

■連載 (全12回) ■

アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 概観*

No. **286**
(2009年6月号)

第2回 シンガポール*

No. **289**
(2009年9月号)

第3回 インドネシア*

No. **290**
(2009年10月号)

第4回 マレーシア*

No. **291**
(2009年11月号)

第5回 タイ*

No. **292**
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、
ベトナム*

No. **293**
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**
(2011年5月号)

*経済調査部 上席研究員 亀井 純野氏との共著

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

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

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

アジア株式市場のいま

—第12回 インドの株式市場



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

■ 1. アジアでは相対的に大きな インド株式市場

(1) アジアにおけるインド株式市場の 位置付け

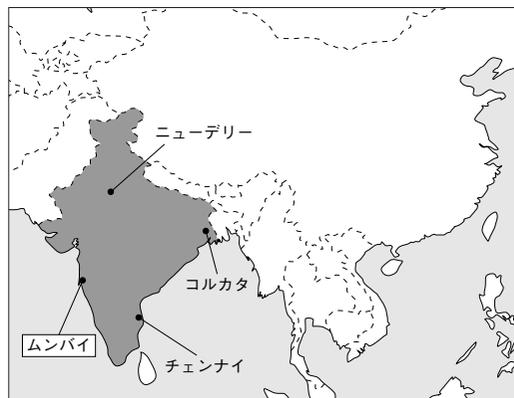
インドでは1990年前後に銀行部門の規制改革や株式市場の整備が進められ、その結果、銀行部門の規模は未だに小さい一方で、株式市場は大きく拡大した。インド株式市場はアジアでは日本、中国、香港に次ぐ第4位の時価総額を誇る市場となっている（図表1）。

— 目 次 —

1. アジアでは相対的に大きな
インド株式市場
2. インドの証券取引所と
インド株式市場の特徴
3. ナショナル証券取引所の取引概要
4. 外国機関投資家の動向

また取引高で見ても、中国、日本、韓国、香港に次ぐ第5位の市場であり、取引も相対的に活発に行われている。外国機関投資家によるインド株投資も多く、インド株式市場には外国からのポートフォリオ投資として2010年には約300億ドルの資金がネットで流入している（インド株式市場における外国人投資家の動向に関しては後述）。

これに対して債券市場は2010年3月末の地場通貨建て債券残高が6,520億ドルと韓国（1兆950億ドル）の6割強に過ぎず、市場の



(図表1) アジア諸国における市場規模の比較

国名	株式時価総額 (2010年4月)		取引高 (2009年)	1日平均取引高 (2009年)	債券残高 (2010年3月)	債券残高の対GDP比率 (2009年、%)		
	10億ドル	対GDP比:%	100万ドル	100万ドル	10億ドル	全体	公共債	社債
インド	1,411.7	105.4	1,050,036	4,321	652	58.5	47.2	11.2
中国	2,995.3	56.9	7,835,708	32,114	2,648	52.3	43.0	9.2
香港	2,262.0	1,024.3	1,501,638	6,031	155	68.4	33.0	35.3
韓国	900.2	105.2	1,559,040	6,162	1,095	111.3	48.6	62.6
シンガポール	484.5	271.2	245,425	970	159	81.9	48.0	33.8
日本	3,760.3	72.5	4,161,946	17,127	9,754	188.5	169.6	18.9

注：債券は地場通貨建て債券。
(出所) ADB

(図表2) インド資本市場における債券・株式発行の動向

(単位：1,000万ルピー)

	株式発行	債券発行					
		合計	公募	私募			
				合計	公共債	民間債	
						金融債	事業債
2000年度	4,566	64,510	3,251	61,259	41,856	10,875	8,528
2001年度	3,368	70,576	2,740	67,836	44,731	13,263	9,843
2002年度	1,272	71,147	6,271	64,876	36,256	16,019	12,601
2003年度	1,457	69,561	2,613	66,948	41,871	9,454	15,623
2004年度	18,948	68,225	4,324	63,901	45,141	12,551	6,209
2005年度	24,388	87,272	3,867	83,405	47,611	20,974	14,820
2006年度	27,372	96,483	10	96,473	55,284	26,463	14,727
2007年度	32,903	146,471	605	145,866	64,025	48,414	33,426
2008年度	79,739	220,015	7,290	212,725	83,048	88,291	41,386
2009年度	14,272	204,693	1,948	202,745	109,709	60,246	32,790

