越額と取引高シェアの推移



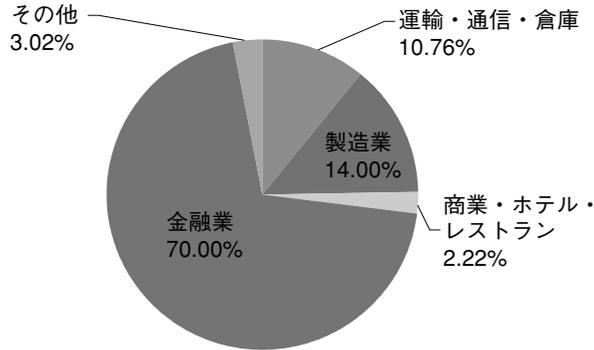
(出所) ISE

外国人投資家の購入シェアは30%に留まっている。なお、2009年はIPOが1件のみで、外国人投資家の購入はなかった。

外国人投資家の産業分野別の投資対象を見ると、取引高ベースで金融業が70%、製造業が14%を占める(2010年)。外国人投資家のトルコ株投資は大半が銀行株となっている(図表11)。

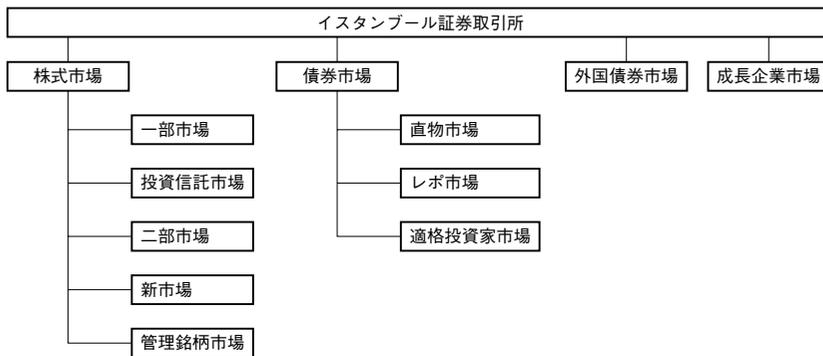
なお、トルコでは国内機関投資家は育成が進んでおらず、小規模なものに過ぎない。

(図表11) 外国人投資家の産業部門別取引高シェア (2010年)



(出所) ISE

(図表12) イスタンブール証券取引所の市場構成



(出所) ISE

■ 3. イスタンブール証券取引所における株式取引

ISEにおける株式市場は(図表12)の通り、一部市場、投資信託市場(株式投信、不動産投信、ワラント、ETF)、二部市場、新市場(通信、情報システム、電子、インターネット、コンピューター関連、メディアなどの技術系

企業市場)、管理銘柄市場の5市場に分類される。2010年末で、一部市場では241銘柄、二部市場では31銘柄、新市場では2銘柄、管理銘柄市場では11銘柄が取引されている。

一部市場は大企業、二部市場は中小企業が上場しているが、流動性を確保するため、一部上場企業でも当該企業の1日平均取引高が全体の1日平均取引高の1%以下、あるいは1日平均取引件数が全体の1日平均取引件数の

(図表13) イスタンブール証券取引所の取引時間

一部市場 投資信託市場 二部市場 新市場	前場		9:30~12:30
	オープニング・セッション		9:30~9:50
	注文回送セッション (Call Phase)		9:30~9:45
	価格決定セッション (Price Determination Phase)		9:45~9:50
	連続オークション		9:50~12:30
一部市場 投資信託市場 二部市場 新市場 管理銘柄市場	単一価格オークション		9:50~12:30
	注文回送セッション		9:50~12:25
	価格決定セッション		12:25~12:30
	後場		14:00~17:30
	オープニング・セッション		14:00~14:20
注文回送セッション		14:00~14:15	
価格決定セッション		14:15~14:20	
連続オークション		14:20~17:30	
単一価格オークション		14:20~17:30	
注文回送セッション		14:20~17:25	
価格決定セッション		17:25~17:30	
卸売市場			11:00~12:30

