



2026 年 10 月 27 日

市場が促すインドネシアの資本市場改革
～金融市場の安定化・成長資金の確保に向けて透明性向上が急務～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員
福地 亜希
aki_fukuchi@iima.or.jp

インドネシアの金融市場では、国際信認の維持に向けた正念場が続いている。世界的な株価指数を算出する MSCI は 2026 年 10 月半ば、インドネシア株式市場の分類を現在の「新興国市場 (Emerging Market)」から主要指数外の「スタンドアローン市場 (Standalone Market)」への格下げの検討を開始した。最終判断が示されるのは 2027 年 6 月末だが、格下げが実現すれば、MSCI の新興国株式指数に連動するファンドによる株式売却や、海外からの資金流入の減少を招き、企業の資本調達環境の悪化や経済成長の重石となることが懸念される。

インドネシアにおける金融・資本市場改革

インドネシア株の MSCI 新興国株式指数への組み入れは 1989 年に遡る。インドネシアは、1980 年代半ばの原油価格下落を契機に、石油依存からの脱却や民間投資の拡大を目指す経済改革に着手した。1987～88 年に資本市場の規制緩和を実施し、上場要件の緩和や外国人投資家への市場開放を進めた。1989 年には外国人投資家による上場株式の保有が原則 49%まで認められ、同年 9 月、MSCI 新興国株式指数への組み入れが実現した。当時の株式市場は規模・流動性ともに限定的だったが、外国人投資家による市場アクセスの改善が、国際的な投資対象として認知される重要な契機となったと考えられる。

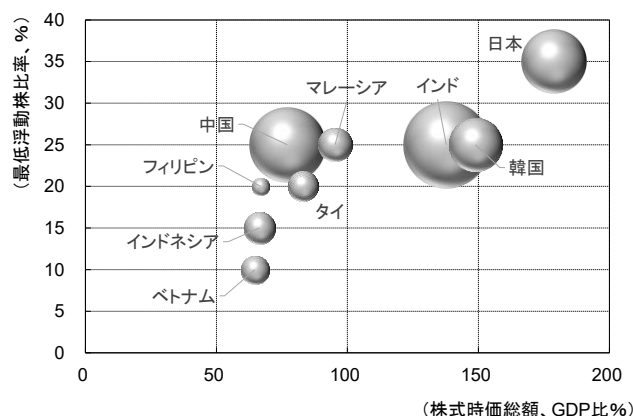
1997～98 年のアジア通貨危機に際しては、インドネシアが MSCI の新興国市場としての地位を維持した一方、マレーシアは資本規制の導入に伴い一時的に MSCI の新興国指数から除外された¹。MSCI が、外国人投資家にとっての市場アクセスや投資可能性を重視していることがうかがわれる。

インドネシア政府・当局は、IMF などの支援のもと、銀行部門の再建や企業債務再編、金融監督体制や資本市場インフラの整備といった金融・資本市場改革を進めてきた。2007 年にはジャカルタおよびスラバヤの両証券取引所を統合し、現在のインドネシア証券取

¹ マレーシアの指数への再組み入れは 2000 年。

引所 (IDX) が発足した。経済成長を背景に株式市場の規模は長期的に拡大傾向を辿っており、2025 年末時点の株式時価総額は GDP 比 66%まで拡大した (第 1 図)。もっとも、後述する通り、MSCI の指摘を受けた資本市場改革の一環として、IDX 上場維持要件の一つである最低浮動株比率は、2026 年 3 月末に 7.5%から 15%へ引き上げられたものの (最大 3 年間の移行期間あり)、アジア主要国の中ではなお低水準にある。

第 1 図: アジア主要国の株式市場の比較



(注) 株式時価総額は2025年末時点。『最低浮動株比率』は制度上の基準。
 バブルのサイズは上場企業数。
 (資料) 各国統計より国際通貨研究所作成

MSCI が指摘する株式市場の課題と当局の対応

MSCI は 2026 年 1 月、インドネシア株式市場について、株式保有構造の不透明性や「協調的な株式取引 (coordinated trading)」などを背景に、浮動株比率の算定や適正な株価形成に懸念があると指摘し、外国人投資可能係数 (Foreign Inclusion Factor: FIF)²の引き上げや指数への新規銘柄追加などを当面凍結する方針を公表した。さらに 6 月の市場分類見直し³では、十分な改善が確認されなければ、同市場を現在の「新興国市場」から 1 段階下の「フロンティア市場 (Frontier Market)」へ再分類する可能性を示した。MSCI の指数に連動した運用を行う機関投資家にとっては、指数構成銘柄を市場価格で円滑に売買できることが不可欠であり、浮動株の信頼性は重要な評価要素となる。

