

■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1回 アジア株式市場の概観



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**

経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

### はじめに

アジア通貨危機以後、再び力強い経済成長を遂げたアジア諸国であるが、近年ではアジア諸国を巡る資本フローも急速に拡大し、アジア諸国経済のグローバル化も進展している。そうした状況下、昨年後半からの世界金融危機の悪化により、アジア諸国経済も大きな影響を受けた。株式市場では欧米や日本とともにアジア諸国の株価も急落を記録した。

今回の世界金融危機を契機に、世界経済は

大きな転換点を迎えているとも言われ、中国を中心とした新興国の需要拡大、とりわけアジア諸国の経済成長が世界経済回復を促すことへの期待も高まっている。

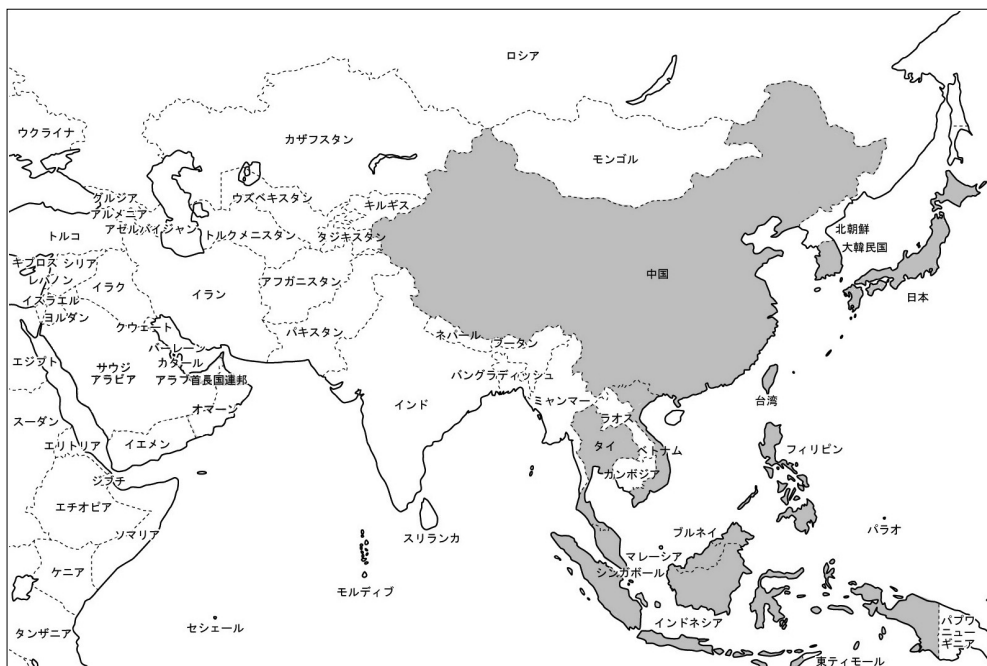
これまでアジア諸国の経済や債券市場に関しては、多くの情報が提供されてきた。これらに比べてアジア諸国の株式市場に関しては、日々の株価動向がニュースとして報道されるものの、市場の構造や特徴、経済との関わりなどの基本的な情報が必ずしも浸透しているとは言えないように思われる。経済成長とともに、アジア各国における株式市場の役割やその影響も大きなものになってきている。加えて、世界経済の回復に向けて期待の高まるアジア諸国の株式については、投資対象としての関心も高まるものと予想される。

こうしたことからアジア株式市場の現状や問題点、今後の課題などについて、知識を整理しておくことが必要になっていると言えよ

### 目次

はじめに

1. アジア株式市場の位置付け
2. 資本フローから見たアジア株式市場
3. 世界金融危機の影響を受けた  
アジア株式市場



う。

本稿ではこれから9回（予定）にわたり、アジア各国の株式市場を概観していく。第1回はアジア株式市場を全体として俯瞰し、経済における位置付け、株式市場の特徴、今回の世界金融危機でどのような影響を受けたのかなど、次回以降の各国編に向けた全体像を提供する。

各国編ではシンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム、韓国、香港、台湾、中国の10か国・地域を取り上げていく予定である。

なお、文中で中国市場とは中国+香港、ASEAN市場とはシンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンの5か国を指す。

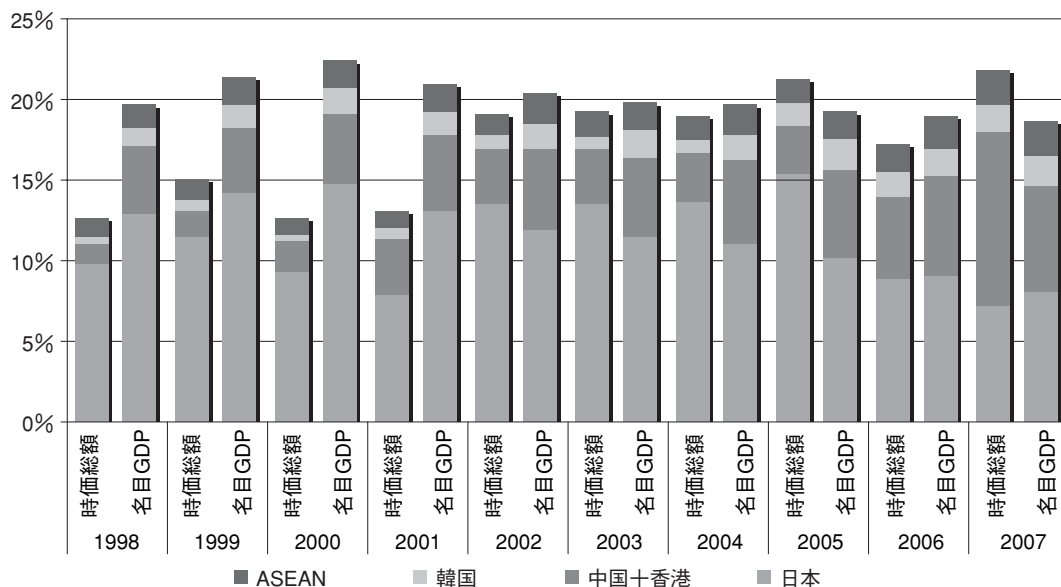
## ■ 1. アジア株式市場の位置付け

初めにアジア株式市場はどのような位置付けにあるのか、世界、国内、そして投資先の3つの側面からそれぞれ概観してみよう。

### (1) アジア株式市場の世界的位置付け

世界全体の株式市場の時価総額は、2005年の43兆ドルから2007年の65兆ドルへ、およそ1.5倍に増加したが、この期間にアジア株式市場の時価総額は中国ではおよそ8.7倍に、アジア諸国中で最も増加率の低いタイでも1.7倍に、その他のアジア諸国では3～4倍

(図表1) 時価総額と名目GDPの推移 (世界シェア：%)



注：ASEANは、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。  
 (出所) WFE, UN

の増加を記録した。アジア諸国の株式市場の拡大がとりわけ急速に進んでいることが窺える。

マッキンゼー社のレポート (McKinsey & Company, “ Mapping global capital markets : Fifth annual report”, October 2008) によれば、世界の金融資産の増加に関して、その半分は中国を中心とした新興市場の貢献であり、その中でも特に株式の増加が顕著となっている。2007年の金融資産の増加分の72%は新興市場の株式が占め、2002年以降をとってもその割合は58%と過半に及んでいる。株式市場の拡大はアジアを含めた世界の新興市場で共通に見られる現象であり、新興市場全体で、2007年の社債残高は対GDP

比16%に過ぎないのに対して、株式時価総額は同105%となっている。因みに先進国全体では社債、株式ともにはほぼ同じ水準でGDPの125%程度である。

それではアジア通貨危機以降、この10年間にアジア諸国の経済と株式市場はどの程度拡大を示したのだろうか。(図表1) は時価総額と名目GDPの世界におけるシェアの推移を概観したものである。中国市場の世界シェアは1998年には時価総額で1%、GDPで4%であったが、2006年にはそれぞれ5%、6%に上昇し、さらに2007年には時価総額の世界シェアが11%、GDPが7%と、経済規模以上に時価総額の世界シェアが上昇している。因みに2007年の日本のシェアは時価総額で7%と

(図表 2) 主要取引所の概要 (2008年末時点)

取引所名	時価総額 (10億ドル)	上場企業数	1社当たりの 時価総額 (10億ドル)	売買回転率 (2008年12月)	上位10社の 集中度 (2007年末)
ニューヨーク	9,208.9	3,011	3.1	240.2%	6.7%
東京	3,115.8	2,390	1.3	151.2%	28.0%
ロンドン	1,868.2	3,096	0.6	152.7%	29.6%
中国市場 (中国 + 香港)	3,107.6	2,865	1.1	—	—
上海	1,425.4	864	1.6	118.2%	14.7%
深圳	353.4	740	0.5	235.9%	15.3%
香港	1,328.8	1,261	1.1	86.0%	35.3%
台湾	356.7	722	0.5	145.5%	24.2%
韓国	470.8	1,793	0.3	196.3%	26.5%
ASEAN 5 各国合計	708.1	2,910	0.2	—	—
マレーシア	189.2	976	0.2	36.0%	25.1%
インドネシア	98.8	396	0.2	65.8%	54.7%
フィリピン	52.0	246	0.2	24.2%	52.6%
シンガポール	265.0	767	0.3	63.7%	37.6%
タイ	103.1	525	0.2	74.5%	30.4%

注：ニューヨーク証券取引所はユーロネクストを含まず。  
(出所) WFE

中国市場を下回る。なお、日本のGDPシェアは8%であり、GDPと時価総額の世界シェアはほぼ均衡した水準にある。

一方、ASEAN市場は時価総額、GDPシェアともにゆっくりとした上昇傾向にあり、2007年のシェアはともに2%程度となっている。

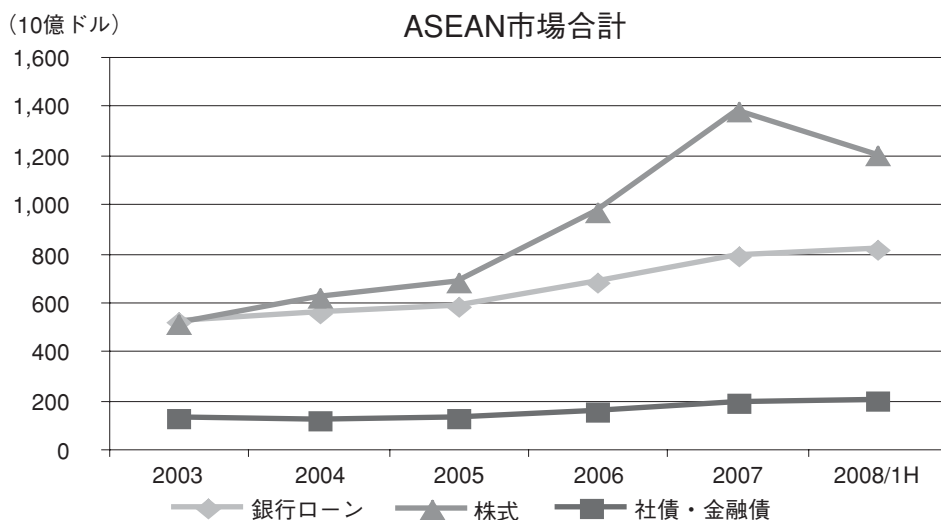
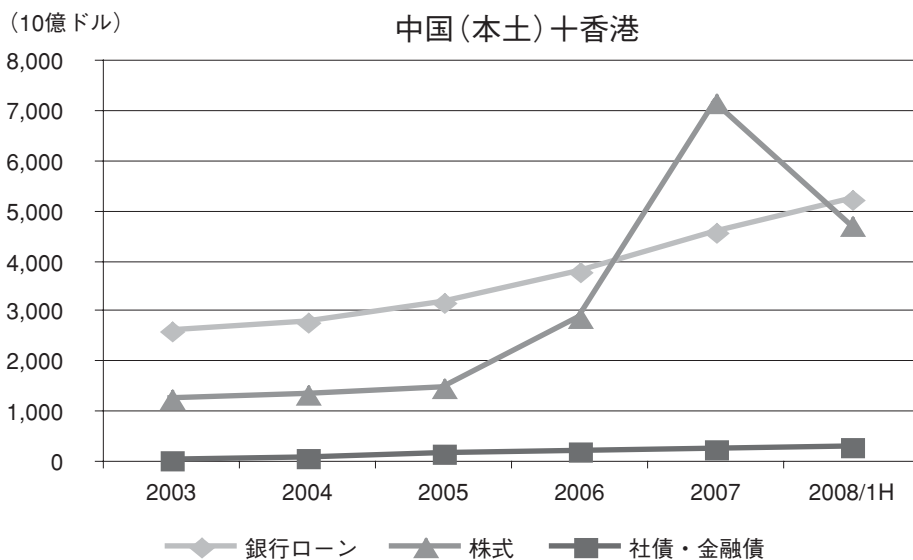
急拡大を見せる中国株式市場であるが、世界金融危機の影響を受けた2008年末の時価総額を見ると、中国（上海+深圳）はロンドン証券取引所に匹敵する規模の株式市場となっており、これに香港を加えればほぼ東京証券取引所と並ぶ市場規模となる（図表2）。

## (2) 国内において存在感の高まる 株式市場

企業の資金調達という観点から、銀行ローン、社債・金融債、株式の3つの市場がどの程度拡大してきたのかを概観したものが（図表3）である。中国市場、ASEAN市場ともに2005年以降に急速に株式市場が拡大している様子が窺える。

中国市場では、2008年上半期に株式時価総額が急減し、銀行ローン残高を再び下回るようになったが、これは世界経済後退、世界金融危機の影響を受けて、株価が急落した一方で、企業等の資金調達を支えるべく、銀行口

(図表3) アジア諸国の銀行ローン、民間債券、株式時価総額の推移



注：ASEANは、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。  
 (出所) IMF, ADB, WFE

ーンが増加したことによる。

ASEAN市場では、株式市場が最大の資金調達市場であり、2007年末では株式時価総額が銀行ローン残高の1.75倍に上っていた。

なお、ASEAN諸国の中でも、タイだけは銀行ローン残高が株式時価総額を大きく上回る状況にある。

実際にどれくらいの資金が株式市場から調

(図表4) 世界の株式市場資金調達額 (10億ドル)

取引所名	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
ニューヨーク	83.5	147.9	175.0	103.2	137.0	280.3
新規発行	31.0	54.5	44.1	37.1	60.4	43.2
追加発行	52.5	93.4	130.9	66.0	76.6	237.0
東京	—	—	—	—	—	13.8
新規発行	NA	NA	NA	NA	NA	0.3
追加発行	29.0	25.9	24.6	22.1	17.9	13.5
ロンドン	30.2	32.5	51.8	94.4	82.8	124.6
新規発行	7.6	13.8	31.2	55.8	50.0	13.4
追加発行	22.6	18.6	20.7	38.6	32.8	111.2
中国 (上海+深圳)	7.8	7.9	4.0	22.5	100.2	45.0
新規発行	5.4	4.3	0.7	13.8	63.4	15.2
追加発行	2.4	3.6	3.3	8.7	36.8	29.8
香港	27.5	36.1	38.3	67.4	74.0	55.0
新規発行	7.6	12.5	21.3	43.0	37.5	8.5
追加発行	19.9	23.7	17.0	24.5	36.5	46.5
台湾	8.5	6.0	2.2	2.1	2.1	0.8
新規発行	5.1	4.5	0.2	0.8	0.6	0.2
追加発行	3.5	1.4	2.1	1.4	1.6	0.6
韓国	6.8	14.9	4.8	5.3	7.0	4.4
新規発行	0.8	11.0	2.2	2.9	3.2	3.0
追加発行	6.0	3.9	2.6	2.5	3.8	1.4
ASEAN 5 各国合計	9.1	7.8	13.0	13.6	20.5	16.8
新規発行	3.8	4.3	7.0	6.3	8.2	7.0
追加発行	5.3	3.5	6.0	7.3	12.4	9.8

注1：ニューヨーク証券取引所はユーロネクストを含まず。

注2：ASEAN5 各国は、シンガポール、タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン。

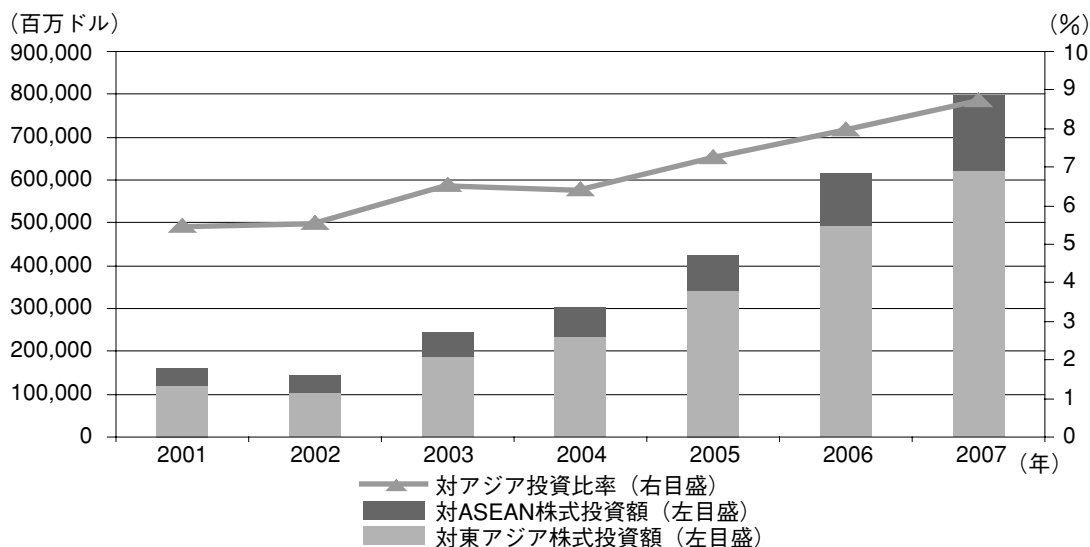
注3：新規発行=IPO 追加発行=既上場銘柄の増資等  
(出所) WFE

達されたのかを見ると、新規発行、追加発行の両者についてアジア株式市場は総じて順調な増加を見せている(図表4)。2007年の株式市場からの資金調達額は中国(上海+深圳)がロンドン証券取引所を上回り、これに中国企業の資金調達の市場となっている香港を加えれば、ニューヨーク証券取引所をも大きく上回る資金調達額を記録している。規模の小

さなASEAN市場を見ても、2008年には東京市場を上回る調達額を記録した。

さらに新規発行と追加発行とを分けて見ると、中国市場では新規発行の増加が株式市場拡大の主な要因となっているが、ASEAN市場では相対的に追加発行が多い。ASEAN市場では上場企業の育成が課題の一つであるが、上場企業の増加が進まない背景には、上

