

# 月刊 資本市場

10 Oct.  
2012  
No. 326

## ■コラム——■

### 新興国バブルの崩壊過程が始まったのか？

—新興国を巡る4つの仮説

## ■新興国特集——■

### 問われる新興国の世界経済牽引力

#### 低迷する中国経済

—難局打開のカギとなる市場化改革の深化

#### 中国証券当局による個人投資家離れ対策

## ■連載——■

### アジア／G20株式市場のいま

—総括編

## ■レポート——■

### 情報技術系スタートアップ企業の起業支援モデルとベンチャーファイナンス実務の進化

#### 金融システム安定化に会計士は貢献可能か

所得税増税の前に既得権益を見直し増収を図れ／進展をみせるシステム上重要なノンバンク  
金融会社の認定作業／HFTを巡る議論、活発化／日銀を後追いつけるFRBの緩和策／追加緩和  
効果続かず／相次ぐ緩和、マネーは踊らず

■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13回 サウジアラビアの株式市場



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

「アジア株式市場のいま」に続き、今回から先進諸国、アジア諸国を除いたG20諸国の株式市場（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）を紹介していく。いずれの国の株式市場もあまり紹介されることがなく、また参考図書等もほとんどない。そこで本連載では株式市場や株式取引の特徴、証券取引所の概要など各国株式市場の全体像を把握できるような構成を心掛けていく。第1回はサウジアラビアの株式市場を取り上げる。

### ■ 1. 中東湾岸諸国におけるサウジアラビア株式市場の位置付け

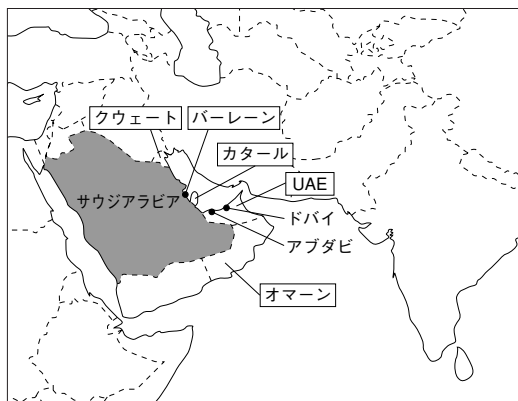
サウジアラビアの株式市場に入る前に、中東湾岸諸国全体の株式市場を概観し、そのなかでのサウジアラビア株式市場の位置付け、特徴を確認したい。その後、より詳しくサウジアラビアの株式市場を見ていくことにする。

中東湾岸諸国（サウジアラビア、アラブ首長国連邦（以下「UAE」）、クウェート、バーレーン、カタール、オマーン）の株式市場には次のような特徴がある。

- 歴史が浅く発展途上である。
  - 株式市場の規模は小さく、流通株比率が低い。
  - 機関投資家が育成されておらず、個人投資家中心の市場であり、株価の変動性が高い。
  - 政府投資ファンド等の株式保有比率が高い。
- 以下、それぞれの特徴について見ていく。

#### —〈目次〉—

1. 中東湾岸諸国におけるサウジアラビア株式市場の位置付け
2. サウジアラビアの株式市場
3. 地域市場構築に向けての動き



(図表1) 中東湾岸株式市場概要

国名	取引所名	時価総額	時価総額の 地域シェア	時価総額の 対GDP比率	上場企業数	流通株式の 対時価総額比率	取引高	取引高の 地域シェア	1日平均 取引高
		(百万ドル) 2010年末	(%) 2010年末	(%) 2010年3月末	(社) 2010年末	(%) 2010年3月末	(百万ドル) 2010年第4四半期	(%) 2010年第4四半期	(百万ドル) 2010年第4四半期
サウジアラビア	Saudi Stock Exchange	353,400	45.83	74	146	42	45,461	67.08	757.7
UAE	Abu Dhabi Securities Market	77,081	10.00	43	64	56	2,517	3.71	42.7
	Dubai Financial Market	54,692	7.09		65		3,249	4.79	55.1
クウェート	Kuwait Stock Exchange	113,883	14.77	68	214	56	9,537	14.07	151.4
バーレーン	Bahrain Stock Exchange	20,060	2.60	101	49	54	61	0.09	1.0
カタール	Qatar Exchange	123,641	16.04	107	43	-	6,004	8.86	100.1
オマーン	Muscat Securities Market	28,309	3.67	36	119	48	947	1.40	17.2
合計		771,066	100.00	-	700	-	67,776	100.00	-

(出所) Arab Monetary Fund等

### (1) 歴史の浅い中東湾岸株式市場

中東湾岸諸国は建国が比較的最近のことであり(注1)、したがって株式市場の歴史も浅い。中東湾岸諸国でもっとも古い株式市場はクウェートで、クウェート証券取引所の設立は1962年である。中東の金融センターであるバーレーン証券取引所の設立が1987年とこれに続く。オマーンのマスカット証券市場は1988年、カタールのドーハ証券市場(現カタール取引所)は1997年の設立で、UAEのドバイ、アブダビの両取引所は2000年に取引を開始している。

サウジアラビアでは最初の株式会社が1930年代半に誕生した後(注2)、株式市場はインフォーマルな市場として存在していた。1984年に財務・経済省、商務省、サウジアラビア通貨庁(中央銀行)が規制市場を創設し、店

頭取引が開始された(注3)。しかし証券取引所の設立はこれより23年も後のことになり、一般にTadawulと呼ばれるサウジ証券取引所(The Saudi Stock Exchange (Tadawul) Company)は資本市場法(Capital Market Law)第20条に基づいて2007年3月に設立された。

### (2) 規模の小さい中東湾岸株式市場

中東湾岸株式市場は2002年以降、急速な拡大を見せた。これは通信セクターをはじめ民営化が成功したことなどによる。2010年末の地域合計時価総額は7,711億ドルとなったが、これはNYSEユーロネクスト(米国)の5.7%、東京証券取引所の5分の1の規模に過ぎず、アジアの市場では台湾証券取引所(8,185億ドル)を少し下回る(図表1)。

(図表2) サウジアラビア、クウェート、ドバイの投資家構成 (2010年4月、シェア%)

	サウジアラビア	クウェート	ドバイ
個人	91	71	80
銀行・企業	5	21	20
機関投資家	4	8	0.32
自国民	95	92	55
中東湾岸諸国民	2	3	6
その他外国人	3	5	38

(出所) NCB Capital

対GDP比で見ると、中東湾岸株式市場の時価総額は60%程度であるが、カタール(110%)、バーレーン(86%)が相対的に大きいものに対して、UAE(43%)、オマーン(36%)は経済規模の半分に満たないなど国による格差が大きい。

上場企業数は中東湾岸株式市場全体で700社であるが、流通株式は時価総額の半分程度に過ぎない。この比率は欧州の約7割、米国の9割に比較して低いものであり、インド、中国といった新興市場とほぼ並ぶ水準である。また取引高は2010年第4四半期で678億ドルとアジア新興国と比較してもかなり低い水準に留まる。

こうした中東湾岸株式市場において、サウジアラビアの株式市場は時価総額で46%、取引高では67%と圧倒的なシェアを占める。

### (3) 投資家の構成から見た中東湾岸株式市場

中東湾岸株式市場の投資家構成を見ると、個人投資家のシェアが圧倒的に高い(図表2)。個人投資家のシェアは7~9割超に上っており、特にサウジアラビアでは個人投資家のシェアが91%を占める。機関投資家の育成は遅れており、ドバイでは機関投資家のシェアは0.32%と1%に満たない。但し、社会保険や年金といった先進諸国では機関投資家に分類される基金は、後述のように政府投資ファンドの1つとして国営企業等の株式を保有している。これは投資家というよりも、政府の方針に基づいて当該企業を所有しているのが実態であり、このため取引可能な流動株の比率が低下する。

また外国人による株式投資はドバイなどを除いて極めて少ない。後述するように外国人によるサウジアラビア株式市場への投資は厳しく制限されており、中東湾岸諸国民以外の外国人のシェアは3%に過ぎない(注4)。

(図表3) 政府投資ファンド・国営企業による株式保有状況 (2010年7月5日)

国名	政府投資ファンド等の数	政府投資ファンド等の保有社数	投資額：A (百万ドル)	地場市場の時価総額：B (百万ドル)	市場シェア： A/B (%)
サウジアラビア	10	47	109,718	314,556	35
UAE	10	29	28,255	97,247	29
カタール	8	18	26,001	97,746	27
クウェート	10	42	11,717	90,871	13
バーレーン	9	20	3,518	16,386	21
オマーン	14	23	2,735	16,737	16
中東湾岸諸国合計	51	179	181,994	633,544	29

(出所) Kuwait Financial Centre “Markaz”

機関投資家が育成されておらず、外国人投資家の投資も限られ、個人投資家が圧倒的なシェアを持つ市場では、売り買いが一方に傾きやすく、株価の変動性が高くなる。サウジアラビアでの株価急騰、暴落に関しては後述するが、地域最大の株式市場であるサウジアラビアの動向は、アブダビ、ドバイ、カタールなどの中東湾岸他国にも波及し、中東湾岸諸国の株価動向は地域で同じパターンを辿る結果になっている。

#### (4) 政府投資ファンド等の存在感が大きい中東湾岸株式市場

中東湾岸諸国では政府が株式市場の主要な参加者となっており、100%政府所有、あるいは実質的に政府所有の政府投資ファンドや国営企業が、2010年7月5日時点で約1,820億ドルの株式を保有している(図表3)。中東湾岸諸国全体ではこうした政府投資ファンド等

が51機関存在し、179社の上場企業の株式を保有している。時価総額におけるシェアは約30%に上る。

中東湾岸諸国の中でも特にサウジアラビアの政府投資ファンド等の市場シェアが高い。10機関で約1,100億ドルの株式を保有しており、また10機関の中でも公共投資基金(Public Investment Fund)が10機関による投資額の65%超のシェアを占める圧倒的な地位にある(図表4)。公共投資基金は上場企業18社の株式を保有しているが、10機関の1つであるサウジ基礎産業公社(Saudi Basic Industries Corporation)の株式70%を保有するなど、10機関の中でも出資関係が存在する構造にもある。政府投資ファンド等が所有する主な企業は(図表5)の通りであり、基幹産業を政府が保有する姿が窺える。また王族や財閥一族も主な投資家に名を連ねている(図表6)。王族等による投資はその実態が公表

(図表 4) サウジアラビアの政府投資ファンド等 (2010年 7月 5日)

機関名	投資企業数	投資額 (百万ドル)
Public Investment Fund	18	71,874
General Organization for Social Insurance	29	17,768
Saudi Basic Industries Corporation	3	9,392
Public Pension Agency	17	5,962
Saudi Arabian Oil Company	2	3,384
Saudi Arabian Monetary Agency	1	715
National Commercial Bank	3	322
Gulf Investment Corporation	2	249
The Arab Investment Company	1	35
Islamic Development Bank	1	18
合 計	47	109,718

(出所) Kuwait Financial Centre “Markaz”

(図表 5) サウジアラビアの政府投資ファンド等の主な出資先 (2010年 7月 5日)

会社名	政府投資ファンド等の 持株比率 (%)	時価総額 (百万ドル)	政府投資ファンド等の 保有額 (百万ドル)
Saudi Arabian Basic Industries Corp.	70.00	67,605	47,324
Saudi Telecom Company	77.00	19,628	15,114
Samba Financial Group	34.30	13,261	4,549
Riyad Bank	43.30	11,001	4,763
Saudi Arabian Fertilizer Company	59.49	9,051	5,384

(出所) Kuwait Financial Centre “Markaz”

(図表 6) サウジアラビアの主な王族・財閥投資家  
(投資額10億ドル超、2010年 7月 31日)

投資家名	投資額 (百万ドル)	出資比率 5%超 の企業数
Prince AlWaleed Talal Abdul Aziz Al Saud	7,604	1
Sulaiman Abdul Aziz Saleh Al Rajhi	6,783	4
Saleh Abdul Aziz Saleh Al Rajhi	4,695	3
Mohammed Ibrahim Mohammed Al Essa	2,334	5
Abdullah Abdul Aziz Saleh Al Rajhi	2,048	5
Prince Sultan Mohammed Saud AlKabeer Al Saud	1,899	2
Rashid Al Abdul Rahman Al Rashid & Sons	1,832	3

(出所) NCB CAPITAL

されない。サウジアラビアでは王族・富豪が保有する資産額は政府投資ファンドを上回るとの推計もあり、対外資産にも活発な投資を行っている。個人投資ファンド等を通じて投資を行っているケースが多く、投資家として名前が出て来ないケースが大半と見られる。このため（図表6）は表に出ているほんの一部に過ぎないものと想像される。

（注1） 建国（あるいは保護領からの独立）はサウジアラビア1932年、オマーン1951年、UAE1971年、クウェート1961年、バーレーン1971年、カタール1971年。もっとも古いサウジアラビアでも建国後、未だ80年程度しか経っていない。

（注2） サウジアラビアで最初の株式会社としてArab Automobile社が設立された。

（注3） 1984年には商業銀行によってThe Saudi Share Registration Company（SSRC）が設立された。SSRCは中央登録機関であり、全ての株式取引の清算、決済機能を提供した。

（注4） UAEでは外国人による投資可能な銘柄は137銘柄中99銘柄であり（2010年4月）、出資比率上限は49%とされている。クウェート、バーレーンでも外国人保有比率の上限は49%であるが、カタールは25%と上限は低く、オマーンは70%と逆に高い。またバーレーンでは外国人1人で1社の株式の1%以上を取得することはできない。

## ■ 2. サウジアラビアの株式市場

### （1） サウジアラビア株式市場の概要

これまで見たようにサウジアラビアの株式市場は中東湾岸地域では相対的に歴史は古く、圧倒的な市場規模を誇るが、未だ発展途上であると言える。（図表7）に見る通り、資金調達では銀行融資に依存する比率が高く、株式市場からの調達は限定的である。ここ10年の時価総額と取引高の推移を見ても、2000年代半にかけて増加した後、時価総額は停滞し、取引高は減少傾向にある（図表8）。

サウジアラビアでの株式取引はサウジ証券取引所（Tadawul）に集中化されており、Tadawulがサウジアラビアで唯一の証券取引所である。2007年のTadawul設立以前には株式取引はSaudi Arabia Electronic Securities Information System（ESIS）で行われており、ESISは中央銀行であるサウジアラビア通貨庁（SAMA：Saudi Arabian Monetary Agency）が運営していた。ESISは1990年に導入され、取引から清算、決済まで完全電子化された世界初の電子取引市場を提供していた。Tadawulは2001年10月に新システムを導入し、さらに2007年10月にはNASDAQ OMXが提供する新たなシステムを導入した。

2003年まではSAMAが株式市場の監督責任を負っていたが、2003年6月に資本市場法に基づいて資本市場監督庁（CMA：Capital Market Authority）が設立され（注5）、同年



(図表7) サウジアラビアにおける資金調達動向

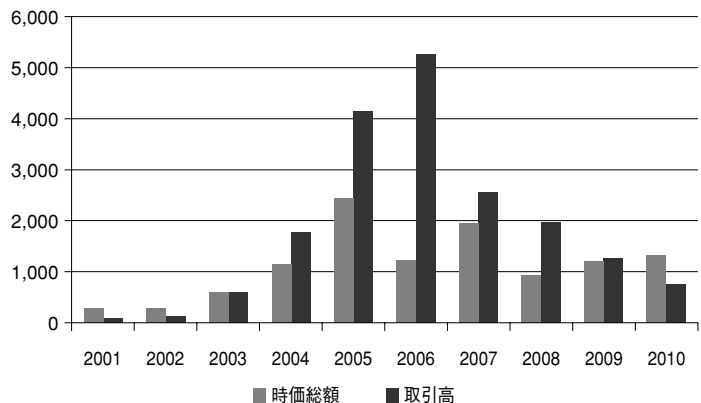
(10億ドル)

調達手段	2009年 第1四半期	2010年 第1四半期
銀行借入	197.2	202.0
IPO	0.3	0.7
債券発行	0.2	2.3
未公開株	0.43	0.28

(出所) NCB CAPITAL

(図表8) Tadawulの時価総額、取引高推移

(10億サウジ・リアル)



(出所) Tadawul

7月からCMAがサウジアラビア株式市場、Tadawulの規制監督機関となった。CMAは唯一の資本市場監督当局として、投資家保護、市場の公正性、効率性確保のために必要な規制等の策定も行っている。

## (2) Tadawulの概要 (注6)

Tadawulは政府投資ファンドのPublic Investment Fundが全額出資する国営企業である。Tadawulでは株式の他、イスラム債券(スクーク)を含めた社債、投資信託に加え、2010年3月にはETFも上場、取引されている。

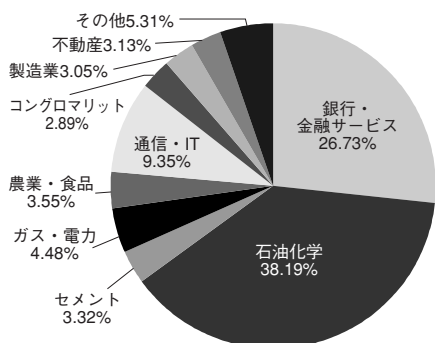
取引日は祝日を除く土曜日～水曜日 (注7)で、取引時間は株式市場が午前11時～午後3時半、債券市場が午前11時半～午後3時半である。株式はブックエントリー方式で保有され、株式取引は電子化されている。取引システムは注文主導型で、価格、時間優先の原則で

マッチングがなされる。注文はマッチングがなされるか、取り消されるまではTadawulに留まるが、注文は当日注文(当日限りの注文)、今週注文(当該週を通じての注文)、今月注文(当該月を通じての注文)、最大30日間までの日数を限った注文などが可能となっている。

株価指数としては上場全株式を対象としたTadawul All Share Index (TASI)があり、国際的な指数としては2010年10月7日にダウジョーンズ・サウジ・タイタン30指数がローンチされた。同指数は米ドル建てで主要30銘柄で構成されている。

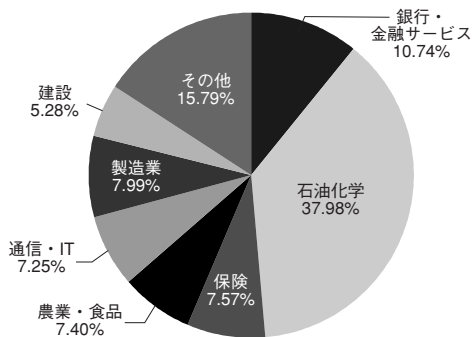
サウジアラビアでは店頭市場はなく、デリバティブ取引、証券貸借取引、証券レポ取引もない。また空売りも禁止されている。

(図表9) 時価総額の産業セクター別シェア  
(2011年3月30日)



(出所) Tadawul

(図表10) 取引高の産業セクター別シェア  
(2011年第1四半期)



(出所) Tadawul

### (3) サウジアラビア株式市場の特徴

サウジアラビア株式市場の特徴は中東湾岸株式市場共通の特徴として前述したが、産業分野別に見ると石油化学と銀行セクターが大きなシェアを占めること、投資家別に見ると前述したように個人投資家のシェアが極めて高く、このため市場の変動性が高いこと、非常に緩やかなペースであるが対外開放が進められていることの3点が特に指摘できよう。

#### ① 一部セクター・一部銘柄へ取引が集中する市場

(図表9) は時価総額の産業セクター別シェアを見たものである。石油化学と銀行・その他金融サービス（保険を除く）で約65%を占めている。石油化学のシェアが高いのは世界最大の産油国サウジアラビアの経済構造を反映したものであるが、製造業を含め、その他産業の育成が進んでおらず（すなわち経済構造の多角化が遅れている）、結果的に石油化学

に次いで銀行のシェアが高くなっている。

(図表10) は取引高の産業セクター別シェアを見たものである。ここでも石油化学が約38%と最大のシェアを占め、銀行と保険を合わせて18%、3つのセクターで56%と過半を占める。また個別銘柄毎に見れば、石油化学セクターではSaudi Basic Industries Corp.とSaudi Kayan Petrochemical Companyの2社で、取引高ベースでセクター内の58%のシェアを占めている。銀行セクターでもAlinma Bank、Al Rajhi Bankの2行で同じく約80%のシェアを占めている（図表11）。このようにサウジアラビア株式市場は一部セクター、一部銘柄に偏った市場であると言える。

その背景には投資対象となる主な銘柄が限られていることが指摘されよう。産業セクター別の1銘柄当たりの時価総額を見ると、銀行・金融サービス、石油化学、電力・ガス、通信・ITが大きく、その他産業セクターの銘柄との間には大きな格差がある（図表12）。

(図表11) 取引の多い上位5銘柄(2011年第1四半期)

	企業名	セクター	市場シェア	セクター内シェア
〈取引件数〉				
1	Saudi Basic Industries Corp.	石油化学	5.59%	25.91%
2	Mobile Telecommunications Company Saudi Arabia	通信	3.23%	50.86%
3	Saudi Kayan Petrochemical Company	石油化学	3.11%	14.43%
4	Alinma Bank	銀行	3.01%	46.33%
5	National Metal Manufacturing and Casting Co.	製造	2.12%	24.18%
	合 計		17.06%	
〈取引株数〉				
1	Alinma Bank	銀行	10.72%	81.09%
2	Mobile Telecommunications Company Saudi Arabia	通信	8.08%	65.16%
3	Saudi Kayan Petrochemical Company	石油化学	8.06%	32.17%
4	Saudi Basic Industries Corp.	石油化学	3.28%	13.10%
5	Emaar The Economic City	不動産	3.03%	38.82%
	合 計		33.17%	
〈取引高〉				
1	Saudi Basic Industries Corp.	石油化学	15.53%	40.88%
2	Saudi Kayan Petrochemical Company	石油化学	6.83%	18.00%
3	Alinma Bank	銀行	5.03%	46.80%
4	Al Rajhi Bank	銀行	3.52%	32.80%
5	Saudi Arabian Mining Company	製造	2.86%	35.85%
	合 計		33.77%	

(出所) Tadawul

このため取引は銀行と石油化学の2セクターに集中し、しかも両セクターで取引の多い前記2銘柄はセクター内で流動株数の多い2銘柄となっている(図表13)。経済構造に加え、銘柄の規模、流動株数を考えると、サウジアラビア株式市場での投資銘柄は限られてくると言える。

## ② 個人投資家が圧倒的シェアを占め、変動性の極めて高い市場

投資家構成については個人投資家のシェアが圧倒的に高いことは前述した。2011年3月の取引高ベースでも、個人投資家のシェアは85.7%と圧倒的である。取引量や取引件数で見ると、個人投資家のシェアは約90%に達する。このためサウジアラビア株式市場の変動性は

(図表12) 産業セクター別上場銘柄数

産業セクター	上場銘柄数	1銘柄当たりの時価総額 (2011年3月30日、億円)
銀行・金融サービス	11	6,998
石油化学	14	7,856
セメント	9	1,061
小売	9	379
電力・ガス	2	6,448
農業・食品	15	681
通信・IT	4	6,734
保険	31	150
コングロマリット	7	1,188
製造	13	676
建設	14	334
不動産開発	8	1,126
運輸	4	381
メディア・出版	3	185
ホテル・観光	2	226

注：1 サウジ・リアル=21.83円で換算。

(出所) Tadawul

極めて高い。2003年から2006年2月にかけて Tadawul All Share Index (TASI) は7倍に上昇し、2006年3月のピーク時(2006年3月25日、20,966.58ポイント)には上場銘柄が78銘柄に過ぎなかったのにもかかわらず、Tadawulは時価総額で世界第10位の時価総額を誇る証券取引所となった。その後、株価は急落に向かい、3か月のうちに半減し、2006年末にはピーク時から53%超の下落となった。この結果、時価総額で約4,800億ドルを失った。

株価急落の背景は次の通りである。企業の成長を大きく上回る株価上昇で割高感が強まったが、優良銘柄の上昇が止まった後、投機

的な動きにより業績に関係なく一部企業の株価も高騰した。このため当局は株式投機を防止するため個人向け与信規制を導入したが、これを機会に投機筋が大量の売りを浴びせることになった。個人投資家は、急騰局面では買えばもうかると信じ買いに走り、急落局面ではパニック的に売り急いだために株価の変動が急激なものとなった。