注：年度は前年4月～当年3月。

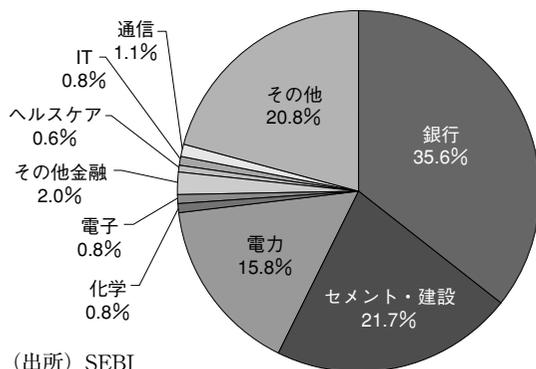
(出所) インド証券取引委員会 (SEBI: Securities and Exchange Board of India)

拡大は遅れている。また債券市場は公共債のシェアが高く、社債市場の規模は対GDP比で11%程度に過ぎず、社債市場の拡大はさらに遅れている。

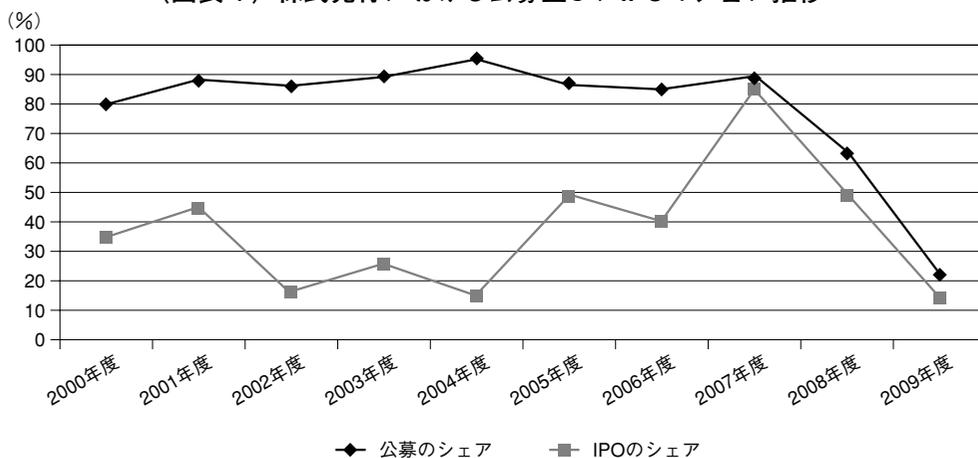
(2) 株式市場からの資金調達動向

インド資本市場における資金調達の動向を見ると、株式発行は2008年度まで増加を続け、2008年度には7,973億9,000万ルピーが調達された(図表2)(注1)。しかし2009年度は世界金融危機の影響を大きく受け、株式発行額は2008年度の18%程度に急減した。

(図表3) 資金調達における産業部門別シェア (2008年度、%)



(図表4) 株式発行における公募並びにIPOのシェア推移

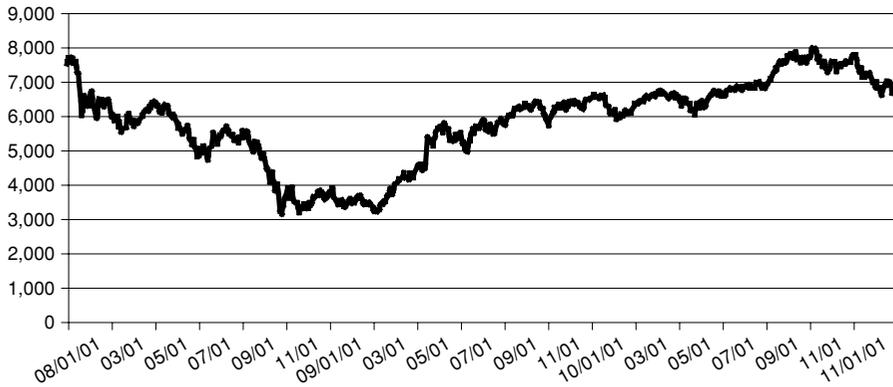


資本市場からの資金調達では債券発行による調達が圧倒的に大きく、しかも起債の大半(2009年度では99%)が私募形式による発行となっている。また私募形式の起債では民間債も半分程度のシェアを占めるが、最近では金融債が増加しているのが特徴である。このように企業による資金調達では株式発行に加え、私募形式での社債発行も重要な手段となっている。

もっとも資金調達額が多かった2008年度について、産業部門別のシェアを見ると、銀行、セメント・建設、電力が上位3分野となっている(図表3)。銀行が金融債や株式の発行で積極的に資金の調達を行ったことが窺える。