(図表5) 日米欧の対アジア株式投資の推移



注：日米欧は、日本、米国、英国、ドイツ、フランス。

東アジアは、中国、香港、台湾、韓国。

ASEANは、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン。

(出所) IMF

場によるコストの増加や財務諸表等の公表によって透明性の拡大を求められることを嫌うなどの要因が指摘されている。

また、どの程度売買が活発に行われているのか、売買回転率を見ても中国市場とASEAN市場とは大きく異なる。上海、深圳、台湾、さらに韓国の各市場の売買回転率は100%を超え、先進国と同程度であるのに対して、ASEAN市場は100%を下回る水準に留まっている(前掲図表2)。

上位10社への売買集中度を見ても、ASEAN市場は集中度が相対的に高く、特にインドネシアとフィリピンでは50%を上回っている。これは取引可能な(流動性の高い)銘柄が限られている結果である。

### (3) 投資先としてのアジア株式市場

日米欧の先進諸国は2002年以降、アジア株式投資を急速に増加させている(図表5)。2007年には対外株式投資のおよそ9%をアジア株式投資に向けた。

特に中国を中心とした東アジア諸国(中国、香港、韓国)の株式市場への投資が増加している。2007年には東アジア諸国への株式投資が日米欧諸国によるアジア株式投資の78%を占め、また東アジア株式投資のうち中国(本土)が52%と過半に及び、さらに香港が37%と、両地域合計で東アジア株式投資のおよそ90%に上っている。日本の対外株式投資を取り出してみても、ほぼ同様の傾向が窺われる。



投資金額ではASEAN市場は東アジア市場の30%弱に過ぎないが、ASEAN市場向けの株式投資も2001年の400億ドル強から2007年の1,750億ドル弱へと4倍以上に増加している。ASEAN市場は2007年末の時価総額が1兆3,800億ドル程度と香港市場のおよそ半分、中国本土市場の3分の1にも満たない小さな市場であるが、2007年には時価総額の13%弱の資金が日米欧からASEAN市場へ流れ込んでいる。ASEAN市場にとっては先進国からの投資資金が市場拡大の大きな要因となっている一方で、先進国の投資対象先として、ASEAN市場も注目されていると言える。

今後のアジア経済の成長期待、世界経済に占める地位の高まり（あるいは世界経済の多極化）などから、今後はさらにアジア投資が増加するものと予想される。その際、これまで述べたように、アジア諸国ではとりわけ株式市場が拡大していること、新興国では株式市場が社債市場を大きく上回る規模にあることを考えれば、投資対象先としてアジア株式市場がこれまで以上に重要な市場となると言えよう。

## ■ 2. 資本フローから見たアジア株式市場

### (1) 中国市場と香港の役割

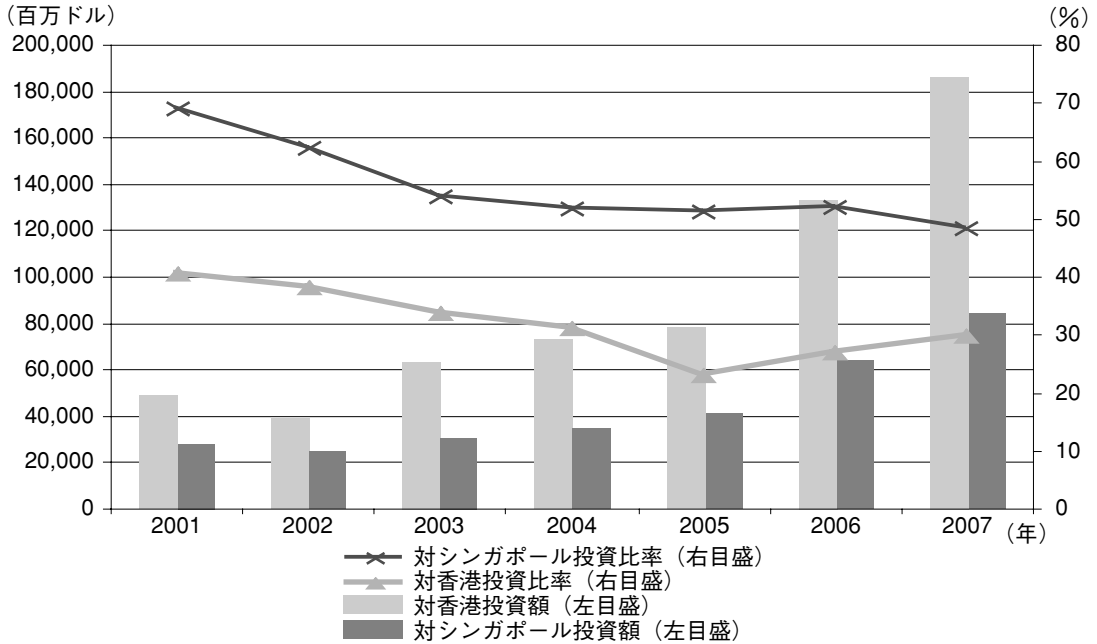
日米欧諸国の東アジア諸国向け株式投資の中での香港市場のシェアは2001年の40%程度から2007年には約30%へと低下している（図表6）。その分、中国（本土）への直接投資が増加したものと推測される。しかし香港の対中国（本土）株式投資の推移を見ると、一貫して増加を続け、特に2005年以降は急増を示している（図表7）。このことから対中国株式投資が増加する中であっても、香港は対中国投資の窓口としての性格をむしろ強めていると言うことができよう。

### (2) ASEAN市場とシンガポール

日米欧諸国のASEAN諸国向け株式投資に占めるシンガポールのシェアは2001年の70%弱から2007年には48%強へと低下しているが、それでもシンガポールはASEAN諸国向け株式投資の約半分を獲得している（図表6）。

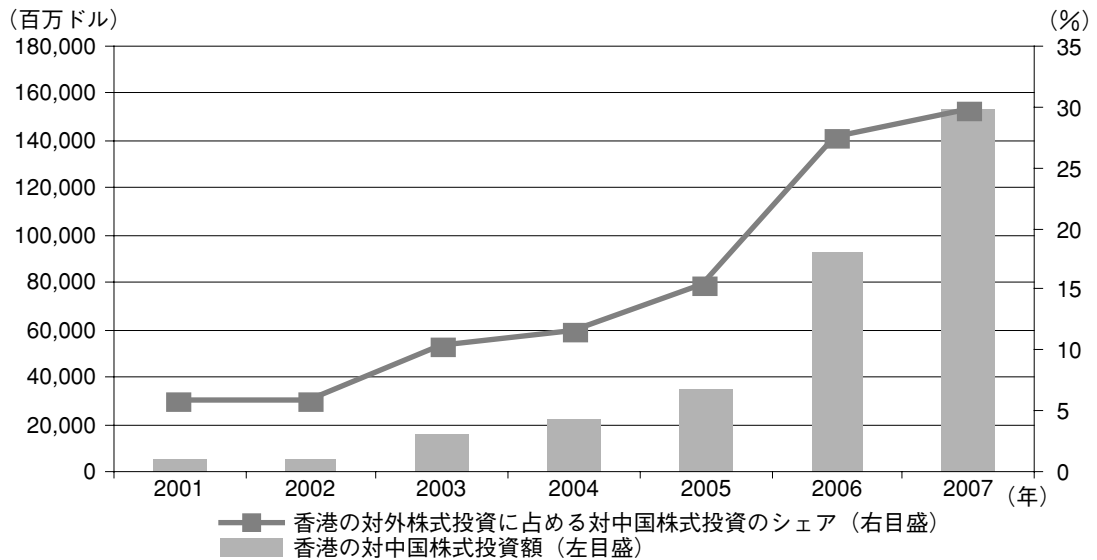
一方、ASEAN諸国の対外株式投資の推移を見ると、対外株式投資は増加しているものの、そのうちシンガポールのシェアが90%超を占める（図表8）。すなわちシンガポールはASEAN向け投資で50%、ASEANからの投資で90%のシェアを占めることになり、

(図表6) 日米欧の対香港・シンガポール株式投資の推移



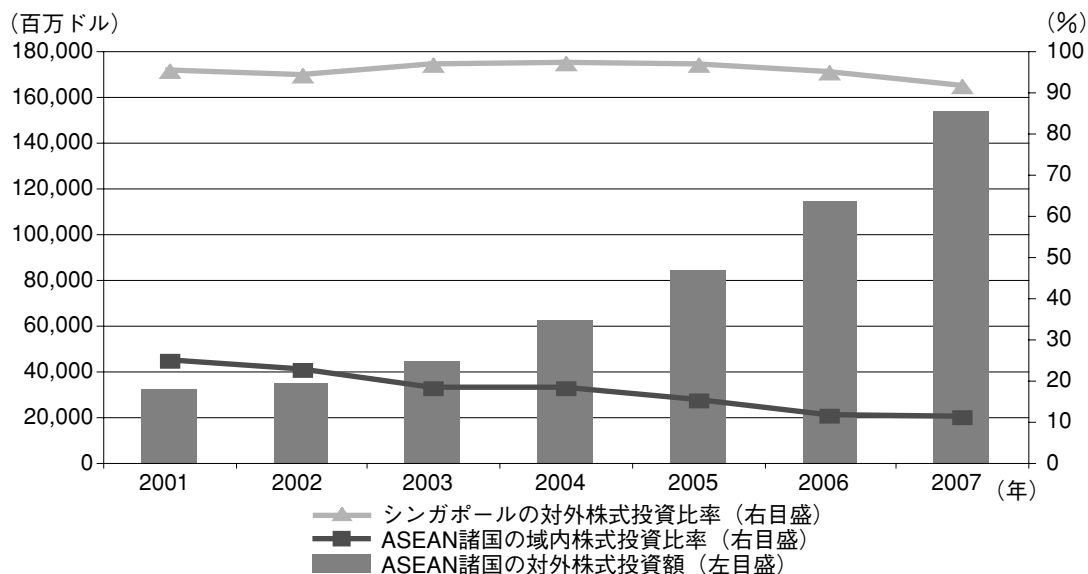
注：対香港投資比率は東アジア投資、対シンガポール投資比率は対ASEAN投資に占めるシェア。  
(出所) IMF

(図表7) 香港の対中国株式投資の推移



(出所) IMF

(図表 8) ASEAN諸国の対外株式投資の推移



注：ASEAN諸国の域内株式投資比率は対外株式投資額に対する比率。

シンガポールの対外株式投資比率はASEAN諸国の対外株式投資額に占めるシンガポールのシェア。

(出所) IMF

ASEANの投資資本フローでシンガポールが中心的位置にあることが窺える。

また、ASEAN諸国の対外投資に占める域内投資比率は2001年の25%から2007年には11%へと大きく低下しており、ASEAN域内での投資フローは市場の拡大に反して縮小している(図表8)。これに対して、ASEAN域内のクロスボーダー投資の拡大を目指して、ASEAN諸国では、ASEAN域内の証券取引所のリンケージや各国の上位30銘柄を掲示する「ASEANボード」の設立といった共通市場育成に向けた試みも展開されている。

また、対内株式投資額(外国からの株式投資流入額)の各国証券取引所の株式売買高に占める比率(2007年)を見ると、中国(6%)、

香港(15%)、韓国(13%)の東アジア市場では対内株式投資の比率が低いのにに対して、ASEAN市場では、フィリピンが65%と最も高く、その他諸国も30%を上回る水準にある。ここ数年の推移を見ても、東アジア市場では株式市場の拡大に伴い、同比率が低下しているのに対して、ASEAN市場ではその傾向は見られず、したがって市場の拡大に合わせた国内投資家の育成が必ずしも進んでいないことが窺われる。ASEAN株式市場は、前述した上場企業の増加に加えて、国内投資家の育成といった基本的な課題を抱えており、まだ市場の発展が緒に就いたばかりであると総括することができよう。

(図表9) アジア諸国・地域の対外資産・負債残高(2007年末、10億ドル)

	中国		香港		韓国		シンガポール		マレーシア		タイ		インドネシア		フィリピン	
	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債	対外資産	対外負債
対外資産	2,288	100%	2,717	100%	597	100%	880	100%	225	100%	146	100%	94	100%	67	100%
直接投資	108	5%	1,011	37%	75	13%	170	19%	58	26%	8	5%	0	0%	6	8%
株式	19	1%	515	19%	105	18%	121	14%	13	6%	3	2%	1	1%	0	0%
債券	221	10%	264	10%	54	9%	76	9%	3	1%	11	8%	3	3%	6	10%
その他投資	406	18%	726	27%	99	17%	351	40%	49	22%	35	24%	34	36%	21	32%
対外負債	1,266	100%	2,233	100%	826	100%	725	100%	230	100%	204	100%	245	100%	94	100%
直接投資	742	59%	1,178	53%	122	15%	233	32%	77	33%	95	46%	59	24%	20	21%
株式	143	11%	434	19%	320	39%	154	21%	68	30%	57	28%	41	17%	10	11%
債券	125	10%	44	2%	137	17%	19	3%	35	15%	7	3%	30	12%	23	25%
その他投資	381	30%	545	24%	243	29%	319	44%	50	22%	45	22%	114	47%	41	43%
対外純資産	1,022		484		-230		155		-6		-58		-151		-27	

(出所) IMF, Bank Indonesia

### 3. 世界金融危機の影響を受けたアジア株式市場

資本フローの拡大によって、アジア諸国の株価は上昇したが、今回の世界金融危機の影響もそれだけ大きく被ることになった。

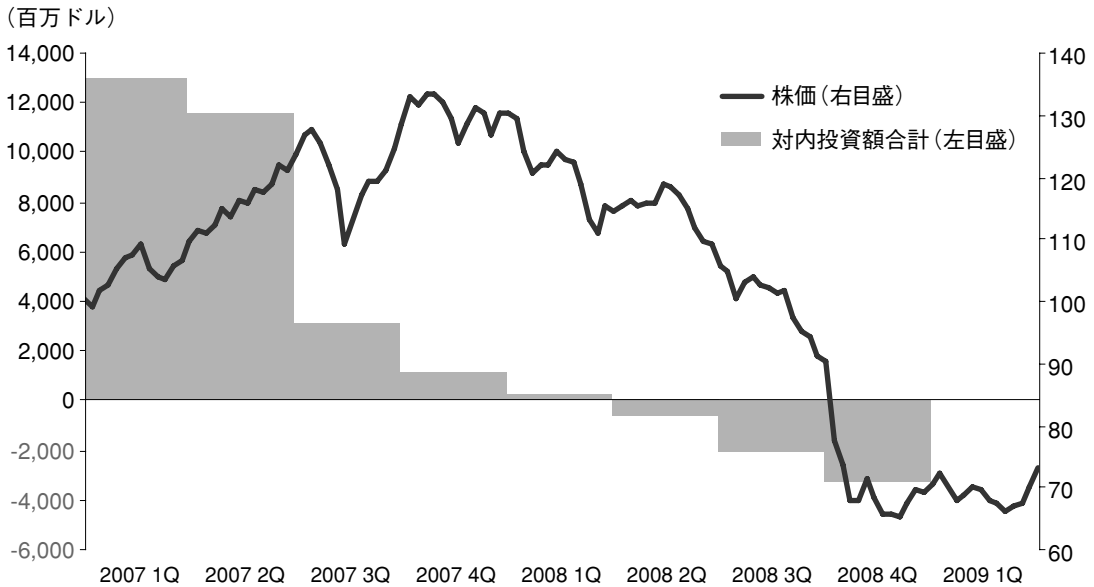
2007年末時点のアジア各国・地域の対外資産・負債残高を見たものが(図表9)である。アジア各国・地域の対外負債では総じて株式が債券を上回っており、アジアへの投資は株式投資が多いことが分かる。

最大の対外純負債を抱える韓国では、対外負債に占める証券投資のシェアが55%超と高

く、しかも証券投資のうち株式投資が70%を占めている。それだけ外国投資家による投資の引揚げが起こった場合に、経済全体が大きな影響を受け易い構造にあるものと言えよう。

シンガポールを除くASEAN諸国では株式の対外資産と対外負債を比較すると、圧倒的に対外負債、すなわち海外からの株式投資が大きなものとなっている。また国際金融センターとして資本の回転台を担っているとされる香港とシンガポールでは、株式の対外資産と対外負債に極端な差はない。ASEAN諸国の株式市場が外国からの投資流入で支えられる一方、香港、シンガポールの両市場が仲介

(図表10) ASEAN 5 各国の対内株式投資と株価推移



注1：対内投資額はシンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンデータを合計して算出。  
 注2：株価は2007年1月初の各国株価を100として指数化したものの5か国平均。  
 (出所) IMF, Bloomberg, 各国統計

役となっている様子を裏付けるものと言えよう。なお、インドネシアでは対外負債のうち「その他投資」の金額が極めて大きい。これは同国が国際機関の開発融資や開発援助を受け入れてきたためであり、大半が一般政府の借入である。これはフィリピンも同様である。

次に、世界金融危機以降、アジア諸国の株価指数が欧米と同様に急落を記録した背景を資金フローの側面から見てみよう。2007年に米国で発生したサブプライム問題を受けて、2007年第3四半期以降、ASEAN 5 各国の対内株式投資額は急減を示した(図表10)。さらに2008年第2四半期からは、ネットで流出に転じている。対内投資額が減少に向かった

のに合わせて各国株価指数も下落に転じている。2007年上半期までの株価指数の上昇は、もっぱら対内株式投資の増加を背景としていたものであり、これが減少、さらにはネット流出となり、これをカバーするその他の株式の買い手(国内機関投資家や個人)が見当たらない状況では、株価指数が下落に転じるのは当然の流れである。すなわち国内経済や企業の状況とは直接関係なく、株式市場は外国人投資家の動向にもっぱら左右されるボラタイルな構造にあると言えよう。

2009年に入り、真っ先に株価指数が上昇に転じたのは上海であるが、これは前述の通り、東アジアの株式市場では対内株式投資の比率

(図表11) 各国空売り規制の現状

	ネイキッド・ショート・セリング禁止	空売り対象規制	アップティック・ルール	空売りネットポジション開示ルール
インドネシア	×	○	×	×
マレーシア	○	○	○	×
フィリピン	×	★○	○	×
シンガポール	×	×	×	★○
タイ	×	○	○	★○
韓国	×	○	×	×
台湾(注3)	★○	★○	×	×
香港	○	○	○	×
日本	★○	×	○	×
米国	★○	×	×	★○
英国	★○	×	×	★○

注1：○は当該規制が存在することを表す。

注2：★は世界金融危機への対応として採られた措置。

注3：台湾は一時空売り全面禁止となったが、その後対象規制のみとなり2009年初に解除済。

(出所) 各種資料・報道をもとに国際通貨研究所作成

がASEAN諸国に比べて相対的に低く、国内経済回復期待とともに国内投資家などが再び自国の株式購入に転じたためと見られる。ASEAN諸国では、こうした国内投資家の存在感が小さいため、自国経済の回復が株価指数の上昇に直結するのではなく、外国人投資家の投資判断、投資動向による部分が大きいと言える。