最近では中東情勢が混沌としており、民主化デモのサウジアラビアへの波及なども懸念され、TASIも低迷を続けている。2011年4月26日のTASIは6,684.7ポイントとピーク時の32%程度に過ぎない(図表14)。

(図表13) 銀行・石油化学セクターの流動株比率 (2011年3月30日)

企業名	発行株式数	流動株式数	流動株比率
Riyad Bank	1,500,000,000	712,747,004	47.516%
Bank A l Jazira	300,000,000	203,412,982	67.804%
The Saudi Investment Bank	550,000,000	295,167,366	53.667%
Saudi Hollandi Bank	330,750,000	96,993,232	29.325%
Banque Saudi Fransi	723,214,300	395,367,235	54.668%
The Saudi British Bank	750,000,000	246,404,119	32.854%
Arab National Bank	850,000,000	416,989,845	49.058%
Samba Financial Group	900,000,000	455,309,689	50.590%
Al Rajhi Bank	1,500,000,000	797,502,752	53.167%
BANK Albilad	300,000,000	231,553,000	77.184%
Alinma Bank	1,500,000,000	1,039,300,000	69.287%
Methanol Chemicals Company	120,600,000	60,300,000	50.000%
National Petrochemical Company	480,000,000	73,000,000	15.208%
Saudi Basic Industries Corp	3,000,000,000	656,455,824	21.882%
Saudi Arabia Fertilizers Co.	250,000,000	89,550,556	35.820%
National Industrialization Co.	557,428,471	488,761,468	87.681%
Alujain Corporation	69,200,000	58,880,000	85.087%
Nama Chemicals Co.	128,520,000	128,520,000	100.000%
Saudi Industrial Investment Group	450,000,000	398,398,250	88.533%
Sahara Petrochemical Co.	292,530,000	257,395,317	87.989%
Yanbu National Petrochemical Company	562,500,000	214,519,687	38.137%
Saudi International Petrochemical Co.	366,666,666	337,586,852	92.069%
Advanced Polypropylene Company	141,375,000	133,861,642	94.686%
Saudi Kayan Petrochemical Company	1,500,000,000	602,373,465	40.158%
Rabigh Refining and Petrochemical Co.	876,000,000	152,630,084	17.424%

注：■部分が各セクターの取引高上位2銘柄。(出所) Tadawul

### ③ 徐々に進む対外開放

サウジアラビアの株式市場は中東湾岸諸国の中でももっとも閉鎖された市場であり、株式市場に直接投資を行えるのは中東湾岸諸国民とサウジアラビアの外国人居住者のみに限定されていた。非居住外国人は投資信託を通してのみ株式市場にアクセスすることができた。

2008年8月、資本市場監督庁(CMA)は初めて非居住外国人の株式投資を認めた。しかし非居住外国人は直接に株式を購入することはできず、公認の株式仲介者を通じてのみ購入す

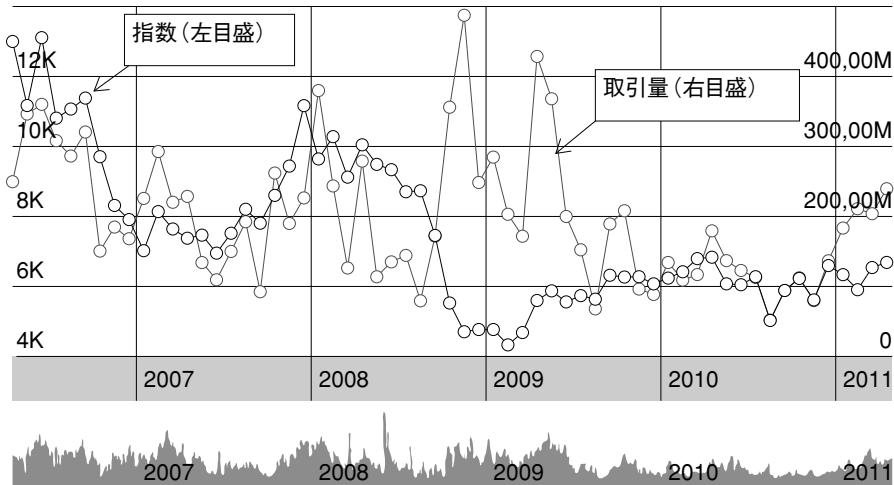
ることが認められる。しかし当該株式の所有権は株式仲介業者が投資家のために所有する形態となる。こうした措置は投機資金の株式市場への流入を阻止するためと見られている。

(注5) Royal Decree No.(M/30) dated 2/6/1424H (2003年6月16日)

(注6) Tadawulに関する統計データなどは次のサイトから入手可能である。<http://www.tadawul.com.sa/wps/portal>

(注7) サウジアラビアは木曜日、金曜日が週末で休日となる。

(図表14) TASIの推移 (2006年4月～2011年4月)



Custom Period: 2006-04-26 - 2011-04-25

(出所) Tadawul

### 3. 地域市場構築に向けての動き

アラブ諸国、中東湾岸諸国では地域の証券取引所の提携など地域市場構築に向けた動きも見られる。

2006年10月、アラブ首長国連邦 (UAE) の首長国証券商品監督庁 (Emirates Securities and Commodities Authority) はアラブ諸国間の情報や技術交換、重複上場やクロスボーダー取引といった協調強化のため、アラブ資本市場設立に向けてイニシアティブを発揮することを表明した。対象国はエジプト、ヨルダン、パレスチナ、モロッコ、アルジェリア、チュニジア、シリア、イラク、レバノンと中東湾岸諸国である。

また中東湾岸諸国は通貨統合を計画しており、通貨統合後に共通の資本市場形成も視野に入る。しかし通貨統合の当初の予定であった2010年末は先送りされ、さらに現段階ではオマーン、UAEが通貨統合への不参加を表明しているなど、目標達成は遠のいている。

最近の中東情勢混乱もあり、地域市場の創設や地域間の連携促進といった動きは当面停止することとなろう。

# 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

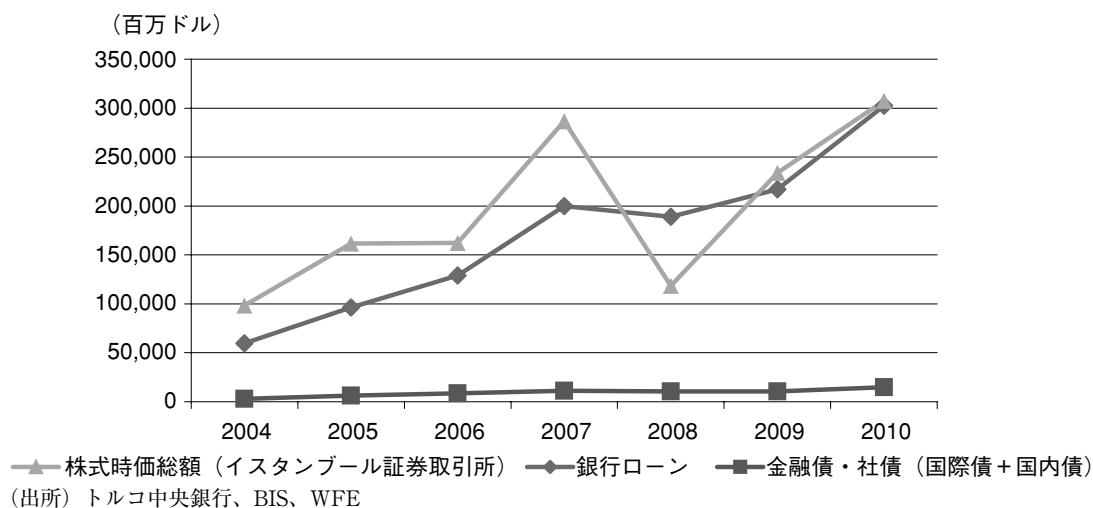
資金調達サイドから、株式時価総額、銀行ローン、債券残高の推移を見たのが(図表1)である。リーマン・ショックからの回復過程である2009年以降は、銀行ローンと株式がともに急増しており、2010年末の株式時価総額は3,075億ドルと銀行ローン残高の3,025億ドルを僅かに上回り、株式が最大の資金調達手段となった。これに対して債券(金融債・社債)の

#### —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、



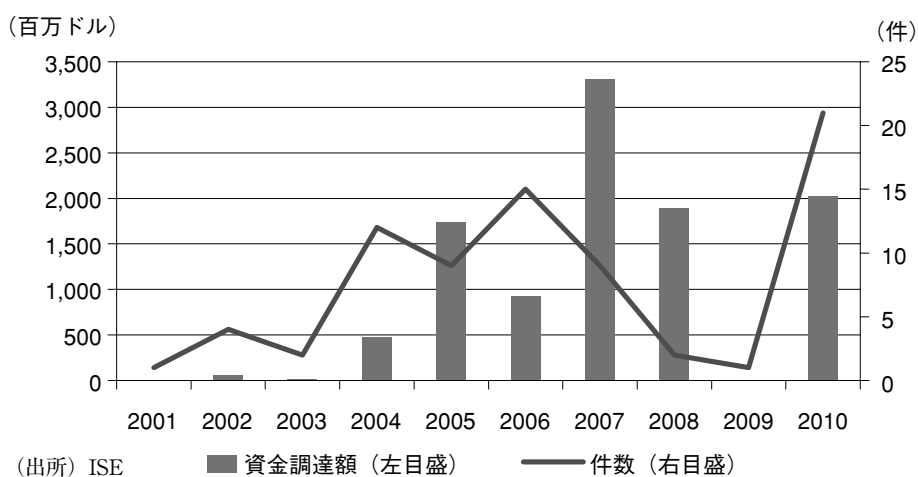
(図表 2) G20新興諸国の株式市場規模

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

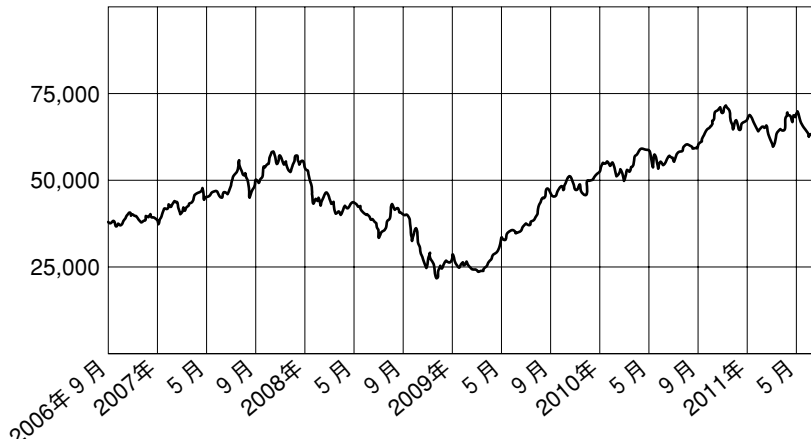


2011年のIPOによる資金調達額は150億ドル (100億トルコ・リラ) に急増するものと予測している。

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

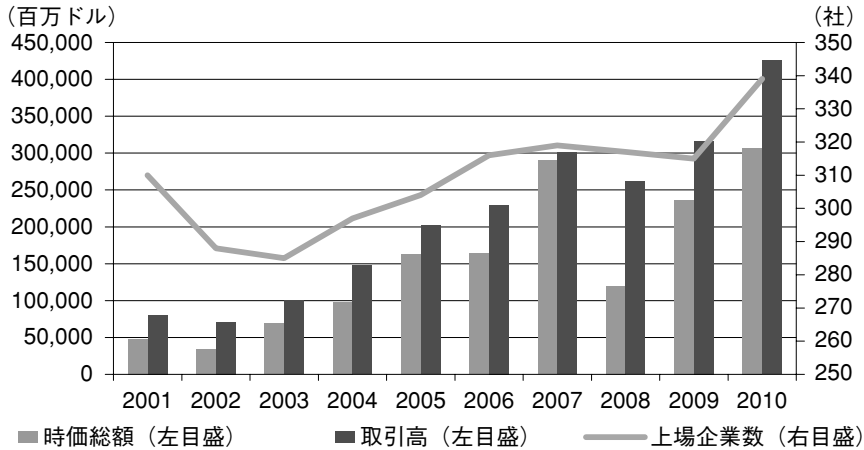
## ■ 2. トルコ株式市場の動向と特徴

### (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

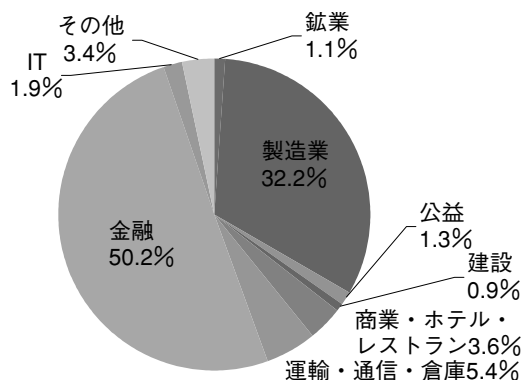
産業分野別の上場企業数を見ると、製造業が164社、金融業が115社を占めており、両部門で上場企業の82%を占めている。サービス業、建設業、運輸、通信、ITなどその他分野の上場企業は少ない。

(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

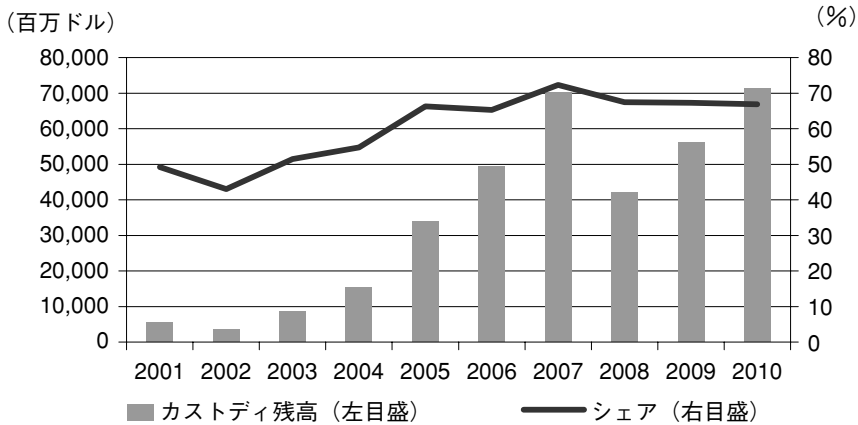
##### 極めて大きいトルコ株式市場

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。

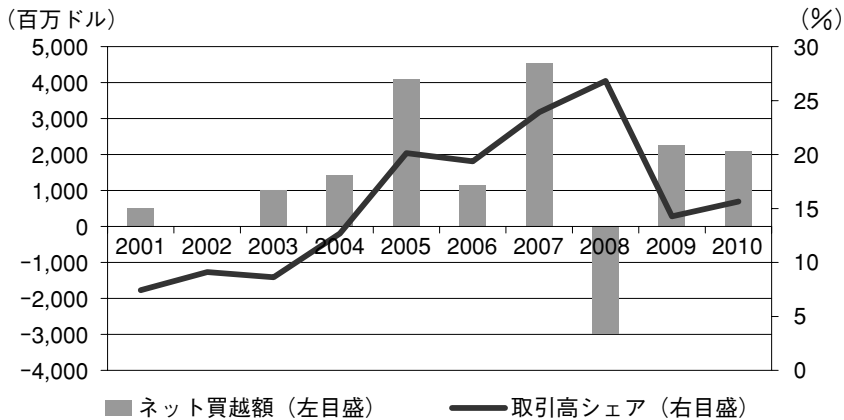
IPOでも外国人投資家は積極的に購入しており、外国人投資家のIPO購入シェアは2006年53%、2007年68%、2008年61%と過半を占めていた。しかし2010年は10月までのIPOで

(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



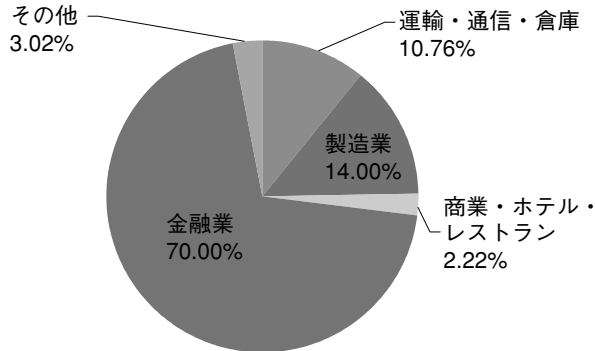
(出所) ISE

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）。

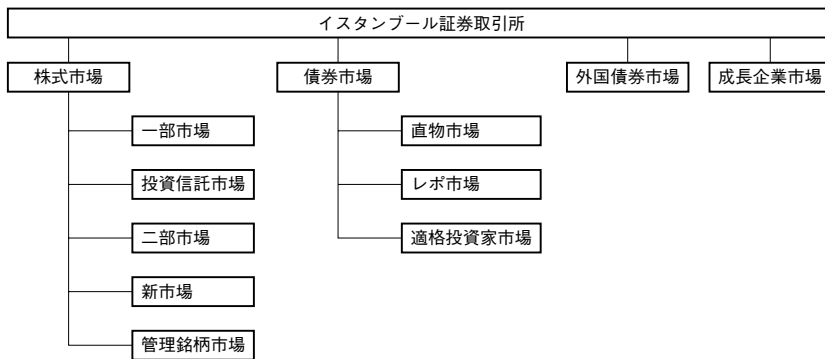
なお、トルコでは国内機関投資家は育成が進んでおらず、小規模なものに過ぎない。

(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	・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	・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<sup>(注3)</sup>、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。



# 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

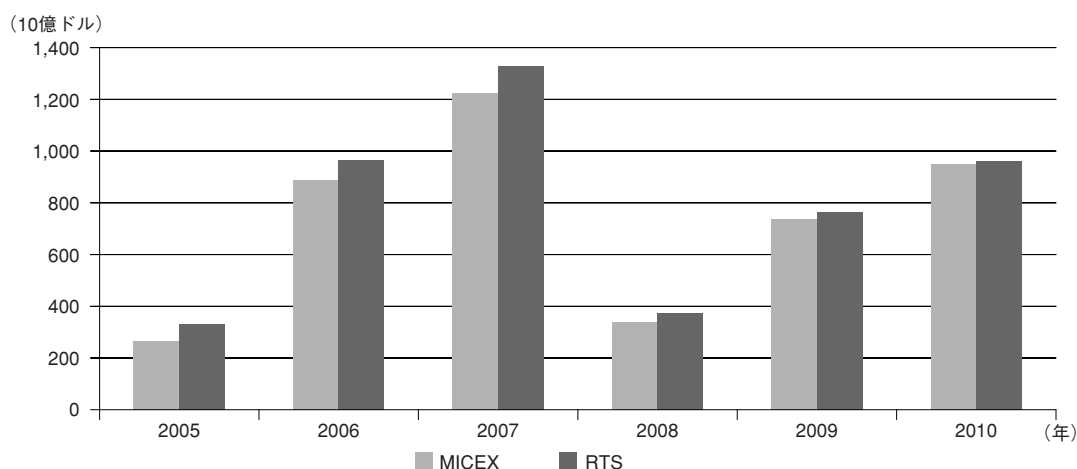


(図表1) MICEX並びにRTS上場企業

	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)

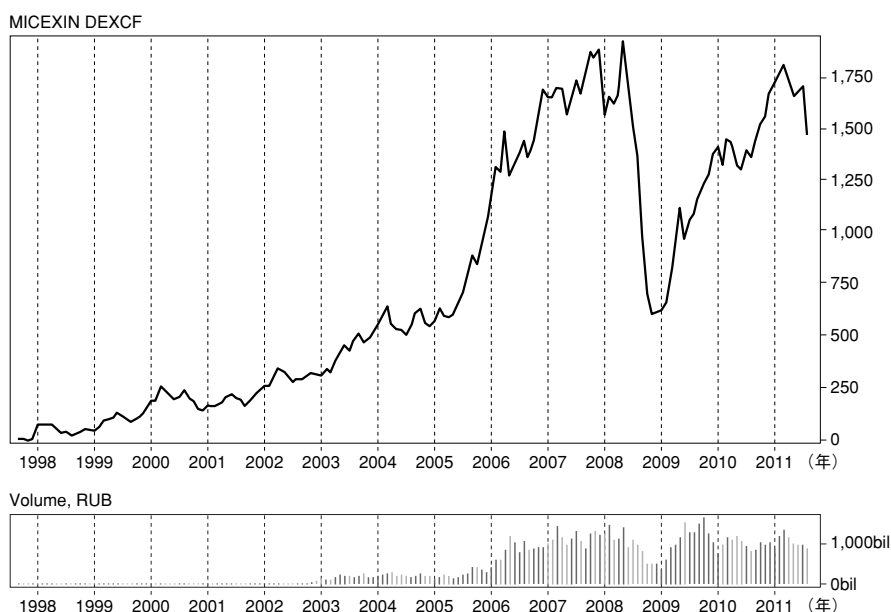
	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
MICEX	4,025	14,860	30,927	33,705	27,875	30,107
RTS	300	465	397	271	1,647	3,581
SPB	937	1,206	64	42	1	27

(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

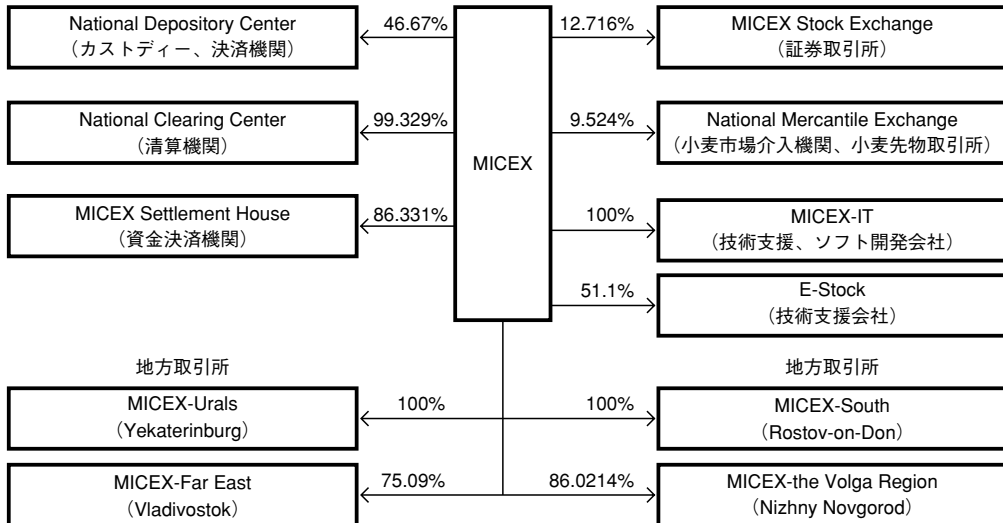
なっていると言える(注2)(主要な株価指数であるMICEX指数の推移は(図表4)参照)。なお、ロシアでは上場せずに流通が認められる株式も多く、その比率は低下傾向にあるものの、2010年でも約60%と高水準に上っている。

## ■ 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)

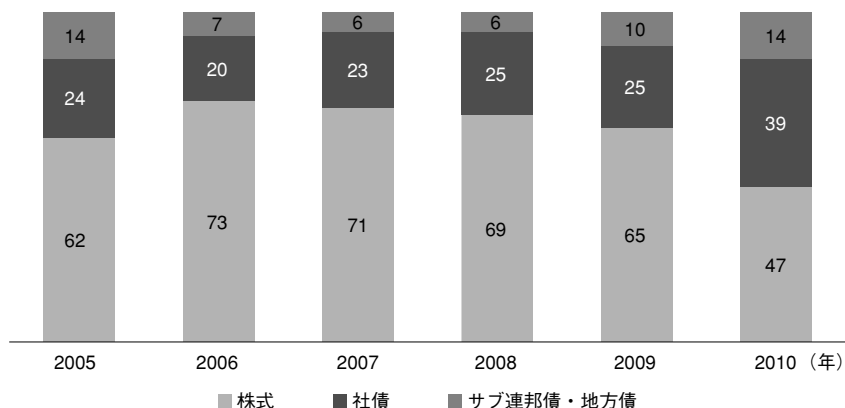
	2009年	2010年	2011年1～7月
外国為替 (1992年取引開始)	12,056.0	10,549.5	10,269.0
連邦債 (1993年取引開始)	4,102.4	3,403.8	5,417.3
株式 (1997年取引開始)	3,358.5	3,998.1	5,911.2
社債・地方債 (1999年取引開始)	1,877.4	4,499.3	5,939.8
デリバティブ (1996年取引開始)	76.7	200.3	156.7
小麦先物 (2008年取引開始)	5.7	5.9	5.6
合計	21,478.7	22,661.0	27,709.4