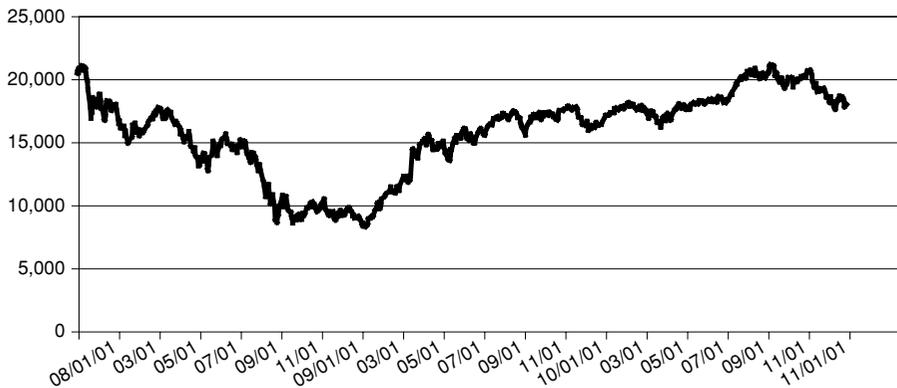
株式発行の動向をより詳しく見ると、株式発行には公募と株主割当、またIPOと既上場企業による追加発行とがある。公募による発行のシェアは2007年度まで80%以上で推移して

(図表5) S&P CNX NIFTY指数の推移



(出所) ナショナル証券取引所 (NSE)

(図表6) SENSEX指数の推移



(出所) ムンバイ証券取引所 (BSE)

いたが、2008年度以降はそのシェアが急低下している(図表4)。IPOのシェアは2004年度から2007年度にかけて急上昇を見せたが、同じく2007年度以降に急低下を記録している。既上場企業が株主宛てに株式発行を増加させた結果である。なお、株価指数の推移については(図表5、6)参照。

■ 2. インドの証券取引所とインド株式市場の特徴

(1) ナショナル証券取引所 (NSE) とムンバイ証券取引所 (BSE)

インドには現物取引を扱う証券取引所が19取引所、デリバティブ取引を扱う証券取引所が3取引所存在する(注2)。地方都市等に証券

(図表7) NSEとBSE

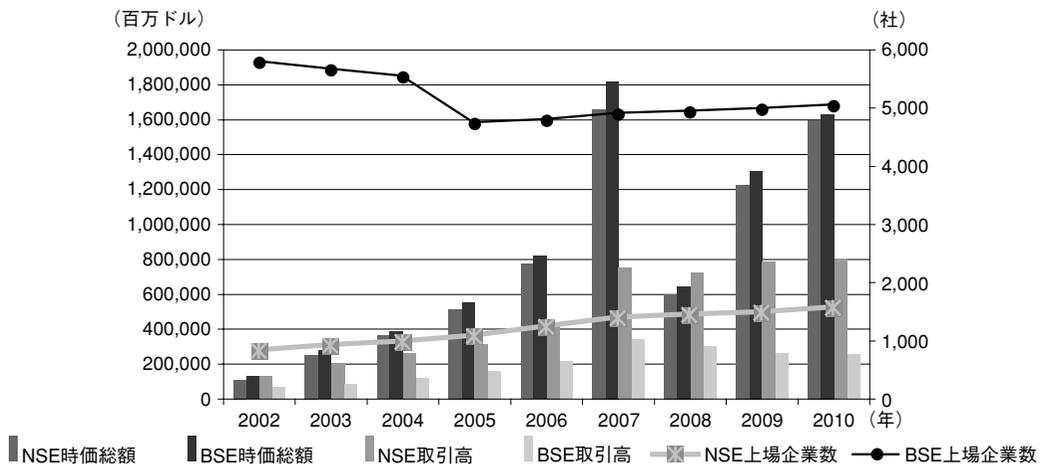
	NSE	BSE
時価総額 (2010年末)	7,139,310	7,296,726
取引高 (2009年度)	4,138,023	1,378,809
取引高のシェア (2009年度、%)	92.7	7.3
一日平均取引高 (2009年度)	16,959	5,651
上場企業数 (2010年末)	1,552	5,034
取引可能企業数 (2010年末)	1,456	3,048