因みに、投資国別データが取得可能なマレーシアについて見ると、2008年通年の対内・対外投資額が最も減少した相手国は、前年に最も活発に投資が行われていた（前年の対内・対外株式投資額の25%を占めていた）シンガポールであり、対内・対外投資額とも前

年比85%以上の減少となった。

今回の世界金融危機に伴う株価急落に対しては、アジア諸国においても株価維持策が採られた。その一つとして、空売り規制の導入、あるいは強化が挙げられる（図表11）。

具体的には、台湾で空売りが一時的に全面禁止された（2009年初には解除済）ほか、シンガポール、フィリピン、タイでも新たに空売り規制が強化された。なお、香港、マレーシアでは以前からNaked Short Selling（取引の裏付けとなる株式を確保せずに行われる空売り）が禁止されていたため、今般の危機対応としての空売り規制は行われていない。

---

連載初回となる今回は、アジア株式市場の特徴を概観したが、次回から各国個別市場を

詳しく紹介していく。なお、第2回はシンガポール市場を取り上げる予定である。 ▨

糠谷 英輝 (ぬかや ひでき)

1983年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。同年、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）に入行。2度のドイツ勤務、調査部、キール世界経済研究所客員研究員などを経て現在に至る。

専門は国際資本市場、イスラム金融、中東経済など。

亀井 純野 (かめい すみの)

1998年慶應義塾大学総合政策学部卒業。同年、東京三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）に入行。支店における融資業務、証券投資部における海外拠点ポートフォリオ管理、証券投資業務を経て現在に至る。

アジア諸国の決済システムや資本市場を担当。

# アジア株式市場のいま (注1)

## —第2回 シンガポールの株式市場



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**

経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

### ■ 1. シンガポール株式市場の概要

シンガポールでは、かねてより株式市場が相応に発達していたが、2005年以降急速に規模が拡大し、2008年には株式市場の時価総額が銀行ローンの約2.6倍となっている。

2008年末時点のシンガポールの株式市場は時価総額で見るとASEAN諸国で最大の2,650億ドルとなっており、また時価総額の対GDP比は2007年末時点で334%と、ASEAN

諸国の中では経済規模に比して、最も規模の大きな株式市場となっている（第2位はマレーシアの172%）。

シンガポール証券取引所（SGX：Singapore Exchange Ltd.）では、SGX-ST（Securities Trading）とSGX-DT（Derivative Trading）がそれぞれ独立した法人格を持って、現物市場とデリバティブ市場を運営しており、またSGXは傘下に、シンガポール商品取引所（SICOM：Singapore Commodity Exchange Ltd.）、原油や船舶・ジェット燃料、タンカー運賃などの先物・スワップ市場向け決済機関であるSGXアジア・クリア、決済機関である証券中央預託機構（CDP：The Central Depository Pte. Ltd.）を有している（図表1）。

SGXにおける株式取引の概要は（図表2）の通りである。

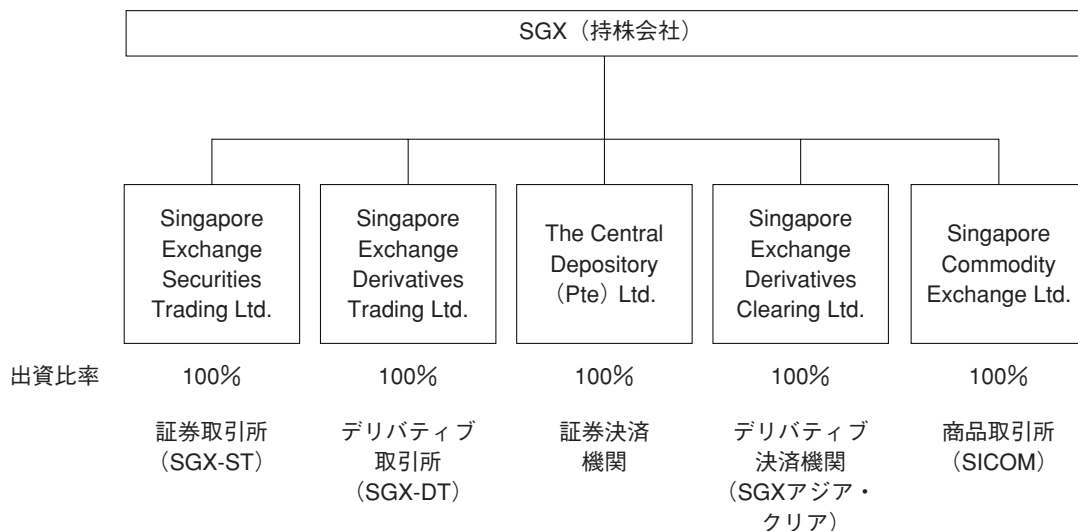
投資家の構成は、外国人機関投資家がおおよそ

#### 〈目次〉

1. シンガポール株式市場の概要
2. アジアの金融ゲートウェイを標榜するシンガポール市場の特徴
3. 投資規制と今後の展望



(図表1) SGXの主な関連会社



60～70%、個人投資家が30～40%と、外国人機関投資家が主体の市場となっている。

海外からの投資資金の流入を見ると、米国からの投資が40%、欧州が20%、アジア域内が12%（このうちASEAN域内からの投資が約34%）を占めている。

また、売買代金に占める上位10銘柄のシェアは2008年で35%となっており、先進国（10～30%程度）に比べると、上位銘柄への取引集中度は比較的高い。

シンガポール市場は国際金融センターとして一定の評価を受けているが、ロンドンの政府系調査機関であるCity of Londonが2009年3月に公表した“**The Global Financial Centres Index**”によると、シンガポールは、ロンドン、ニューヨークに次いで世界第3位の国際金融センターとなっている（香港は4

位、東京は15位）。その理由としては、資産運用、人材、規制や税制など金融センターとしての総合的な競争力の高さが評価されたことが挙げられている。



(図表 2) シンガポール株式市場の概要

項目	概要
市場の種類	一部市場、カタリスト、CLOB International(※1)、SGX Xtrinet(ETF)、SGX-DT(デリバティブ)。
取引時間(※2)	月曜～金曜 プレオープン：8:30～8:59 前場：9:00～12:30 後場：14:00～17:00 プレクローズ：17:00～17:06
取引単位(※2)	取引は主に1,000株単位。 「単株市場 (Unit Share Market)」においては取引単位に満たない数の株取引が可能。
値幅制限等(※2)	無し。
主な取扱商品	普通株式 (S株「シンガポール証券取引所に上場されている中国関連銘柄」を含む)、 優先株式、新株引受権、上場投資信託 (ETF: Exchange Traded Funds)、 不動産投資信託 (REIT: Real Estate Investment Trust)、 国際預託証券 (GDR: Global Depository Receipts) など。
税金・手数料	仲介手数料を自由に設定することが可能。 清算手数料は、約定代金の0.04%相当で600シンガポール・ドルが上限 (但し、ワラントについては約定代金の0.05%相当で200シンガポール・ドルが上限)。 物品サービス税として、仲介・清算手数料に7%の税率が賦課。 クロスボーダー取引に関する税制については、キャピタルゲイン税および配当税は非課税。 一方、居住者が外国株式について受け取る配当金は、所得税の課税対象。
株価指数	ストレーツ・タイムズ指数 (2008年1月に改定)、FTSE STインデックス・シリーズ (All-share Index, Mid Cap Index, Small Cap Index, Fledgling Index, China Index, All Share Sector Index) など。
派生商品	シンガポール・デリバティブ取引所 (SGX-DT) において、MSCI Singapore Indexやストレーツ・タイムズ指数などの先物やオプション取引が導入されている。また、日本、台湾、インド、香港など多数のアジア株価指数先物・オプション取引が上場されている。

※1：CLOB Internationalは国際店頭市場。

※2：一部市場、カタリスト、CLOB Internationalに関してのみ。

## 2. アジアの金融ゲートウェイを標榜するシンガポール市場の特徴

### (1) 多様な投資商品

#### ①外国企業銘柄の誘致

シンガポール株式市場は、上場企業が767社 (2008年末時点) と、ASEAN諸国の中ではマレーシアの972社に次いで多い。その中でも外国企業の上場企業数が312社と、ロンドン、

ニューヨークに次ぐ世界第3位となっているのがシンガポールの特徴として挙げられる。

この背景には、シンガポールは国内市場の規模が小さく、自国企業の上場による市場拡大には限界があったことから、税制その他の優遇措置を設け、国を挙げて外国企業の誘致に積極的に取り組んできたことがある。現在では20か国・地域を上回る各国・地域から312社が上場しており、アジア域内の成長企業の資金調達場として機能している (注2)。

2006年から2008年にかけて、一部市場に上場する企業数は国内企業が7%強の増加であ

(図表 3)

		国内企業		外国企業		合計
		一部市場	カタリスト	一部市場	カタリスト	
2005年	上場企業数	323	130	169	41	663
	時価総額 (百万S\$)	318,930,325	3,480,190	103,098,035	2,395,995	427,904,506
2006年	上場企業数	332	129	207	40	708
	時価総額 (百万S\$)	419,255,529	4,716,603	160,512,993	5,125,429	589,610,554
2007年	上場企業数	351	120	254	37	762
	時価総額 (百万S\$)	501,478,727	6,836,936	264,546,579	3,282,524	776,144,765
2008年	上場企業数	356	99	277	35	767
	時価総額 (百万S\$)	256,882,727	2,483,223	124,218,299	1,079,093	384,663,343

(注) 2005年はカタリスト設立前のため、前身のSESDAQのデータを使用。カタリストの上場企業数の減少要因として、SESDAQからの改編に伴い、従来SESDAQに上場していた企業が、2009年12月までの移行期間中にカタリストの上場基準を充足するか、一部市場への上場替えが求められていること(期間内にどちらかの要件を充足できなかった企業は上場廃止となる)が挙げられる。

(出所) SGX

ったのに対して、外国企業は34%と急増を示しており、シンガポール市場は一層、外国企業の上場市場としての性格を強めている(図表3)(注3)。とりわけ、近年は中国企業の上場が急増しているが、これに関しては後述する。

「カタリスト」は、2007年12月に従来の中小企業向け市場であるSESDAQを改編して誕生した。アジアの成長企業がロンドン証券取引所の代替投資市場(AIM: Alternative Investment Market)への上場に動き始めたことを受け、これに対抗して、カタリストはAIMと同様の制度を採用し、投資家保護に配慮しながら、急速な成長が見込まれる新興企業に迅速かつ柔軟な資金調達手段を提供する市場として創設された。

特徴としては、①上場審査(発行済み株式の15%が200人以上の株主に分散していること以外は数値要件無し)及び上場維持支援がスポンサー(SGXに認可された金融機関。地場3

大銀行や、欧米の投資銀行などからなる)によって行われること、②上場承認までの期間が最短で5～6週間であることが挙げられる。

### ②ETF(上場投資信託)

ETFはストラクチャード商品市場である、SGX Xtranet(ETF、REIT、GDR、ワラントなどのデリバティブ以外の商品は(図表1)のSGX-STで扱われる)で取引される。2006年以降急速に市場が拡大しており、2008年には取引高362件、取引代金は28億2,300万シンガポール・ドルとなっており、それぞれ前年比262%、150%の増加を記録した。

株式関連のETFは2009年5月時点で、27銘柄が上場されている(注4)。ASEAN株価指数を裏付けとしたETFも組成されており、個別株式への投資リスクを回避しつつ、長期的に経済成長が期待されるASEAN市場に投資を行う一手段ともなっている。

(図表4) SGX-DTにおけるアジア株式関連先物、オプションの取引件数(単位:百万件)

	2004年度	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	前年比伸び率 (07/08年度:%)	年平均伸び率 (04/08年度:%)
アジア株式関連 デリバティブ合計	16	18	29	32	51	56%	34%
うち 日経225	8	9	17	18	23	28%	31%
MSCI台湾	7	7	10	11	16	41%	25%
MSCI シンガポール	1	2	2	3	5	64%	37%
CNX Nifty (インド)	—	—	0	0	7	—	—

(注) シンガポール証券取引所の年度(7月-6月)による。

各先物、オプション取引の合計、但しMSCIシンガポールとCNX Niftyは先物取引のみ。

(出所) SGX

### ③GDR(国際預託証券)

国際預託証券とは、ある国の取引所ですでに上場している企業が、海外でも資金を調達するために株式を銀行等に預託し、その代替として海外で発行される証券である。

発行体がGDRを発行するメリットとしては、シンガポール市場に上場する場合と比べて、低コストかつ機動的に、海外に投資家層を拡大できる点が挙げられる。

一方、投資家にとっては、当該株式の発行市場では規制などの制約により取引しづらい銘柄等がシンガポール市場において取引できることになる。

シンガポール市場で取引されるGDRは、機関投資家もしくは認可された投資家を対象としているため、個人投資家も参加する一部市場等に比して上場基準が緩やかなものとなっている。SGXに上場されているGDRは全9銘柄あり(2008年6月末時点)、現在までのところインド企業のみが利用している。

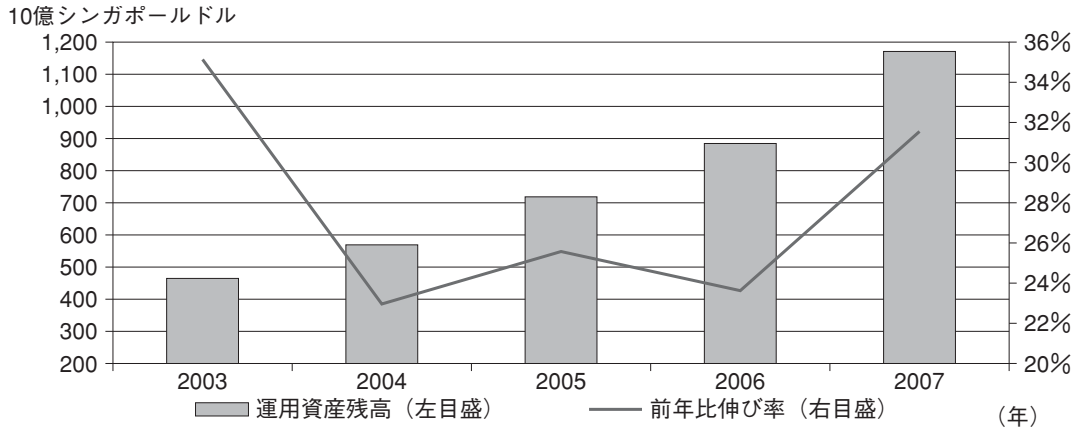
### ④デリバティブ(注5)

アジア初の株価指数先物を上場した市場であるシンガポール・デリバティブ取引所(SGX-DT)においては、MSCI Singapore Index、ストレーツ・タイムス指数、アジア諸国の株価指数の先物取引やオプション取引が行われている(注6)。

市場のボラティリティが高かったこともあり、2008年のデリバティブ取引は、先物、オプション合わせて、前年比40%増の61,841,268件に上った。また、先物、オプションの取引高の9割以上を株価指数取引が占め、そのほとんどが日本、台湾、インド、香港などのアジア株価指数取引となっている(図表4)。

SGX-DTの中でも、とりわけ日経225先物が非常に活発に取引されている。SGX-DTでは、日本における日経225先物取引の中心市場である大阪証券取引所(以下、大証)の取引高の4割近いボリュームの取引が行われて

(図表5) シンガポールにおける運用資産残高の推移



(出所) MAS

いる。シンガポール市場では、大証と同様に円建てで取引が行えるほか、米ドル建て取引も可能である。

大証では、日経225株価指数先物取引を市場運営ビジネスの最大の柱と位置付けている。大阪とシンガポールでは時差が1時間しかないため、両市場は競合関係にあるが、両市場とも同商品の取引高が伸びており、大証では両市場で競い合うことにより、商品改良のインセンティブが働き、全体として同商品取引のパイが拡大していることを歓迎している。

また、日経225先物は1986年に世界初の日本株の代表的な指標先物として最初にシンガポール市場に上場されており、大証に同先物が上場されたのはその2年後の1988年になってからである(注7)。

## (2) アジアの金融センターとして機能するシンガポール株式市場

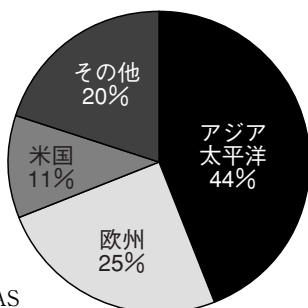
シンガポール政府は、1997年に発表した金融セクター改革の柱の一つとして、資産運用市場の育成を挙げており、税制上の優遇に加え、金融プロ人材の育成にも取り組んできた。その結果、プライベートバンキングやヘッジファンドなどの資産運用市場が伸びている。

シンガポール通貨庁(MAS: Monetary Authority of Singapore)によると、シンガポールに拠点を置く資産運用会社の2007年末の運用資産残高(Assets Under Management)は前年比およそ32%増の1兆1,730億シンガポール・ドル(8,140億米ドル相当)に達した(図表5)(注8)。

運用資産の86%は海外からの資金流入であり、このうち44%をアジア域内からの投資が占める(図表6)。

(図表 6) 資金流入元

(地域別、2007年)



(出所) MAS

また、運用資産の57%が株式投資に振り向けられており、さらにこのうちアジア域内への投資が同じく57%を占めている。つまり、シンガポールを経由して域内の株式投資に2,640億米ドル(8,140億米ドル×57%×57%)近い資金が流れ込んでいることとなる。

投資主体別に見ると半数近い43%が年金基金や金融機関などの機関投資家となっている。

### (3) 中国企業の資金調達市場となるシンガポール市場

中国では、経済成長に伴い株式市場が急成長しているものの、外国為替取引の規制や投資に関する制約があり、また、上場企業の情報開示などに問題点も指摘されており、香港やシンガポールが、外国人投資家による対中国投資の窓口としての役割を担っている。

SGXは、中国の地方政府とMOUを積極的に締結し、北京に駐在員事務所を開設、ホームページにも中文表記を取り入れるなど、中国企業の上場を積極的に誘致した。その結果、

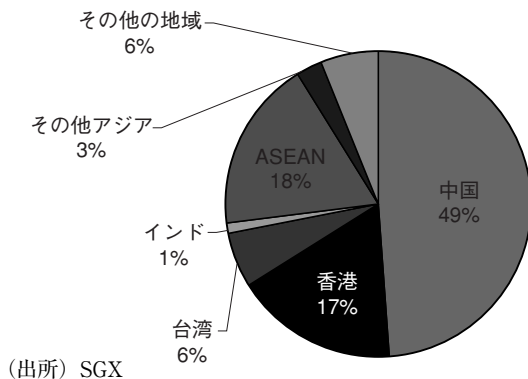
特に2003年以降、中国企業のシンガポール市場への上場が急増した(注9)。2008年6月時点では、SGXに上場している中国企業は、SGXの上場外国企業数の49%と半数近くを占め、香港、台湾を含めれば、そのシェアは72%に上る(図表7)。一方、中国企業の時価総額に占めるシェアは18%に過ぎない(図表8)。これはシンガポールに上場している中国企業は中堅企業が多いことによる。