(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)。

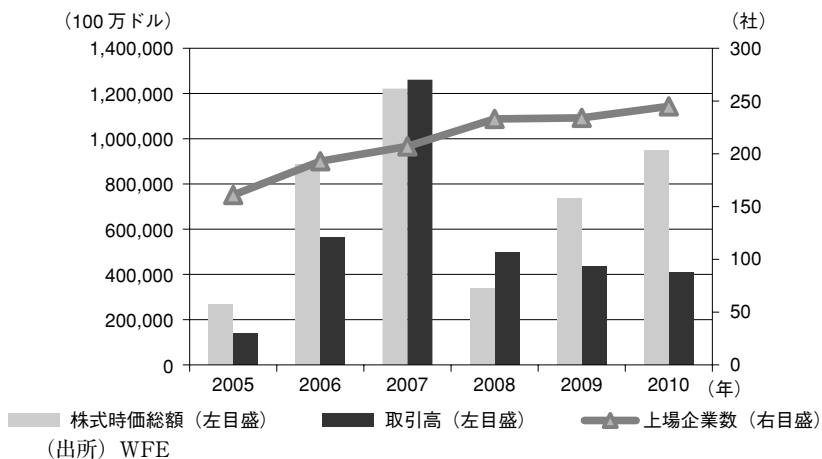
またMICEXグループがRTSの過半の株式を買い取り、MICEXとRTSの両取引所が合併することが合意され、2011年6月には法的拘束力がある合意書が締結されている。2大証券取引所が統合した後は、メドページェフ大統領による2020年を目標にしたロシア市場を国際金融センターに育成する計画(モスク

(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



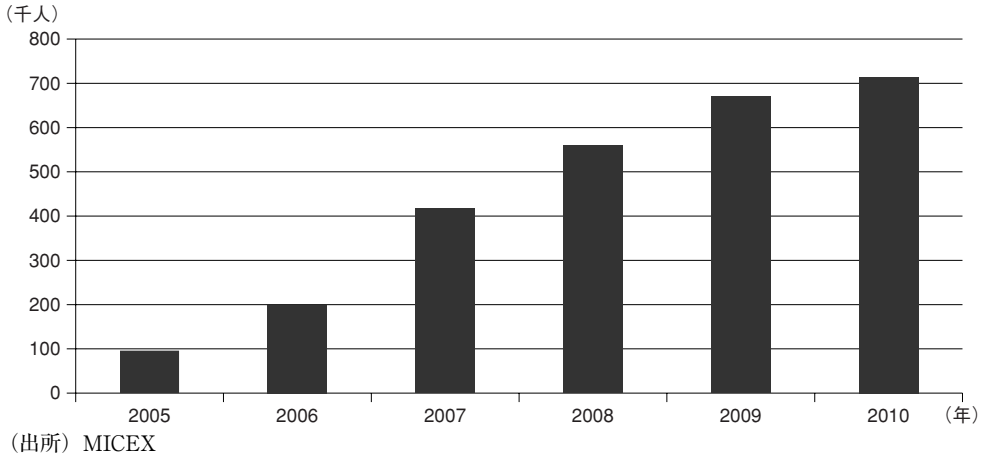
(出所) WFE

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。

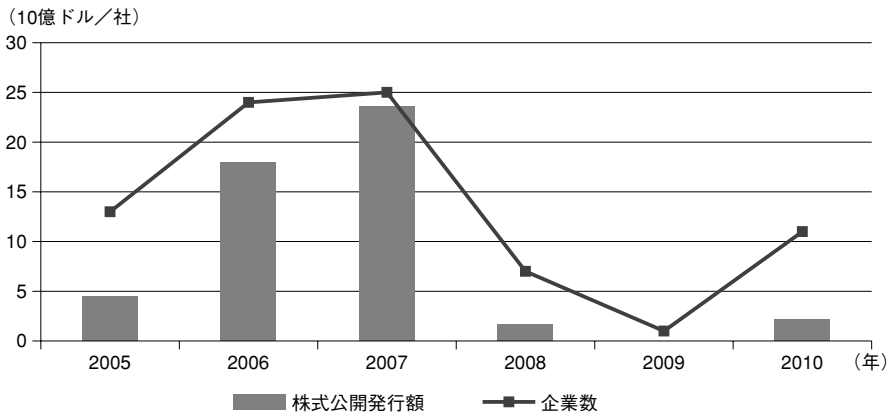
MICEXは外国為替、連邦債、社債・地方債、株式、デリバティブ、小麦先物の取引を行っており、株式取引の開始は1997年と歴史は浅いが、2011年1～7月の1日当たり取引高は59億ドルに上っている(図表6)。また

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

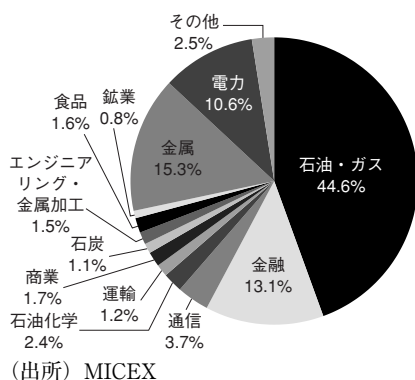
Depository) で行われる。決済サイクルは決まっておらず、T+0 からT+30まで存在する。

## (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

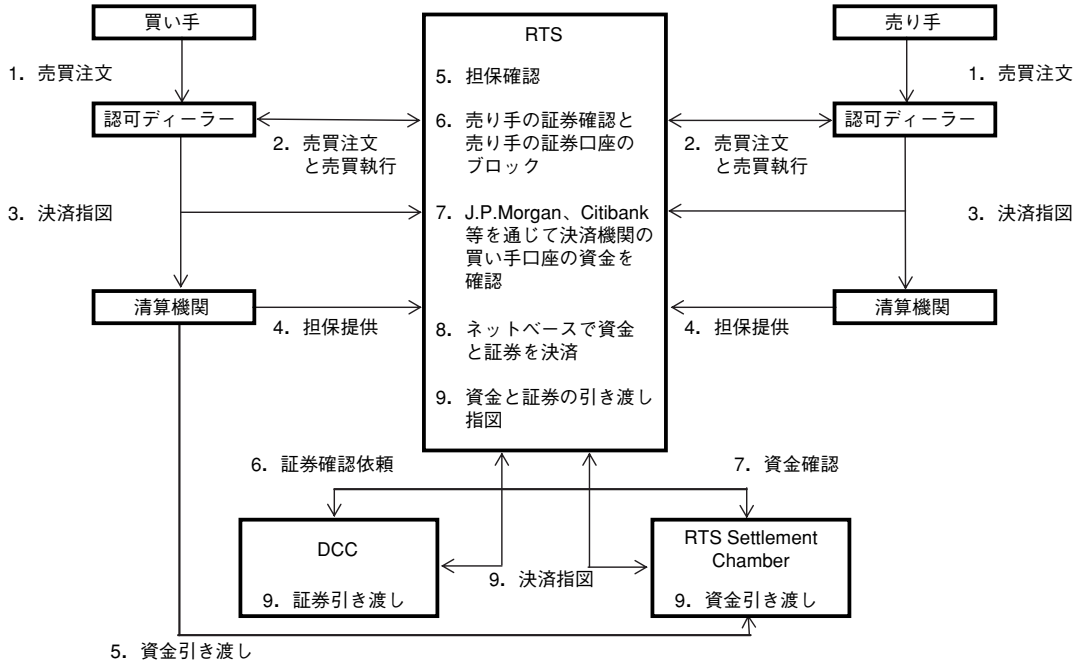
はDCC (Depository Clearing Company) と  
RTS Settlement Chamber間のリンクによっ  
てDVP決済が可能となっている。

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。

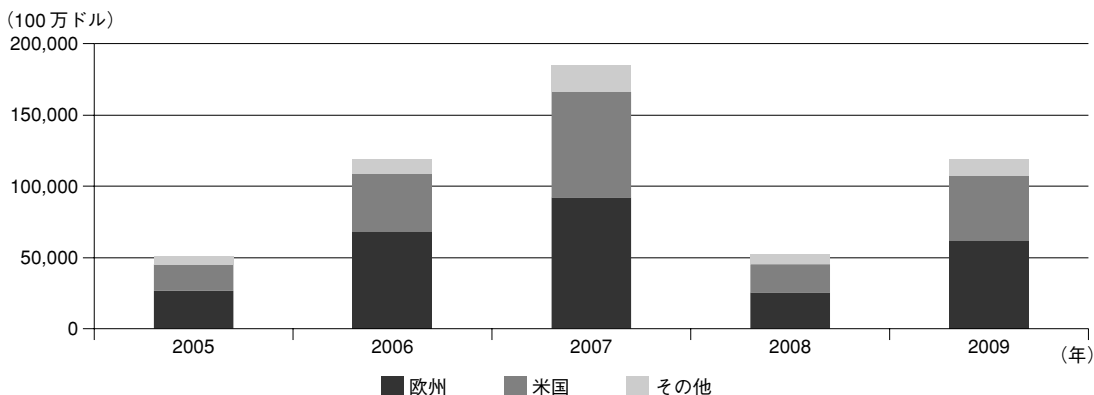
また地方公共団体、国営企業、エネルギー関連、軍事関連企業などには外国人所有制限が設けられている。

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。

# アジア／G20株式市場のいま

## —第16回 南アフリカの株式市場



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

南アフリカ共和国（以下「南アフリカ」）はアフリカ大陸で唯一G20に入る経済大国であり、2010年12月にはBRICsにも加盟し、2011年4月に中国の海南島で開催されたBRICS首脳会議（注1）にも出席した。そこで本稿では南アフリカ経済と株式市場のアフリカ諸国、世界における位置付けと特徴を簡単に整理した上で、南アフリカの株式市場の説明に入っていきたい。

### ■ 1. 南アフリカ経済と株式市場の位置付け

南アフリカは人口約5,050万人でアフリカでは第4位に位置する（図表1）。しかし名目GDPは2,830億ドル（2009年）とアフリカで最大の経済規模を誇り、第2位のエジプトの1,880億ドルを大きく上回る。また1人当たりGDPで見ると、アフリカでは6位の5,643ドルに止まるが、リビアを除く上位4

#### 〈目次〉

1. 南アフリカ経済と株式市場の位置付け
2. 南アフリカ経済の特徴と株式市場
3. 南アフリカの株式市場
4. 地域統合に向けた動き



(図表1) 南アフリカ共和国のアフリカにおける位置付け

	人口 (2010年央・1,000人)		名目GDP (2009年・100万ドル)		1人当たりGDP (2009年・ドル)	
1	ナイジェリア	158,259	南アフリカ	282,755	赤道ギニア	14,975
2	エチオピア	84,976	エジプト	187,986	セーシェル	9,354
3	エジプト	84,474	ナイジェリア	169,408	リビア	9,153
4	コンゴ民主共和国	67,827	アルジェリア	137,892	ガボン	7,369
5	南アフリカ	50,492	モロッコ	91,374	モーリシャス	6,665
6	タンザニア	45,040	アンゴラ	69,696	南アフリカ	5,643

(出所) AfDB/AUC/UNECA

(図表2) 証券取引所のデータから見た南アフリカの株式市場 (2010年)

証券取引所	時価総額 (100万ドル)	取引高 (100万ドル)	上場企業数 (社)
ヨハネスブルグ証券取引所 (南アフリカ)	925,007.2	339,620.1	397
エジプト取引所	84,276.8	38,210.5	228
モーリシャス証券取引所	7,752.8	360.8	63
ナイジェリア証券取引所	66,725.0	5,364.6	217
ナイロビ証券取引所 (ケニア)	14,451.9	1,366.2	55
ボツワナ証券取引所	67,497.4	142.2	30

(出所) WFE、ASEA

か国は人口が少ないため（最大のガボンでも2010年央の人口は150万人）1人当たりGDPが高くなっている。また世界における位置付けを見ると、名目GDPはアラブ首長国連邦と同規模、1人当たりGDPではブラジルと同水準にある。

証券取引所のデータから株式市場を見ると、(図表2)の通り、南アフリカはアフリカでは圧倒的な規模を誇る株式市場である(注2)。ヨハネスブルグ証券取引所は、時価総額ではロシアのMICEX、台湾証券取引所と、取引高ではMICEX、トルコのイスタンブール証券取引所と、上場企業数ではブラジルのBM&F BOVESPAとほぼ同水準に位置する。

## ■ 2. 南アフリカ経済の特徴と株式市場

南アフリカは世界の主要な鉱物産出国であり(図表3)、南アフリカ株の株価指数(FTSE/JSE全株指数)も鉱物資源価格の動向を反映する動きとなっている(同指数の推移については図表4)。輸出の品目別シェアでは鉱業品が63%(2010年)と圧倒的なシェアを占めるが(注3)、名目GDPの産業部門別構成比では鉱業は10%を占めるに過ぎない。名目GDP(付加価値生産額)において鉱業の占めるシェアは1980年には20.6%であったが、

(図表3) 南アフリカの鉱物埋蔵量・生産量の世界シェア (2010年)

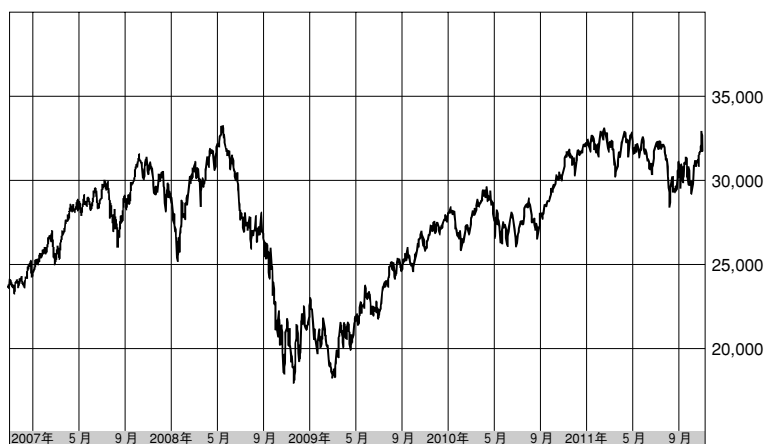
	埋蔵量シェア	生産量シェア
金	11.8% (1位)	7.6% (4位)
白金族	95.5% (1位)	55.5% (1位)
マンガン	19.0% (1位)	16.9% (3位)
クロム	36.7% (2位)	38.6% (1位)

注1. カッコ内は世界順位。

2. この他、埋蔵量ではダイヤモンド12% (4位)、バナジウム32% (2位)、  
ニッケル8% (6位) など (いずれも2008年)。

(出所) 丸紅経済研究所等

(図表4) FTSE/JSEアフリカ全株指数の推移



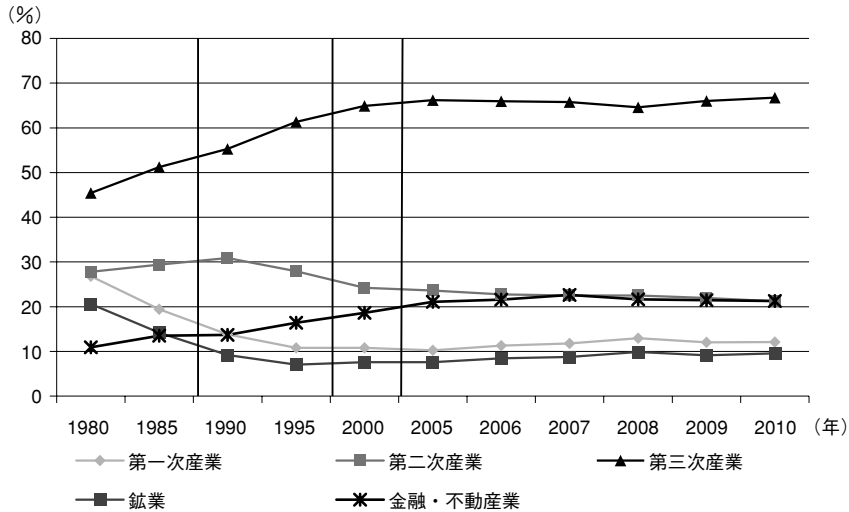
(出所) Bloomberg

その後、10%を下回るまでに低下している。代わってサービス産業、中でも金融・不動産のシェアが上昇しており、製造業などの二次産業のシェアは低下傾向にある (図表5)。このように輸出は鉱業品が主体であるが、南アフリカ経済は第三次産業への依存が高い先進国化が進んでいる。

また南アフリカ経済の抱える問題点として、恒常的な経常収支の赤字が挙げられる。経常収支の赤字は資本収支の黒字でカバーさ

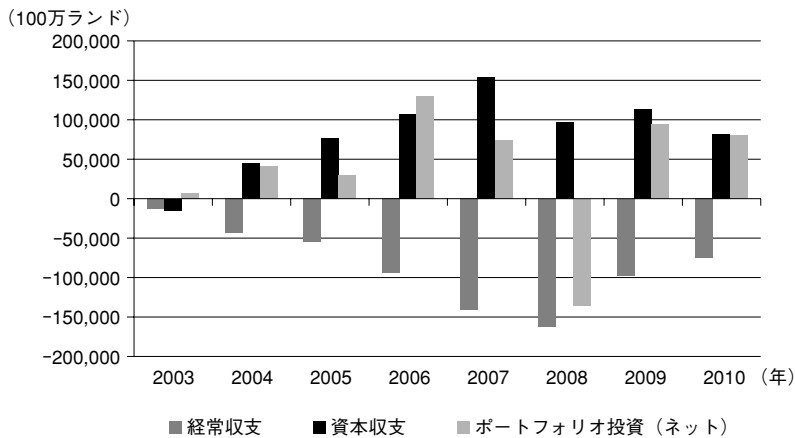
れており、主に海外からの証券投資の流入が経常収支の赤字を補填する構造になっている (図表6) (注4)。ポートフォリオ投資のネット資金流入額を見ると、2007年の734.6億ランドの黒字から2008年には1,349億ランドの赤字に転落した。これは世界金融危機の影響を受けたことによる。その後、2009年は938億ランドの黒字、2010年は796億ランドの黒字と投資資金は再び南アフリカへ向かった。これは世界金融危機以降、先進諸国が金融緩

(図表5) 南アフリカの付加価値生産額の産業部門別シェア推移



(出所) South African Reserve Bank

(図表6) 南アフリカの経常収支・資本収支の推移



注：ポートフォリオ投資は資本収支の一項目。

(出所) South African Reserve Bank

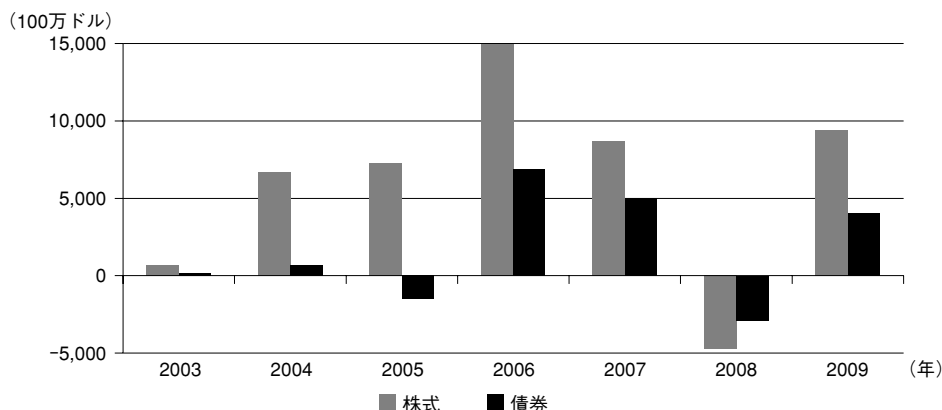
和を続ける中、南アフリカも利下げを行ったが、相対的に高金利であることによる。

南アフリカへの外国からのポートフォリオ投資の内訳を株式、債券別に見ると、圧倒的に株式が大きい (図表7)。南アフリカ株は

前述のように鉱物資源価格の動き、世界経済の動向 (最近では主に投資家のリスク許容度) など、対外要因によって大きく動く状況にあると言える。



(図表7) 外国からのポートフォリオ投資の内訳



(出所) IMF

### 3. 南アフリカの株式市場

#### (1) 南アフリカ資本市場の概観

証券取引は店頭でも取引所でも行われるが、南アフリカにはヨハネスブルグ証券取引所 (Johannesburg Securities Exchange、以下「JSE」)、南アフリカ債券取引所 (The Bond Exchange of South Africa、以下「BESA」)、南アフリカ先物取引所 (The South African Futures Exchange、以下「SAFEX」) の3取引所がある。

BESAは利付債、転換社債、その他債券の上場、取引、決済を行う取引所として1996年に開設された。またBESAは2004年12月に金融サービス委員会(注5)から金利デリバティブ商品の上場認可を受け、金利デリバティブ取引も活発に行っている。BESAは2010年の債券取引高で世界第4位(取引高は2兆

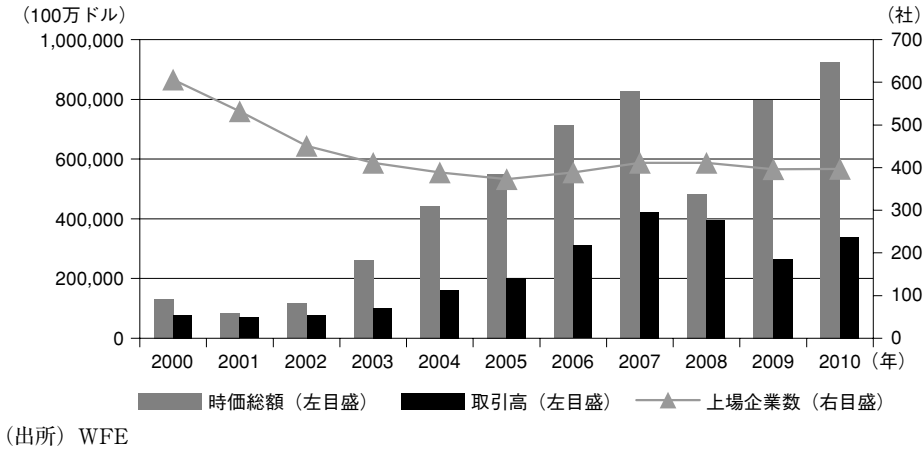
3,130億ドル)と世界有数の債券取引所に成長している。

SAFEXは金融デリバティブ取引を行うが、2001年にJSEに買収されJSEの一部門となり、またBESAも2009年6月22日に関係当局の認可を得てJSEと合併し、JSEの100%子会社となった。

JSEは英国植民地時代の1987年設立と歴史は古く、1980年代にロンドン証券取引所のシステムを参考にして株式市場の近代化を進めていった。JSEは2005年7月1日からJSE Limitedとしてそれまでの相互会社組織から株式会社に転換し、さらに2006年7月には自らの取引所への上場を果たした。

JSEは株式市場に加え、株式デリバティブ市場、金利市場、商品デリバティブ市場の4市場を運営し、多様な投資商品を提供している。JSE(株式市場)の時価総額、取引高、上場企業数の推移は(図表8)の通りである。

(図表 8) JSEの時価総額等の推移



時価総額、取引高は世界金融危機の影響を除いて増加傾向にある一方で、上場企業数は400社前後で低迷した状態が続いている。

## (2) ヨハネスブルグ証券取引所における株式取引

JSEの株式市場にはメインボード、アフリカボード、AltXの3市場がある。アフリカボードはアフリカ大陸での資本市場の育成という長期的な課題に対応したもので、アフリカの有力企業を上場し、外国からの投資を呼び込むことが目指されている(注6)。AltXは成長性の高い中小企業を対象とした新興市場であり、業種制限等は設けられていない。