注：時価総額、取引高の単位は1,000万ルピー。

取引高のシェアはインドの取引所全体の取引に対するシェア。

(出所) SEBI, NSE, BSE

(図表8) NSE、BSEの動向



注：上場企業数は右目盛、各年度。但し2010年は2010年末。

(出所) WFE, NSE, BSE

取引所が存在する形になっているが、ほとんどの証券取引はナショナル証券取引所 (NSE: National Stock Exchange of India) とムンバイ証券取引所 (BSE: Bombay Stock Exchange Limited) の2取引所で行われている。どちらの取引所も所在地はインドの金融の中心地であるムンバイ (旧ボンベ

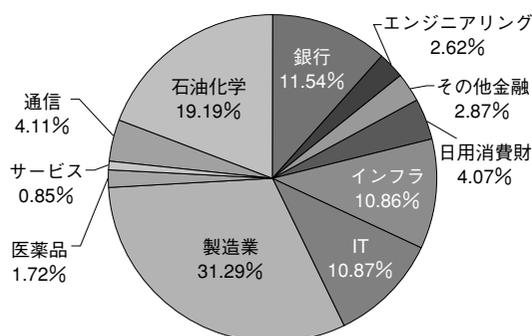
イ)である。BSEは1875年に設立されたアジアで最も古い証券取引所であり、上場企業数も5,000銘柄を超えている (図表7)。これに対してNSEは設立が1994年と新しい取引所であるが、同取引所の設立を契機に株式市場の近代化が急速に進んだと言われる。NSEの時価総額はBSEと肩を並べるが、上場企業数は

(図表9) NSEとBSEの取引高上位10銘柄 (2011年2月末)

	NSE	BSE
1	Coal India Limited	Coal India Limited
2	State Bank of India	State Bank of India
3	ICICI Bank Limited	Reliance Capital Limited
4	Reliance Industries Limited	Reliance Infrastructure Limited
5	Larsen & Toubro Limited	Graphite India Limited
6	Reliance Capital Limited	Mphasis Limited
7	Power Grid Corporation of India Limited	Reliance Industries Limited
8	Tata Motors Limited	Tata Motors Limited
9	Infosys Technologies Limited	Larsen & Toubro Limited
10	Infrastructure Development Finance Company Limited	Tata Steel Limited

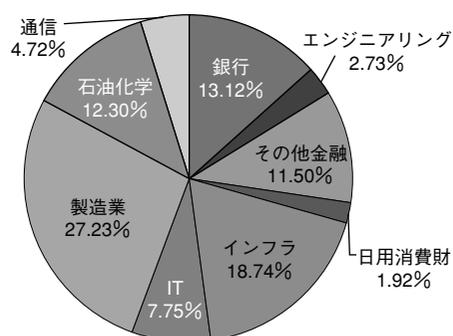
(出所) NSE, BSE

(図表10) NSE上場時価総額上位50銘柄の産業部門別シェア (2010年3月末)



(出所) NSE

(図表11) NSE上場取引高上位50銘柄の産業部門別シェア (2009年度)



(出所) NSE

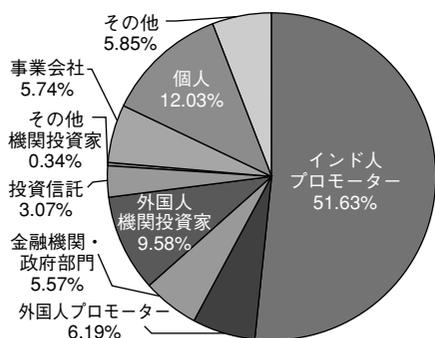
1,552銘柄とBSEよりかなり少ない。しかし証券取引は主にNSEで行われており、そのシェアは2009年度で約93%と圧倒的である。

NSEとBSE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。時価総額の推移はNSEもBSEも同様で、2007年に急増した後、世界金融危機の影響を受けて2008年に急減、その後、2009年、2010年と再び急速な

増加傾向を示している。

一方、取引高について見ると、NSEの取引高は2007年に急増した後、ほぼ横ばい推移となっているのに対して、BSEの取引高は2007年以降、減少傾向を辿っている。取引のNSEへのシフトが進んでいると言える。上場企業数ではNSEが増加傾向にあるのに対して、BSEの上場企業数は減少している。

(図表12) NSE上場株式の投資家別保有シェア
(2010年3月末)



(出所) NSE

インドの主要銘柄はNSEとBSEの両取引所に重複して上場している。2010年2月末の両取引所における取引高上位10銘柄を見ると、過半の6銘柄が同一銘柄となっている(図表9)。これは市場流動性を分断させ、取引の効率性を低下させているものと推測できる。