シンガポールに上場する中国企業が増加した背景には、中国本土や香港での中国企業の上場が増加したために市場がこれに対応しきれず、新たな企業の上場にはかなりの時間を要することになってきたこと、中国本土市場や香港市場では国営企業や大企業による上場が多く、それ以外の中堅企業などは新たな上場市場を見つける必要があったことなどが指摘される。

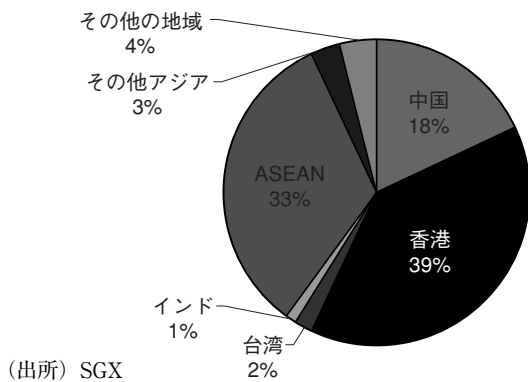
シンガポール市場では、中国企業銘柄(S株)の取引は活発に行われている。シンガポールの投資家が中国の経済発展を確信していることなどを反映して、S株はシンガポール国内の個人投資家に人気があり、またS株では比較的高い投資収益が得られたこともS株の人気を高めた。こうしたS株に対する投資選好は、投資対象別に見たETF取引代金の約7割を中国関連取引が占めていることにも見られる(図表9)。

このため中国企業、とりわけ中堅企業にとっては、シンガポール市場が格好の資金調達市場(上場市場)となり、益々中国企業の上場

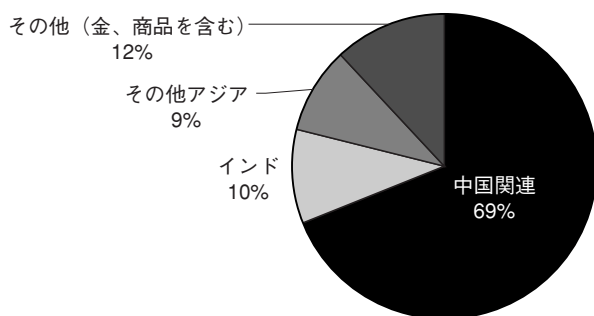
(図表7) 上場社数で見た外国企業上場の分布 (2008年6月末)



(図表8) 時価総額で見た外国企業上場の分布 (2008年6月末)



(図表9) 投資対象別のETF取引代金 (2008年6月末)



(注) 中国関連には香港・台湾を含む。

(出所) SGX

が増加するという循環を辿ることになった。

しかしながら、世界金融危機以降、いくつかのS株企業で会計上の問題が発覚し、最近ではシンガポールの投資家もS株取引に慎重になり始めている（注10）。

本来、SGXでは、取扱商品を地理的にも分散し、多様な商品を提供することにより、幅広い海外投資家の資金を自国市場に呼び込むことを目指してきた。このため、上場外国企業の過半数を中国関連銘柄が占めるようになっている現状はSGXの戦略には必ずしも一致するものではない。現時点では、SGXは中国企業の上場基準を厳格化するなどの動きは見せていないが、シンガポール政府がSGXに上場しているS株企業の監督強化を中国政府に要請していることなどからも、今後はSGXが積極的な中国企業の上場増加に慎重になることも予想される。

また、中国に次ぐ成長エンジンとして、SGXはインドに注目しており、今後、インド企業の上場誘致が進む可能性が高い。

### ■ 3. 投資規制と今後の展望

#### (1) 投資規制

シンガポール市場は外国企業および国際的な投資資金の受入れを政府主導で推奨してきている経緯があり、非居住者のシンガポール株式の取得については、国家の安全に関わる特定の業種（金融機関、放送会社、保険会社、

新聞社、通信ライセンス業者）について出資比率制限を設けているほかは、外国資本による全額出資が認められている。

なお、出資比率制限が適用される業種について、規定比率を超えて議決権付き株式を保有または支配する場合は、関係省庁から事前に承認を得る必要がある。

実際にシンガポール株の取引を行うには、SGX-STのstockbroking memberである証券会社に取引口座を、証券中央預託機構（CDP）に決済用口座をそれぞれ開設の上、証券会社経由で注文を出すこととなる。

また、クロスボーダー取引に関する税制については、キャピタル・ゲイン税および配当に対する配当税は非課税となっている。

一方、外国為替規制を見ると、為替管理制度は1978年に撤廃されており、非居住者による証券取引関連の外国為替取引に制限はなく、インカム・ゲイン、キャピタル・ゲインの外国送金に関しても制限はない。但し、シンガポールは通貨投機などによる為替の乱高下を避け、シンガポール・ドルの安定を図るため、外国通貨取引と自国通貨取引を完全に切り離し、国外でのシンガポール・ドル取引市場の発生と拡大を阻止する目的で、非居住金融機関に対する取引規制を設けている。これにより国内資本市場から調達したシンガポール・ドルの国外での使用は制限されている（海外投融資等に当たっては、外貨転換等を行う必要がある）。



## (2) 他の証券取引所との連携と 今後の展望

SGXは、世界の多くの証券取引所と提携している。欧米の取引所との提携はより多くの投資家へのアクセス確保の観点から進められており、アメリカン証券取引所との連携ではS&P 500を始めとする5つのETFを上場しているほか、デリバティブ取引市場についてはシカゴ・マーカントイル取引所と提携している。

アジアにおける近年の提携の動きとしては、2007年3月にムンバイ証券取引所の株式の5%を取得し、BSE SENSEX（ムンバイ証券取引所に上場されている30種類の株式からなるインドの代表的な株価指数）の上場を計画しているほか、2008年1月にはフィリピンのディーリングシステムの持株会社（Philippine Dealing System Holdings Corp）の株式の20%を取得した。

一方、SGXの株式については、東京証券取引所が2007年6月に4.99%を取得している。

また、ASEAN域内では、5つの証券取引所（マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナム）とASEAN共通の証券取引プラットフォームを作る計画が進展しているほか、2006年9月にはシカゴ商品取引所と共同出資で、商品取引ではアジア初の電子先物市場となる共同アジア・デリバティブ取引所（JADE：Joint Asian Derivative Exchange）を設立するなど、アジア関連の

商品を扱う市場インフラの整備に取り組み始めている。

前述のCity of Londonの調査では、今後数年でより重要性の高まる国際金融センターとして、シンガポールは上海に次ぐ第3位にランクされている。シンガポール株式市場は、ASEANを足掛かりにアジア向け投資の玄関口として、引き続き高い存在感を示すことになろう。

シンガポール市場の魅力は外国上場企業の多さと、ETF、GDR、デリバティブなどの取引の多様性である。アジア関連の株式取引や株式デリバティブ取引では、当該本国では取引規制、流動性、市場インフラなど、必ずしも効率的な取引が出来ない市場も多い。アジア関連の商品の多様化を進め、外国からの資金が集まり、先進国並みに市場インフラが整備されたシンガポール市場は、アジア向け投資の市場として、外国人投資家にとって魅力ある市場となっていると言えよう。

(注1) 本連載は2008年度財務省委嘱調査「東アジア地域における資本市場（株式及び外為規制等）の地域協力の可能性等に関する調査」（<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/tyousa/2101eastasia.htm>）をベースに、同調査をさらに発展させたものである。

(注2) SGXに上場されている企業の詳細については、以下のサイトを参照。

[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed\\_companies\\_info/corporate\\_info](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/corporate_info)

(注3) [http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/prices\\_indices\\_statistics/market\\_statistics/securities/](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/prices_indices_statistics/market_statistics/securities/)

(注4) SGXに上場されているETFの詳細は、以下のサイトを参照。

[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/products/securities\\_products/etfs](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/products/securities_products/etfs)

(注5) SGXに上場されている株式関連デリバティブ商品については、以下のサイトを参照。

[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/products/derivatives\\_products/equity\\_index](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/products/derivatives_products/equity_index)

(注6) SGX Annual Report 2008。これ以降、特に注記する場合を除き、出所がSGXとなっている図表の出所は同報告である。

(注7) 日経225指数を算出している日本経済新聞社は

CME、SIMEX（当時）、大証の3つの取引所に本指数の取引の認可を与えることにし、1986年にシンガポール、1988年に大証、1990年にCME（シカゴ・マーカントイル取引所：Chicago Mercantile Exchange）でそれぞれ日経225先物取引が開始された。取引時間、取引が行われている国の経済状況および国内外の取引業者の市場アクセスの観点からみて、大証とCMEに取引の利があり、1990年代前半には両市場での取引が盛況であった。

しかしながら、1992年夏に日本の規制当局が、1987年10月の米国株式市場の急落の原因がプログラム取引にあったとの判断をしたことにより、大

〈コラム〉

### 「シンガポール証券取引所がオプション市場の活性化への取組みを開始」

シンガポール証券取引所（SGX）では、顧客からの意見を反映して、2009年4月6日から次の3つのイニシアチブを開始した。

- ① 既存の日経225インデックスオプション、並びにSGX MSCI台湾インデックスオプション取引の拡大：定型化された商品であるオプション取引の期間や価格の選択肢を増やした。具体的には、取引可能な四半期毎の限月（3月、6月、9月、12月）を、従来の直近5限月から12限月に拡大し、また権利行使価格を250ポイント刻みから125ポイント刻みに変更し、より柔軟に取引が行えるようにした。
- ② SGX MSCIシンガポールインデックスオプション取引の開始：取引の活性化を図るべく、MSCIシンガポールインデックス先物のヘッジ手段としてオプション取引を新たに導入した。
- ③ ウェブベースの電子取引登録システムeNLT（Electronic Negotiated Large Trades）の導入：従来のデリバティブ取引の大口相対取引システム（NLT）を刷新し、取引から決済までの手続を簡素化し、投資家の利便性を向上することにより、取引の活性化を図った。

現在のようにボラティリティの高い市場環境において、デリバティブ取引は投資家の抱えているエクスポージャーの重要なヘッジ手段となる。SGXはデリバティブ市場の育成に注力しているが、現状、デリバティブ取引件数の95%以上を先物取引が占めており、オプション取引の規模は非常に小さい。しかし現状の市場規模が小さい分だけ、活性化の余地が大きいとも言える。SGXではオプション取引は先物取引を補完するものであり、長期的にはデリバティブ市場の成長エンジンになると位置付けている。

今回のイニシアチブは、オプション取引の活性化を図る取組みの一環として開始されたものであるが、SGXでは今後ともオプション取引の育成に取り組んでいく方針である。

---

証は先物・オプション取引の規則を強化し、値幅制限の強化（大証3.3%、シンガポール10%）や委託証拠金の引き上げを行った。その結果、大証で行われていた日経225先物取引はシンガポールに流れた（シンガポールでの取引件数は一日あたり4,000件から20,000件以上に増加）。その後、規制の多くは撤廃されたものの、一旦シンガポールに移った市場の流動性はなかなか大証には戻らなかった。そのため、シンガポール市場は今でも日経225先物取引における重要な市場となっている。

“Report of the High Powered Expert Committee on Making Mumbai an International Financial Centre” Ministry of Finance, Government of India New Delhi 2007 (<http://finmin.nic.in/mifc/mifcreport.pdf>).

（注8） MAS “2007 SINGAPORE ASSET

MANAGEMENT INDUSTRY SURVEY”

[http://www.mas.gov.sg/resource/eco\\_research/surveys/AssetMgmt07.pdf](http://www.mas.gov.sg/resource/eco_research/surveys/AssetMgmt07.pdf)

（注9） SGXに上場されている企業の詳細については、以下のサイトを参照。

[http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed\\_companies\\_info/corporate\\_info](http://www.sgx.com/wps/portal/marketplace/mp-en/listed_companies_info/corporate_info)

（注10） 2009年5月上旬に、SGX上場銘柄であるOriental Century社は、同社CEOが2008年の決算報告書を相当程度水増ししていたことを明らかにした。このほか、FibreChem Technologies社やChina Sun Bio-Chem社でも不正経理が行われていた疑いもたれている。なお、これらの銘柄は、2009年9月2日現在SGXにおける取引が停止されている。  
<http://sgblogs.com/entry/asks-china-surpervise-chips-firms-listed-spore/329634>



# アジア株式市場のいま

## —第3回 インドネシアの株式市場



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**  
経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

### ■ 1. 歴史の浅いインドネシア株式市場

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

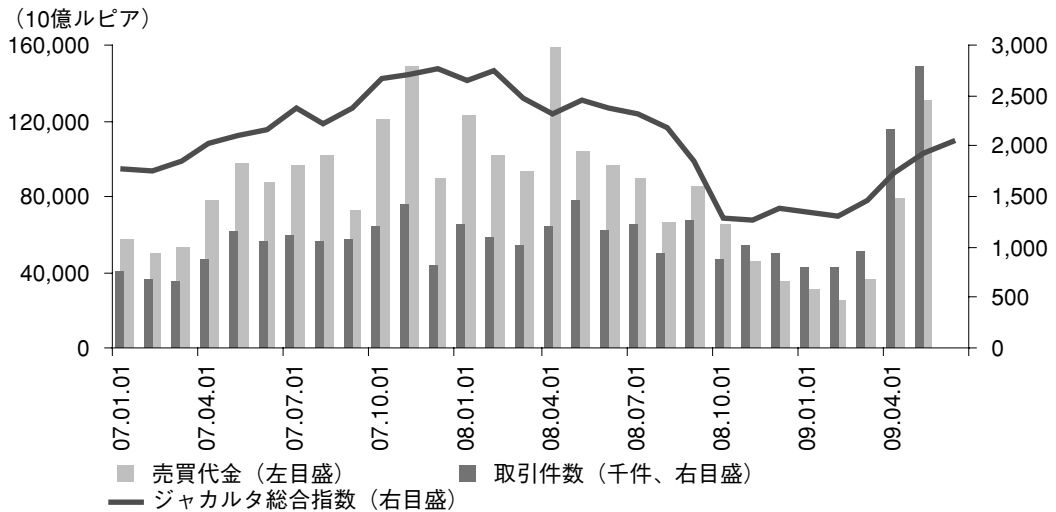
#### 〈目次〉

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

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

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

(図表1) 株式取引並びに株価指数の推移



(出所) Bloomberg, WFE

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

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

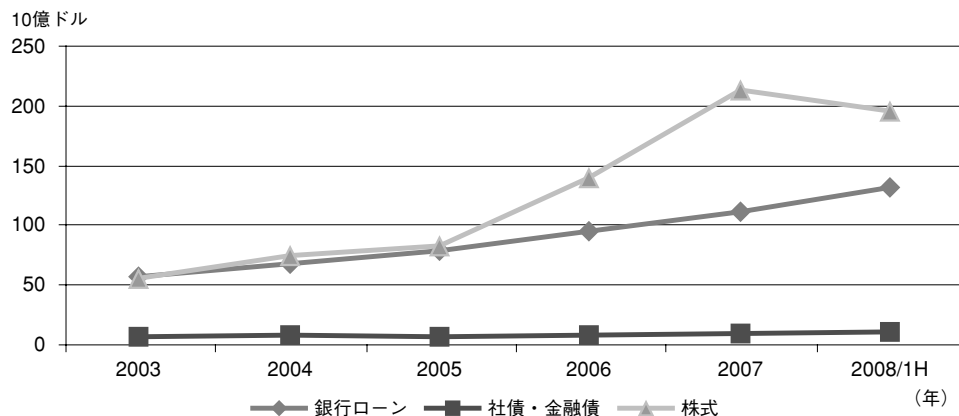


## 2. インドネシア株式市場の概要

### (1) 急拡大を示すが未だ規模の小さいインドネシア株式市場

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

(図表2) インドネシアの銀行ローン、民間債券、株式時価総額の推移



(出所) IMF、ADB、WFE.

(図表3) インドネシア証券取引所の概要

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

(出所) IDX

## (2) インドネシア証券取引所での 株式取引

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

Marketの3種類がある(図表3)。

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

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

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

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

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

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

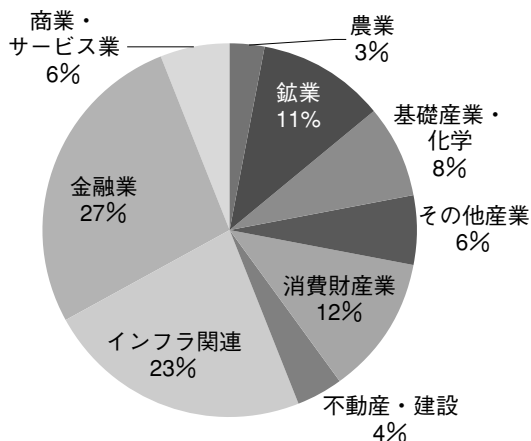
### ■ 3. インドネシア株式市場の特徴

#### (1) 上場の進まないインドネシア株式市場

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

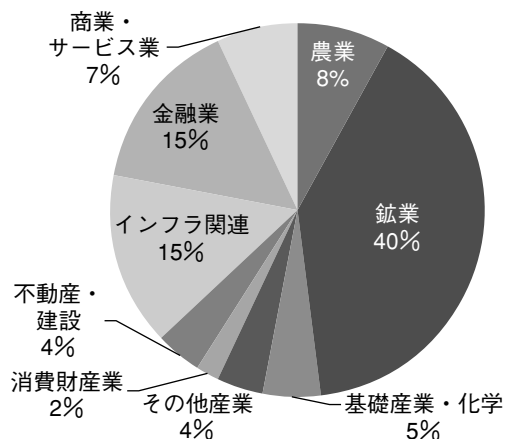
またインドネシアでは、国営企業を除けば、上場企業の多くがいわゆるファミリー企業であり、しかも発行済み株式の一部が流通するに留まっている。時価総額上位20社の株式市場における流通株式は発行済み株式のおよそ40%程度と推計されている。そもそも多くのファミリー企業は株式の上場、公開を嫌うと言われる。その理由は上場した場合に情報公開を迫られるなど、規制を受けることである。インドネシアのファミリー企業では通常3つの財務諸表(オーナー用、税務用、銀行用)が存在すると言われており、財務状況等の透明性は極めて低い。当局は上場を奨励するために、上場企業に税制優遇措置を付与するなどの政策を検討しているが、企業構造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

(図表 4) 時価総額の業種別シェア (2008年)



(出所) IDX

(図表 5) 売買高の業種別シェア (2008年)