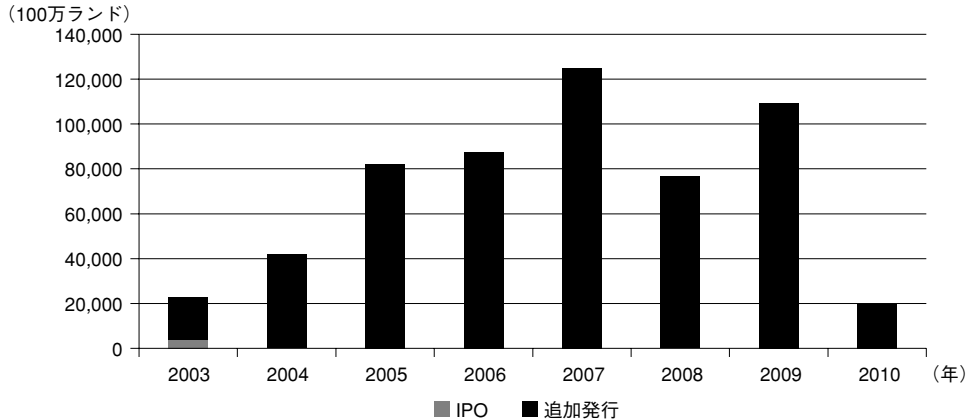
JSE株式市場では、株式、優先株、預託証券、ETF、ETN、REIT、ワラントなどの商品が取引される。なお、株式には議決権が制限もしくはないが、優先株より高配当を受け、同じく議決権が制限もしくはなく、

さらに残余財産分配権もないが、優先株よりさらに高配当を受けるB株がある。

JSEの取引時間は月～金曜日の9時～17時で、ロンドン証券取引所の取引プラットフォームであるTradElectを使った注文主導型の電子取引が行われる。オーダーブック(central order book)が会員の端末で公開され、ディーラーはオーダーブックに売り注文、買い注文を入力していき、自動電子マッチングシステムでつけあわせが行われる。取引単位は100株である。なお、証券レンディング取引やレポ取引も提供されている。

決済は証券保管機関のStrate(注7)と中央銀行の南アフリカ準備銀行間でのDVPベースで、サイクルはT+5である。現在、JSEではT+3への移行に向けた準備が進められている。

(図表9) JSEにおける株式発行額の推移



(出所) WFE

(図表10) JSE上場企業の重複上場の状況

	JSEをプライマリー市場としている企業のセカンダリー市場	JSEをセカンダリー市場としている企業のプライマリー市場
ロンドン証券取引所	17社	18社
ナミビア証券取引所	16社	0社
トロント証券取引所	1社	10社
ユーロネクスト	6社	0社
ニューヨーク証券取引所	6社	0社
その他取引所	9社	12社

(出所) JSE

### (3) 南アフリカ株式市場の特徴

#### ① 株式発行の動向

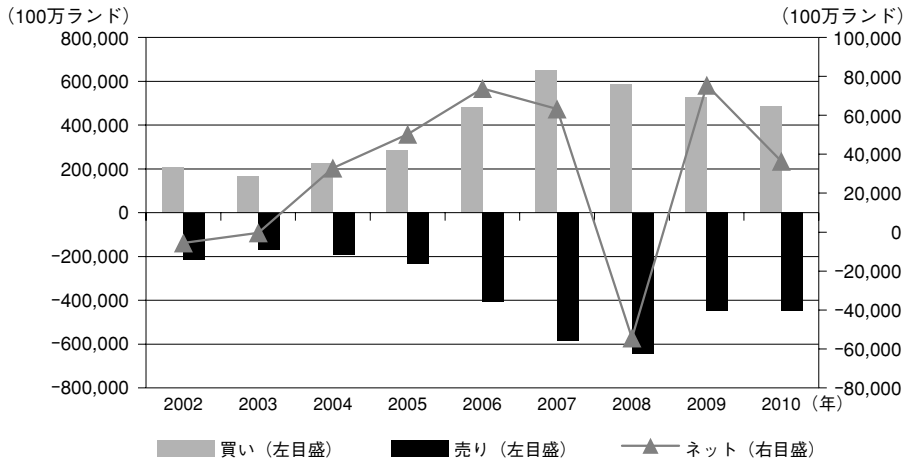
JSEにおける株式発行額の推移は(図表9)の通りである。株式発行額は2007年にかけて増加したものの、2008年は世界金融危機の影響を受けて減少し、2009年は再び増加したものの、2010年にはまた大きく落ち込んだ。特徴的なのはIPOがほとんどないことである。IPOは2003年に39億ランドを記録した後、2004～2009年はゼロ、2010年は7年振りにIPOが出たものの、金額は1,900万ランドに過

ぎなかった。

南アフリカにおいては、IPOの手続きが煩雑なため、中規模企業はプライベート・エクイティを、大規模企業は国外市場での上場・資金調達を志向する傾向にあると指摘される。

JSE上場企業で他の取引所にも上場を行っている(重複上場)企業数は78社あり(2011年8月23日)、重複上場の状況を見ると、ロンドン市場との重複上場が多い(図表10)。またJSEをセカンダリー市場として上場している企業では、ロンドン、トロント、オース

(図表11) 外国人投資家によるJSE株式取引の推移



(出所) JSE

トラリアをプライマリー市場としている企業が多い。JSEでは資源関連企業が多く、国際的な合併等が進んだ企業も多いため、英国、カナダ、オーストラリアとの間での重複上場が多い状況となっている。

## ② 外国人投資家の動向と投資規制

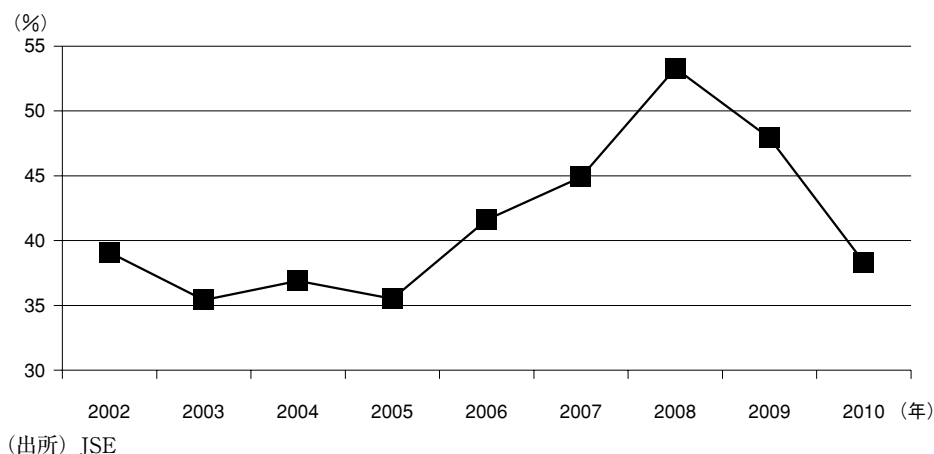
外国人投資家によるJSEでの株式取引の推移を見ると、2004年以降買越額が増加していったが、世界金融危機を受けて2008年には売越しに転じ、2009年以降は再び買越しとなっている(図表11)。しかし2010年には買越しとなったものの、買越額は大きく減少している。2011年1～7月では外国人投資家は7,800万ランドと僅かな売越しを記録した。因みに前年同期は231億1,900万ランドの買越しであった。2011年に入り、欧州景気の先行き不安、中東北アフリカ情勢などを受けた結

果である。外国人投資家の取引シェアは2010～2011年5月平均で16%であった。

JSEの流動比率(売買高の時価総額に対する比率)の推移を見ると、2008年に53.3%を記録した後、低下に向かい、2010年は38.3%と2005年以前の水準に下がっている(図表12)。取引は全般的に低調な状況となっている。

南アフリカでは外国人投資家に対する投資規制は特に存在しない。しかし居住者、外国人を問わず銀行並びに銀行持株会社の発行済み株式の15%以上を取得する場合には事前許可が必要なほか、特に外国人投資家に対しては保険会社の発行済み株式の25%以上を取得する場合にも事前許可が求められる。

(図表12) JSE流動比率の推移



#### ■ 4. 地域統合に向けた動き

アフリカでは地域毎に資本市場を統合する計画が進められている。外国からの援助に依存した経済体質から自立を図るためには資本市場の育成が必要であると認識されていることによる。

南アフリカを中心とする南部アフリカではランド通貨同盟 (RMU: Rand Monetary Union) が実施されており、加盟国は南アフリカ、レソト、スワジランド、ナミビアの4か国であるが、ジンバブエもRMUに加盟するか否かを決定する見込みである。RMU加盟国では、ランドが公定通貨となる。地域での共通通貨の導入は資本市場統合への推進力となる。前述したJSEのアフリカボードも、二重上場を進めることで地域資本市場の設立を促す施策の一つである。

東アフリカ (ケニア、タンザニア、ウガンダ、ルワンダ、ブルンジ) でも地域資本市場の統合に向けた検討が進められている。地域資本市場の統合は必ずしも証券取引所の統合を必要とするものではなく、地域のある証券取引所に上場する株式を地域の他の証券取引所でも取引することを可能とするものである。西アフリカでは地域証券取引所としてBRVM (Bourse Regionale Des Valeurs Mobiliere S.A.) (注8) がベナン、ブルキナファソ、ギニアビサウ、コートジボアール、マリ、ニジェール、セネガル、トーゴの8か国をカバーしている。

しかしアフリカ各国の資本市場は各国による発展の格差が大きく、地域資本市場の設立は長期的な課題と言える。

---

(注1) 南アフリカの加盟により、これまでの“BRICs”の表記は“BRICS”と変更されるようになっている。

(注2) アフリカの証券取引所で世界証券取引所連合に加盟しているのは、南アフリカ、エジプト、モーリシャスの3取引所のみである。なお、アフリカの証券取引所は別にアフリカ証券取引所連合を組織している。

(注3) 南アフリカの輸出相手国の中で日本は中国、米国に次ぐ第3位である。日本は2005年、2006年、2008年にはトップの座を占めていた。また南アフリカはアフリカの自動車大国であり、自動車は輸出品目シェアで1割程度を占める(2010年9%)。トヨタ自動車、日産自動車、マツダ、三菱自動車が生産が南アフリカで現地生産を行っている。

(注4) こうした状況を踏まえ、IMFは証券投資の代わりに直接投資を増加させるような政策の必要

性を提言している。

(注5) 銀行監督は南アフリカ準備銀行(South African Reserve Bank)の銀行監督局(Banking Supervision Department)によって行われ、保険会社、年金基金、投資信託、取引所などの非銀行部門は金融サービス委員会(Financial Services Board)が監督を行っている。金融サービス委員会は1989年に独立機関として設立された。

(注6) JSEのアフリカボードは2009年の開設以来、上場銘柄はTrust Group Holdings Limited、Wilderness Holdings Limitedの2銘柄に過ぎない。

(注7) 株式は無券面化されている。

(注8) 1998年9月16日に取引を開始した8か国の地域証券取引所。電子取引所であり、コートジボアールのアビジャンにある。



# 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

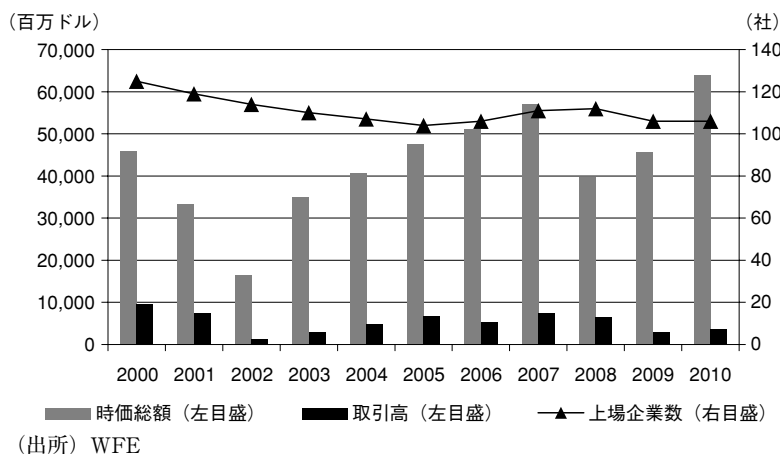
に株式市場も拡大していくが、株式市場の拡大は株式市場を育成する政策、法制、税制や市場インフラ等の整備、機関投資家の育成等、市場を取り巻く諸要因に大きく左右される。アルゼンチンは株式市場発展のための条件が未だ整っておらず、さらなる経済成長のためにも、株式市場育成に向けての今後の取組みが期待されると言えよう。

## ■ 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。

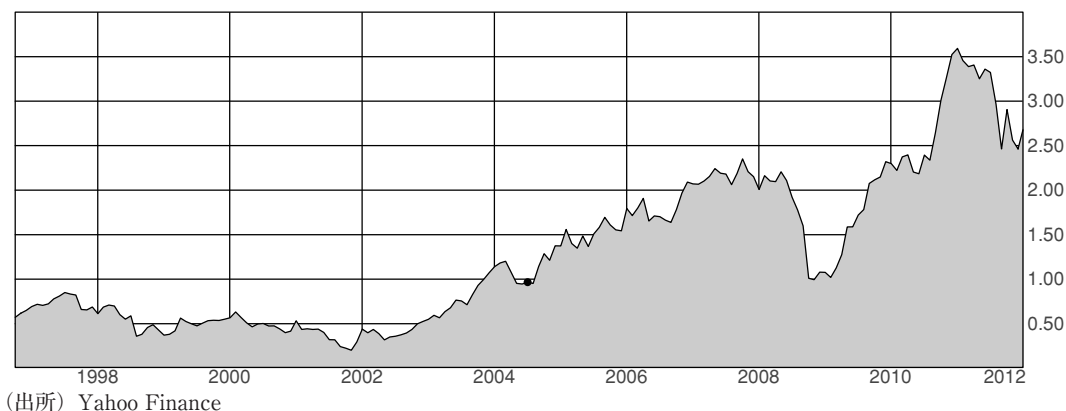
またアルゼンチンでは汚職や縁故主義が蔓延しており、2010年にはアルゼンチンの株式は新興市場株の指標であるMSCI新興市場指数から外された。

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つてこよう。

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。

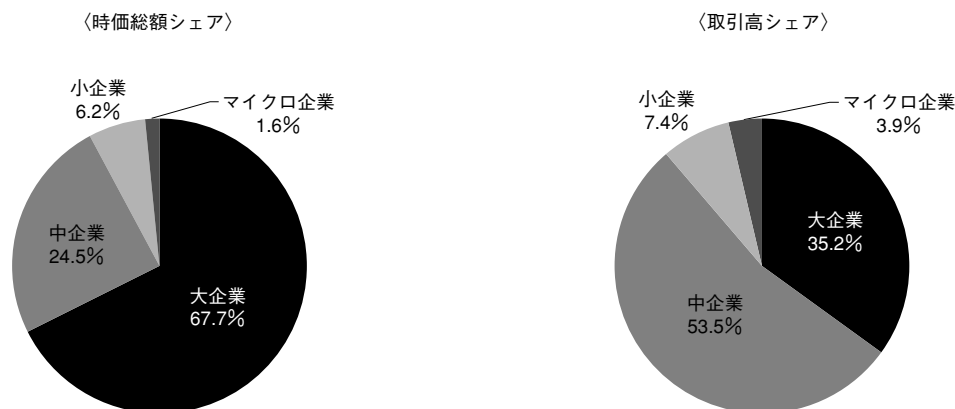
Mervalでは株式に加え、アルゼンチン預託証券 (CEDEARs)、米国預託証券 (ADR)、証券証書 (CEVA: Certificate of Securities)、

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。

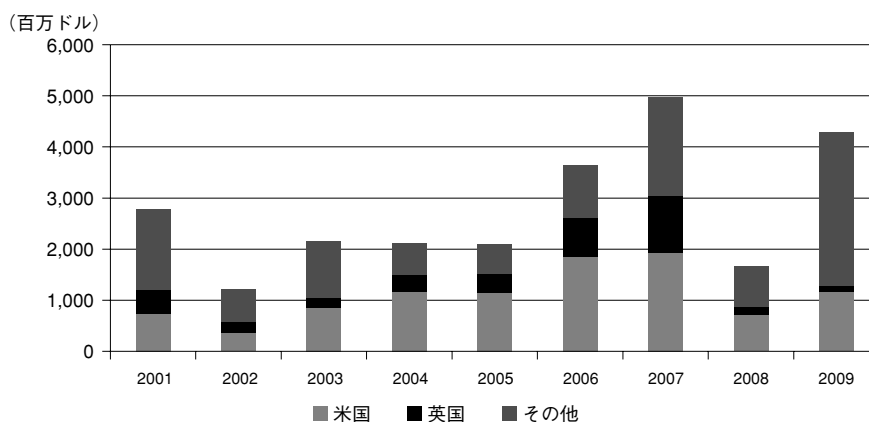
アルゼンチン株式市場の特徴として、企業規模別にブエノスアイレス取引所上場株式を見ると(注4)、大企業が時価総額全体の67.7%を占める(2009年、図表4)。直近の時価総額を見ても、上位3社(注5)で時価総額の45.3%を占める寡占構造にある。また取引高で見ると大企業は35.2%のシェアを占め、中企業(シェア53.5%)と合わせるとシェアは約9割に達する。これは時価総額の比較的大きな一部銘柄に取引が集中していることを表しており、このため幅広い銘柄に取引が分散する市場に比べて変動率の高い市場となっていると指摘される。この特徴はアルゼンチンに限ったものではなく、ラテンアメリカの証券取引所で共通して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、50万ドル超の場合に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](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。



# アジア／G20株式市場のいま

## —第18回 メキシコの株式市場



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

メキシコは中南米ではブラジルに次ぐ経済規模を誇り、石油をはじめとした資源に恵まれていることに加えて、米国等への輸出拠点として、自動車、家電等の製造業も主要産業に育ってきている。しかし一方で原油価格と米国経済に大きく影響される経済体質となっている。

過去には累積債務危機を起こしたメキシコであるが、相対的に経済成長が期待される新興国として、メキシコ株式市場も中南米ではブラジルに次ぐ規模の市場となっている。

### ■ 1. メキシコ証券取引所

メキシコ証券取引所(The Bolsa Mexicana de Valores、以下「BMV」)は1933年に設立され、株式、債券、ワラント等の取引を行うメキシコで唯一の取引所であり、自市場に上場している(2008年6月13日)。BMV株はブルーチップ銘柄として、上位35社で構成されるIPC指数(Indice de Precios y Contizaciones)構成銘柄となっている(IPC指数の推移は(図表1)参

#### — <目次> —

1. メキシコ証券取引所
2. 株式取引の概要
3. メキシコ株式市場の特徴
4. メキシコ株式市場への投資動向と外国人投資規制
5. 地域統合の動き



(図表1) IPC指数の推移



照)。BMVは時価総額では中南米でブラジルに次ぐ、第2の規模を誇る取引所である。

また先物、オプションなどのデリバティブ取引を行う取引所として、1998年にメキシコデリバティブ市場 (MexDer: The Mercado Mexicano de Derivados S.A) が設立されたが、デリバティブ取引は主に店頭取引で行われている。MexDerでのデリバティブ取引はSENTRA Derivadosシステムで行われ、Asigna Compensación y LiquidaciónがCCPとなっている。

なお、BMVを含めた取引所の監督はCNBV (Comisión Nacional Bancaria y de Valores) が行っている。

## ■ 2. 株式取引の概要

BMVでは、株式、ワラント、ETF、社債、国債等の債券、銀行引受手形、その他債務証

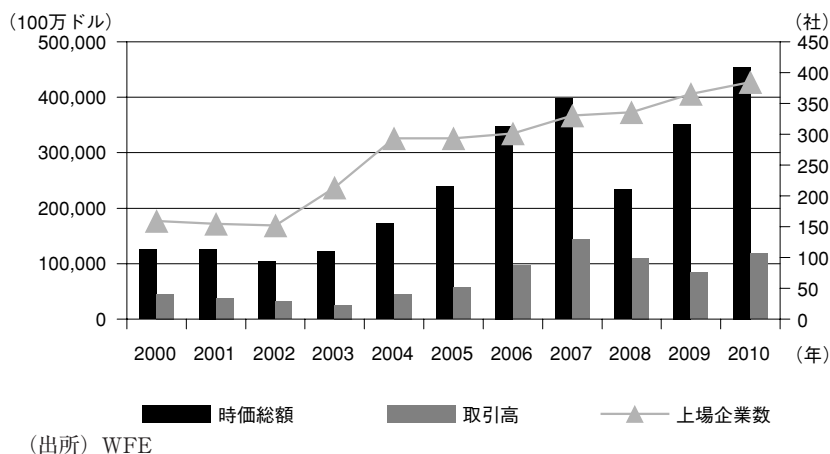
書等の取引が行われており、取引時間は月曜日～金曜日の8:30～15:00である。

株式には多くの種類があるが(注1)、当該企業が一種類の株式しか発行していない場合には、当該銘柄に\*のマークが付されている。主な株式の種類は次の通りである。

- A株：普通株式で完全な投票権を持つがメキシコ人のみが購入可能。
- B株：普通株式で完全な投票権を持ち、メキシコ人、外国人の両者が購入可能。
- C株：外国人投資家の投票権を制限した普通株式。
- L株：投票権が制限された普通株式。
- U株：複数の種類の株式を合わせた株式。  
例えばUBC株はB株とC株を合わせた株式。

発行企業は株式発行の際に発行株数と株式の種類をCNBVに登録せねばならず、これを

(図表 2) BMVの時価総額・取引高・上場企業数の推移



変更する場合にはCNBVの承認を得ねばならない。

取引はSENTRA (Sistema Electronic de Negociacion Transaccion Registro y Asignacion) Capitalesと呼ばれる注文主導型の電子取引システムで行われる。

取引単位は株価が200ペソ未満の銘柄は100株、200ペソ以上の銘柄は5株である。

株式は中央証券保管機関であるIndeval S.D.に登録され、ブックエントリーシステムで管理されている。株式取引の決済サイクルはT+3で、DVPも実現されている。またIndevalが51%を出資するThe Contrapartos Central de Valores (CCV) が取引所取引ではCCPの役割を担っている。

また株式貸借取引は可能であるが、レポ取引は認められていない。

### ■ 3. メキシコ株式市場の特徴

#### (1) BMVの動向

BMVの時価総額・取引高・上場企業数の推移は(図表2)の通りである(注2)。時価総額は世界金融危機の影響を受けた2008年末には急減したが、その後、順調な増加を見せ、2010年末の時価総額は4,543億ドルと2007年末の3,977億ドルをも上回った。また上場企業数は一貫して増加しているが、これは後述するように外国企業の上場企業数の増加によるものであり、2007~2010年の新規上場企業数は国内企業が15社に過ぎなかったのに対して、外国企業は168社がBMVに新規上場している。

時価総額、上場企業数が堅調に増加しているのに対して、取引高の増加程度は低い。しかし売買回転率を見ると、2010年は28.56%



(図表 3) 中南米主要取引所の比較 (2010年)

国名	売買回転率 (%)	配当金額 (100万ドル)	上位10社の市場集中度 (%)	
			時価総額	取引高
メキシコ	28.56	8,726.20	66.06	66.38
ブラジル	64.70	74,903.37	55.38	50.34
アルゼンチン	5.11	23,156.43	69.91	70.24
チリ	19.88	10,360.47	46.65	51.55
コロンビア	12.84	n.a.	79.31	86.17
ペルー	5.81	6,566.44	64.30	56.69

(出所) FIAB

(図表 4) 時価総額上位 5% の企業数と市場集中度 (2010年)

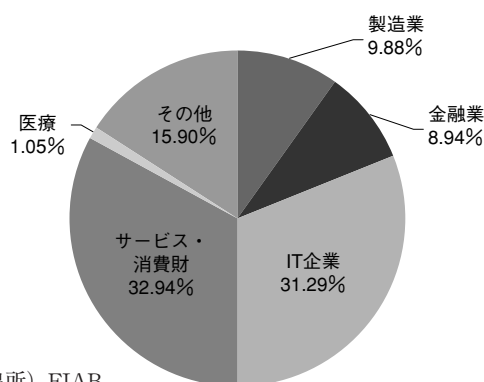
国名	社数	時価総額集中度	取引高集中度
メキシコ	7	57.7%	49.5%
ブラジル	19	64.2%	60.6%
アルゼンチン	5	52.5%	51.8%
チリ	11	49.0%	57.4%
ペルー	10	64.3%	68.6%
コロンビア	4	57.6%	58.9%
マレーシア	50	73.4%	71.1%
インドネシア	21	60.2%	60.5%
シンガポール	24	39.9%	39.2%
フィリピン	13	50.0%	37.1%
タイ	27	67.9%	66.5%