NSE上場企業の時価総額並びに取引高上位50社の産業部門別シェアを見ると、時価総額では製造業(シェア31.2%)、化学(同19.9%)、銀行(同11.54%)の順であり、取引高でも製造業がシェア27.23%でトップであり、インフラ関連企業(同18.74%)、銀行(同13.12%)と続く(図表10、11)。いずれにしても製造業がシェアの約3割を占めている。

(2) インド株式市場の特徴

インド株式市場の特徴としては、上場株式のうち取引される株式が少ないこと、デリバティブ取引が発達していること、外国人投資家の存在感が大きいことの3点が指摘できるが、

外国人投資家の動向に関しては、少し詳しく後述し、ここでは前の2点について述べておく。

BSEでもNSEでも上場銘柄全てが取引されているわけではない。2010年末時点でBSEでの取引銘柄は上場5,034銘柄のうち3,048銘柄、NSEでは1,552銘柄のうち1,456銘柄である。これには規定・規制上取引を行えない銘柄があることによるが、実際に取引される銘柄はさらに少なく、かつ取引可能な株数も制限される。インドでは会社設立発起人(プロモーター)が発行後株式の少なくとも20%を保有しており、このため実際に取引可能な株数は制限されることになる。2010年3月末のNSE上場株式の所有構造(投資家別シェア)を見ると、インド人プロモーターが51.63%、外国人プロモーターが6.19%となっており、6割弱の株式はプロモーターが保有している(図表12)。一方で個人の保有比率は12.03%、事業会社は5.74%と極端に少ない。なお、プロモーターの保有比率を産業部門別に見ると、インフラ、石油化学、通信などで特に比率が高くなっている(図表13)。

また売買回転率を見ると、BSEは極めて低いものの、NSEは香港やタイと同水準にある一方で、取引の集中度ではNSEは比較的集中度が高い。インドの株式市場では限られた銘柄が活発に取引されていると言えよう(図表14)。

次にデリバティブ取引であるが、2000年6月にNSEとBSEで株価指数先物取引が開始され

(図表13) 産業部門別プロモーター保有シェア (NSE上場株式、2010年3月末)

産業部門	インド人プロモーター	外国人プロモーター	合計
銀行	45.94%	1.08%	47.02%
エンジニアリング	27.36%	1.76%	29.12%
その他金融	42.90%	1.82%	44.72%
日用消費財	20.24%	14.94%	35.18%
IT	41.77%	6.38%	48.15%
インフラ	71.18%	2.55%	73.73%
製造業	44.98%	8.82%	53.80%
娯楽・メディア	49.28%	3.54%	52.82%
医薬品	39.29%	10.75%	50.04%
サービス	45.27%	11.58%	56.85%
通信	52.55%	7.80%	60.35%
石油化学	54.73%	6.78%	61.51%

(出所) NSE

(図表14) 売買回転率、取引集中度の国際比較 (2009年)

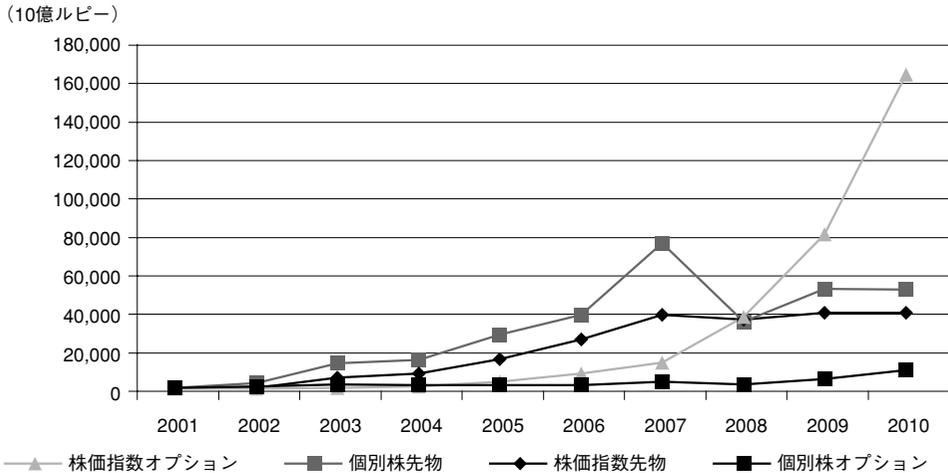
取引所	売買回転率	取引集中度 (取引高上位5%)
NSE	61.5%	76.7%
BSE	19.4%	—
香港	66.9%	68.0%
シンガポール	46.1%	47.6%
韓国	149.0%	60.3%
マレーシア	23.9%	62.7%
タイ	62.5%	70.0%