(出所) IDX

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

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

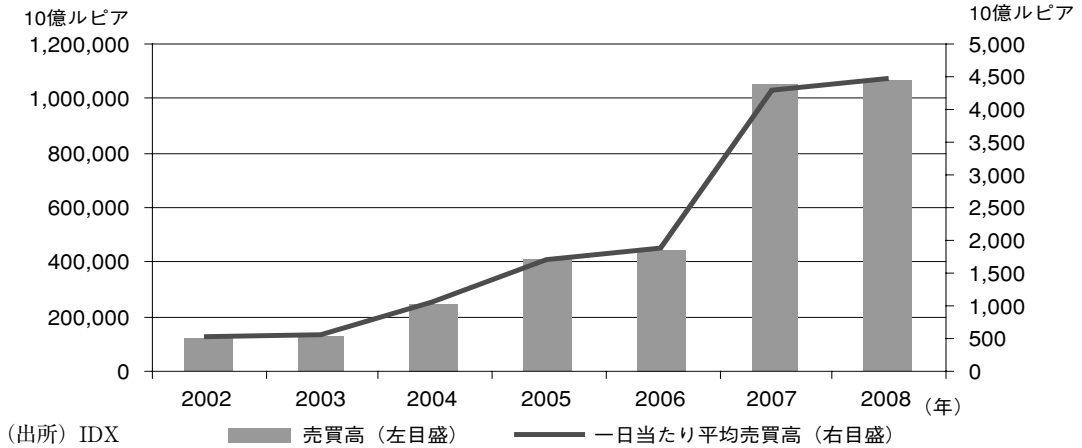
## (2) 外国人投資家が大きな存在感を持つインドネシア株式市場

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

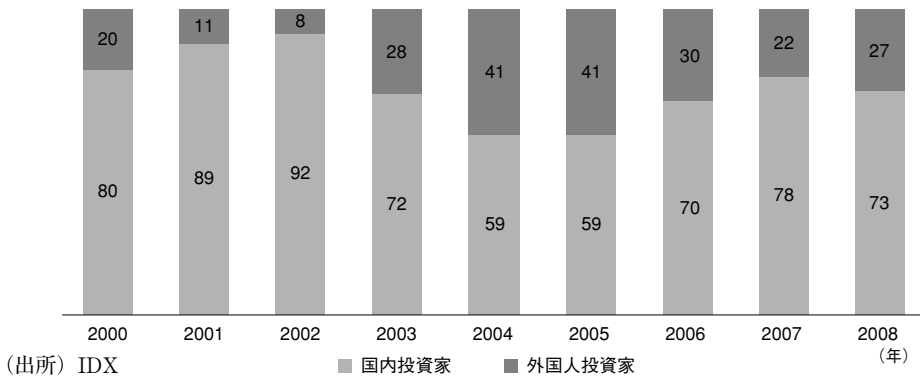
投資家の動向を見ると、大まかに言って、外国人投資家が3割、国内投資家が7割を占める(図表7)。外国人投資家のおよそ90%が機関投資家であり、IDXによれば欧米、香港、シンガポールからの長期投資が比較的多く、日本からの投資は減少傾向とのことである。因みにIMFのデータからインドネシアへの株式投資を見ると、2007年には米国からの投資が50%、英国が22%と米英2か国で70%以上を占め、シンガポールが第3位でシェア



(図表6) インドネシア証券取引所売買高の推移



(図表7) 売買高の投資家別シェア (%)

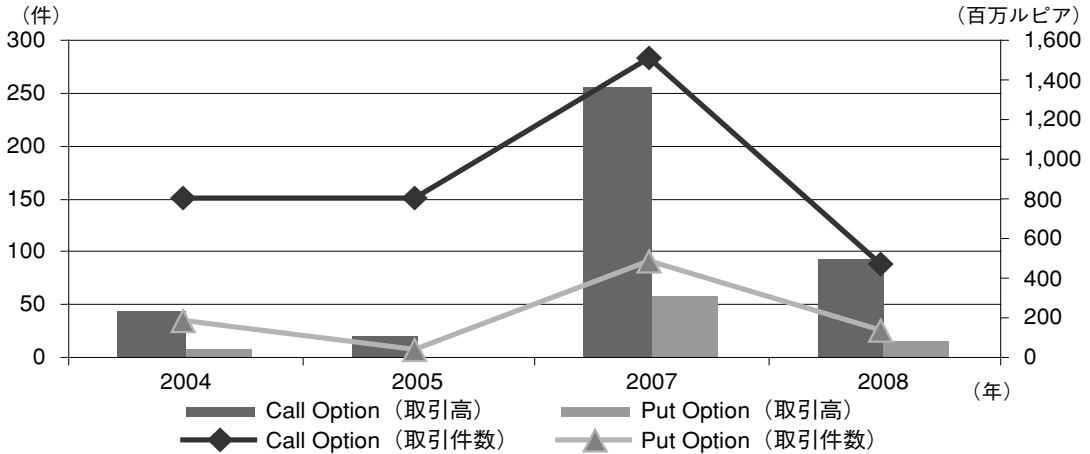


7.5%、日本は第4位であるがシェアは3%に過ぎない。なお、外国人投資家の取引が多いことを反映して、株式ブローカーのトップ10は外資である。

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

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

(図表 8) 株式オプション取引の推移



注：取引件数は左目盛、取引高は右目盛。

2006年はN.A.

(出所) IDX

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

### (3) デリバティブ取引

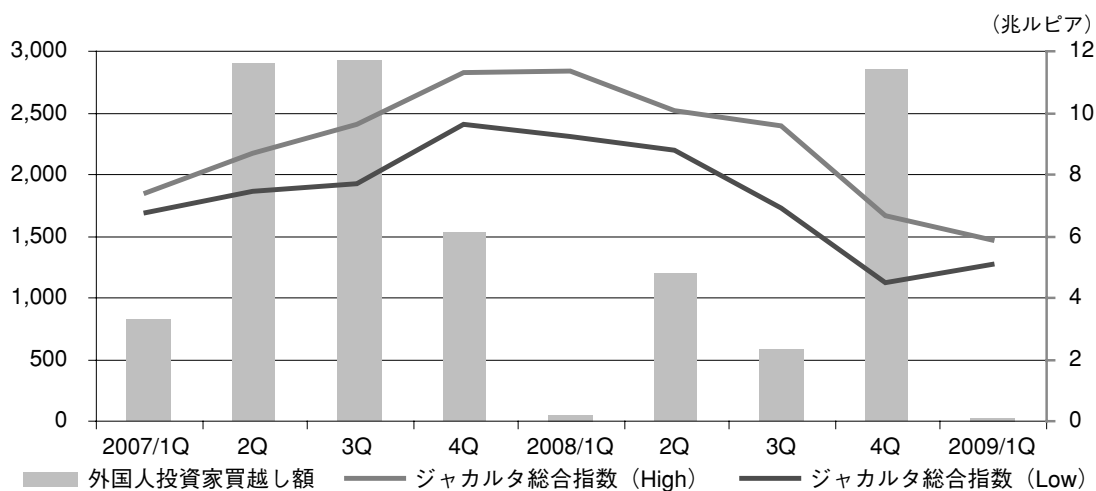
インドネシア証券取引所におけるデリバティブ取引には、個別株オプション取引、LQ45指数先物取引（LQ45 Futures, Mini LQ Futures, LQ45 Futures Periodic）、Japan Futuresがある（注4）。いずれも小規模であり、市場の成長もあまり見られない（個別株オプション取引については、図表8）。また、ETFは2銘柄が上場されているのみである。ETFについては未だ投資家の関心は薄い。

## 4. インドネシア株式投資の問題点と投資規制

### (1) 金融危機とインドネシア株式市場

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

(図表 9) ジャカルタ総合指数と外国人投資家買越し額の推移



注：株価指数は左目盛、買越し額は右目盛。  
(出所) IDX

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

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

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

## (2) 通貨リスクを常に抱える インドネシア株式市場

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

---

与える影響が大きい。

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

### (3) 取引規制等

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 〈コラム〉

### 「インドネシア取引所が新取引システム「JATS-NextG」を導入」

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

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

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

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

# アジア株式市場のいま

## —第4回 マレーシアの株式市場



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**  
経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

### 1. アジア通貨危機以降に 分離が完了したマレーシア 株式市場

マレーシアの株式取引の歴史は古く、1930年代にはシンガポールに設立されたシンガポール株式ブローカー協会を通じてマレーシア株式の取引が行われていた。1957年にはマラヤ連邦が独立し(注1)、マラヤン証券取引所が設立されたが、立会場はクアラルンプールとシンガポールにそれぞれ存在した。

1965年にはシンガポールがマレーシア連邦

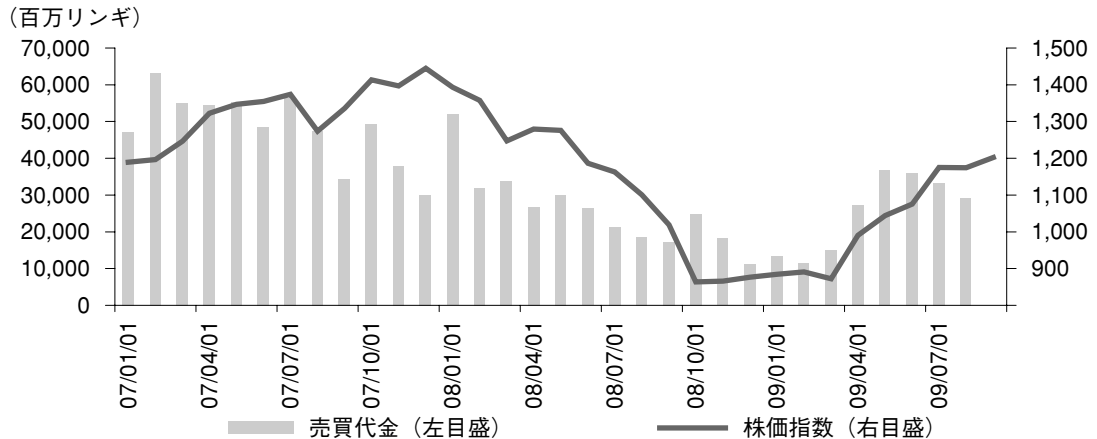
から独立したが、当初は株式市場の分離は行われず、1973年に両国間の通貨等価交換協定が廃止されたことで、株式市場はクアラルンプール取引所とシンガポール取引所とに分離された。しかしその後も両市場への企業の相互上場制度が存続しており、両国市場の実質的な分離が完了したのは1997年のアジア通貨危機後のことである(注2)。

クアラルンプール証券取引所は、2001年に3つのデリバティブ市場を統合し、続く2002年には新興企業向け市場のMESDAQと合併した。2004年には株式会社化され、名称をマレーシア取引所(Bursa Malaysia Berhad)に変更し、2005年3月には自市場への上場を達成した。現在、マレーシア取引所は、傘下に取引から清算、決済までの各機関(デリバティブやイスラム金融を含む)を抱えた総合取引所となっている(図表2)。またマレーシア取引所の海外取引所等との連携は(図表3)の通りである。

#### 〈目次〉

1. アジア通貨危機以降に分離が完了したマレーシア株式市場
2. マレーシア株式市場の概要
3. マレーシア株式市場の特徴
4. マレーシア株式市場の課題と投資規制

(図表1) 株式取引並びに株価指数の推移



注：株価指数はFTSEブルサマレーシアKLCIインデックス。  
(出所) Bloomberg, WFE

(図表2) マレーシア取引所の組織

マレーシア取引所 (Bursa Malaysia Berhad)	
↓ 100%子会社	
Bursa Malaysia Securities Berhad	証券取引所
Bursa Malaysia Derivatives Berhad	先物・オプション取引所
Labuan International Financial Exchange Inc.	ラブアン国際金融取引所 (オフショア金融取引所)
Bursa Malaysia Bonds Sdn. Bhd.	電子債券取引システムの提供、運営、管理機関
Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn. Bhd.	清算機関
Bursa Malaysia Derivatives Clearing Berhad	先物・オプション取引清算機関
Bursa Malaysia Depository Sdn. Bhd.	中央証券保管機関
Bursa Malaysia Depository Nominees Sdn. Bhd. (注)	中央証券保管機関・カストディー業務に関する名義機関
Bursa Malaysia Information Sdn. Bhd.	グループ内の価格等取引情報に関する提供機関
Bursa Malaysia Islamic Services Sdn. Bhd.	グループ内のイスラム金融ビジネス運営機関

注：同社は組織上はBursa Malaysia Depository Sdn.Bhd.の100%子会社となる。

(出所) Bursa Malaysia

(図表3) マレーシア取引所の海外取引所等との連携

東京証券取引所	人材育成・情報交換
Singapore Exchange Derivatives Trading Limited	将来の業務提携機会の探究
Korea Exchange	債券市場取引システムの開発
Hong Kong Exchanges & Clearing	市場監督情報の共有
PT. Bursa Berjangka Jakarta	先物、商品市場の開発
The Agricultural Futures Exchange of Thailand	先物、商品市場の開発
Multi Commodity Exchange of India Limited	商品市場の開発、商品のクロス上場の探究
CME Group	デリバティブ取引に関する戦略的提携

(出所) Bursa Malaysia

## ■ 2. マレーシア株式市場の概要

### (1) ASEANではシンガポールに次ぐ規模のマレーシア株式市場

マレーシアはASEAN諸国の中では債券市場、株式市場ともに相対的に発達している。これはアジア通貨危機を受けて、政府が資本市場の発展に注力し、証券委員会 (Securities Commission) が10か年計画である「資本市場マスタープラン (Capital Market Masterplan)」を策定し、同プランに基づいて、2001年から着実に資本市場の育成を進めてきた成果である。

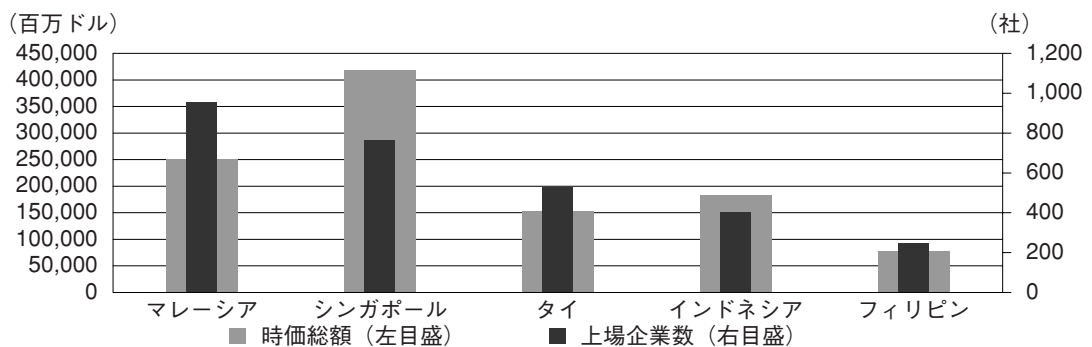
社債市場を見れば、2009年上半期末の地場通貨建て社債市場の規模は770億ドルとASEAN諸国中で最大規模の市場となっている (第2位はシンガポールで市場規模は530億ドル)。一方、株式市場時価総額は2009年8月末で2,516億ドルとASEAN 5 各国 (注3) では、シンガポールの4,196億ドルに次ぐ第



2の市場となっている (図表4)。また上場企業数はASEAN 5 各国で最大の957社であり、シンガポール市場と比較した場合、マレーシアの株式市場は時価総額の小さい小型株が多い市場であると言える。

企業の資金調達という側面から、銀行ローン、株式、社債の各市場の推移を見ると、株式市場は2006年、2007年に市場規模が大きく拡大したが、世界金融危機の影響を受けて、2008年には大きく落ち込み、株式市場の時価総額は銀行ローン残高を下回ることになった (図表5)。

(図表4) ASEAN 5 各国の証券取引所比較 (2009年8月)

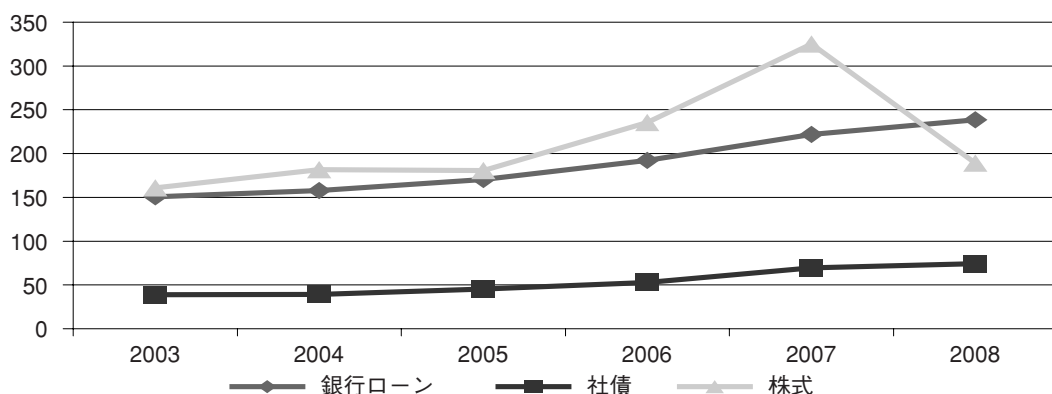


(出所) WFE



(図表5) 銀行ローン、社債、株式の推移 (各年末)

(10億ドル)



注：社債はリング建て社債残高、株式は時価総額。

(出所) IMF、WFE、ADB

(図表6) マレーシア取引所株式取引の概要

		メイン市場	ACE市場
上場基準	収益基準	直近3～5年の税引後利益 (Uninterrupted profit after tax) が2,000万リング以上、かつ直近年度の税引後利益が600万リング以上	なし
	時価総額	5億リング以上	なし
浮動株比率		25%以上	25%以上
株主数		100株以上を保有する株主数が1,000人以上	100株以上を保有する株主数が200人以上
ブミプトラ割当率		最善努力ベースでブミプトラ投資家への割当率50%	上場時には条件はないが、上場後、最善努力ベースでブミプトラ投資家への割当率12.5%
市場取引	取引時間	月曜日～金曜日	前場：8:30～12:30 後場：14:00～17:00
	売買単位	100株	
	呼値	株価に応じて0.005～0.1リング	
	決済サイクル	T+3	