(出所) WFE

と中南米の主要取引所の中ではブラジルに次いで高い (図表 3) (注 3)。

また上位10社の市場集中度も時価総額、取引高とも66%程度と高いが、市場集中度が高いのは中南米取引所で共通した特徴でもある。アジアでは20~30%台の取引所が多く、市場集中度は高くても40%台である。中南米取引所で市場集中度が高いのは時価総額の大きな大規模銘柄数が限られ、それに取引が集中していることによる。時価総額で上位5%の企業数、時価総額並びに取引高の集中度を見ると、BMVでは7社が時価総額で57.7%、取引高で49.5%とほぼ半分を占めている (図表 4)。

(図表 5) 上場国内企業の業種別内訳 (2010年)



(出所) FIAB

上場国内企業の業種別内訳を見ると、IT企業が31.29%と高いシェアを占めている (図表 5)。これに対して、製造業、金融業の

(図表6) 上場企業の概要 (国内企業と外国企業、2010年)

国名	時価総額 (100万ドル)		取引高 (100万ドル)		上場企業数 (社)	
	国内企業	外国企業	国内企業	外国企業	国内企業	外国企業
メキシコ	454,345.26	311,643.55	108,476.41	10,451.78	130	294
ブラジル	1,644,640.38	1,133.40	857,459.19	9,662.08	440	8
アルゼンチン	63,909.79	414,479.58	2,577.13	1,237.31	101	5
チリ	341,798.88	20,836.18	54,790.78	18.39	227	4
コロンビア	208,501.74	9,140.96	23,029.25	5,098.21	84	2
ペルー	103,347.48	57,634.61	4,798.21	1,154.56	199	21

(出所) FIAB

シェアは相対的に低い。一方で上場外国企業の業種別内訳を見ると、金融業が約85%と圧倒的なシェアを占めている。メキシコでは外資金融機関の存在感が大きいことが窺われる。また製造業に関しても、主な製造業は外国資本であり、メキシコ市場には上場していないために、上場企業において製造業のシェアが低い状況になっているものとみられる。

## (2) 外国企業の上場と米国預託証券

BMVでは外国企業の上場が多いことは前述したが、2010年末の上場企業数を見ると、外国企業が294社と国内企業の130社の2倍超となっている。時価総額では外国企業のシェアは約40%に上り、取引高でも約9%を外国企業が占めている(図表6)。BMVに上場する外国企業の多くは米国の大企業であり、The Global BMV市場に上場している。

一方で、主要なBMV上場企業は米国預託証券(ADR)を発行しており、米国市場でも取引が可能である。後述するように外国人投資家によるメキシコ株投資は規制が多く、複雑であるため、外国人投資家がメキシコ株

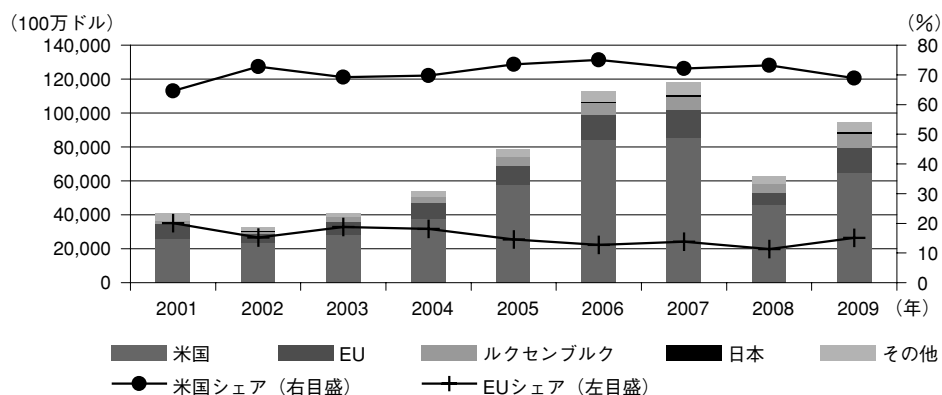
投資を行う場合には、ADRを購入するのが一般的である。

## (3) 同族企業が多い企業構造

メキシコでは同族企業が多く、巨大なコングロマリットを形成している。また大企業の間でも売上高などは上位企業への集中が著しい点がメキシコの産業構造の特徴として指摘される。同族による経営支配が可能となるのは、支配株主に議決権株式所有が集中していることによる。議決権支配を容易にするのが前述したような議決権制限株式、所有制限株式など様々な株式種類の存在とそのパッケージ化であり、さらに後述する中性投資証券(CPO: Certificado de Participacion Ordinaria)の存在である。

それでは議決権、すなわち企業の経営支配への拘りの強いメキシコ同族企業がどうして株式上場を行うのか。その動機としては、株式発行による資金調達よりも、株式上場によるアナウンスメント効果で社債発行や銀行借入が有利になることの方が大きいとする指摘がある。このため企業が大量に株式を発行す

(図表7) メキシコへのポートフォリオ株式投資残高の推移



注：EUにはルクセンブルクは含まない。  
(出所) IMF

る例は少なく、結果として株式所有の分散も進まないという循環にもなる(注4)。

## 4. メキシコ株式市場への投資動向と外国人投資規制

### (1) メキシコ株式市場への投資動向

メキシコ株式市場への外国からの投資動向の推移(ポートフォリオ株式投資残高の推移)は(図表7)の通りである。世界金融危機の影響を受けた2008年末を除いて、順調な増加を記録している。

外国からのメキシコ株式市場への投資では、その70%程度が米国からの投資と圧倒的である(注5)。EU(除くルクセンブルク)からの投資は2009年末で15%程度のシェアであるが、このシェアは低下傾向にある。2005年まではEUからの投資の約60%を英国が占めていた。しかし2006年以降、英国からの投

資が減少するとともに、EUからのメキシコへの投資シェア、EUからの投資における英国のシェアともに低下している。因みに2009年末のEUからの投資における英国のシェアは約35%に低下している。

またルクセンブルクからの投資も比較的に多いが、同国はEUにおける投資ファンドのセンターとなっており、同国からの投資は投資ファンドによるものである。外国人投資家によるメキシコ株投資は前述のADRや投資ファンドを購入するケースが多く、これが統計データにも表われた結果である。

### (2) 外国人投資規制

外国人保有制限としては、発行企業により外国人の株式保有を認めず、外国人は中性投資証券(CPO)(注6)のみを保有可能とする銘柄がある(CPOもBMVで取引可能)。

またメキシコ憲法やメキシコ外国投資法等

によって、石油、基礎石油化学などは国営とされ、テレビ、ラジオ、ガソリンスタンドなどは内国資本とされている他、特別の外国人保有制限を課している業種がある。さらに外国人投資家が金融機関の株式の5%以上を取得する場合には財務省の許可を要する。なお、多くのメキシコ企業は外国人保有制限を議決権の49%までとしている。

外国人保有制限に加え、外国投資法では鉱業、漁業、観光業、医療、火器、水利、高速道路、原子力エネルギー、電力、郵便、通信衛星等、幅広い業種に外国人投資規制が設定されている。

外国人投資家は取引制限のある株式（一般にはA株）を購入することが可能であるが、購入した株式は信託（fideicomiso）せねばならない。信託を裏付けにCPOが発行され、CPOに当該株式の価値が表象され、配当等もCPOを通じてなされる。fideicomisoはCPOの発行数に制限を設けており、外国人投資家による株式の購入がこの制限を超過した場合には、外国人投資家は超過分の株式の売却を求められる。IndevalがCPOの制限に関して日次で報告書を出しており、同報告書はfideicomisoによって監督されている。

## ■ 5. 地域統合の動き

中南米市場では証券取引所の連携等の地域統合の動きが活発になっている。最近の動きは次の通りである。

### (1) BMVとサンパウロ証券取引所との連携

BMVはブラジルのサンパウロ証券取引所（BOVESPA：Bolsa de Valores de São Paulo）とブローカーを通じたメキシコ・ブラジル間のクロスボーダー投資増加に関する取り決めを結んでいる。同取り決めはイベロアメリカ取引所連合（FIAB：The Federación Iberoamericana de Bolsas）の主導によるプロジェクトであり、その他のラテンアメリカの取引所も将来的に加わる計画である。2007年にはコロンビア証券取引所が同取り決めに参加している。

### (2) BMVとサンティアゴ取引所との市場リンク

2008年9月には同じくFIABの支援を受けて、BMVはチリのサンティアゴ取引所（The Bolsa de Comercio de Santiago）との間で、両国市場をリンクする覚書を調印した。同計画は両国の投資家が相手国の上場株式を取引することを可能とするもので、両国市場で活発に取引される銘柄に照準を合わせている。なお、同計画は両国の中央証券保管機関（メキシコのIndevalとチリのDeposito Central de Valores）のリンクの創設をも包含している。

### (3) MILAの誕生

2011年5月にはチリ（サンティアゴ取引所）、コロンビア（ボゴタ取引所）、ペルー（リマ取引所）の3市場が統合し、南米で初の地域取引所となるMILA（Mercado

Integrado Latinoamericano) が誕生した。時価総額でBMVを上回り、ブラジルに次ぐ取引所となったが、取引高では未だBMVを下回る。MILAはIPOや取引を集めることで、流動性を高め、市場参加者を惹き付け、南米最大のブラジル市場に集まる投資資金の分散先とすることを目標にしている。現在、3取引所間でのクロス取引が可能であるが、次のステップとして共通の取引プラットフォームの設立が計画されている。2011年4月には、メキシコとパナマがMILAに参加する提携書に署名した。MILAは今後、拡大を見せていくものとみられる。

メキシコ株式市場は大規模銘柄に取引が集中しており、また外国企業の上場が多い一方で、メキシコ市場の主要な上場銘柄はADRでも取引が可能であるなどの特徴を持っている。外国人投資規制が厳しく、このためCPOなどの特殊な商品も存在する。全般的に先進国市場とは異なる性格を持つが、メキシコ経済の今後の成長性、中南米地域での取引所連携の動きなど今後の拡大が期待される市場でもある。メキシコ市場並びに地域連携の動きは注視を続けていく必要がある。

(注1) A, A1, B, B1, C, C1, D, L, N, O, UB, UBC, UBL, UL, Vなど。

(注2) BMVの統計データはBMVのサイト (<http://www.bmv.com.mx/>) から入手可能であるが、詳細なデータは開示が遅く、高額の料金を払わねばならない。

(注3) (図表3) で見る通り、BMVでは上場銘柄の現金配当額は相対的に少ない。

(注4) 星野妙子「メキシコ大企業の所有構造」『アジア経済』XLIV—5・6 (2003.5.6) アジア経済研究所

(注5) IMFの統計データが2010年から改訂され、米国からの投資先国別データの開示がなくなった。このため本稿では2009年までのデータを使用した。

(注6) CPOは海外からメキシコ企業への投資を呼び込むために1993年の改正外資法 (Ley de inversion extranjera) に盛り込まれた。改正外資法は投資制限分野を縮小するもので、これはメキシコ企業にとっては、経営支配権を脅かされることにも繋がる。その不安を解消するために設けられたのがCPOである。

CPOのスキームは次の通りである。外国人投資家はメキシコ企業への投資を行うため銀行に信託を設定する。受託銀行が投資家の資金でメキシコ企業の株式を購入し、投資家に対しては株式に対応するCPOを発行する。CPOは「中性」であり、外国人投資には換算されないため、外国人もCPOを使うことで所有制限株式にも投資することが可能となる。このCPOには配当権のみで、議決権は付かない。

またCPOにはRegular CPOsとCPOs of Originの2種類がある。Regular CPOsは前述の通り取引規制のある株式を外国人が購入可能とするもので、CPOs自体は取引されず、裏付けとなる株式が取引される。裏付けとなる株式とCPOsは同一の証券番号 (ISIN) で登録、取引される。またRegular CPOsは配当等の財務的な権利を有するものの、裏付けとなる株式に関連した株主投票権は有しない。これに対してCPOs of Originは外国人投資規制とは関係なく、メキシコ人投資家、外国人投資家の両者ともに保有可能である。CPOs of Originの裏付け株式は取引されず、CPOsそのものが市場で取引される。CPOs of Originは裏付け株式と同様の株主投票権を有する場合が多いが、発行企業がこれに制限を課すことができる。外国人投資家がCPOs of Originを直接購入した場合には、外国人保有制限は受けない。

# アジア / G20株式市場のいま

## —第19回 ブラジルの株式市場



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

ブラジル株式市場では、資源産業の存在感が大きく、株価指数の変化は資源価格と強い連動性を持つ<sup>(注1)</sup>。ブラジルは資源大国ではあるが、経済成長は内需が主導しており、純輸出(輸出－輸入)の実質GDP成長率への寄与度は2010年以降、マイナスが続いている。しかし一方では、生産や設備投資は資源関連を中心に輸出との相関も高い。したがってブラジル経済は資源価格等の動向に影響を受けるものの、世界経済の一体化(グローバリゼーション)が進む中で、欧州債務問題や米国景気動向といった国際経済金融情勢にも左右される。しかも新興国を代表する一国として内需を中心としたブラジル経済の成長への期待は高く、外国からの投資資本の流入も多い。ブラジル株式市場はこうした複雑に絡み合った情勢の下に置かれている。

### 〈目次〉

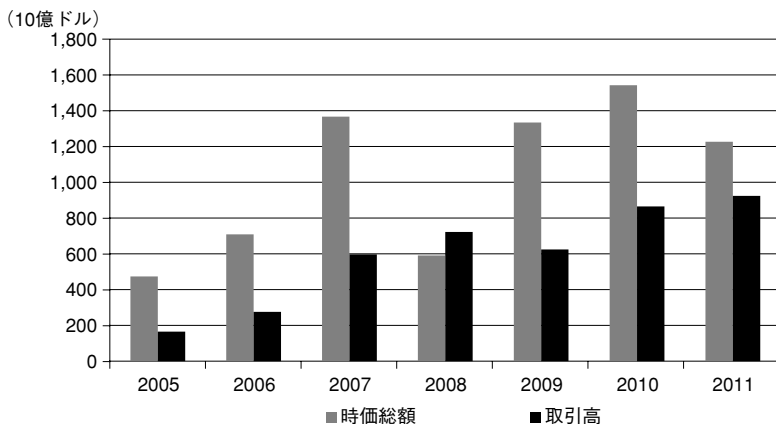
1. サンパウロ証券取引所の概要
2. ブラジル株式市場の特徴
3. 外国人投資家と投資規制

### ■ 1. サンパウロ証券取引所の概要

ブラジル株式市場は新興国の株式市場の中でも特に拡大が著しい。2012年3月末のサンパウロ証券取引所(BM&FBOVESPA:São Paulo Stock Exchange<sup>(注2)</sup>)の時価総額は世界第9位、2012年1～3月の取引高では世界第13位の株式市場に成長している。なお、BM&FBOVESPAの時価総額と取引高の推移は(図表1)の通りである<sup>(注3)</sup>。

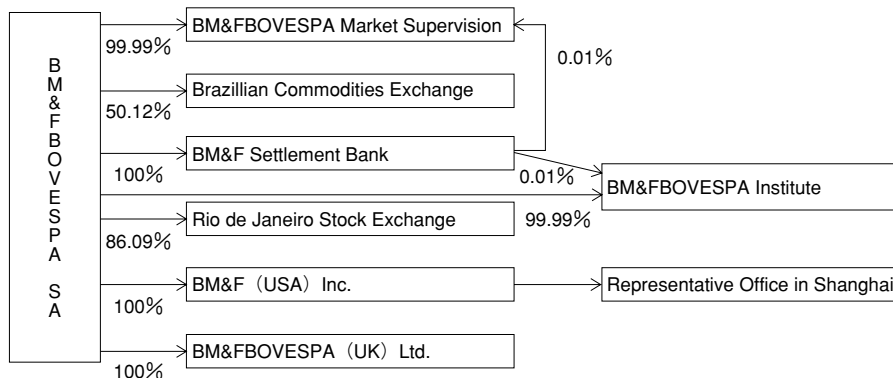


(図表 1) サンパウロ証券取引所の時価総額と取引高の推移



(出所) WFE

(図表 2) BM&FBOVESPAのグループ概要



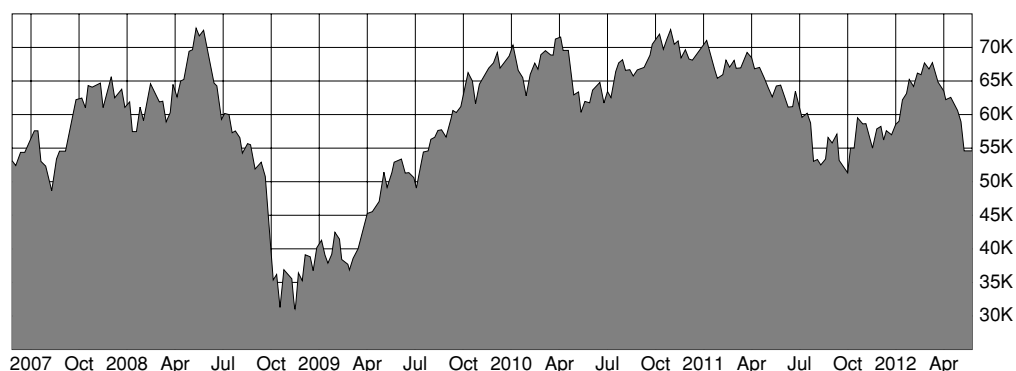
(出所) BM&FBOVESPA

サンパウロ証券取引所はブラジルで唯一の株式取引所である。2000年1月にリオデジャネイロ証券取引所と合併し、株式取引は全てサンパウロ証券取引所で行われるようになる一方、リオデジャネイロ証券取引所では国債取引や民営化のオークションが行われている。BM&FBOVESPAのグループ概要は(図表2)の通りである。BM&FBOVESPAは株式、債

券、外国為替、各種デリバティブ、商品等の売買市場を提供する他、清算、決済サービス機能など証券取引全般を担う証券取引所となっている。

サンパウロ証券取引所での株式取引は電子取引であり、コロケーション・サービスやDMA (Direct Market Access) が導入されている。機関投資家向けにはMEGABOLSA、個人投資家向けにはHome Brokerと呼ばれる

(図表3) ボベスパ指数の推移



(出所) YAHOO! FINANCE

取引システムが提供されている。株式現物取引（電子取引）の取引時間帯は月曜日～金曜日の10時～17時であり、これに加えて9時45分～10時のPre-opening、17時45分～19時のAfter-market Trading Sessionが設けられている（17時30分～17時45分はAfter-market Trading SessionのPre-opening）。なお、After-market Trading Sessionでは取引可能銘柄が指数構成銘柄などに限られている。

またブラジル法上で要求される水準以上の高度のコーポレート・ガバナンス基準を満たす企業に関しては、NOVO MERCADOと呼ばれる特別市場で取引が行われる。

サンパウロ証券取引所での全ての株式取引に対しては中央証券保管機関であるCBLCがCCP機能を提供しており、決済はT+3ベースのDVPとなっている。

BM&FBOVESPAは他市場との戦略的提携も積極的に進めている。シカゴ・マーカント取引所グループ（CME Group, Inc.）

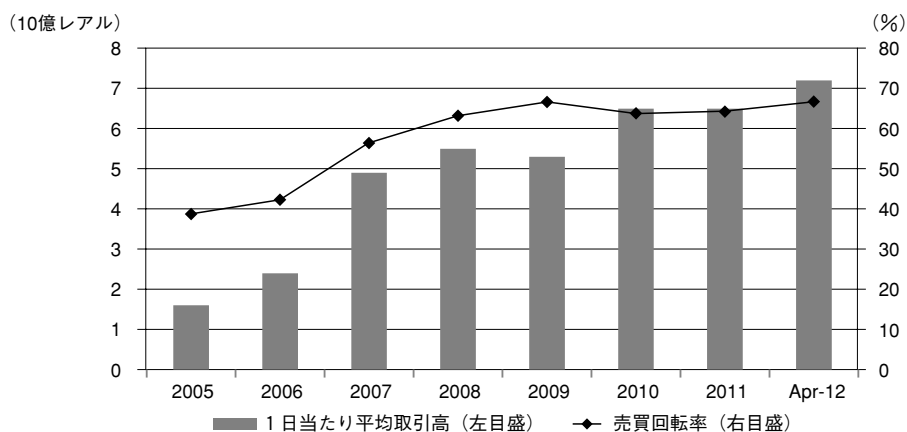
と戦略的パートナーシップ協定を締結し、クロス上場を行う他、香港、上海、深圳、チリ、コロンビアの各取引所とはMoU（了解覚書）を結んでいる。

またBM&FBOVESPAは2010年からの5年間で200社を新規上場させ、個人投資家を60万人から500万人に増加させる目標を立てている。このため投資家の裾野を広げる投資家教育に力を入れている。経済の高成長に伴い、国民の所得水準が増加し、前述の通り経済は内需中心にさらなる成長を遂げるという循環が生まれてきている。BM&FBOVESPAの目標は、個人の株式投資拡大の基盤が出来つつあることに対応したものである。

サンパウロ証券取引所の代表的株式指数はボベスパ指数（IBOVESPA Index）であり、同指数はサンパウロ証券取引所での株式取引の約80%、時価総額ベースで約70%をカバーしている。ボベスパ指数の推移は（図表3）の通りである。



(図表4) 1日当たり平均取引高と売買回転率



(出所) BM&FBOVESPA

## 2. ブラジル株式市場の特徴

### (1) ブラジル株式取引における特徴

サンパウロ証券取引所では、1日当たり平均取引高は増加傾向にあり、売買回転率も60%を超え、2012年4月には66.7%と高い水準にある(図表4)。中南米の証券取引所の中では圧倒的に売買回転率が高く、世界の主要証券取引所と比較しても遜色ない活発な株式取引が行われている。因みに2012年4月ではユーロネクストの売買回転率(68.5%)とほぼ同水準であり、ロンドン証券取引所(54.1%)を上回っている。

ブラジル株はサンパウロ証券取引所における取引に加えて、米国預託証券(ADR)での取引も活発に行われ、ブラジル株は米国市場におけるADR取引の3割程度を占めている。

ブラジル株の取引シェアを見ると、2012年

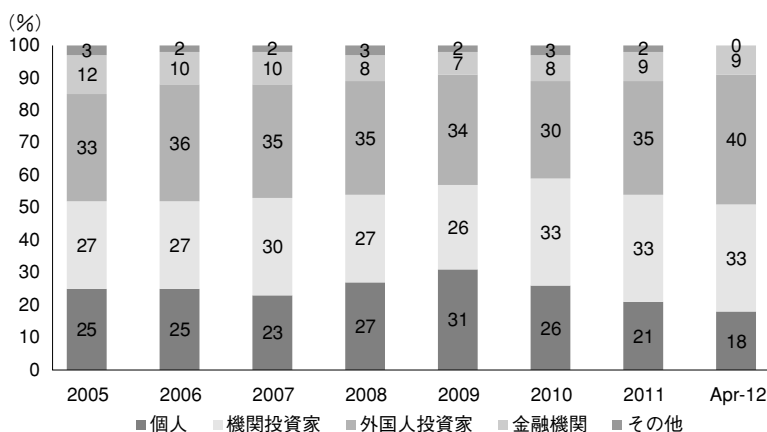
4月では、ニューヨーク証券取引所でのADRが15.6%、ニューヨーク証券取引所以外の米国市場でのADRが23.2%、サンパウロ証券取引所でのADR発行企業株式取引が25.6%、サンパウロ証券取引所でのそれ以外のブラジル株取引が35.6%となっている。すなわち約4割のブラジル株がADRとして米国市場で取引されている。1998年以降、2008年にかけて米国市場でのADRの取引シェアはほぼ一貫して上昇しているが、2009年以降はブラジル市場での取引シェアが上昇に向かっている。