(出所) WFE

たことに始まり、2001年には個別株式先物取引が、2003年には金利先物取引が開始された。このようにインドでのデリバティブ取引の歴史は浅いが、その後、急増を示し、2010年には国際証券取引所連合加盟取引所において、NSEが個別株式先物取引で世界第2位、

株価指数オプション取引で同じく世界第2位、株価指数先物取引で世界第3位と世界を代表するデリバティブ取引所となっている。デリバティブ取引もそのほとんどがNSEで行われており、デリバティブ取引件数は2009年3月～2010年末でNSEが720,670,247件であった

(図表15) NSEにおけるデリバティブ取引高の推移



注：各年は年度。
(出所) NSE

のに対して、BSEは1,233件に過ぎない。NSEでのデリバティブ取引高の推移を見ると、デリバティブ取引は全体で増加傾向にあるが、特に株価指数オプション取引高が2007年以降急増している（図表15）。

■ 3. ナショナル証券取引所の取引概要

前述の通り、大半のインド株取引はNSEで行われる。NSEでは株式、優先株式に加え、債券、転換社債、ワラント、クーポン、投資信託などが取引されている。

NSEの取引時間は平日（土、日、祝日を除く）の9時15分から15時30分となっている。

取引は次のようにRolling Settlement, Limited Physical Market, Institutional

Segment, Trade for Trade Segmentと4つのセグメントに分けられる。

- Rolling Segment：通常取引
- Limited Physical Market：大半の株式は無券面化されているが、未だに券面を持っている個人投資家向けの小規模取引用のセグメント。本セグメントでの取引は500株未満に限られている。
- Institutional Segment：外国機関投資家間の取引ではインド準備銀行（RBI：Reserve Bank of India）の事前承認や事後報告は必要ないが、外国機関投資家の株式保有比率がその上限に近付いている場合（カット・オフ限度）には本セグメントでの取引となる。カット・オフ限度は法定上限より2%低い水準に設定されている。

すなわち法定上限が24%の企業株式は22%、30%は28%、40%は38%である。State Bank of Indiaのような国営銀行の場合には法定上限が20%であるので、外国機関投資家の株式保有比率が18%に達すると、その後の外国機関投資家間の取引は本セグメントに移される。

- Trade for Trade Segment：株式には銘柄コードが付されており、通常はEQに分類されているが、BE並びにBTに分類される株式は本セグメントでの取引となる。2011年3月4日の時点で、BE銘柄はなくBT銘柄はGujarat State Financial Corporation株の1銘柄だけである。通常のRolling Settlementでは1日の取引がネットベースで決済されるが、Trade for Trade Segmentの取引はネッティングが許されず、全てグロスベースで1本毎の決済となる。Trade for Trade Segmentに入れるかどうかは時価総額、価格変動など様々な要因を審査して決定される。

さらに2010年9月2日付けのインド証券取引委員会（SEBI：Securities and Exchange Board of India）の通達で、2010年10月末までにプロモーター以外の株式保有比率が50%以上の無券面株は全てRolling Segmentでの取引となり、四半期毎に株式保有比率を監視し、この基準を満たさない株式の取引はTrade for Trade Segmentに移行することが決められた。

NSEでの取引はNEAT（National Exchange for Automated Trading）と呼ばれる取引システムで完全に自動化されたスクリーン上での取引である。注文主導型のシステムで価格・時間優先で取引のマッチングが行われる。

NEATシステムにはNormal Market, Odd Lot Market, Auction Market, Spot Marketの4タイプが設定されており、通常取引はNormal Marketで行われる。Odd Lot Marketは前述のLimited Physical Marketの取引で使用され、Auction Marketはオークション取引用に設定されている。またSpot Marketは通常取引と異なる決済期間に対応したものであるが、現在では使用されていない。

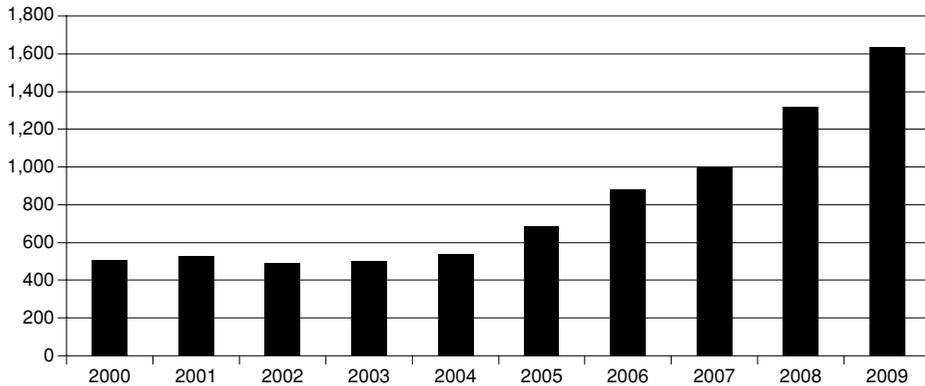
インドではサーキット・ブレーカーが導入されている。サーキット・ブレーカーは指数の変動幅で設定され、10%、15%、20%の3段階で規定されている。