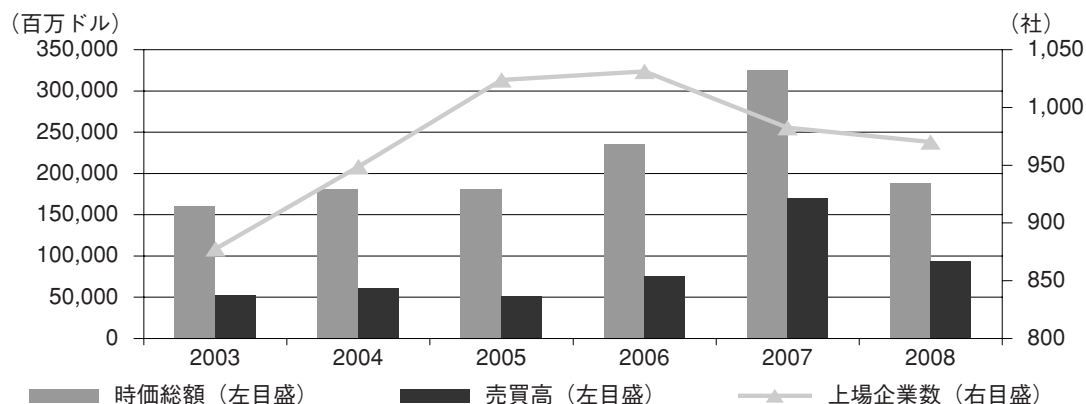
(出所) Bursa Malaysia

## (2) マレーシア取引所での株式取引

マレーシア取引所での株式取引（上場並びに売買）の概要は（図表6（注4））の通りである。マレーシア取引所の株式市場はこれま

で一部市場（Main Board）、二部市場（Secondary Board）、MESDAQ市場（ベンチャー、IT企業向け市場）の3つで構成されていたが、2009年8月3日に一部市場と二部市場を統合した「メイン市場」と

(図表7) マレーシア取引所の時価総額、売買高、上場企業数の推移



(出所) WFE

MESDAQ市場を拡大し、IT企業等に拘らず全ての企業を対象とした「ACE市場」との2本立てに変更した。これはマレーシア取引所の競争力を高めることを狙いとしている。

株式取引には市場取引（OMT：On Market Transaction）と直接取引（DBT：Direct Business Transaction）の2種類があるが、取引の大半は相対ではなく市場で行われるOMTとなっている。

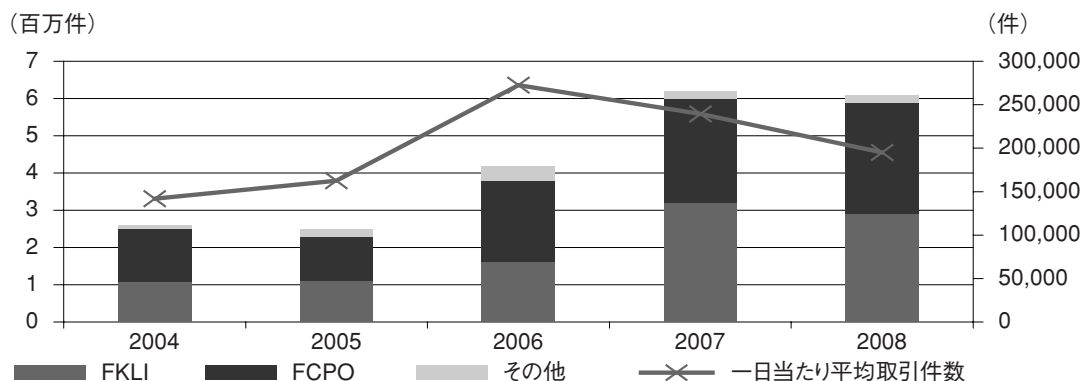
株式売買取引注文はマレーシア取引所のWinSCOREで機械的にマッチングされ、決済も決済機関においてブックエントリー方式で行われ、物理的な券面の移動等はない。なお、決済サイクルはT+3である。

売買手数料は交渉ベースも多いが、標準的な取引コストでは、ブローカレッジ・フィーが売買金額10万リング未満で売買金額の0.7%、10万リング以上で同0.3%、清算手数料が同0.03%（上限は1件当たり200リング）、

印紙税が1,000リングにつき1リングとなっている。

なお、マレーシア取引所の取引動向を見ると、時価総額、売買高はともに2006、2007年に大きく増加した後、2008年には金融危機の影響で一転して減少した。また上場企業数は2006年に1,025社に増加した後、減少に向かっている（図表7）。

(図表 8) マレーシア取引所におけるデリバティブ取引の推移 (取引件数：百万件)



注：一日当たり平均取引件数は右目盛り、単位：件。

(出所) Bursa Malaysia

### (3) デリバティブ取引

マレーシア取引所ではデリバティブ取引も積極的に行われている。同取引所で取引されているデリバティブ商品は、株式関連デリバティブ 3 商品 (株価指数先物 = FTSE Bursa Malaysia KLCI Futures : FKLI、株価指数オプション = FTSE Bursa Malaysia KLCI Options : OKLI、個別株先物 : Single Stock Futures : SSFs)、パーム油関連デリバティブ 3 商品 (Crude Palm Oil Futures : FCPO、USD Crude Palm Oil Futures : FUPO、Crude Palm Kernel Oil Futures : FPKO)、金利・国債関連デリバティブ 4 商品 (3 か月物インターバンク金利先物 = 3 Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures : FKB 3、3 年物国債先物 = 3 - Year Malaysian Government Securities Futures : FKB 3、5 年物国債先物 = FMG5、

10年物国債先物 = FMGA) の10商品である。またETFも 3 銘柄に過ぎないが上場されている。アジアで初のイスラムETFである MyETF Dow Jones Islamic Market Malaysia Titan 25 (MyETF-DJIM25) も 2008年 1 月末に取引が開始された。

デリバティブ取引の推移は (図表 8) の通りであり、金融危機後も取引は順調に増加している。またFKLIとFCPOの 2 商品でデリバティブ取引の95%超のシェアを占めている。

### 3. マレーシア株式市場の特徴

#### (1) 国内企業の上場が進んだ

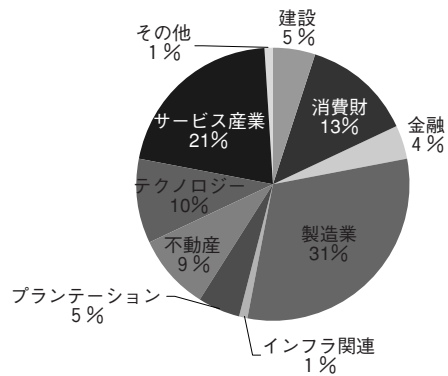
##### マレーシア株式市場

マレーシア株式市場の特徴の1つとして上場企業数の多さが挙げられる。しかし外国企業による上場は2009年8月末で957社中の5社に過ぎず、ほとんど全てが国内企業の上場である。マレーシアでは総資産を基準とした上位600社中、74%の企業が上場企業であり、上位100社では97社が上場企業となっている(注5)。このようにマレーシアでは国内企業の上場が進んでいると言える。

上場企業の業種別構成は(図表9)の通りであるが、製造業、消費財産業、サービス業、テクノロジーと均衡が取れたシェア構成となっている反面、新興国では一般的にシェアが高い金融、建設、インフラ関連のシェアが低いのが特徴的である。

マレーシア取引所の上場基準は先進国と大差なく、上場企業は四半期毎の情報開示が義務付けられるものの、英語での開示が認められており、また国際会計基準、国際監査基準も採用されている。外国企業にとっては上場しやすい市場であると言え、マレーシア取引所は上場促進に向けて、投資銀行等との協働を進めるほか、中国、ベトナム、インドネシア、ブルネイなどの外国企業の上場を模索している。またマレー系資本に一定割合を割り当てるというマレーシア独特の規制(プミブ

(図表9) 上場企業の業種別内訳  
(企業数ベース、2008年10月末、シェア%)



(出所) Bursa Malaysia

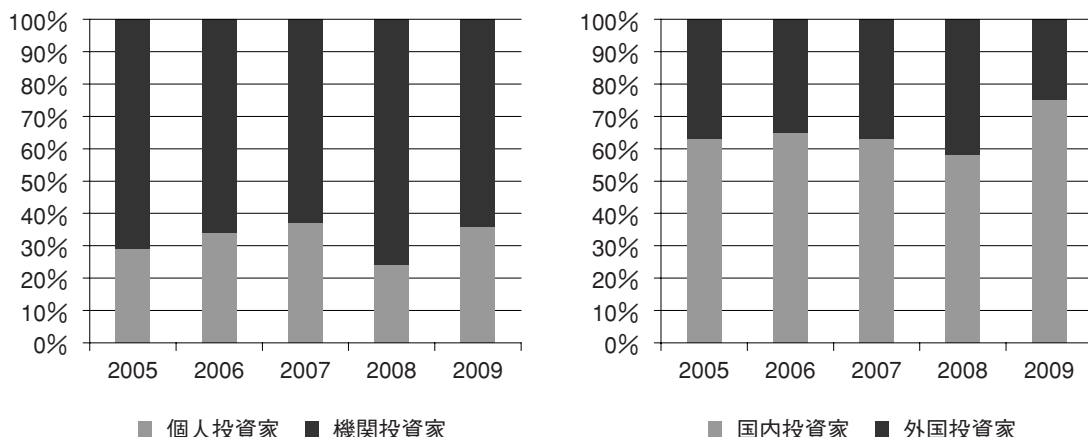
トラ規制) に関しても、努力規定とすることで実質的な緩和を図っている。

#### (2) 売買流動性の増加に課題を抱えるマレーシア株式市場

マレーシア取引所の投資家動向を見ると、おおまかに言って個人投資家が3割、機関投資家が7割、また国内投資家が6割、外国投資家が4割となっている(図表10)。但し2008年の世界金融危機以降は国内投資家のシェアが上昇し、2009年1~7月では国内投資家が75%を占める状況になっている。代表的な機関投資家としては、カザナ・ナショナル(いわゆる政府投資ファンド)、マレーシア従業員年金基金、国立有価証券投資会社などが挙げられる。

株式の外国人保有比率を見れば、2009年7月末で、株数ベースで15.2%、株価ベースで20.7%のシェアとなっており、さらに名義人

(図表10) 株式売買投資家の内訳



注：2009年は2009年1～7月。  
(出所) Bursa Malaysia

の国別内訳ではシンガポール9.4%、香港2.31%、英国1.39%、米国0.46%、中近東0.16%の順となっている。

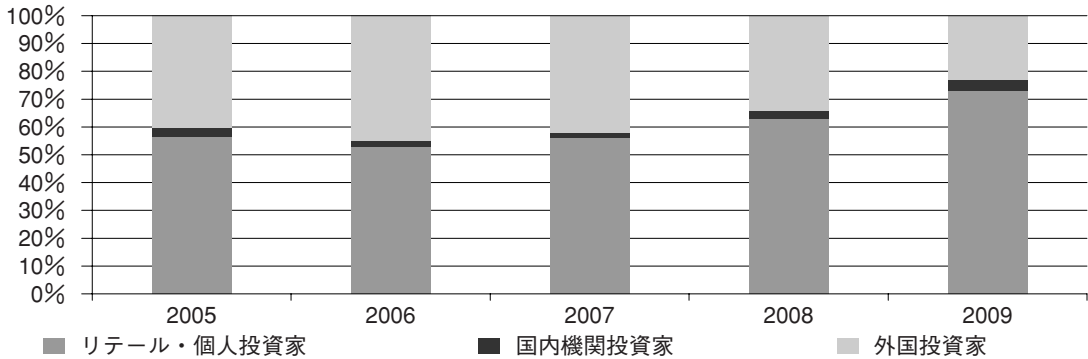
国内の機関投資家も育成されてきているが、マレーシア取引所における問題点として、売買回転率が低いことが挙げられる。2008年8月～2009年7月の売買回転率は44%とASEAN 5 各国の中ではフィリピン (31%) に次いで低い (因みにタイの売買回転率は84%、シンガポールは70%、インドネシアは57%)。マレーシア取引所で売買回転率が低い要因としては、機関投資家が持ち切り (Buy & Hold) の投資スタイルを取ることが多い点が指摘できる。このことは株価指数先物取引 (FKLI) で機関投資家のシェアが極めて低いことにも表れている (図表11)。マレーシア取引所としては、売買回転率を中期的に60%とすることを目標にしている。

### (3) 金融危機の影響

マレーシアも他市場と同様に世界金融危機による影響を受けた。(図表12) はポートフォリオ投資の流出入の動向を見たものである。データの関係から株式投資のみではなく、債券投資なども含めたポートフォリオ投資全体の動向であるが、2008年第2四半期から2009年第1四半期にかけてマレーシアへの流入額は減少傾向を辿り、2009年第2四半期に流入額は再び増加に向かっている。

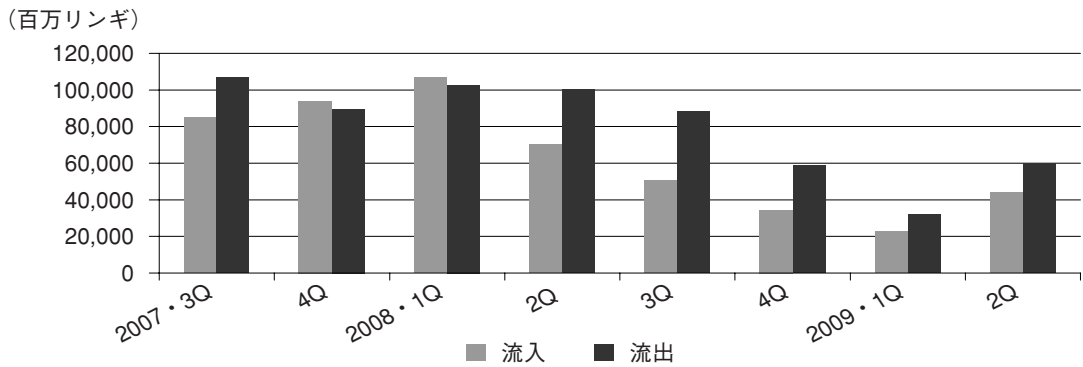
しかし世界金融危機による影響は他国に比べてそれ程大きなものではない。株価指数の下落率を見ると、2008年末には2007年末比で、マレーシアは40.8%の下落となったものの、インドネシア50.8%、タイ48.7%、フィリピン46.8%に比べて下落率は小さかった。

(図表11) 株価指数先物取引の投資家別シェア



(出所) Bursa Malaysia

(図表12) ポートフォリオ投資の動向



(出所) Bank Negara Malaysia, "Monthly Statistical Bulletin August 2009"

#### (4) 国際イスラム金融センターを 国策とするマレーシア

マレーシアの特徴として、国策としてイスラム金融を推進し、イスラム金融の国際的ハブ市場となることを目標にしていることが挙げられる。特にイスラム債券（スクーク）の市場拡大に注力しており、2009年6月末で社債残高の58%弱と過半がスクークとなってい

る。公共債を含めた債券全体でもスクークのシェアは37.7%を占める。また株式についても上場銘柄の88%、842銘柄がイスラム（シャリア）適格銘柄であり、時価総額ベースでも63%がシャリア適格となっている。シャリア適格ETF、REITやイスラム株価指数なども上場されており、マレーシア取引所はシャリア・アドバイザーを擁し、イスラム金融商品の開発を進めている（注6）。

## ■ 4. マレーシア株式市場の課題と投資規制

### (1) 先進国並みに規制が整備されたマレーシア株式市場

証券業界（株式市場、債券市場）の規制・監督は証券委員会に統一されており、またラブアン・オフショア市場に関しては、ラブアン・オフショア金融サービス当局が管理・監督を行っている。

マレーシアでは証券委員会の下、資本市場マスタープランに沿った市場の整備が進められている。この結果、マレーシアの証券監督基準はIOSCOの原則を全て満たしており、上場企業のコーポレート・ガバナンスに関してもOECDの原則（OECD Principal of Corporate Governance）に基づいて世界銀行が2005年に発表したCorporate Governance Reports on the Observance of Standards and Codes (CGROSC) を8割以上満足している。また会計基準に関してもマレーシア基準の国際会計基準への統合を2012年までに達成する計画である（注7）。

さらに政府は外資出資規制の緩和を進めており、観光、健康関連など27のサービス業に関しては外資の全額出資が可能となった。加えて金融業に関しても、外国企業の出資規制が緩和され、投資銀行やイスラム金融専門銀行、保険会社などへの外資による出資上限がこれまでの49%から70%に引き上げられた。

但し商業銀行への出資比率上限は30%であり、航空、電力、インフラ関連企業などにも外資出資規制が課せられ、緩和の対象とはなっていない。なお、外国人投資家の投資に関しては、外国投資委員会（Foreign Investment Committee）がガイドラインを定めている。

### (2) 外為規制

資本取引に関する規制を見ると、居住者（法人、個人）は国内でのリング建て借入を行っていない場合には自身の保有する外貨並びにリングの資金を利用して外貨建て資産への投資を自由に行うことができる。リング建て借入を行っている場合には、自身の保有する外貨資金、マレーシア取引所への上場（IPO）によって調達した資金、リングを外貨に交換した資金（制限あり）によって外貨建て資産投資が可能である。

また非居住者に対する物およびサービスの支払いの外貨で行わねばならない。リング建ての場合には中央銀行（Bank Negara Malaysia）の事前許可を取得する必要がある。

このように外国為替規制の存在、特にリングの国外持出し規制や金融機関のリング取扱い規制などが、株式を含めた証券取引の自由度を抑制している。

また外為規制ではないが、年金基金等の機関投資家の運用規制（年金基金は運用残高の70%以上、年間新規投資額の50%超を政府債で保有することが義務付けられる）も取引拡

大の障害の1つとなっており、今後の規制緩和が期待される。

### (3) マレーシア株式市場の今後の課題

マレーシアへの投資に関しては、リング規制の緩和が望まれるものであるが、マレーシア株式市場は上場企業数が多く、デリバティブ商品も提供され、会計基準やコーポレート・ガバナンスなども先進国並みに整備された市場である。したがって投資しやすい市場であると言える。

マレーシア株式市場で最大の時価総額銘柄は、シンガポール、インドネシア、タイに比べてもその規模で劣る（図表13）。しかし反面、マレーシア以外のASEAN他国では時価総額ベースで2番目以降の銘柄規模が最大銘柄を大きく下回るのに対して、マレーシアでは同規模の銘柄が複数存在する。また配当利回りを見れば、マレーシアは3.62%とインドネシア、シンガポールを上回る（図表14）。

こうした市場インフラ、銘柄の特徴を考えれば、マレーシア株式はアジア株式への分散投資対象として評価に値するものと言えよう（注8）。

しかし流動性（売買回転率）が低いということはマレーシア株式市場の大きな問題点である。これは前述の通り、特に国内機関投資家の売買が少ないことが原因である。機関投資家の投資規制の緩和が期待されるものである。

マレーシア取引所も市場育成に向けて、様々な取組みを進めており、新商品としては、マルチ通貨建てETFや新たな指数リンク商品などの開発が進められている。また一部、二部市場の統合は流動性の増加を目指した取組みの1つとも捉えられており、さらにETFやワラント取引ではマーケット・メイキングも導入されている。

このように投資商品の多様化や流動性の増加が意識されているものの、マレーシア市場は商品取引やイスラム金融といったニッチの市場としてむしろ存在感を増していると言えよう。マレーシア取引所もイスラム金融、商品取引を中核ビジネスと位置付けたうえで全体的な市場の拡大を模索している（注9）。