### (2) 投資家から見た特徴

サンパウロ証券取引所の投資家の構成は(図表5)の通りである。外国人投資家と機関投資家を合わせて約7割、個人投資家が約2割を占めている。

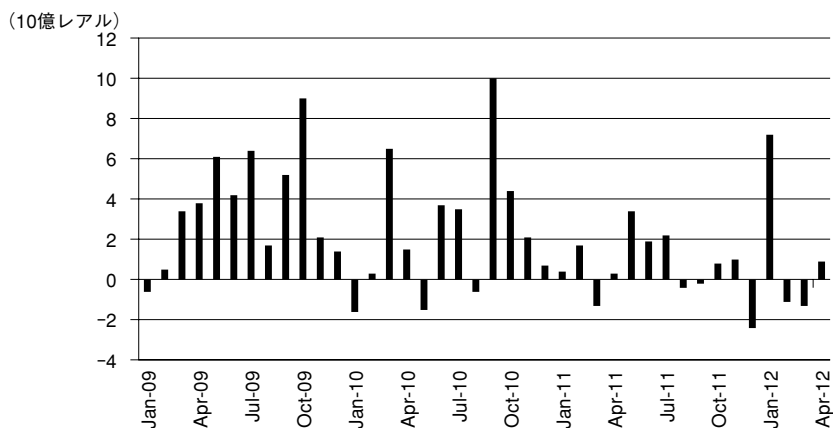
近年のブラジル株式市場における投資家の

(図表5) サンパウロ証券取引所株式市場の投資家構成



(出所) BM&FBOVESPA

(図表6) 外国投資資金のネット流出入額



(出所) BM&FBOVESPA

特徴としては、外国人投資家による投機的取引を含めた投資の増加と国内機関投資家による投資の拡大という2つの側面が指摘できる。

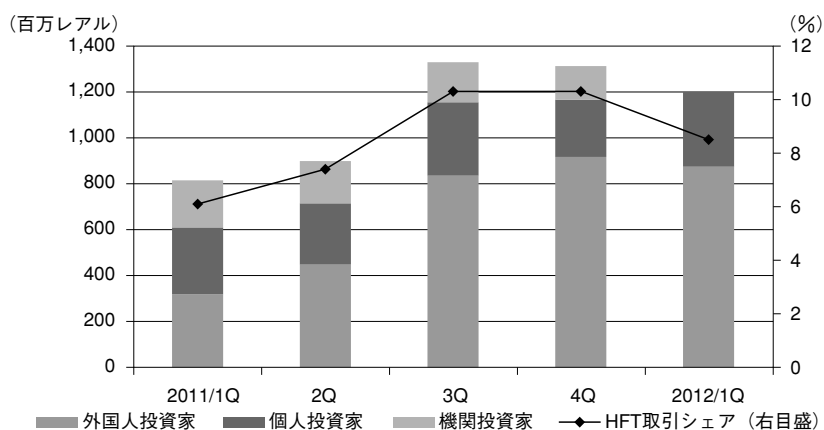
また外国からの投資資本の流入は、先進諸国等の経済悪化からブラジル経済への成長期待という、必ずしもブラジル経済の現状を反映したものではないことも多い。このため外

国資本の流入は株式市場に大きな影響を与えるとともに、ブラジル株式市場の株価変動を複雑なものとしている。

#### ① 外国人投資家

近年の外国投資資金のネット流出入額の推移は(図表6)の通りである。2009年、2010

(図表7) HFTの1日当たり平均取引高と取引シェア



(出所) BM&FBOVESPA

年は高水準の流入額を記録している。2011年後半からはネット流入額が減少しているが、欧州債務危機、米国経済成長の先行き不透明感などによって国際的に投資資金が先進国の債券などの安全資産に向かっていることによる。こうした中でも2012年1月にはネットで72億リアルの流入額を記録している。

外国人投資家によるブラジル株投資の増加(買い越し)が株価上昇の要因として指摘されている。また外国人投資家による投資では投機的取引も多く、これは株価の変動を高める結果ともなっている。

外国人投資家は高頻度売買(HFT)を活発に行っており、最近の1日当たりHFT平均取引高を見ると、外国人投資家による取引が7割程度を占めている(注4)(図表7)。HFTの全取引に占めるシェアは上昇傾向にあり、現在では約1割がHFTとなっている。またHFTのうち約6割がコロケーション

(co-location) サービスを利用した取引である(2012年第1四半期のデータ)。なお、機関投資家はあまりHFTを行っていない。

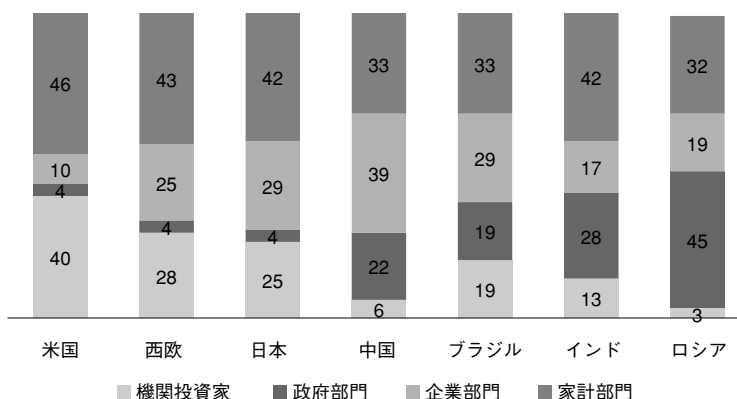
## ② 国内機関投資家

部門別の金融資産保有状況を見ると、ブラジルでは機関投資家が2割程度のシェアを占めている。これはBRICS諸国の中では高い水準にあるものの、先進諸国に比べれば未だ低い水準に留まる(図表8)。また政府部門の金融資産保有シェアが高いのも新興国共通に見られる特徴である。

また機関投資家の金融資産規模と増加率を見ると、年金、保険ともに高い増加率を見せているものの、経済規模に比較すれば機関投資家の金融資産規模は未だ低い水準にあり、今後の増加が期待される状況にある。特に保険で金融資産の蓄積が遅れている(図表9)。

年金基金を見ると、ポートフォリオの資産

(図表8) 先進国・BRICSの部門別金融資産保有状況  
(2010年、シェア：%)



(出所) McKinsey

(図表9) 機関投資家の金融資産規模と増加率

	年金		保険	
	金融資産規模	増加率	金融資産規模	増加率
	(2010年：対GDP比%)	(2000~2010年：CAGR%)	(2010年：対GDP比%)	(2000~2010年：CAGR%)
米国	103	4	45	5
西欧	33	5	61	6
日本	61	7	64	3
中国	9	34	11	26
インド	5	22	15	20
ブラジル	20	19	6	28
メキシコ	7	15	4	17

(出所) McKinsey

額は2002年の1,680億リアルから2011年には5,740億リアルに急増している。このうち株式投資比率は2002年の27.7%から2011年には30.1%へと上昇している(注5)。

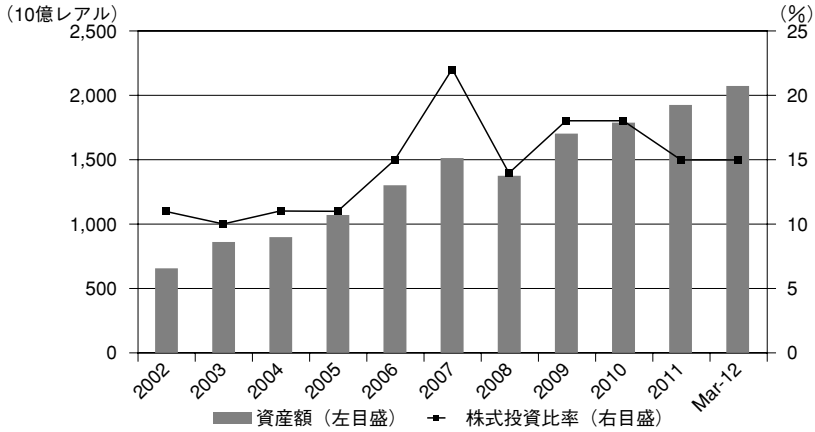
また投資ファンドによる株式投資比率を見ると、全世界平均では40%であるのに対して、ブラジルでは15%に過ぎない(図表10)。さらに家計部門の株式投資比率も15%程度であり、先進諸国に比べて低い水準に留まっている(図表11)。なお、家計部門の株式投資比

率が低い状況はBRICS諸国等、新興国で共通に見られる特徴でもある。

### (3) 上場企業と資金調達

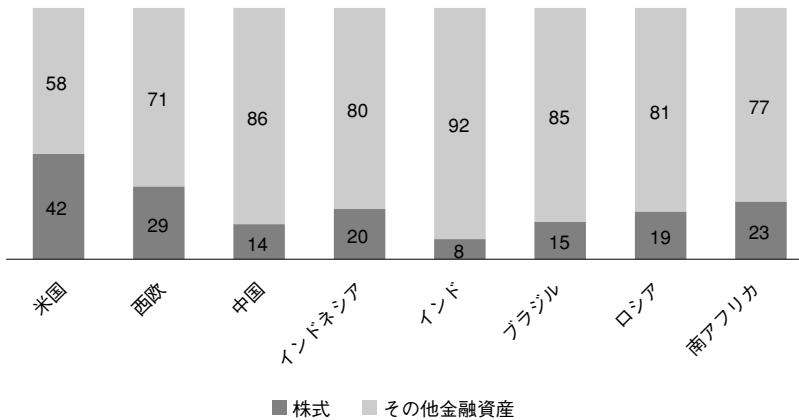
ブラジル企業は株式市場で積極的な資金調達を行っている。新規事業に必要な資金調達を行うために株式公開や増資を選択するケースが多い。これは株式による資金調達が相対的に高金利の銀行融資に比べて安い資金調達手段となっていることによる。

(図表10) 投資ファンドの資産額と株式投資比率



(出所) BM&FBOVESPA

(図表11) 主要国・家計部門の株式投資比率 (シェア%)



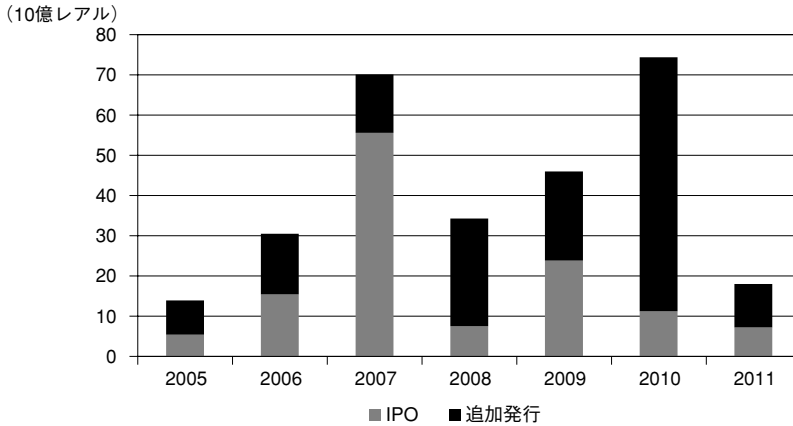
(出所) McKinsey

近年のIPO並びに追加発行の資金調達額は(図表12)の通りである。2011年こそ資金調達額が少なかったが、2008年のリーマンショック以降、株式市場からの資金調達額は順調に増加しており、2010年には追加発行額の急増により、2007年を上回る調達額を記録した。なお、2010年の株式市場からの資金調達額で

はサンパウロ証券取引所はニューヨーク、香港に次ぐ世界第3位を記録した。

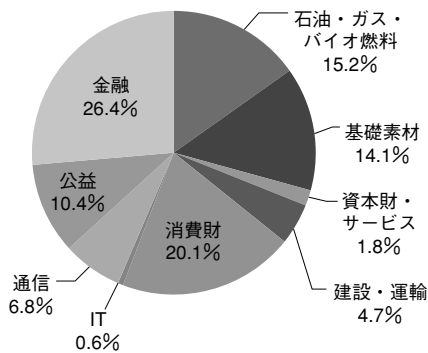
一方、サンパウロ証券取引所上場企業の業種別シェアは(図表13)の通りである。これを2005年12月末と比較すると、基礎素材(21.6%から14.1%)と通信(11.1%から6.8%)のシェアが減少する一方、消費財(11.2%か

(図表12) IPOと追加発行の資金調達額



(出所) BM&FBOVESPA

(図表13) 上場企業の業種別シェア  
(時価総額ベース：2011年12月)



(出所) BM&FBOVESPA

ら20.1%)と金融(22.4%から26.4%)が上昇している。経済の成長に合わせて消費財企業のシェアは上昇しているが、時価総額で見て全体の30%程度は石油・ガス・バイオ燃料・基礎素材などのエネルギー産業が占め、これに金融と公益企業を合わせると65%超のシェアを占める構造にある。特に資本財産業やサービス産業の育成が遅れていると言えよう。

またサンパウロ証券取引所では新規上場企業が多い一方で、上場廃止企業数も多い(図表14)。この結果、上場企業数は2007年に404社を記録した後、漸減傾向となっており、2011年末の上場企業数は373社に留まっている。

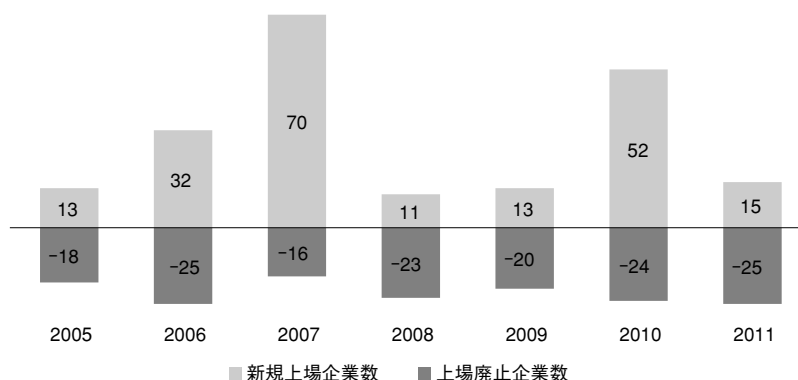
現在のところ中小企業が株式発行によって株式市場から資金調達を行える状況にはない。上場企業の裾野を広げ、幅広い企業が株式市場に上場し、資金調達を行える環境を作っていくことがブラジル株式市場の課題の1つであると言える(注6)。

### 3. 外国人投資家と投資規制

#### (1) 資本規制

ブラジル政府は海外投資家の投機的取引によるレアル高に対応して、2009年10月20日に国外の投資家に対する金融取引税を10年振りに復活させた。これにより海外投資家の債

(図表14) サンパウロ証券取引所の新規上場・上場廃止企業数 (社)



(出所) WFE

券・株式購入のための為替取引に対して税率2%の課税が行われ、当該税率は債券投資に対しては2010年10月に6%に引き上げられた。株式に対する税率は2%に維持された後、世界経済減速による国内景気悪化への懸念から2011年12月に政府は減税策を発表し、その一環として株式に対する金融取引税率は0%に引き下げられた。

このようにブラジル投資では政府による資本規制の導入などが行われる可能性もあり、それだけ市場の安定性という観点からは留意が必要になっている。

## (2) 外国人投資家に対する投資規制

外国人投資家がブラジル株投資を行う場合には多くの規制をクリアせねばならない。

外国人投資家はブラジルにおける法律並びに税務の代理人を定めなければならず、法律上の代理人はブラジル中央銀行監督下の金融機関でなければならない。投資に当たっては

ポートフォリオ・アプリケーション・フォーム (PAF: Portfolio Application Form) を証券委員会 (CVM: Comissão de Valores Mobiliários) に提出し、事前許可の取得が必要である。さらに代理人を通じて税金番号 (CNPJ) も取得しておかねばならない。

また上場株式の購入に当たっては、業種や企業毎に外資出資上限が定められ<sup>(注7)</sup>、宝くじ、医療サービス、原子力・鉱物関連、電力、石油探査・精製などに関しては外国人による投資が認められていない。またメディア企業の株式を外国人投資家が証券取引所取引で直接取得することは認められていない。

(注1) ペトロプラス (国営石油会社) とヴァレ (鉱山企業) の国際的な資源会社2社の後述するボベスパ指数のポートフォリオに占めるシェアは2012年5月で17%程度である。

(注2) BM&FBOVESPAでの株式取引市場はBovespa Segmentと呼ばれている。

(注3) 統計データに関しては、BM&FBOVESPAのサイトなどから入手可能である

---

(<http://www.bmfbovespa.com.br/en-us/home.aspx?idioma=en-us>)。

(注4) HFTは2009年以降、増加を見せており、ADRとブラジル株の裁定取引を行うヘッジファンドなども存在する。

(注5) サンパウロ証券取引所は安定して低金利の金融環境が続けば、国内投資家は株式投資比率を高めるものと期待している。

(注6) ブラジルの大企業上位1,000社のうち約7割の701社が非上場企業である。また中規模企業

(従業員数250~1,000人、年間売上高2,000万~4億レアル)でも特に高収益企業が株式市場への参加を果たしていないのが他国に比べたブラジル株式市場の特徴として指摘される。サンパウロ証券取引所は短期的には高収益企業の株式市場への参加を推進し、小規模企業に関しては株式教育を進める方針である。

(注7) 航空20%、ケーブルTV49%、通信30%、ペトロプラス50%、国内貨物輸送20%等。





# アジア／G20株式市場のいま

—第20回（最終回） カンボジア、ラオス、ブルネイの株式市場



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

これまでアジア諸国、G20新興国の株式市場を概観してきたが、連載終了に当たり、今後の資本市場の成長が期待されるASEAN後発国を取り上げておきたい。具体的にはカンボジア、ラオス、ブルネイの3か国であるが、いずれも株式市場の育成がこれから開始される段階である。このためこれら3か国に関しては、株式市場を中心としつつも、債券市場も含めた資本市場全体について概観する。カンボジア、ラオスに関しては、日本企業の進出も始まっており、今後の経済成長に対する期待も高い。経済成長のためには、資金調達、運用の両面に亘り、資本市場の発展が必須の課題となり、資本市場の育成に関しては、日本も含めた諸外国からの支援も行われている。

## 〈目次〉

1. カンボジア王国の資本市場
2. ラオス人民民主共和国の資本市場
3. ブルネイ・ダルサラーム国の資本市場

なお、本稿では取り上げないが、ミャンマーについては、東京証券取引所と大和証券グループが共同で株式市場の設立に向けた技術支援を実施することが発表されている。本稿で紹介するように、カンボジア、ラオスの証券取引所設立に関しては韓国が主導しており、経済成長への期待が高まるASEAN後発国の市場育成に関しては、その初期段階から国際競争が繰り広げられていくものと予想される（アジア新興諸国の証券取引所の比較に関しては（図表1）参照）。



(図表1) アジア新興諸国の証券取引所比較

国名	設立年	時価総額 (10億米ドル)	時価総額の 対GDP比率 (%)	上場銘柄数	平均時価総額 (百万米ドル)
ベトナム	2000	26.7	29	302	88
ラオス	2010	0.6	10	2	289
カンボジア	2011	0.1	1	1	142
パキスタン	1947	35.0	21	652	54
バングラデシュ	1954	50.3	53	750	67
スリランカ	1985	19.2	47	275	70
ネパール	1993	3.7	29	266	14
ブータン	1993	0.3	19	20	13

(出所) LEOPARD CAPITALのデータに加筆

## 1. カンボジア王国の資本市場

カンボジアは2004～2007年に年平均11.1%の高度経済成長を記録した後、世界金融危機の影響を受け、2009年にはマイナス成長に落ち込んだが、2010年には回復を見せ、国際機関の経済見通しでも今後、中期的に6.5～7%程度の安定した経済成長が予想されている。

こうしたカンボジアの経済成長を見越し、外国金融機関のカンボジアへの進出も急増している。資本市場が未発達のカンボジアでは、銀行が金融を担っている状況にある。

カンボジアの商業銀行は32行であるが、地場銀行は4行のみで、その他は全て外資が過半を占める外資系銀行である。これは外資100%での銀行設立も認める開放的な政策による。最近ではアジア勢の銀行進出が目立っており、2011年には中国から中国銀行、中国工商銀行、台湾から合作金庫銀行、ベトナムからサコム銀行等が進出している。

ここでカンボジアにおける最近の日系金融機関の進出の状況について付言しておく。

2008年9月、SBIホールディングス（出資比率40%）と韓国の現代スイス・フィナンシャルグループ・コリア（同60%）の合併によるプノンペン商業銀行（PPCB：Phnom Penh Commercial Bank）が設立された。SBIはまた、2010年2月に資本金1,000万ドルでSBIプノンペン証券（SBI Phnom Penh Securities Co., Ltd.）を設立し、2010年10月には日系金融機関としては初の証券事業フルライセンスの認可をカンボジア証券取引委員会（SECC：Securities and Exchange Commission of Cambodia）から取得した。

同社は2011年9月に現地大手財閥ロイヤルグループのカンボジア・キャピタル証券と合併し、SBIロイヤル証券と名称を変更している（SBIの出資比率71%）。

またアミューズメント総合企業のマルハンは2011年5月にマルハンジャパン銀行（Maruhan Japan Bank Plc.）を設立した。邦銀による進出としては、2012年2月に三菱

---

東京UFJ銀行、三井住友銀行がプノンペン駐在員事務所を開設した。

債券市場に関しては、2002年から財務省証券（期間91日）が発行されたが、その後まもなく発行が停止されている。現在、発行されているのはRecap債（期間2年、3年）であるが、銀行が買い手となり、売買は不可能である。この他、銀行がCDを発行しているが、CDは売買可能である。

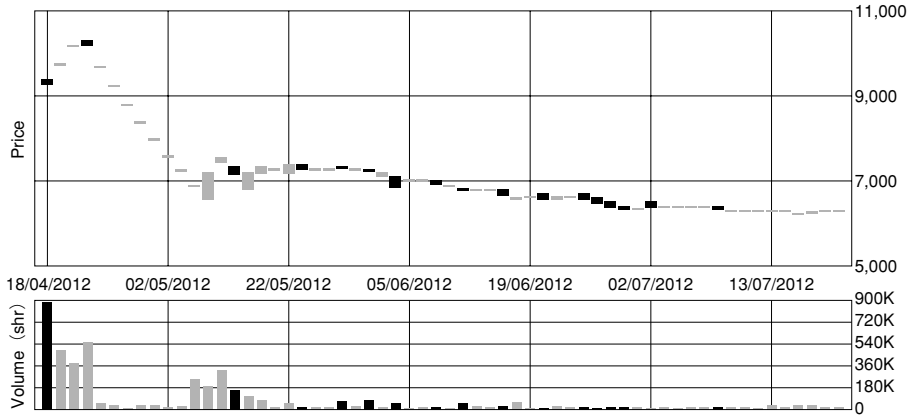
株式市場に関しては、2011年2月28日にカンボジア証券取引所（CSX：Cambodia Securities Exchange）の設立が認可された（注1）。CSXの設立も、隣国ラオスにおける証券取引所の設立と同様、韓国取引所の全面的な支援を受けており、CSXの出資比率はカンボジア政府が55%、韓国取引所が45%となっている。設立当初は上場企業がなかったが、プノンペン上水道公社（PPWSA：Phnom Penh Water Supply Authority）が上場され、2012年4月18日からCSXでの株式取引が開始された。同上場に関しては、SBIプノンペン証券（当時）が上場主幹事に選定された。2012年内にはテレコム・カンボジア（Telecom Cambodia）、シアヌークビル自治港（Sihanoukville Autonomous Port）の2国営企業の上場が予定され、2013年以降には民間企業の上場も計画されている。なお、上場に際しては、少なくとも3会計年度について、カンボジア政府が認可した国際的な会計会社による監査証明が必要であり、上場の大きなハードルとなっている。

PPWSAのIPOでは、13億4,600万株（PPWSA株式の15%）が売り出され、17倍の応募があった。中国人の投資（株式購入）が目立っており、PPWSA株のIPOでは1,000万株以上の大口購入者が21人あったが、その過半を中国人並びに中国系の投資家が占めた。中国以外では、日本、韓国、米国、タイ、ベトナムからも購入があった。カンボジアでは資本規制はなく、外国人による株式購入に関しても特に制限はない。外国人が株式の100%を取得することも可能である。またパスポートの提示で口座開設ができるなど、投資の手続きが簡単に行えるため、外国人がカンボジアの銀行のラオス支店等を通じて購入を行うなどのケースが見られ、地下銀行経由での取引やカンボジア国民の名義を借りた取引なども指摘されている。

PPWSAのIPOでは、取引開始後3日間で株価はIPO価格を60%上回る水準まで急上昇を見せ、取引高も膨らんだが、その後、投資家による利益確定の売りが膨らみ、株価は急落し、以降、取引は低迷している（同社株価並びに取引高推移は（図表2）参照）。設立したばかりの新興市場のリスクが大きく表れる結果となった（注2）。