指数の変動幅が10%に達した場合、13時以前であれば取引停止1時間、13時～14時半であれば取引停止30分、14時半以降であれば取引停止はなく、取引は継続される。

指数の変動幅が15%に達した場合、13時前であれば取引停止2時間、13時～14時であれば取引停止1時間、14時以降であれば以降の取引は停止される。

指数の変動幅が20%に達した場合、以降の取引は停止される。

(図表16) インド証券取引委員会 (SEBI) 登録外国機関投資家数の推移



(出所) SEBI

サーキット・ブレーカーの発動は1取引所に留まるものではなく、国内いずれかの取引所で発動されると、それは国内全ての取引所に適用されることになる。

また1日の値幅制限も銘柄毎に定められており、±2%、±5%、±10%、±20%の4種類がある。

通常取引の決済サイクルはT+2であり、清算はNSE傘下のNSCCL (National Securities Clearing Corporation Ltd.)で行われ、NSCCLがセントラル・カウンター・パーティーとなり、DVP方式で決済が行われる(注3)。決済機関にはNSDL (National Securities Depository Ltd.)とCDSL (Central Depository Services (India) Ltd.)の2機関がある。

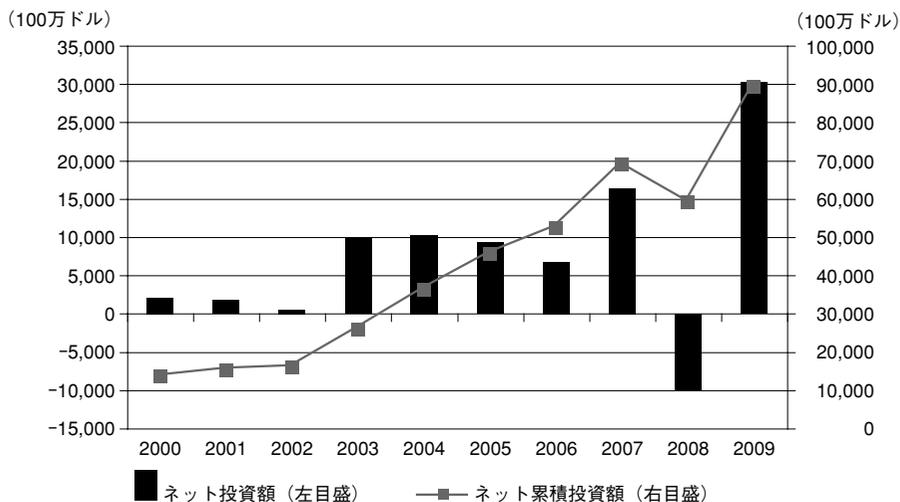
4. 外国機関投資家の動向

(1) 投資規制の多いインド株式市場

外国機関投資家に関しては、外国機関投資家の資格から始まり、投資対象毎の規制、全体の規制など投資規制は多く、複雑なものとなっている。しかし投資規制全体としては、段階的に緩和されてきている。また外国機関投資家がインドへの証券投資を行う場合には、事前にSEBIに登録を行わねばならない。