銀行、保険、証券などの監督を担うインドネシア金融サービス庁 (OJK) は 2 月以降、MSCI との協議を重ねながら、IDX および関係機関とともに、市場の流動性や透明性の向上に向け、優先的資本市場改革プログラムに取り組んでいる。当該プログラムは、浮動株比率の引き上げや実質的な株主構造の把握のほか、相場操縦などへの法執行強化、上場企業のガバナンス改善など 8 項目の行動計画から構成される (第 1 表)。3 月以降、1%超の株主情報の月次開示や株式保有集中度の高い銘柄 (High Shareholding Concentration: HSC) の公表、投資家分類の細分化、上場企業の最低浮動株比率を従来の 7.5%から 15%へ段階的に引き上げる IDX 規則改正などを実施した (ただし、最長 3 年間の移行期間あり)。

なお、MSCI は、表面的な浮動株比率の水準にとどまらず、公表される浮動株比率と実

² 外国人投資可能係数 (Foreign Inclusion Factor: FIF) は、外国人投資家が実際に投資可能な株式の割合を反映する MSCI 独自の係数。

³ MSCI (2026)

際の投資可能株式との乖離を問題点として指摘しており、実際の浮動株の増加、株主構造の透明化、相場操縦への法執行の実効性向上などの抜本的な改革を求めている。MSCIは10月15日、インドネシア当局の対応を認識しつつも、協調的取引への懸念や法執行の実効性を示す証拠の不足が続いていると指摘し、「フロンティア市場」を経ずに「スタンダードアローン市場」へ再分類する案について、市場参加者との協議を開始した。アジア太平洋地域で同市場に該当する市場はなく、アルゼンチンやジンバブエなどと同じ分類となる⁴。

その後も当局は、市場の透明性確保・法執行の強化に向けた対応を加速させており、OJKは翌16日、相場操縦等の違反行為に対する制裁措置を公表⁵した。IDXも21日、11月2日からHSC約80銘柄⁶を総合株価指数（JCI）の算出対象から除外する方針を示したほか、26日にはHSC判定体制の強化策⁷などを打ち出した。

第1表：優先的資本市場改革プログラムの進捗

クラスター	行動計画	進捗	主な実施状況・課題
I. 浮動株政策	① 最低浮動株比率の引き上げ（7.5%→15%）	制度化済み	3月31日にIDX規則を改正 【上場企業の浮動株比率の達成時期と水準】 ・時価総額5兆ルピア以上、浮動株比率12.5%未満の場合：2027年3月31日までに12.5%、2028年3月31日までに15% ・時価総額5兆ルピア以上、浮動株比率12.5%～15%の場合：2027年3月31日までに15% ・時価総額5兆ルピア未満、浮動株比率15%未満の場合：2029年3月31日までに15%
II. 透明性	② 最終的な株主構造の明確化	一部実施	1%超の株主情報を月次公表。4月から株式保有集中度の高い銘柄（HSC）の開示を開始。11月2日からHSCの総合株価指数（JCI）の算出対象から除外予定 10%以上の株主の実質的所有者情報は当局等が取得可能
	③ 株主データの詳細分類・信頼性向上	実施済み	4月にインドネシア中央証券保管機構（KSEI）の投資家分類を39区分に細分化
III. ガバナンス・法執行	④ インドネシア証券取引所（IDX）の株式会社化（Demutualization）	制度整備進展	9月17日に証券取引所の株主に関する金融サービス庁（OJK）規則を施行。所有と取引参加資格の分離などを規定（株式会社化自体は未完了）
	⑤ 相場操縦・虚偽情報等に対する罰則・法執行の強化	継続中	2026年を通じて、971以上の関係者に約2.5兆ルピアの罰金。41件の事件調査が完了。122件の法執行手続きが進行中（2026年10月時点）
	⑥ 上場企業のガバナンス強化	一部実施	財務報告義務の強化、取締役・監査委員会の能力向上を推進。継続教育や財務報告担当者の資格制度などが課題
IV. 関係機関の連携	⑦ 資本市場の発展促進（市場深化）	一部実施	8月10日に金ETFを導入。投資商品の多様化、国内機関投資家の育成、投資家層の拡大を推進
	⑧ 関係機関との連携維持・強化	継続実施	OJK・IDX・KSEI等による改革推進、政府・中央銀行との連携 MSCIや海外投資家との協議を継続

（資料）OJK資料より国際通貨研究所作成

金融市場への影響と中銀の対応

2026年に入り、MSCIによる分類見直し検討に加え中東情勢の悪化などもあり、株安、通貨安圧力が強まっている（第2図）。為替相場については、2024年10月に発足したプラボウォ政権の拡張的な財政政策運営による財政悪化への懸念や政策の予見可能性低下を背景に軟調な地合いが続いていたところでもあった。