CSXでの取引時間は祝日を除く月曜日～金曜日の8時～11時30分で、9時と11時30分の1日に2回、取引が約定される。取引価格には基本価格（Base Price）が設定されており、基本価格は原則として前営業日の終値で、IPO価格の90～150%の範囲内とされる。

(図表 2) PPWSA株の取引推移



(出所) CSX

日々の価格変動幅は基本価格の上下5%に制限される。決済は取引2営業日後の8時30分に行われ、CSXがCCPとなるDVP3のモデルが適用されている。また資金決済銀行はAcleda Bank Plc.、BIDC (Bank for Investment & Development of Cambodia Plc.)、Canadia Bank Plc.の3行である。

今後、日系企業のカンボジアにおけるビジネスの活発化が期待されるとともに、金利水準が高く、銀行融資が限定されているカンボジアでは、資本市場の育成は今後の経済発展にも重要な意味を持つてくるものと見られる。カンボジアの株式市場は、2020年には時価総額が30~40億ドル、GDPの15~20%に増加することが予想され、銀行、通信、服飾、鉱業・セメントなどのインフラ関連企業が株式市場を牽引することが期待されている。

## 2. ラオス人民民主共和国の資本市場

ラオスの経済開発はASEAN他国に比べて後れをとっていたが、2000年代半ば以降、水力発電による輸出電源や鉱山開発などによって安定的な経済成長を遂げている。2000~2009年の実質GDP成長率は平均で7.8%とASEAN諸国の中ではカンボジア(9.2%)に次ぐ高成長を記録した。

ラオスの課題は今後の経済開発、インフラ整備のために投資が必要であるにもかかわらず、資金が不足しており、多くを外国からの援助に頼っていることである。ラオスでは経済開発5か年計画を達成するためには今後、GDPの32%に相当する127兆キープの投資資金が必要になるが、政府はGDPの8~10%程度しか投資資金を賄えないと推計されている。

---

一方で経済成長に伴って国民所得は増加している。このため投資資金を調達するためには国内の貯蓄を投資に繋げることが重要な課題となっている。

ラオスではこれまで資本市場（債券市場、株式市場）が整備されておらず、企業の資金調達等は銀行借入に依存している。ラオスでは優良企業でも金利年10%、期間3年までという銀行からの間接金融に頼るしか資金調達手段がない。

こうした状況下、資本市場の育成はラオス経済にとって極めて重要な、切迫した課題となっている。後述する証券取引所の設立により、企業の資金調達手段の増加、とりわけ長期的な投資資金の調達が可能となることが期待されている。

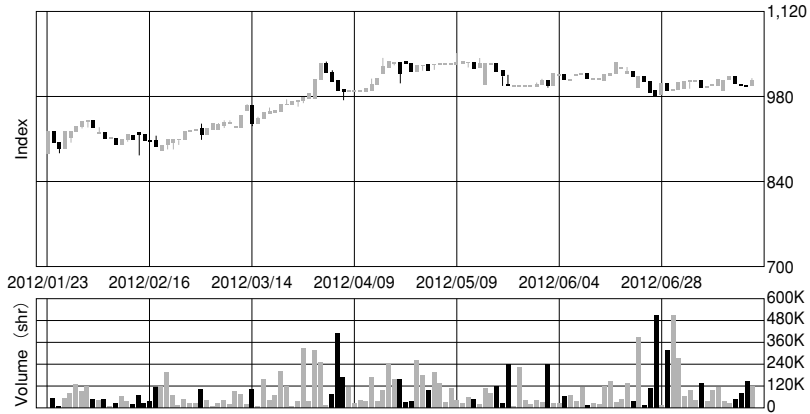
債券市場に関しては、財政赤字ファイナンスのための財務省証券と短期国債（期間1年）、中央銀行債券が発行されているだけである。以前には政府債務の返済遅延をカバーするトライアングル・ボンドもあったが、現在では発行されていない。債券の主要な買い手は銀行であり、年金基金、保険会社、非銀行部門の金融機関などは債券投資を開始して未だ間がない。すなわちラオス債券市場は発行市場、流通市場、投資家の育成の全ての面において、市場育成の準備段階にあると評価できる。ラオス政府は、国内債券市場が未発達のため、水力発電のプロジェクト資金調達のためパーツ建ての外債発行を検討したが実現には至っていない。

一方、株式市場に関しては、2010年10月10日、ラオス証券取引所（LSX：Lao Securities Exchange）が開設された。LSXは韓国取引所の支援により設立され、ラオス中央銀行（Bank of The Lao P.D.R）が51%、韓国取引所が49%の出資を行っている（注3）。LSXの開設とともに、韓国のみならずタイやベトナムも出資した合弁の証券会社の設立も認可されている。LSXでは、2011年1月11日から上場2銘柄（ラオス外商銀行：Banque pour le Commerce Exterieur Lao = BCEL、ラオス電力発電：EDL Generation Public Company = EDL-Gen）で取引が開始された（2銘柄で算出されるLao Composit Indexの推移は（図表3）参照）。BCEL、EDL-Genはともに政府が過半の株式を所有する国営企業である。今後、The Enterprise of Telecommunications of Lao、The Lao Indochina Group、Lao World Group等が上場準備中と伝えられている。

またLSXは外国投資を呼び込むために、早ければ本年8月にもオンライン取引を導入する見込みである（注4）。オンライン取引のシステムは韓国 Korea Telecomから購入しており、スタッフの訓練も Korea Telecomが担当する。

現在、外国投資は厳格に規制されており、外国人は全体で上場企業株式の10%まで、個々の外国人投資家は1%までしか保有することができない。ラオス政府は2020年までに最貧国から脱出することを目標としており、外国からの投資が今後の経済成長のカギを握

(図表3) Lao Composit Indexの推移



(出所) LSX

るものと認識している。このためラオス政府は本年末までに外国人取引制限の緩和を目的とした証券法の導入を計画している。なお、外国からの投資では、中国からの投資が最大で、これにタイからの投資が続いている。LSXによれば、将来的にはタイからの投資が最大になると予測されている(注5)。

LSXの取引口座は約8,000口座であるが、ラオス国民所有口座はその50%に過ぎず、2011年のLSXの1日当たり平均取引量は約15万株と目標を下回るものであった。活発に取引を行っているのは、前述のような制限があるにもかかわらず外国人投資家である。株式取引が増加しないのは、国民の株式に関する知識が欠如しているためであり、LSXはラオス証券取引委員会(Lao Securities Exchange Commission)とともに、投資家教育に力を入れている。上場に向けたラオス企業や投資家教育のためのセミナー等ではタ

イ証券取引所(Stock Exchange of Thailand)の支援を受けている。

LSXの取引時間は祝日ならびに年末の3営業日を除く月曜日～金曜日の8時30分～11時30分で、9時、9時30分、10時、10時30分、11時、11時30分と30分毎に取引が約定される。取引単位は1株で、値幅制限は基本価格(Base Price)の上下5%、基本価格は原則として前営業日の終値である。LSXがラオスで唯一の中央証券保管機関であり、CCPの機能も担っている。決済は2営業日後の14時であり、資金決済はラオス中央銀行で行われるDVP決済である。

### 3. ブルネイ・ダルサラーム国の資本市場

ブルネイでは経済を支える天然資源が無限ではないため、以前から天然資源に依存しな

---

い産業の育成を図り、多角化を推進することを経済発展計画で目標としている。しかしながら小国で労働人口が少なく労働集約的な産業の育成は困難なため、金融業の育成が経済多角化へ向けた手段の1つとされた。

2000年7月15日、ブルネイ政府はブルネイ国際金融センター（BIFC：Brunei International Financial Center）設立構想を発表した。BIFCは経済多角化政策の1つとして、自国を国際オフショア金融センターとして位置付け、オフショア銀行業務、保険・証券サービスといった一般金融及びイスラム金融、双方の金融サービスを提供するために設立したものである。BIFCにはおよそ3,000社の企業が登録したが、大部分は台湾系の中小企業等であり、国際決済業務の1つの拠点としてBIFCが利用されたのが実態となった。

また2002年5月7日には、ブルネイ証券取引所（IBX：International Brunei Exchange）がブルネイ財務省（Department of Finance）から同国初の証券取引所ライセンスを取得した。IBXは台湾資本のシンガポール企業の子会社という位置付けであり、まずは汎アジア証券取引所となり、将来的には欧州・米国までサービス範囲を広げるという構想であった。しかしIBXは規制の枠組みが整っていなかったこと、取引が増加しなかったことから閉鎖に追い込まれ、現在、ブルネイには証券取引所が存在しない。

ブルネイ債券市場に関しては、ブルネイ政府は国内資本市場育成に向けた第一歩として、

2006年4月6日に同国初の短期イジャラ・スクーク（イスラム債券）を発行した（1億5,000万BND）。それ以降、スクークの発行は定期的に行われている。発行はブックビルディング方式で、プライマリーディーラーに対して売却される。またスクークはブルネイ政府が発行するが、運営管理はThe Brunei Monetary Authorityが行っている。2006年の最初の発行以降、ブルネイ政府によるスクークの発行額は2011年末までに累計で36億5,100万ドル超に達した。なお、ブルネイには財政赤字ファイナンスのための国債発行需要はない。2010年の中央政府財政収支は14億2,300万BNDの財政黒字であり、政府債務残高も無い。

ブルネイは現在では特にイスラム金融の育成に力を入れているが、イスラム金融の展開でも銀行業務と株式に焦点が当てられており、実際に売買取引が行われる債券市場はブルネイには存在しない。なお、ブルネイで営業している銀行は9行（うち外資6行）、証券会社は2社に過ぎない。

また株式市場に関して付言すれば、ブルネイは自国企業が上場する国内の証券取引所を持っていない。政府は証券取引所設立の適合性と必要性を評価し続けている。しかしながら現在までのところ、多くの国内企業は証券取引所に上場して資金調達を行う利益を感じていない。上場による資金調達コストが全体で高がつき、未公開株、銀行ローン、政府による中小企業向けローンやマイクロ企業向け

---

ローンスキームを利用して企業は資金調達を容易にできるためである。

今回、第20回をもって本連載は終了致します。長い間、ありがとうございました。

なお、これまで取り上げてきた各国の株式市場について、市場発展に向けた共通の課題、各国市場の特徴などをまとめ、さらに横並びでの比較を行った「総括編」を10月号に掲載する予定です。

(注1) CSXの概要、取引データに関しては、CSXのHP (<http://www.csx.com.kh/main.do>) から入手できる。

(注2) 同様の現象は、ラオスやベトナムでも発生した。

(注3) LSXの概要、取引データに関しては、LSXのHP (<http://www.lsx.com.la/>) から入手できる。

(注4) 現在は取引所での取引と電話での取引が可能である。

(注5) ラオスでは現地通貨のキープに加えて米ドル、タイ・バーツが流通しており、銀行預金でもこの3通貨の預金金利が店頭で提示されている。





# アジア／G20株式市場のいま

—総括編—



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

これまで20回に亘り、アジア並びにG20新興国の株式市場を概観してきた。

本稿では総括編として、新興国株式市場の今後の育成に関しての共通の課題、各国市場が独自に抱える解決すべき課題、地域で株式市場を統合していく動きをまとめて概観する。また統計資料をもとに、各国株式市場を横断的に比較する。最後に、今後、特に成長が期待される株式市場と東京市場の将来について言及しておきたい。

## 〈目次〉

1. 株式市場育成に関する共通の課題
2. 各国市場の特徴と抱える問題点
3. 地域統合の動きとグループ化
4. 統計資料による各国市場の横断的比較
5. 今後、成長が期待される市場と東京市場の将来

## ■ 1. 株式市場育成に関する共通の課題

アジア／G20新興国は、これまで相対的に順調な経済成長を遂げ、今後の経済成長が最も期待される諸国である。一方で、株式市場を含めた金融市場の発達という側面では、未だに先進諸国に大きく遅れており、経済の拡大に金融市場の育成が追い付いていないと言うこともできよう。新興諸国の株式市場育成に関しては、今後、解決していかねばならない共通の課題がある。

### (1) 上場企業の増加と業種の多様化

アジア／G20新興国の株式市場では、上場企業が一部業種に偏っている市場や取引銘柄が一部銘柄に集中している市場などが多く見られる。上場企業を増加させ、取引銘柄の選択肢を増加させることが市場の拡大には必須

の課題である。一部業種や一部銘柄に取引が偏る市場では、市場の変動性が大きくなり、さらに後に指摘するようにデリバティブ等のリスクヘッジ手段が未整備の状況では、投資リスクの高い市場となる。

## (2) 機関投資家の育成

中国、台湾など、国内個人投資家が大きな地位を占めている株式市場もあるが、こうした市場でも機関投資家の育成は遅れている。BRICS諸国を中心に、年金、保険といった機関投資家の金融資産規模は年に2桁の増加率を記録してきているが、先進国市場と比較すれば、圧倒的に機関投資家の金融資産規模は小さい。市場を安定させる役割を持つ機関投資家の育成が、株式市場の発展には必須の課題である。

## (3) デリバティブ市場の育成

インドや国際金融センターとなっている香港、シンガポール、そして韓国などの一部市場を除いて、デリバティブ市場の育成は大きく遅れている。ベトナムなどのようにデリバティブ取引が未だに存在しない市場もある。デリバティブ市場が未発達である要因としては、金融規制による禁止、金融技術や監督規制を含めた市場インフラの未整備、さらに市場参加者の知識不足などが挙げられる。しかし株式市場拡大のためには、リスクヘッジ手段としてのデリバティブ取引の拡大が不可欠の要素であり、相対的にリスクが高い新興国

市場ではリスクヘッジ手段に対する需要はより高まる。株式市場の育成のためには、並行してデリバティブ市場を整備していくことが求められよう。

## (4) 外国人投資規制

外国人投資家による投資に大きく依存する市場がある一方で、外国人投資に関する投資規制を設けている市場が大半である。公益企業や軍需関連企業などに関して外国人投資家による出資制限を設けるのは、程度の差こそあれ先進国でも見られる。外国人投資規制の存在そのものは大きな問題であるとは言えない。また通貨政策の観点から外国人投資規制を設ける例もある。

外国人投資規制で問題となるのは、その規制が極めて厳しく、外国人投資そのものが現実的に難しくなるような規制の程度、規制が複雑で外国人投資家にとって理解しにくい、規制が頻繁に、あるいは突然に変更されるなど、投資リスクが大きくなるといった点である。外国人投資規制に関しては、その目的、必要性とその程度を明確にし、実際の運用で複雑にならないような透明性が付与されなければならない。

## ■ 2. 各国市場の特徴と抱える問題点

各国市場はそれぞれに特徴を持ち、市場拡大に向けて抱える問題点でも個別のポイント

---

が指摘できる。以下では同じような特徴や問題点を抱える市場をグループ化して見てみたい。なお、各国株式市場の特徴は(図表1)の通りである。

### (1) 株式市場の育成そのものが遅れている市場(フィリピン、インドネシア、ベトナム、トルコ、アルゼンチン)

過去の経済政策の失敗(アルゼンチン)、政治的な混乱等による経済成長開始の遅れ(フィリピン、インドネシア、ベトナム)など、株式市場の育成そのものが遅れた理由は様々であるが、いずれの国も今後の経済成長への期待は高く、それだけ株式市場の拡大が大きく期待できる市場である。株式市場の育成のためには、どのような施策をどのようなタイムフレームで展開していくか、他市場とどのような繋がりを持っていくか、自国市場をどのような市場と位置付けていくかなど、今後の市場育成に向けた総合的な計画が特に重要であり、注目すべきポイントとなろう。

### (2) 国内での市場統合が必要な市場(中国、インド、ロシア、ベトナム、タイ)

市場が分断していると、上場コスト、流動性コストなど、様々なコストが増加することになり、市場効率の面では大きく劣ることになる。中国では大企業の上場する上海と中堅企業以下が上場する深圳とに分かれ、外国人投資家が投資可能な銘柄と不可能な銘柄に分けるなど、金融規制の側面から市場を分断

している。インド(ムンバイとナショナル)、ロシア(MICEXとRTS)、ベトナム(ハノイとホーチミン)なども市場が分断されているが、市場を分断する必要性があるとは考えられない。複数に分断する市場では、両市場に上場する企業も多く、取引や価格の透明性の点からも問題が生まれる。こうした諸国では、まず自国内の複数の市場(取引所)を統合していくことが求められよう。またタイの場合は市場は分断されていないが、外国人が投資可能な投資対象が複雑化しているという問題がある。市場や投資対象の整理は市場の育成に当たっては、優先的に解決すべき課題であると言える。

### (3) 上場企業部門の改革等が望まれる市場

株式市場の上場企業に関しては、その国の経済構造等を反映して各国それぞれに特徴があるのが通常である。しかしこれが行き過ぎている場合には、市場の拡大の障害ともなる。また上場企業が国営企業や同族・財閥企業である場合には、取引可能な銘柄や株数が限定され、上場企業が増加しても、それが取引の増加、ひいては市場の拡大に結び付いていかないケースも想定されよう。

こうした点を指摘できる市場としては、国営企業の上場に関しては中国、ブラジル、ベトナム、サウジアラビア、同族・財閥企業の上場に関しては韓国、インドネシア、フィリピン、トルコ、上場企業の業種別偏りに関し

(図表1) 各国株式市場の特徴

国名	特徴
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>上海、深圳のメインボードに加えて、創業板、三板市場があり、中国株式市場は多層化しているが、圧倒的にメインボードが株式取引の中心。同一企業のA株とB株の価格差が生じる。</li> <li>外国人投資家が取引可能なB株市場のうち、およそ8割はA株も上場しているが、両市場は分断され、かつ流動性が大きく異なるため、同一企業のA株とB株の価格差が生じる。</li> <li>株式取引は個人投資家を中心であり、株価の変動が激しい。また中国株式市場は政策相場（政府の政策に左右されやすい）、流動性相場（金融政策に大きく反応する）の色彩が濃くなっている。</li> <li>株価指数先物取引や信用取引の解禁が進められたが、リスクヘッジ手段はほとんどない。</li> </ul>
香港	<ul style="list-style-type: none"> <li>国際金融センターであるが、最近では特に中国本土と中国国外との金融取引の窓口化。</li> <li>時価総額に占める中国企業（H株・レッドチップ・その他中国本土民間企業）のシェアは2012年7月末の時価総額で57.6%、取引高で71.7%。</li> <li>IPOが多く、2011年の株式による資金調達額でも中国企業が30%超のシェアを占める。</li> <li>中国以外の国際的企業も資金調達で香港市場を利用する例が増加。</li> </ul>
台湾	<ul style="list-style-type: none"> <li>電子産業に特化した国内個人投資家中心の市場。</li> <li>売買が活発で、配当等の収益率が高い。</li> <li>グレートイ証券取引所はKOSDAQに次ぐアジア第2位の新興市場。</li> <li>最近では外国企業の上場が増加。</li> </ul>
韓国	<ul style="list-style-type: none"> <li>財閥系企業が時価総額、取引高ともに上位を占める。</li> <li>株式発行は第三者、既存株主に充てた発行形態が多い。</li> <li>外国人投資家の存在感が極めて大きく、国内機関投資家の育成が遅れている。</li> <li>店頭市場のKOSDAQは国際的にも大きな市場。</li> </ul>
シンガポール	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場企業数はASEANではマレーシアに次いで多い（773社：2011年末）。外国企業の上場企業数（311社）はロンドン、ニューヨーク、メキシコに次ぐ世界第4位。</li> <li>シンガポール取引所を第二市場として活用する外国企業も多い。</li> <li>2011年で中国企業は上場外国企業数の47%、外国企業株取引高の20%のシェアを占める。</li> <li>中国企業の時価総額に占めるシェアは18%に過ぎず、シンガポール上場中国企業は中堅企業が多い。</li> </ul>
インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場が進まず、国営企業以外の上場企業は多くはファミリー企業。</li> <li>取引対象銘柄は限られ、外国人投資家では40銘柄程度。</li> <li>企業の財務状況は不透明。</li> <li>通貨ルピアのリスクを常に抱える。</li> </ul>
フィリピン	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場企業の偏り、取引の集中化と価格形成への影響、外国人投資家の影響の大きさが特徴。</li> <li>上位5銘柄で株価指数のおよそ半分を占める。</li> <li>IPOは減少、追加発行が多い。</li> <li>外国人個人投資家の国別シェアでは中国人が35.4%と最大。</li> </ul>
マレーシア	<ul style="list-style-type: none"> <li>債券市場、株式市場ともに相対的に発達。</li> <li>時価総額の小さい中・小型株が多い市場。</li> <li>国内企業の上場は進んでおり、上場企業数は多い。</li> <li>国内機関投資家が持ち切りスタンスであり、売買回転率が低い。</li> <li>国際イスラム金融センター化を国策とする。</li> </ul>
タイ	<ul style="list-style-type: none"> <li>銀行ローンが最大の資金調達手段で株式市場の発展は相対的に遅れている。</li> <li>上場企業数は増加傾向にあるが、売買の集中度は相対的に高く、実際に活発な取引対象は限定的。</li> <li>流通市場はメインボードとフォーリンボードに分かれ、外国人投資家の投資対象はローカル株、TTF、NVDR（以上、メインボード）、フォーリン株（フォーリンボード）と複雑。</li> <li>独特な市場構造の是正が大きな課題。</li> </ul>
ベトナム	<ul style="list-style-type: none"> <li>ホーチミンが大企業、ハノイが中小企業と店頭市場。</li> <li>未公開株（OTC）取引が活発。</li> <li>外国人投資家の存在感が大きい。</li> <li>デリバティブ市場はない。</li> <li>信用取引、同日の同一銘柄の反対取引は不可。</li> </ul>
オーストラリア	<ul style="list-style-type: none"> <li>売買可能な流通株式の時価総額はアジアでは日本に次ぐ規模。</li> <li>金融業と資源産業に特化した株式市場。</li> <li>売買回転率は高いが、取引対象の株も集中化。</li> <li>プロモーターや機関投資家も集中化。</li> <li>米国、ニュージーランドからの投資が多く、アジアからは少ない。</li> </ul>
インド	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券取引は主にナショナル取引所で行われる。</li> <li>取引される株式がなく、デリバティブ取引が発達、外国人投資家の存在感が大きい。</li> <li>外国人投資家に対する投資規制が多い。</li> <li>国内取引所の再編、プロモーターによる株式保有構造の改善、国内投資家の育成など課題が多い。</li> </ul>
ロシア	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要な証券取引所としてMICEX（ルーブル建てのみ）とRTS（米ドル取引が可能）があり、両取引所に重複上場する企業が多い。</li> <li>必ずしも流動性のある株式も多く、2010年では約90%に上る。</li> <li>取引高が圧倒的に大きいMICEX市場では、大型株への集中度が高く、資源産業のシェアが大きい。</li> <li>決済サイクルが決まっていない、DVPが限定されるなどの問題を抱える。</li> </ul>
南アフリカ	<ul style="list-style-type: none"> <li>IPOの手続きが煩雑なためIPOは低迷、中堅企業はPEを、大企業は国外の上場・資金調達を志向する傾向にある。</li> <li>ロンドン市場をはじめとした他市場への重複上場企業が多い。</li> <li>外国人投資家に対する投資規制は特に存在しないが、外国人投資家の取引シェアは2割に満たない。</li> <li>アフリカでは地域別に資本市場を統合する計画が進められ、JSEのアフリカボードも二重上場による地域資本市場設立を促す施策の一つである。</li> </ul>
トルコ	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内企業の資金調達は銀行ローンと株式に依存するが、株式市場の発展は相対的に遅れている。</li> <li>財閥支配の強い企業構造、金融業と製造業に偏った市場構造、外国人投資家の存在感の大ききといった特徴を持つ。</li> <li>外国人投資家のトルコ株投資は大半が銀行株であり、また国内機関投資家の育成は進んでいない。</li> <li>外国人投資家に対する取引規制は廃止され、自由に売買が可能となっているが、通貨調整の懸念などの問題を抱える。</li> </ul>
サウジアラビア	<ul style="list-style-type: none"> <li>中東湾岸諸国の株式市場は歴史が浅い、規模が小さい、流通株比率が低い、個人投資家中心で株価の変動性が高い、政府投資ファンド等の株式保有比率が高いといった共通の特徴を持つ。</li> <li>サウジアラビアでは資金調達は銀行融資の比率が高く、株式市場からの調達は限定的。</li> <li>サウジアラビアの株式市場は地域では圧倒的な規模を誇るが、石油化学と銀行セクターが大きなシェアを占める、個人投資家のシェアが極めて高いため市場の変動性が高いといった地域共通の特徴を持つ。</li> </ul>
アルゼンチン	<ul style="list-style-type: none"> <li>ラテンアメリカの他の取引所と比較しても株式市場の発展は大きく遅れている。</li> <li>取引高は低迷が続き、上場企業数は減少傾向。</li> <li>時価総額の比較的大きな一部銘柄に取引が集中し、変動率の高い市場になっている。</li> <li>主に通貨管理の観点から厳しい投資制限が設けられている。</li> </ul>
メキシコ	<ul style="list-style-type: none"> <li>外国企業の上場が多く、その多くは米国の大企業。</li> <li>主要な上場企業はADRを発行しており、外国人投資家によるメキシコ株投資は規制が多く、複雑であるため、ADRを購入するのが一般的。外国からの投資では米国からの投資が圧倒的に多い。</li> <li>同族企業が多く、大企業の間でも売上高などは上位企業への集中が著しい。</li> <li>様々な株式種類の存在が議決権支配を容易にしている。</li> </ul>
ブラジル	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興市場の中でも株式市場の拡大が著しく、主要な証券取引所と比較しても遜色ない活発な株式取引が行われている。</li> <li>投資家の構成では、外国人投資家と機関投資家を合わせて約7割、個人投資家が約2割を占める。</li> <li>近年の特徴として、外国人投資家による機動的取引を含めた投資の増加と国内機関投資家による投資の拡大が指摘できる。</li> <li>企業の資金調達では株式公開や増資を選択するケースも多い。</li> <li>上場企業の業種別シェアを見ると、資本財産業やサービス産業の育成が遅れている。</li> <li>外国人投資家に対する投資規制は多く、ADRの取引も活発に行われている。</li> </ul>