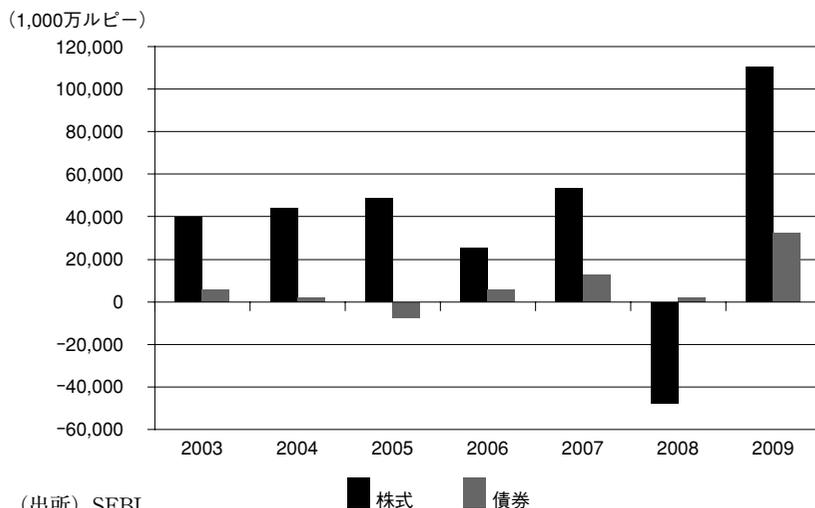
株式投資に関する基本的な規制としては、SEBIに登録した外国機関投資家が購入できる株式の上限はインド企業の払込資本金の10%が上限であり、外国機関投資家全体でも24%が上限とされている。但し、24%の規制は当該インド企業の取締役会と株主総会の特別決議で緩和することが可能とされている。

(図表17) 外国機関投資家によるインド投資の推移



注：各年は年度。
(出所) SEBI

(図表18) 外国機関投資家による株式・債券別ネット投資額の推移



(出所) SEBI

(2) 増加する外国機関投資家の インド株式投資

SEBIに登録された外国機関投資家数は2000年3月末には506社であったが、2009年

3月末には1,635社に増加している(図表16)。また外国機関投資家によるネット投資額の推移を見ると、金融危機の影響を受けた2008年に売り越しとなったものの、その後急回復を

(図表19) NSE上場株式の産業部門別外国機関投資家の保有シェア (2009年6月末)

産業部門	シェア (%)
銀行	15.05
エンジニアリング	8.88
その他金融	15.04
日用消費財	12.87
IT	11.46
インフラ	9.02
製造業	7.79
娯楽・メディア	9.17
石油化学	4.50
医薬品	7.66
サービス	8.07
通信	7.05
その他	7.94

注：外国機関投資家によるNSE上場株式の保有シェアは、8.89%。
(出所) NSE

見せている(図表17)。株式と債券とに分けて見ると、外国機関投資家によるインド投資は株式投資が圧倒的に多い(図表18)。このためネット投資額の推移はネット株式投資額の推移と重なるものである。

外国機関投資家によるNSE上場株式の保有シェアは2009年6月末で8.89%であり、産業部門別に見ると、銀行、その他金融、日用消費財、ITで株式保有シェアが高くなっている(図表19)。

経済成長とともにインド株式市場はアジアでも相対的に大きな株式市場となっている。しかし主要銘柄のNSEとBSEへの重複上場、デリバティブ取引の急拡大、大きな存在感を持つ外国機関投資家などの特徴を持っており、

また特に外国機関投資家の投資に関しては規制が多いのも特徴である。それでも外国機関投資家によるインド株式投資は急増しており、結果的に外国機関投資家の動向に市場が大きな影響を受ける状態でもある。

今後のインド資本市場にとっては、相対的に発達が遅れている債券市場の育成が優先的な課題であるが、株式市場のさらなる拡大に向けては、プロモーターによる株式保有構造の改善、国内取引所の再編、国内投資家の育成、投資規制の緩和など、未だに多くの基本的な課題を抱えていると言えよう。

(注1) インド株式市場に関するデータは以下のサイトから入手可能である。

インド準備銀行：

<http://www.rbi.org.in/home.aspx>

インド証券取引委員会：

<http://www.sebi.gov.in/>

ナショナル証券取引所：

<http://www.nse-india.com/>

ムンバイ証券取引所：

<http://www.bseindia.com/>

なお、資本市場に関する包括的な統計データはインド証券取引委員会の統計ハンドブックが詳しい。

(注2) 本稿で取り上げるナショナル証券取引所、ムンバイ証券取引所以外の17取引所は次の通り。

CalCutta, Dehli, Ahmedabad, Uttar Pradesh, Ludhiana, Pune, Bangalore, ICSE/ISE, Cochin, OTCEI, Madras, Madhya Pradesh, Vadodara, Gauhati, Bhubaneshwar, Coimbatore, Jaipur.

(注3) クリアリング・メンバーとNSEを結ぶクリアリング銀行は次の13行。Axis Bank Ltd., Bank of India Ltd., Canara Bank Ltd., Citibank N.A, HSBC Ltd., HDFC Bank Ltd., ICICI Bank Ltd., IDBI Bank Ltd., Indusind Bank Ltd., Kotak Mahindra Bank, Standard Chartered Bank, State Bank of India, Union Bank of India.