対内証券投資は、2026年4-6月期は中銀証券（SRBI）および国債（SBN）を中心とする資金流入を支えに約100億ドルの流入超となったが（第3図）、その後、株式市場からの資金流出の継続に加えて、9月の財務相交代を受けた債券市場からの資金流出もあり、

⁴ <https://www.msci.com/indexes/index-resources/market-classification>

⁵ <https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/siaran-pers/Pages/OJK-Putuskan-Sanksi-Pihak-Terkait-Emiten-DSSA-BREN-dan-CUAN.aspx>; <https://ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/siaran-pers/Pages/OJK-Sampaikan-Surat-Sanksi-Pihak-Pelanggan.aspx>

⁶ 指数構成比率約18%。

⁷ 従来のHSC判定委員会は自主規制機関（SRO）の関係者のみ4名で構成されていたが、外部の専門家等（証券会社や学者など）5人を含む9人に拡大する。

7-9 月期は流出超となった模様である⁸。

インドネシア銀行（中銀）は、海外からの資金流入促進によるルピア相場の安定化に取り組んでいる。6 月にかけて政策金利（BI レート）を段階的に合計 1%ポイント（4.75%→5.75%）引き上げるとともに、SRBI の金利水準を引き上げた。その後は、政策金利を据え置く一方、投資コストの軽減に軸足がシフトしている。6 月に導入した非居住者向け為替スワップによるヘッジコストを軽減する優遇措置について、対象の拡大や優遇率の段階的引き上げを実施したほか、国内ノンデリバラブル・フォワード（DNDF）取引に対する優遇措置を段階的に拡充している。加えて、銀行の預金準備率の引き下げなどを通じた流動性供給により、国内景気に配慮した対応をとっている。

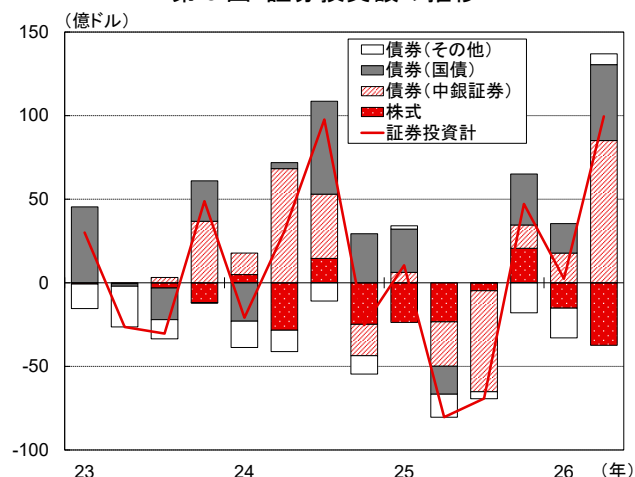
こうした措置は当面の資金流入拡大の支えになり得るものの、MSCI が指摘する株式保有構造の不透明性や価格形成への懸念を直接解消するものではなく、株式市場への信認回復には市場改革の着実な実施が不可欠となる。また、CDS スプレッドの上昇にみられるソブリン・リスク・プレミアムの上昇により政策効果が弱まる可能性もある。

第 2 図：株価指数・対ドル相場の推移



(注) 総合株価指数の基準は 1983 年 4 月 1 日 = 100。
(資料) Bank Indonesia、Indonesia Stock Exchange 統計より国際通貨研究所作成

第 3 図：証券投資額の推移



(資料) Bank Indonesia 統計より国際通貨研究所作成

今後の展望と課題

インドネシアでは、MSCI による市場評価の見直しを契機に、株主構造の透明化や市場監視・法執行の強化、企業統治の改善など、資本市場改革が加速している。もっとも、制度整備が進む一方、株式保有構造の不透明性や公正な価格形成に対する懸念は依然として残っており、今後は改革の実効性を示すことで国際信認の維持・回復と金融市場の安定化を図ることが喫緊の課題である。中長期的には、株式・社債市場の育成を通じて企業の資金調達手段を多様化し、長期的な投資資金の呼び込みや持続的な経済成長につなげることが求められる。

以 上

⁸ https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_2823326.aspx

<主な参考文献>

- 福地亜希(2026)「中東危機後のアジア金融市場～資本フロー回復には成長力強化や政策の透明性向上が不可欠～」国際通貨研究所、IIMA コメンタリー (ei2026.23)、2026 年 6 月 24 日 (<https://www.iima.or.jp/docs/column/2026/ei2026.23.pdf>)
- MSCI (2026) “MSCI Global Market Accessibility Review,” June 2026 (<https://www.msci.com/indexes/index-resources/market-classification>)
- OECD (2026) “Asia Capital Markets Report 2026,” 18 June 2026 (https://www.oecd.org/en/publications/asia-capital-markets-report-2026_08f87bed-en/full-report.html)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan
〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <https://www.iima.or.jp>