（注1） マレーシアにはマレー系、中国系、インド系の3民族が存在し、旧宗主国の英国からの独立に際しては、独立後50年間は民族間での紛争を起こさないとの条件が付されていた。もしこの条件が満たされなければ、英国が再び統治を行うというもので、国際条約上は独立から50年が経過した2007年にマレーシアは完全に独立したことになる。

（注2） 1973年以降もシンガポール取引所でマレーシア株式の取引が行われていた。取引に当たっては、株券現物をシンガポール／マレーシア間で、人手で運ぶといったことも行われていた。マレーシア株式の多くがシンガポールで取引されていることに対してマレーシア側が反発を強め、1990年には両市場の相互上場制度は廃止された。しかしシンガポールは1990年に国際店頭市場であるCLOBインターナショナルを開設し、マレーシア株式の取引を続けた。1997年にアジア通貨危機が発生すると、CLOBでの取引に対してマレーシア当局の監督が

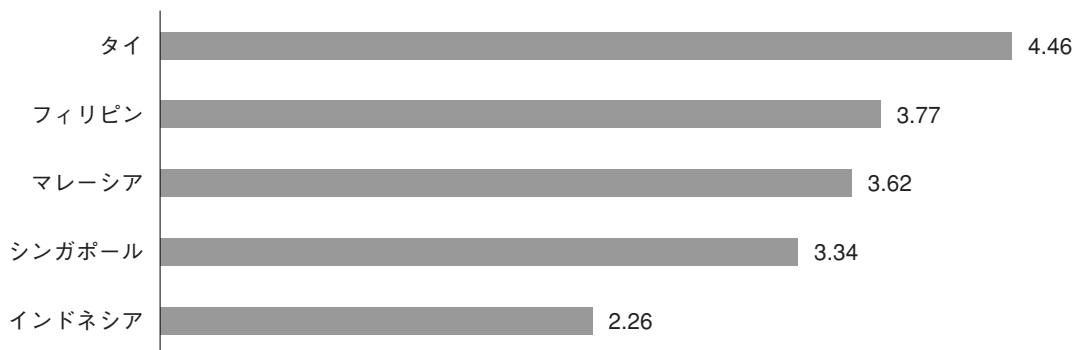


(図表13) ASEAN 5 各国の時価総額上位 3 銘柄 (2008年11月末、百万ドル)

マレーシア	銘柄	時価総額
1	サイム・ダービー	9,047
2	MISC	8,919
3	パブリック・バンク	8,271
シンガポール		
1	シンガポール・テレコム	26,523
2	ユナイテッド・オーバーシーズ・バンク	13,063
3	ウィルマー・インターナショナル	11,397
タイ		
1	タイ石油公社	11,745
2	タイ石油開発公社	8,748
3	アドバンスド・インフォ・サービス	6,452
インドネシア		
1	テレコムニカシ・インドネシア	10,038
2	バンク・セントラル・アジア	5,377
3	ユニリーバ・インドネシア	4,929
フィリピン		
1	PLDT	8,976
2	バンク・オブ・フィリピン・アイランズ	2,789
3	サン・ミゲル	2,725

(出所) 各国証券取引所

(図表14) ASEAN 5 各国の株式配当利回り (主要株式、2009年 7 月末)



(出所) Bursa Malaysia

及ばなかったため、マレーシア当局はクアラルンプール証券取引所上場証券に市場集中義務を課すなどの対策を実施した。これを受け、シンガポールはマレーシア株式の取引を停止し、両国間協議の末に、マレーシア株式がクアラルンプール取引所に移管され、両国市場の分離が完了した。

(注3) ASEAN 5 各国はマレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン。

(注4) 市場情報に加えて、本稿で使用したマレーシ

ア取引所に関する統計データは、同取引所ホームページから入手可能である (<http://www.klse.com.my>)。

(注5) 三重野文晴「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達」株式会社日本政策金融公庫国際協力銀行『国際調査室報第2号』2009年8月

(注6) イスラム関連商品としては、ETFでは前述のMyETF-DJIM25、RIETではAl-'Aqar KPJ REIT (世界初のイスラムETF)、Al-Hadharah Boustead

REIT、株価指数ではFTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index、FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Indexなどがある。

(注7) 前述の通り、現在でも上場企業は国際会計基準を採用することが可能である。

(注8) FTSE Global Equity Indexにおけるマレーシアの格上げに関してコラム参照。

(注9) 日本の金融機関もマレーシア三菱東京UFJ銀行、野村ホールディングスがマレーシアでイスラム金融ビジネスを開始している。

〈コラム〉

### 「マレーシア、FTSE Global Equity Indexで格上げウォッチリスト入り」

国際的なインデックス提供会社であるFTSEは2009年9月に、マレーシアをFTSE Global Equity Indexで、現在の“Secondary Emerging”から“Advanced Emerging”に格上げするウォッチリストに入れることを発表した。今後1年間、格上げに相当するか否かが検証されることになる。なお、同時にチェコ、トルコについても同レベルの格上げウォッチリスト入りが発表された。

格上げされるか否かは外国人投資家の投資を呼び込むうえで、非常に重要なポイントとなる。現在、アジア諸国では最上級の“Developed”に香港、シンガポール、韓国、2番目の“Advanced Emerging”に台湾、3番目の“Secondary Emerging”に中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、最後の“Frontier”にベトナムが入っている。格上げとなれば、マレーシアはシンガポールに次いで、ASEAN諸国の中では他国に一步先んじることになる。

なお、“Secondary”から“Advanced”への格上げに際しては、以下の諸点が判断対象となる。

- ・少数出資者に対して公正で不利とならない取扱いがなされているか
- ・外国人出資者に対する差別的な障害はないか
- ・自由で十分に発展した株式市場か
- ・自由で十分に発展した外国為替市場か
- ・外国人投資家の登録プロセスはないか、あっても簡便なものか
- ・カストディー機能は国際的投資家に提供されているか

# アジア株式市場のいま

## —第5回 タイの株式市場

財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**

経済調査部上席研究員 **亀井 純野**



### ■ 1. タイ株式市場の歴史

タイの株式市場の歴史は、民間の証券取引所としてバンコク証券取引所が設立された1962年にさかのぼる。投資家・発行体双方の株式への理解不足や、政府の育成策の欠如から、バンコク証券取引所は設立当初より低調な売買が続き、70年代に市場は機能停止状態となった。

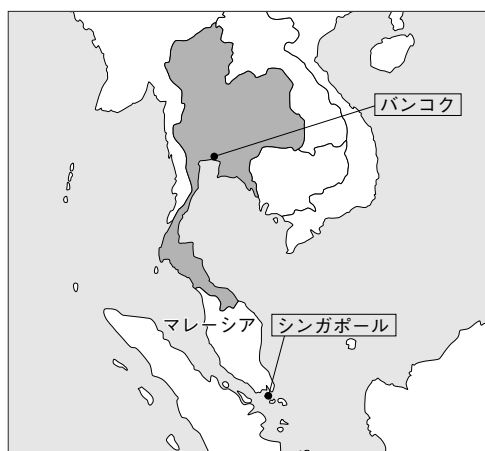
その後、資本市場育成に向けて法制の整備等が進められ、1974年5月にタイ証券取引所が設立された(注1)。さらに1984年の証券取

引法の改正などを経て、80年代後半に株式市場は拡大に向かった。

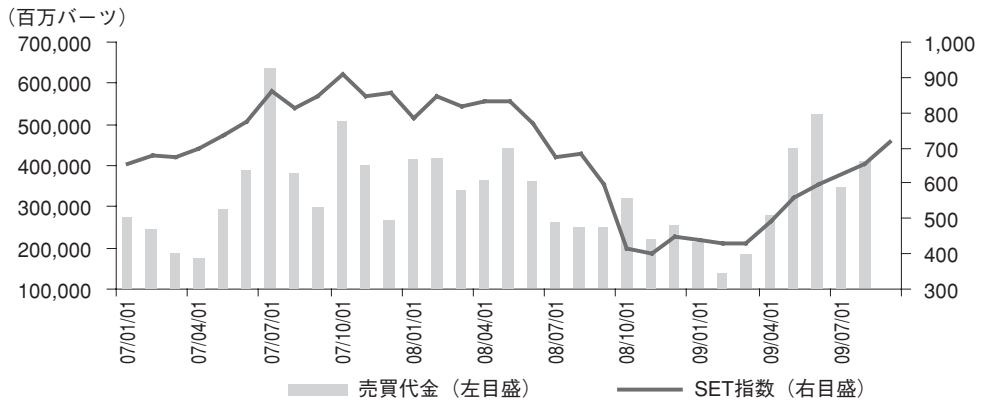
続く1992年のタイ証券取引法の改正を受けて、証券取引の監督を担う証券取引委員会(SEC: Securities and Exchange Commission)が設置され、以降はSECが中心となって資本市場の改革を進めている。

#### 〈目次〉

1. タイ株式市場の歴史
2. タイ株式市場の概要
3. タイ株式市場の特徴
4. タイ株式市場の問題点と投資規制



(図表 1) 株価指数と株式取引の推移



(出所) Bloomberg, WFE

(図表 2) タイ証券取引所の主な関連会社



注 1 : Thai Trust Fund Management Co., Ltd. : 外国人投資家を対象とした信託基金 (TTF : Thai Trust Fund) を組成、販売している。

注 2 : Thai NVDR Co., Ltd. : メインボード取引銘柄の無議決権預託証券 (NVDR : Non-voting Depository Receipt) を発行、販売している。

注 3 : mai Matching Fund Co., Ltd. : 将来mai市場への上場を目指し、有望な未上場企業への投資を行う。

なお、これらの子会社の株式の残り0.01%は、法制に基づき、それぞれの会社の経営者層が保有している。

(出所) タイ証券取引所 annual report 2008

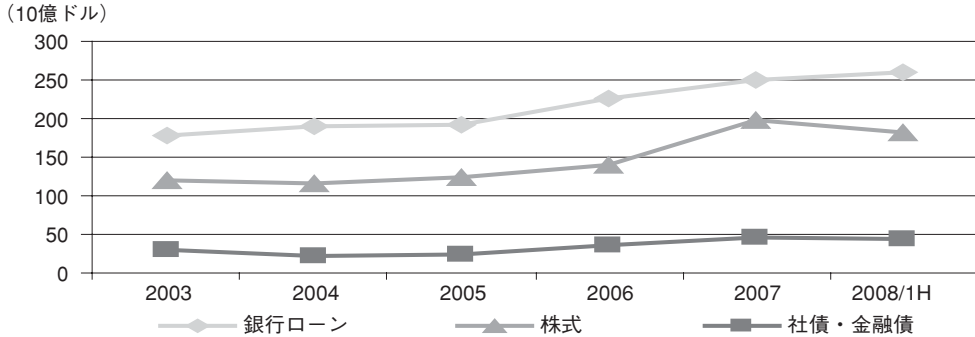
1999年には、高い成長力を有する中小企業向け市場として、主に大企業が上場するSETより上場要件を緩和したmai (The Market for Alternative Investment) が、2004年にはデリバティブ市場であるタイ先物取引所 (The Thailand Futures Exchange Plc) がそれぞれ設立された。

なお、最近のタイ株式市場の株式売買の動向並びに株価指数の推移については(図表 1) 参照。

## 2. タイ株式市場の概要

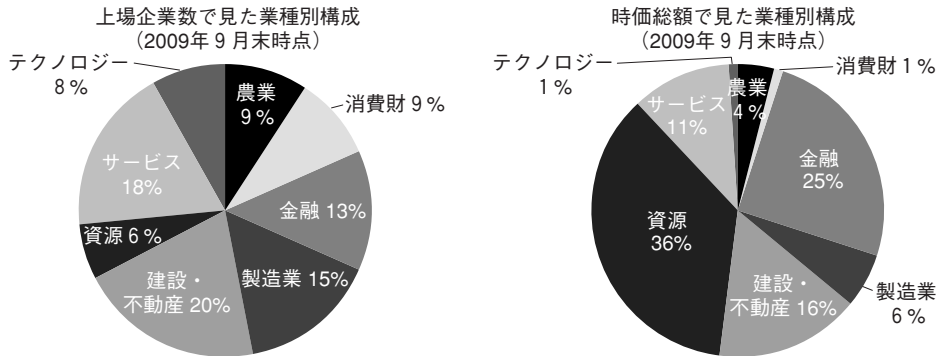
タイの証券取引所は、傘下に証券決済機関やデリバティブ市場、外国人投資家向けの信託基金や、無議決権預託証券 (詳細は後述) を組成・販売する企業等を子会社として擁している (図表 2)。

(図表3) タイの銀行ローン、社債発行残高、株式市場時価総額の推移



(出所) ADB、IMF、WFE

(図表4) セクター別上場企業数、時価総額の構成比



注：管理ポスト銘柄、mai上場銘柄を除く。

(出所) タイ証券取引所

### (1) 発展途上にある株式市場

タイにおける民間資金調達手段を見ると、株式市場は2005年以降急速に拡大しているものの、銀行ローンが最大の資金調達手段となっている状況は未だ変わっていない(図表3)。

株式市場の時価総額がGDPに占める割合を見ると、2008年末時点では39%と、シンガポール(148%)や、マレーシア(89%)と比べて小さく、経済規模から見たタイの株式市場の発展の余地は大きく、発展途上にある

と言える(因みにフィリピン33%、インドネシア22%)。

業種別構成を上場企業数で見ると、建設・不動産が、全体の1/5を占める一方、時価総額ベースでは、資源と金融の合計が全体の6割超となっている。ASEAN諸国の中では外資自動車産業の集中するタイであるが、製造業の占める割合は低い(図表4)。

上場企業数(SET、mai合計)の推移を見ると、アジア通貨危機後の2000年には381社

であったが、景気の回復とともに増加し、2009年9月末時点ではSET、maiの合計で530社（管理ポスト銘柄を含む）まで増加している。2006年には18社（SET12社、mai6社）、2007年には13社（SET7社、mai6社）、2008年には12社（SET9社、mai3社）と、近年では毎年10社以上の企業が新たに上場しており、上場企業数は増加傾向にある。

しかし売買高で上位10銘柄への売買の集中度は49.6%（2008年末時点）とマレーシア（41.6%）、シンガポール（46.7%）、東京（19.9%）と比べて高く、実際に活発に取引される投資対象は限られていると言える。

## （2） タイ証券取引所での株式取引

タイ証券取引所の上場市場には、主に大企業が上場するSETと、中小企業向けの市場であるmaiが存在する（図表5）<sup>（注2）</sup>。

一方、流通市場には、大きく分けてメインボード、フォーリンボード（詳細は後述）があり、その他に、大口取引や取引単位未満の取引を行う大口ボード、端株ボードがある。

タイにおける株式取引の大半は、メインボードで行われる。メインボードで取引される主な商品には、ローカル株と呼ばれる普通株式、NVDR、ETFなどがある。

メインボードでは、外国人投資家も国内投資家と同様に取引可能である。外国人保有制限のない銘柄については、国内投資家と同様の取引となるが、外国人保有制限がある銘柄に投資をした場合は、外国人投資家は議決権、

配当などの株主権利を受けることができない（図表6）。

外国人投資家によるタイ株式投資に関しては、段階的に市場の整備が進められてきたため、複雑で、独特の構成になっている。以下、外国人投資家が投資可能な商品について、少し詳しく紹介する。

### 〈フォーリンボード〉

フォーリンボードは、①国防、その他の理由から、法律<sup>（注3）</sup>上の外国人保有規制がある業種に該当する株式の外国人保有可能枠（払込資本金の49%）内の株式と、②企業が定款で定めている外国人保有比率以内の株式が取引される。フォーリンボードで取引される株式は、メインボードで取引されるローカル株に対してフォーリン株と呼ばれ、ローカル株の株式コードに「-F」がつく。

フォーリン株は外国人投資家のみが取引可能であり、議決権、配当などの株主の権利がすべて保証されている反面、一般の国内投資家の売買とは分離される。この結果、フォーリン株の流動性は限定的となり、同一銘柄でもローカル株とフォーリン株では取引価格が異なってくる。したがってフォーリンボードでの取引は、株主権利を保有したい投資家の取引であると言える。

フォーリンボードでの取引に関して、以下に事例を紹介しておく。

外国人保有制限が49%の企業A社が100株のIPO（新株発行）を行う場合、メインボー

(図表5) タイ証券取引所の概要

	SET	mai
主な上場基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業開始から3年以上経過。</li> <li>・過去2～3年に5,000万バーツ以上、直近年度で3,000万バーツ以上の税引き後利益を計上。</li> <li>・払込資本金が3億バーツ以上。</li> <li>・少数株主が1,000人以上。</li> <li>・浮動株比率が25%以上、ただし、払込資本金が30億バーツ以上の場合には20%以上。</li> </ul> <p>(当該企業の上場がタイ証券取引所及びタイの株式市場にとって有益と判断される場合は、上場基準が緩和されるケースもある。)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・払込資本金が2,000万バーツ以上3億バーツ未満。</li> <li>・少数株主が300人以上。</li> </ul> <p>(多くの基準について、SETより緩和された基準が適用されている。)</p>
取引可能商品		
普通株式	○	○
優先株式	○	×
ワラント	○	○
ETF	○	×
TTF	○	○
NVDR	○	○
預託証券	○	×
取引時間	第1セッション：9：55～10：00の間に開始、12：30に終了。 第2セッション：14：25～14：30の間に開始、16：35～16：40の間に終了。	
ボードの種類	タイ証券取引所に上場されている証券は、以下の4つのボードで取引される。一般的に、ボードとは市場をさす。タイでは、上場市場としてはSETとmai市場があり、流通市場における売買は、SET、maiどちらに上場されている銘柄も以下のボードで取引される形となっている。	
メインボード	取引は1取引単位以上で行われ、AOM (Automatic Order Matching) システム取引でも、PT (Put Through) 取引でも、値幅制限が適用される。	
フォーリンボード	外国人投資家の名義で登録されている株式等が取引される。取引は1取引単位以上で行われ、AOMシステムでの取引には値幅制限が適用されるが、PT取引では値幅制限は適用されない。	
大口ボード	300万バーツ以上、または100万株以上の取引用のボード。取引される証券の種類はメインボードと同じ。値幅制限は適用されない。	
端株ボード	タイ証券取引所に上場されている全銘柄の単元未満株の取引に用いられる。値幅制限が適用される。	
決済サイクル	T+3	
取引単位	一般に、100株であるが、6か月間継続して株価が500バーツ以上であった銘柄については50株。	
値幅制限	メインボード、大口ボード、端株ボードの値幅制限は、メインボードの前営業日終値の±30%が適用される。ただし、取引価格が1バーツ未満の場合、1バーツまでの変動が認められている。フォーリンボードの値幅制限は、メインボードの前営業日終値の±60%が適用される。	
サーキット・ブレーカー	第1段階：SET指数が前営業日終値から10%下落した場合、全銘柄の取引が30分間停止される。 第2段階：SET指数が前営業日終値から20%下落した場合、全銘柄の取引が1時間停止される。 それぞれの段階のサーキット・ブレーカーが発動した時点で、当該セッションの残り時間が30分、あるいは1時間未満であった場合は、そのセッション終了時刻まで取引が停止され、次のセッションから再開される。 これまでサーキット・ブレーカーが発動されたのは、2006年12月19日の資本規制導入時、世界金融危機を受けて株価が急落した2008年10月10日の2回。	