(出所) 各種資料から著者作成

ては台湾、ロシア、トルコ、サウジアラビアなどが挙げられる。

一般的に株式の2つの役割として、ガバナンスとファイナンスの2点が存在する。国営企業や同族・財閥企業では株式が持つガバナンスの面が投資家にとって大きく制限されることになる。また上場企業の業種別偏りが著しい市場では、当該部門の経済ショックをそのまま受けることになり、投資家にとってはリスクの高い市場となる。各国が抱える経済構造による限界はあるものの、上場企業部門の改革は、市場のさらなる拡大のためには避けて通ることのできない課題であろう。

#### (4) 外国人投資家の存在感が大きい市場（台湾、韓国、インドネシア、フィリピン、トルコ）

外国人投資家の存在感が大きい、すなわち外国人投資家による投資、取引が多いことは問題ではなく、むしろ好ましいことであるが、その背景に国内投資家の育成が進んでいないという問題があることを指摘できる。外国人投資家の投資動向に市場が大きく左右され、外国人投資家が投資を引き上げた場合に、買い手となる国内投資家が不在で、株価が急落するケースも見られる。今般の欧州債務不安では、韓国やインドネシアで、外国人投資家の投資動向によって市場が大きく揺さぶられる状況が見受けられた。

また市場規模の小さい諸国（ASEAN）などでは、国内投資家が持ち切りの投資スタン

スを取る場合が多く、外国人投資家の比率が特に高くなくても、市場の緩衝剤となる国内投資家は不在となり、結果的には前述のような影響を受ける懸念も存在する。マレーシアなどはその例に挙げられよう。

#### (5) ADR等海外での取引が活発な市場（ブラジル、メキシコ、南アフリカ）

ADR等は、自国市場で資金調達をする（外国人投資家の投資を受け入れる）ことが難しいために選択される方策であるが、発行企業にとってはそれだけ追加的なコストがかかることになる。重複上場も同様であり、複数の市場に上場することで上場企業は追加コストを負担している。こうしたコスト負担は大手企業であれば可能であっても、中堅以下の企業にとっては厳しい。

また大手企業がADR等を活用することで、自国市場にあまり不便を感じなければ、結果的に市場改革が進まなくなる懸念も生まれる。ADR等が必要となる背景を分析し、その結果を自国市場の育成に繋げていくスタンスが期待される。

### ■ 3. 地域統合の動きとグループ化

各国では自国株式市場の育成に加えて、地域での統合の動きも出てきている。各国市場の連載でも適宜取り上げてきたが、以下ではアジア新興国、ラテンアメリカ諸国、中東・アフリカ諸国における地域統合の動きやその

---

可能性についてまとめてみたい。

### (1) アジア新興国

アジアにおいては、中華圏とASEANにおいて市場統合の動きが見られる。前者は市場統合というよりは、中国経済・マネーの拡大が周辺市場に影響を広げていく展開である。

#### ① 中華圏における動き

香港が人民元のオフショア市場として拡大を見せ、また台湾と中国も経済関係の緊密化、台湾企業の中国展開の進展を契機に金融面で結び付きを強めつつある。中国企業の上場増加を通じて、シンガポール市場でも中国の存在感が高まっている。またフィリピン、カンボジア、ラオスなどには中国の投資マネーが流入し、株式市場における中国マネーの影響力が強まっている。

このように中国を軸にした動きは経済の拡大、人民元の浸透、中国マネーの増加の多方面から見ていく必要がある。

#### ② ASEANにおける動き

ASEANにおける株式市場統合の動きは上場銘柄の相互取引を可能にする市場リンケージの形で展開されている。ASEAN各国内においても市場リンケージに関する熱意は各国で異なり、また市場リンケージが必ずしも取引の増加に結びつく状況にあるとは言えない。ASEAN諸国の対外証券投資も欧米先進国市場に向かっており、域内クロスボーダー

投資はシェアでは低下傾向にある。こうしたことから単なる市場リンケージではなく、域内クロスボーダー投資を拡大させるような追加的施策（統一的な監督機関や格付け機関の設置、税制措置など）が必要であろう。

### (2) ラテンアメリカ諸国

ラテンアメリカの取引所においては、イベロアメリカ取引所連合（FIAB：The Federación Iberoamericana de Bolsas）主導によるプロジェクトとしてブラジル・メキシコ・コロンビア（投資増加に関する取り決め締結）、メキシコ・チリ（市場リンク）の市場連携が進められる一方で、チリ・コロンビア・ペルーで地域取引所としてMILA（Mercado Integrado Latinoamericano）が設立されるなど、複数の動きが展開されている。こうした動きを統合して、地域としてまとまりのある総合的な展開に繋げていけるかがカギとなる。

### (3) 中東・アフリカ諸国

アフリカ諸国では、南アフリカ、東アフリカ、西アフリカの各地域毎に株式市場を統合する計画が進められている。西アフリカでは地域証券取引所としてBRVM（Bourse Regionale Des Valeurs Mobiliere S.A.）が設立されている。こうした動きは各国市場が未発達で市場規模も小さく、金融技術を持つ中核国もないことから、現実的な効果を生む見込みは少ないと言える。地域統合に先立って、経済を安定的に成長させ、各国株式市場を育

(図表2) 各国証券取引所の概要

取引所	GDP (2011年IMF: 100万ドル)	時価総額 (2011年末: 100万ドル)	時価総額/GDP (%)	上場企業数 (2011年末)	取引高 (2011年: 100万ドル)	売買回転率 (2011年: %)	市場集中度 (時価総額 上位10社: %)	市場集中度 (取引高 上位10社: %)	株式市場参加者数 (2011年)
上海	7,298,147	2,357,423	46.8	931	3,670,156	159.5	39.7	9.1	377
深圳		1,054,685		1,411	2,843,614	276.2	10.9	7.5	134
香港	243,302	2,258,035	928.1	1,496	1,444,712	63.6	37.3	30.5	534
台湾	466,832	635,506	136.1	824	887,520	131.2	37.1	25.7	1,170
韓国	1,116,247	996,140	89.2	1,816	2,022,640	194.2	33.4	21.4	61
シンガポール	259,849	598,273	230.2	773	284,289	45.9	25.7	28.6	4,336
インドネシア	845,680	390,107	46.1	440	109,191	27.0	44.3	44.8	—
フィリピン	213,129	165,066	77.4	253	27,755	16.6	41.2	43.8	184
マレーシア	278,680	395,624	142.0	940	135,524	32.9	37.1	36.5	210
タイ	345,649	268,489	77.7	545	222,112	80.2	47.2	38.8	38
オーストラリア	1,488,221	1,198,187	80.5	2,079	1,194,163	94.2	43.6	41.8	596
インド(ナショナル)	1,676,143	985,269	58.8	1,640	584,140	52.4	31.4	27.6	—
ロシア (MICEX)	1,850,401	770,609	41.6	284	514,706	61.0	62.1	96.0	634
南アフリカ	408,074	789,037	193.4	395	370,192	42.1	25.2	12.1	60
トルコ	778,089	197,074	25.3	264	405,136	183.2	44.9	43.6	103
サウジアラビア	577,595	338,873	58.7	150	291,427	86.0	58.2	32.9	34
アルゼンチン	447,644	43,580	9.7	105	3,278	5.6	70.1	71.1	—
メキシコ	1,154,784	408,690	35.4	476	120,632	24.4	65.9	62.1	32
ブラジル	2,492,908	1,228,936	49.3	373	925,690	67.1	53.1	47.7	87

(注) ベトナムはWFE未加盟のため本表からは除いた。

本表では、インドはナショナル取引所を、ロシアはMICEXを取り上げた。

市場参加者数はブローカー、ディーラー、個人等、証券取引所の取引システムに直接接続して取引を行っている参加者数。

(出所) WFE, IMF

成していくことが必要な課題である。

中東・北アフリカ諸国においては、特に市場統合のような展開は見られない。むしろアラブ首長国連邦のドバイがNASDAQ OMXグループに、カタールがNYSE Euronextグループに所属するなど、欧米取引所のグループに入る動きが見られる。しかし同地域ではイスラム金融化の進展、現在は動きが止まっているもののGCC（湾岸協力会議）諸国による通貨統合計画などもあり、こうした動きの展開によっては、市場のリンケージや統合が進む可能性もあろう。

## ■ 4. 統計資料による各国市場の横断的比較

統計資料から各国市場を横断的に比較した

らどうであろうか。WFE（国際証券取引所連合：World Federation of Exchanges）のデータをもとに見ておきたい。横断的な比較結果は（図表2）の通りである。なお、ベトナムはWFE未加盟のため、横断的比較からは除く。

### (1) 市場規模の比較

金融資産規模（株式、債券、銀行ローンの合計）は日米欧などの先進国では経済規模（GDP）の4倍超であるが、中国では2.8倍、インドでは2倍、アジア新興国では1.7倍程度と金融資産の蓄積は遅れている。新興国では、経済が順調に拡大する一方で、自国金融市場における金融資産の蓄積は金融インフラ、市場参加者、金融規制など様々な要因から、経済拡大ペースには追いついていないのが現実である。

(図表3) 時価総額/GDPが50%以下の取引所

アルゼンチン	9.7%
トルコ	25.3%
メキシコ	35.4%
ロシア (MICEX)	41.6%
インドネシア	46.1%
中国	46.8%
ブラジル	49.3%

また自国市場における金融資産のシェアを見ると、アジア諸国等の新興国の場合、先進国に比較して、株式のシェアが高いという傾向もうかがえる。これは逆説的に、新興国では債券市場の発展が遅れているということでもあるが、株式市場の育成が新興国にとっては金融面で重要な課題であることを表してもいよう。

それでは本稿で取り上げた新興諸国の株式市場はどのような状況になっているのか。(図表2)に見るように、国際金融市場となっている香港、シンガポール、アジア諸国の中でも株式市場の発展が相対的に進んだ台湾、マレーシア、そして南アフリカで株式時価総額がGDPを上回る水準に達している。

一方で、経済規模に比較して、株式市場の発展が遅れている諸国は(図表3)の通りである。デフォルトを起こし、未だに国際金融市場に完全に復帰していないアルゼンチンの時価総額はGDPの1割に満たない。ロシア、中国、ブラジルのBRICS諸国は経済規模が大きく、それに比して金融市場の育成が遅れている状況がうかがえる。トルコ、メキシコ、

インドネシアは、G20諸国の中でもBRICS諸国に次いで経済成長が期待される諸国であり、それだけ今後の市場拡大の潜在性が高い諸国であると言えよう。こうした諸国で、市場拡大に向けてどのような方策が取られ、市場インフラや金融監督規制等の整備がどの程度進むかが注目されよう。また、いずれの諸国でも上場企業の財務状況などの透明性、信頼性の向上が大きな課題とされる。国営企業、財閥、汚職といった新興国が抱える課題を解決することが株式市場の発展には不可欠な条件となる。

次に、過去5年間で株式市場がどの程度拡大したのか、新規上場企業による時価総額の増加率(新規上場株式時価総額の時価総額全体に占める比率)と上場企業数の増減を見たのが(図表4)である。

上海、深圳の中国市場が年平均で13%超の増加率を記録しており、5年間で上場企業数も大きく増加している。新興国の中でもとりわけ中国株式市場の拡大が顕著であることを表していよう。新規上場企業株式による時価総額の増加率が高い市場としては、中国



(図表4) 新規上場株式による時価総額の増加(対時価総額比：%)と上場企業数の増減

取引所	2007	2008	2009	2010	2011	平均	上場企業数増減 (2007～2011年)		
							国内企業	外国企業	合計
上海	42.7	6.5	3.7	8.9	4.5	13.2	71	0	71
深圳	0.0	11.0	8.2	21.1	13.8	13.5	741	0	741
香港	5.8	2.2	4.1	4.8	4.6	4.3	240	15	255
台湾	2.4	1.4	0.9	2.6	1.6	1.8	74	47	121
韓国	4.0	4.0	2.1	3.9	0.4	2.9	44	15	59
シンガポール	3.5	2.9	1.6	2.4	8.9	3.9	-10	21	11
インドネシア	4.2	10.8	0.9	5.3	2.7	4.8	57	0	57
フィリピン	2.8	5.7	0.2	1.7	0.6	2.2	9	0	9
マレーシア	0.7	5.2	4.5	5.0	2.4	3.6	-51	5	-46
タイ	3.7	2.3	0.7	0.7	3.5	2.2	22	0	22
オーストラリア	1.3	0.2	0.3	1.6	0.9	0.9	70	11	81
インド(ムンバイ)	5.2	4.4	1.9	5.0	0.5	3.4	225	0	225
インド(ナショナル)	6.4	11.8	2.4	6.3	8.3	7.0	309	1	310
ロシア(MICEX)	0.0	14.1	0.6	6.7	7.7	7.3	—	—	—
南アフリカ	1.4	0.8	1.5	0.7	0.4	1.0	-27	11	-16
トルコ	5.4	8.9	1.1	3.1	1.7	4.0	-56	1	-55
サウジアラビア	0.0	16.4	1.3	1.0	0.5	4.8	—	—	—
アルゼンチン	6.1	0.9	0.0	0.4	0.1	1.5	-7	1	-6
メキシコ	1.2	5.9	0.0	1.5	0.6	1.8	3	106	109
ブラジル	7.9	2.7	1.3	1.9	1.2	3.0	-29	-2	-31

(出所) WFEのデータをもとに筆者作成

のほかに、ロシア(MICEX：年平均7.3%)、インド(ナショナル：同7.0%)が挙げられる。インドはまた中国と同様に、上場企業数が大きく増加しているのも特徴である。これに次いで、インドネシア(同4.8%)、サウジアラビア(同4.8%)、トルコ(同4.0%)の増加率が高い。サウジアラビアは2008年の増加率が高かったものの、その後は低迷している。これに対してインドネシア、トルコは堅調な拡大を示している。両国は前述の通り、経済規模に比較して、株式市場の発展が遅れており、経済の成長に伴い、株式市場の拡大もペースを早めてきていると見ることができよう。上場企業の増加数を見ると、香港、台湾、

韓国とオーストラリアで増加が顕著に見られる。しかも外国企業の上場が増加しているのも特徴である。なお、メキシコは外国企業の上場が圧倒的に多いが、これは上場する外国企業が米国の大企業や金融業中心といった特殊な状況にあり、外国企業の上場が株式市場の拡大に繋がっているとは言えない。

## (2) 取引状況の比較

各国市場の取引状況を売買回転率と市場集中度から比較してみよう。

売買回転率を見ると、2011年の売買回転率が100%を上回っているのは、上海(159.5%)、深圳(276.2%)、台湾(131.2%)、韓国

(図表 5) 売買回転率が50%以下の取引所

アルゼンチン	5.6%
フィリピン	16.6%
メキシコ	24.4%
インドネシア	27.0%
マレーシア	32.9%
南アフリカ	42.1%
シンガポール	45.9%

(194.2%)、トルコ (183.2%) の各市場である。これら市場は国内個人投資家 (中国、台湾) か外国人投資家 (韓国、トルコ) の存在感が大きな市場であり、こうした投資家が頻繁に売買を行うために売買回転率が高くなっている。反対に売買回転率が低い市場は (図表 5) の通りである。売買回転率が低い要因としては、市場の育成事態が遅れていること (アルゼンチン、フィリピン、インドネシア)、投資家の投資スタンスが持ち切りが多いこと (マレーシア)、他市場で取引される事例が多いこと (メキシコ、南アフリカ) などが挙げられる。

また取引が一定の銘柄にどの程度集中しているか、市場集中度を見ると、ラテンアメリカとロシアで高い傾向にある。アルゼンチン、メキシコの両市場は売買回転率が低く、且つ市場集中度も高い。他市場に比べて取引そのものが停滞していると言えよう。

取引の結果である市場の変動性はどうであろうか。(図表 6) は各市場の主な株価指数を対象に、過去 5 年間での高値と安値から変動率を見たものである。

過去 5 年間で変動率が高い市場はアルゼン

チン (342%)、ロシア (MICEX : 284%)、インドネシア (280%)、上海 (254%)、トルコ (234%) である。取り上げた株価指数の構成銘柄数や構成銘柄のウェイト等に相違があるため単純比較はできないが、ロシアは一部銘柄の動向で大きく市場が変動し、インドネシア、トルコは経済成長期待が高いために株式投資が増加するが、投資家が外国人投資家主体であるため、その動向によって、株価が大きく変動するものと見られる。

## ■ 5. 今後、成長が期待される市場と東京市場の将来

今後、成長が期待される市場はどこか、そしてアジアの中で日本 (東京市場) はどのようなスタンスを取っていくべきかについて、私見を述べておきたい。

### (1) (外国人投資家から見て)

#### 今後、成長が期待される市場

今後、成長が期待される市場として、トルコとインドネシアの 2 市場を挙げておきた

(図表6) 各取引所の株価指数の変動率

取引所	指数名	過去5年間終値ベース		株価指数の変動率(%)
		高値	安値	
中国(上海)	上証総合指数(SHCOMP)	6,092.057 2007.10.16	1,719.812 2008.10.29	254
香港	香港ハンセン指数(HIS)	31,638.22 2007.10.30	11,051.84 2008.10.27	186
台湾	台湾証券取引所加重指数(TWSE)	9,809.88 2007.10.29	4,171.10 2008.11.21	135
韓国	韓国証券取引所総合株価指数(KOSPI)	2,206.70 2011.4.27	938.75 2008.10.24	135
シンガポール	ストレイトタイムズ指数(STI)(FSSTI)	3,831.19 2007.10.11	1,513.12 2009.3.6	153
インドネシア	ジャカルタ証券取引所総合指数(JCI)	4,224.003 2012.5.3	1,111.390 2008.10.28	280
フィリピン	フィリピン証券取引所PSEi指数(PCOMP)	5,369.98 2012.7.5	1,713.83 2008.10.27	213
マレーシア	FTSEブルサマレーシアKLCI指数(FBMKLCI)	1,645.00 2012.7.18	832.44 2008.10.28	98
タイ	SET指数(SET)	1,239.06 2012.5.2	384.15 2008.10.29	223
オーストラリア	S&P/ASX200指数(AS51)	6,754.1 2007.10.31	3,154.5 2009.3.9	114
インド(ナショナル)	S&P CNX NIFTY指数(NIFTY)	6,279.1 2008.1.7	2,584.0 2008.10.24	143
ロシア(MICEX)	MICEX指数	1,969.91 2007.12.12	513.62 2008.10.27	284
南アフリカ	FTSE/JSEアフリカ全株指数(JALSH)	35,494.64 2012.8.8	18,066.38 2008.11.21	96
トルコ	ISE100株価指数(XU100)	71,006.82 2010.10.22	21,228.27 2008.11.20	234
サウジアラビア	タダウル全株指数(SASEIDX)	11,597.01 2008.1.15	4,143.23 2009.3.10	180
アルゼンチン	MERVAL株価指数(MERVAL)	3,664.82 2011.1.20	828.99 2008.11.21	342
メキシコ	IPC指数(MEXBOL)	41,476.48 2012.7.27	16,978.84 2008.10.24	144
ブラジル	ボベスバ指数(IBOV)	73,516.81 2008.5.20	31,481.55 2008.10.24	134

(注) 2012年8月10日時点。

高値・安値の下段は当該終値を付けた日付。

株価指数の変動率は(期間内の最高値-期間内の最安値)/期間内の最安値×100で計算。

(出所) データはBloomberg

い。両市場ともに今後の経済の拡大が大きく期待されている一方で、株式市場の拡大は遅れている。しかし最近では市場の拡大が急速に進んできている。両国ともに人口が多く、国民所得も増加している。長期的には個人投資家の広がり期待できる市場でもあろう。反面、財閥やファミリー企業が主体といった企業構造、上場企業の増加がなかなか進まないこと、そしてインドネシア・ルピア、トルコ・リラという自国通貨が抱える問題点(為

替相場、通貨調整の可能性等)も挙げられる。両市場ともに解決すべき課題は多く、その解決には時間もかかる。しかし両市場ともに、既に外国人投資家が活発に取引を行っており、外国人投資家の存在感も大きい。外国人投資家が投資する市場という観点からすれば、両市場が相対的に魅力のある市場であろうと思われる。

また注目すべき市場としてマレーシアを挙げておきたい。マレーシアはアジア諸国の中

---

でも金融市場の発展が進んだ市場であり、債券市場、株式市場ともに発達している。このため今後、市場が大きく拡大する見込みは大きくはない。しかしマレーシアは金融インフラも整っており、加えて国策としてイスラム金融の国際的ハブ市場となることを目標としており、現在のところ世界最大のイスラム金融市場に発展している。イスラム金融は今後も拡大が見込まれる分野である。イスラム金融を取り込んで、金融市場全体としてマレーシア市場がどのように拡大していくのかは注目すべきポイントであろう。

## (2) 東京市場はどのように進んでいくべきか

アジアでは前述した通り、中国や人民元を核にした市場の拡大が進んでおり、一方でASEANはグループとして市場の統合を進めている。アジアの中でこうしたグループから外れているのは日本と韓国である。韓国はカンボジア、ラオスの証券取引所設立に関与し、さらにモンゴル等、周辺諸国に展開を進めている。日本はASEAN諸国等への市場育成支援を進めつつも、どのような方向に進んでいくのか、その方針は明確とは言えない。

こうした中、特筆されるのは円・人民元の直接取引の開始であろう。中国経済が拡大し、これに伴い人民元の国際化が進み、中国マネーがアジア市場でも影響力を高めていくことは間違いない。こうした中国と比較して日本が優位にあるのは国際通貨としての円、透明

性が高く、規模の大きい国際金融市場としての東京市場である。したがって日本の優位性を中国の拡大に結び付けていくことで、日本としてもアジアにおける金融面での影響力を維持していくことが求められよう。オフショア市場として東京市場における人民元の取扱いを拡大させ、一方でこれまで金融市場の育成を支援し、経済面で深く結び付いたASEAN諸国との金融取引面での結び付きを一層強め、中国とASEAN諸国等を金融面で媒介する市場として、東京市場を発展させていくべきである。香港市場が人民元の国際金融市場としての地位を高めているが、アジアで唯一の国際通貨である円の母国市場である東京市場は香港市場とは違った形で、人民元を国際的に繋げていく市場になり得よう。こうした考えはおそらくは日本の既存の政策スタンスであろうが、要すればそれをどのように実行に移していくか、その実施計画が問われている段階であると言えよう。