(出所) ISE

4%以下となった場合には、二部市場へ降格される。この基準を満たしているか否かは四半期毎に評価される。

また成長企業市場は潜在的な成長可能性の高い中小企業向けに、ISEへの上場基準は満たさないが資本市場委員会への登録によって上場と同様の資金調達の手続きを与えるもので、収益状況、操業年数、資本、時価総額などの基準は設けられていない。2010年第4四半期に創設された新しい市場である。

対象銘柄別による市場の他に、卸売市場 (Wholesale Market) が別途設けられている。卸売市場は大量売買の市場であり、株式追加発行、国営企業の民営化なども卸売市場で株式が売却される。

ISEの取引は月～金曜日で、取引時間は(図表13)の通りである。注文回送セッション

は注文が集められるセッションで、同セッション時間中は新規注文が回送され、マッチングはなされず、回送した注文の修正や取消しが可能である。価格決定セッションでは、新規注文の回送、注文の修正や取消しは不可能となり、成約高が最大となるようにシステムが価格を決定する。

2010年7月23日の資本市場委員会の決定により、ISEで取引される銘柄は2010年10月1日からA、B、Cの3つのグループ分けが実施された。グループ分けのカテゴリーは(図表14)の通りであり、主要銘柄はAグループに分類される。またグループによって取引タイプが決められており、A、Bグループは連続オークション方式による取引が行われるが、Cグループは単一価格によるオークション方式となる。

(図表14) ISE取引銘柄のグループ分け (株式に関してのみ)

グループ	カテゴリー	取引タイプ
A	B、Cグループ以外の株式	連続オークション
B	<ul style="list-style-type: none"> ・流動株式時価総額が1,000万トルコ・リラ未満且つ流動株式数が1,000万株未満。 ・流動株式時価総額が4,500万トルコ・リラ未満且つ流動株式比率が5%未満。 	連続オークション
C	<ul style="list-style-type: none"> ・管理銘柄市場株式。 ・流動株式数が25万株未満。 	単一価格オークション

(出所) ISE

取引には電子取引システムが導入されており、自動注文回送システムを利用して注文を回送する場合には匿名での注文となり、成約後も注文主が公表されることはない。注文は価格・時間優先方式でマッチングがなされる。

また注文方法には、価格と数量を指定するLimit Order^(注3)、価格と数量を指定し、全量一括の成約を求めるImmediate or Cancel Order、価格のみを指定するSpecial Limit Price Order、当該日を通じて有効なGood-Till-Date Orderなどがある。

決済はT+2ベースで、ISE Settlement and Custody Bank Inc. (Takasbank) にて実施される。

■ 4. 今後の課題と戦略

(1) 外国人投資家に対する規制

1989年8月の法令No.32によって、外国人投資家のトルコ証券投資に対する全ての規制が廃止され、外国人投資家（個人投資家、機関投資家）は自由に売買が可能となっている。但し、売買に際してはトルコの仲介機関を利用することが義務付けられている。

また外国人投資家はISEデリバティブ市場で為替リスクをヘッジすることも可能である。好調な経済を反映して、外国からトルコへの投資資金の流入は増加しており、トルコ・リラ高が進んでいる。一方でトルコ経済の構造的な問題点である経常収支赤字額は増加しており、トルコ・リラの割高感が高まっており、通貨調整が懸念される状況になっている。

(2) ISEの今後の戦略

銀行融資への過度の依存を減じるために株式市場の育成が目指されており、上場企業の増加や投資信託の発展支援が優先課題として挙げられている。またデリバティブ市場の拡大、商品取引所の設立なども目標に掲げられている。国際機関との戦略的な協調を進め、国際基準に沿った法制度の整備を進めることで5年以内にイスタンブールを地域の金融市場のハブとすることが目指されている。

しかし国際金融市場として脱皮するためには、国内機関投資家の育成、企業構造の偏りや財閥支配の是正など、トルコ特有の問題点の解決も期待されよう。

(注1) トルコへは日本企業も数多く進出しており、トヨタはトルコにおける最大の外国企業となっている。

(注2) トルコ株式市場に関するデータは次のサイトから取得できる。

イスタンブール証券取引所：

<http://www.ise.org/Home.aspx>

トルコ資本市場委員会：

<http://www.cmb.gov.tr/>

トルコ中央銀行：

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/eng/index.html>

(注3) Limit Orderでは全量一括の成約が前提ではなく、マッチした価格分が成約され、残りの数量の注文は引き続き残る。