(出所) タイ証券取引所等の資料から筆者作成

(図表6) タイ証券取引所の主な商品と投資家による取引可否

	ボード	メイン			フォーリン	
	商品	ローカル株 (外国人保有制限 なし)	ローカル株 (外国人保有制限 あり)	TTF	NVDR	フォーリン株
外国人投資家	流動性	高い	高い	低い	高い	低い
	取引可否	○	○	○	○	○
	議決権・配当	議決権：○ 配当：○	議決権：× 配当：×	議決権：× 配当：○	議決権：× 配当：○	議決権：○ 配当：○
	課税 (キャピタルゲイン)	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税	個人：非課税 法人：非課税	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税	個人：非課税 法人：15%の源泉徴収税
	課税 (配当)	個人：10% 法人：15%の源泉徴収税	—	個人は10%の源泉徴収税を支払うかどうか選択可能。源泉徴収を行わない場合は、年末時点で、配当を収入として申告し、累進課税に基づき所得税を支払う必要がある。法人：非課税	10%の源泉徴収税	10%の源泉徴収税
国内投資家 (注)	取引可否	○		×	○ (実態的には×)	×
	議決権 配当	議決権：○ 配当：○	—	—	議決権：× 配当：○	—

注：国内投資家のキャピタルゲインについては、個人は非課税、法人の場合はすべてのキャピタルゲインをタイ証券取引所に申告し、30%の所得税が課税される。

また、配当については、個人の場合は、①10%の源泉徴収を受けた上で、年末時点の収入から配当収入を除外するか、②10%の源泉徴収税を支払わず、年末時点の収入に配当収入を算入するかのどちらか。法人の場合は、すべてのキャピタルゲインをタイ証券取引所に申告し、30%の所得税が課税される。

(出所) タイ証券取引所資料並びに同所へのヒアリングから筆者作成

ドに51株、フォーリンボードに49株が上場される。仮にフォーリンボードでの応募が30株にとどまった場合、残りの19株はメインボードにて取引されることとなり、外国人保有制限枠には19株の枠空きが生まれることとなる。

その後、株主権利の制限を受けずにA社の株式を保有したい外国人投資家Xが現れた場合、XはメインボードでA社のローカル株を購入し、ブローカーにフォーリン株への転換を依頼することができる。

A社の外国人保有制限枠に枠空きがある場

合、Xの購入したローカル株はただちにフォーリン株に転換され、以後はフォーリンボードで取引される。この場合、転換のための追加費用は発生しない。

A社の外国人保有制限枠に枠空きがない場合は、Xは転換待ちリストに掲載され、フォーリン株の枠空きを待つことになる。この場合、転換されるまでは、Xは外国人保有枠外でA社のローカル株を保有していることとなるため、議決権その他の株主権利を受けることはできない。



### 〈タイ信託基金、TTF：Thai Trust Fund〉

このようにフォーリンボードにおける取引は、流動性が低く、トレーディング目的での投資は行い難いという状況を打開し、メインボードにおける外国人投資家の取引活性化を図るべく、タイ信託基金（以下「TTF」）が作られた。

TTFは、タイ証券取引所の子会社であるThai Trust Fund Management社が組成、発行する信託基金である。TTFは外国人投資家が国内投資家に近い条件でメインボードでの取引を可能にする目的で作られており、1つのファンドが1銘柄からなる信託基金となっている。

TTFを購入する場合の手続きは、投資家から見ると通常の株式の購入と同様にブローカー経由となる。取引価格はメインボードにおける当該企業のローカル株の価格に0.1%上乘せられるが、法人の場合にはキャピタルゲインと配当が非課税となる税務上のメリットがある。その他、決済期間や売買手数料などの取引条件は、ローカル株の取引と同じである。

購入できる投資家は外国人投資家に限られており、議決権はないが配当は受け取ることができる。

### 〈無議決権預託証券、NVDR：Non-Voting Depository Receipt〉

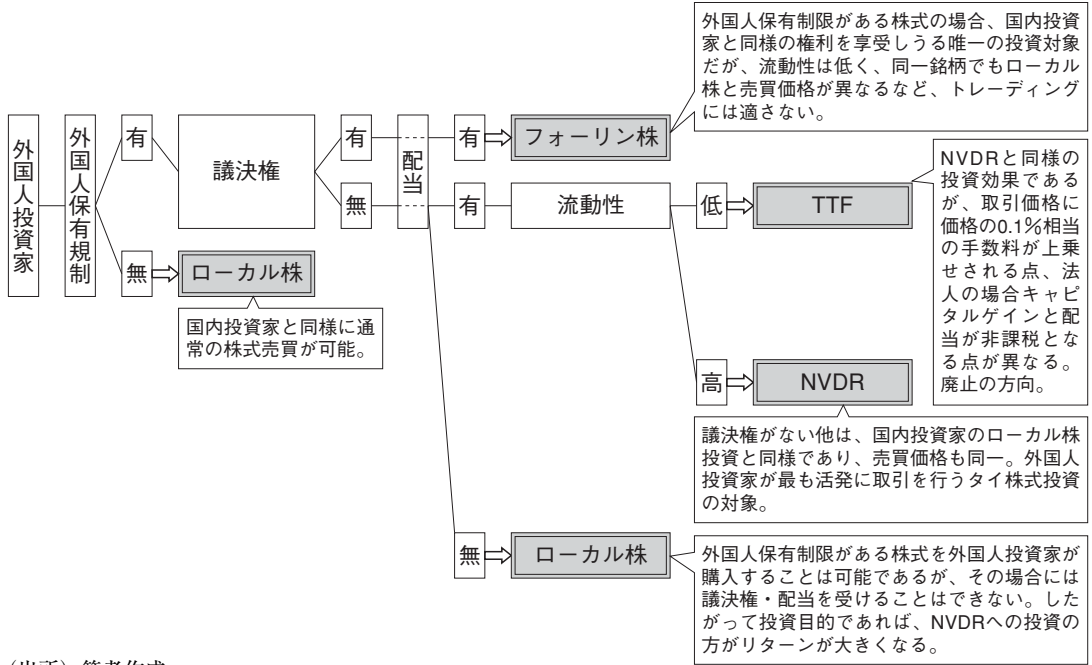
TTFが作られた後、取引価格が現物株と同じである無議決権預託証券（以下「NVDR」）が新たに作られ、外国人投資家の取引の中心はNVDRに移行した。現在もTTFは購入可能であるが、NVDRよりコストが高いため、TTFを選好する外国人投資家はいない。タイ証券取引所としてもTTFは廃止方向で検討しているが、既存のTTF投資家がNVDRに転換するためには、TTFを売却してNVDRを買い直す必要があり、その際に損失が発生するケースも想定されるため、結果的にNVDRへの転換は進んでいない。

NVDRは、タイ証券取引所の子会社であるThai NVDR社が組成、発行する預託証券であり、現在外国人投資家に最も活発に取引されている株式関連商品である。

通常、預託証券は、外国の証券取引所に上場されている株式を自国市場に上場するに当たり、規制やコストの問題から株式として上場せず、当該外国証券取引所に上場されている株式を裏付けとした預託証券の形で上場するケースが一般的である。これに対してNVDRはTTFと同様に、外国人投資家がローカル株の取引を行いやすくする目的で作られているため、裏付けとなる株式はタイ証券取引所に上場されている株式である。

NVDRは外国人投資家だけでなく、国内投資家も購入可能であるが、議決権がないことから、ローカル株の購入による株主権利の

(図表7) 外国人投資家から見たタイ株式投資手段の概要



(出所) 筆者作成

制約のない国内投資家にとってはあえてNVDRを購入するメリットはなく、実質的には外国人投資家のみが購入している。

NVDRを購入／売却する場合の手続きは、通常の株式取引と同様にブローカー経由となる。顧客の注文を受けたブローカーはThai NVDR社に注文を流し、Thai NVDR社がメインボードから当該企業のローカル株を購入／売却し、その都度、NVDRを発行／償還している。取引価格は、メインボードにおける当該企業のローカル株の取引価格と同一であり、決済期間や売買手数料などの取引条件もローカル株の取引と同じとなっている。

ローカル株を裏付けとするNVDRは2009年

11月4日時点で236銘柄（SET：214、mai：22）と、上場企業数（2009年9月末時点で531社）の半数近くに上る。NVDRを裏付けとするローカル株取引の売買代金に占める割合はSET上場銘柄で8.3%、mai上場銘柄で1.5%と低い。しかし外国人取引に占めるNVDR取引のシェアを売買代金で見るとSETでは33.5%、maiでは92.6%となっている。

このように外国人投資家の株式購入に関しては、段階的に進められてきた背景から市場構造が複雑になっており、その整理も進んでいない。外国人投資家から見れば分かりにくい市場であり、今一度、概要をまとめれば（図表7）の通りとなる。

## 〈ETF〉

タイ証券取引所におけるETF取引は2007年に開始された。株式関連ETFとしては現在、SET市場に3銘柄が上場されている。2007年9月に、SET50インデックスを裏付けとするETF (ThaiDEX SET50 ETF) が最初に上場され、続いて2008年8月にSETエネルギー関連インデックスを裏付けとするMTRACK ENERGY ETF FUNDが、その1年後の2009年8月にはSET50インデックスのうち大企業を中心とするTHAIDEX FTSE SET LARGE CAP ETFがそれぞれ上場された。

ETF取引が開始された2007年末時点で77,900件であった取引件数は2009年9月末時点では99,400件に増加しており、同期間の売買代金はそれぞれ、66億バーツ(約2億ドル)、43億バーツ(約1.3億ドル)となっている。

ETFの売買手数料は0.1%と株式の0.25%に比べて低く設定しており、タイ証券取引所は、個別銘柄の分析をする時間がない投資家にとっての投資手段として、また機関投資家にとっての効率的な資産管理ツールとしてETFが活用されることに期待を寄せている。

タイ証券取引所では、1991年4月に完全に自動化された取引システム (ASSET) を導入したが、急激なビジネス環境の変化に対応すべく、2008年8月に新システムARMS (Advance Resilience Matching System) に移行している。

ARMSにおける取引方法には2種類ある。1つは、注文価格に応じて自動注文照合を行うAutomatic Order Matching (以下「AOM」) システム経由であり、もう1つがブローカー間の直接取引であるPut Through (以下「PT」) システム経由での取引である。

AOMシステムで照合された取引は、即時にARMS上で処理される一方、PTシステムから送信された取引は、ブローカー間の直接交渉により取引条件の詳細が決定したのちにARMS上で処理される。AOM、PTシステムを経由し、ARMSで処理された取引の清算・決済は、タイで唯一の清算機関であり、証券保管振替機関であるタイ証券保管振替機構 (Thailand Securities Depository) にてT+3で行われる。

最低売買手数料は、証券会社経由の場合は約定代金の0.25%、インターネット取引の場合は0.15%となっており、当事者間の交渉により決めることができる。

## ■ 3. タイ株式市場の特徴

### (1) 政府主導で積極的に育成が進められる株式市場

資本市場を中長期的に育成するための方策として、2002年にタイ資本市場マスタープラン (Thai Capital Market Master Plan) が策定された。

2002年から2005年にかけてのフェーズ1では、インフラ整備や、コーポレートガバナンス、

市場流動性の向上などの基盤整備が進められた。

2006年から2010年までのフェーズ2においては、投資家層の拡大や最低手数料の自由化、ベンチャーキャピタルの創設、決済期間の短縮（T+3からT+2へ）、海外のデリバティブ市場との連携など、競争力のある市場作りが進められている。

2006年2月にはmaiへの上場を希望する企業のためのベンチャーキャピタルを供与するmai Matching Fund社がタイ証券取引所の子会社として設立されたほか、投資家層の拡大や海外デリバティブ市場との連携などについて成果が見られる。

なお、2009年11月4日には、今後5年間の目標を定めた新たな資本市場マスタープラン（注4）が政府（The Economic Cabinet）により承認された。

同マスタープランでは、タイの資本市場は、経済資源を集め、チャネリングし、監視するための手段であり、資本市場の目的は、この3つの目的を効率的に達成し、タイ経済全体の競争力を強化することにあると定めている。そのうえで、今後のタイ資本市場の育成のための主要な目標として、資本市場へのアクセスのしやすさなどの6項目と、その実現のための重点改革手段として8項目（注5）が挙げられているほか、34の市場育成策が掲げられている。

株式市場に関しては、金融商品の開発や、2009年6月末時点でGDP比51%（注6）である株式市場の時価総額をGDP比130%に拡大

することや、タイ証券取引所の株式会社化などが定められている。

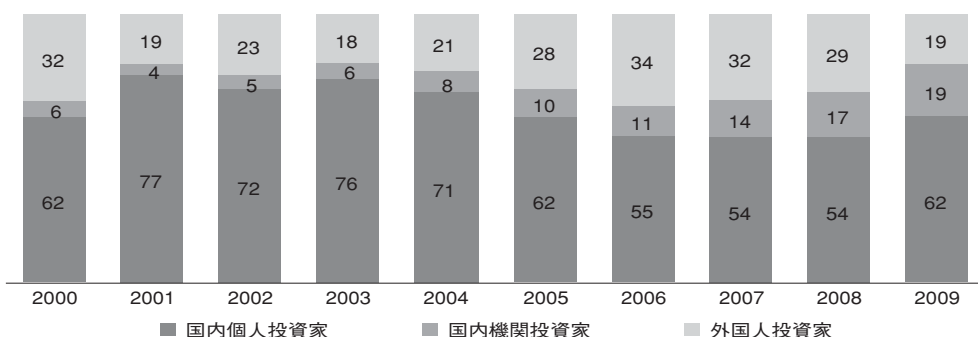
タイの会計基準は、国際会計基準や国際監査基準に基づいて改訂を重ねてきており、現状、国際基準とほぼ同じ内容となっている。また2009年6月には、シンガポール、マレーシア、タイの3か国において、株式及び債券の発行時の統一情報開示ルールが導入され、タイに上場する企業が他の2か国で証券を追加発行する場合の情報開示に関わるコストの軽減が図られるようになった（注7）。

## （2）投資家の構成

タイの株式市場における投資家の構成を見ると、2003年には76%であった個人投資家比率は、国内機関投資家や外国人投資家による投資の拡大に伴い、2007年には54%まで低下した（図表8）。しかしながら、世界金融危機の影響を受けて外国人投資家の資金が流出する中で、他のアジア諸国と同様に、国内個人投資家と国内機関投資家が株式を買い支える形となり、2009年9月末時点では、国内投資家の投資比率が増加に転じている。

前述の通り、投資家層の拡大は現在進められている資本市場マスタープランの重点項目の1つとなっており、具体的な数値目標としては、機関投資家の育成により、2010年までに個人投資家と機関投資家（外国機関投資家を含む）との投資比率を60対40に、国内機関投資家比率を2006年の10%から20%に引き上げる目標が設定されている。2009年9月末

(図表8) 売買代金で見ると投資主体別取引割合の推移 (シェア%)



注：2000年～2008年は年末時点、2009年については9月末時点のデータを使用。データはSETとmaiの合計。  
(出所) タイ証券取引所

時点では、個人投資家と機関投資家との投資比率は62対38とおおむね数値目標を達成できている。

タイでは、最大の機関投資家である政府年金基金をはじめとする年金基金による資産運用が拡大傾向にあることに加え、保険会社によるタイ株式への投資額も2000年末時点の約238億バーツから2009年6月末には約726億バーツと3倍に拡大するなど、株式市場における国内機関投資家の存在感も増してきている。

また外国人投資家の誘致については、日本をはじめ、シンガポール、米国、中東でロードショーを行うなど、タイ証券取引所が積極的に取り組んでいる。

IMFの統計(注8)によれば、2007年にタイに流入した外国からの株式投資のうち、日本からの投資資金は3%であり、アメリカの34%、イギリスの17%に比べて少ない。このため、タイ証券取引所では日本からの株式投資を一層呼び込むべく、2008年3月からは従

来の英語に加えて、日本の投資家向けに日本語のホームページを新たに開設するなどの取り組みを進めている。

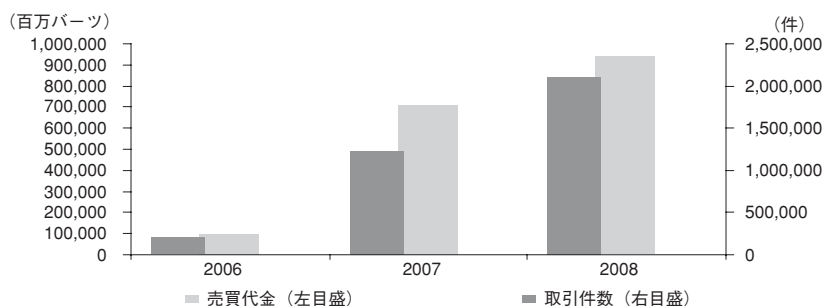
日本で開催されたロードショーに参加した機関投資家からは、タイへの投資の障害として、情報不足を指摘する声も聞かれたとのことだが、タイ証券取引所では年次報告等の情報開示に際して、タイ語のほか英語での情報開示を上場企業に義務付けるなど、外国人投資家向けの情報開示体制の整備が進められている。

### (3) デリバティブ市場の育成に注力する タイ株式市場

タイのデリバティブ市場は2004年に設立された新しい市場であり、2006年に最初の商品としてSET50インデックス先物取引を開始したのを皮切りに、2007年にはSET50インデックスオプション取引、2008年11月には個別株先物取引を開始している。

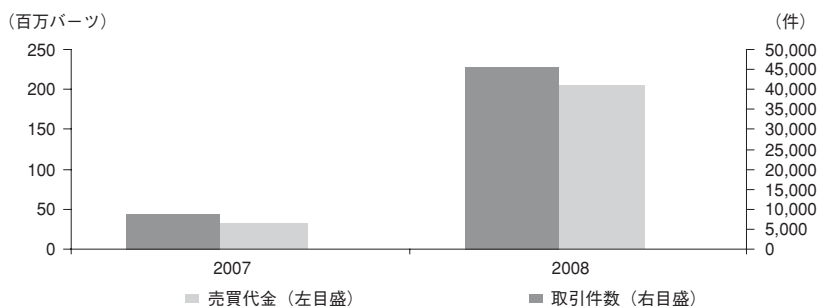
実際の取引状況を見ると、2006年に開始さ

(図表9) SET50インデックス先物取引の推移



(出所) タイ証券取引所

(図表10) SET50インデックスオプション取引の推移



(出所) タイ証券取引所

れたSET50インデックス先物取引は、2006年から2008年末までに売買代金、取引件数ともに8.5倍超に大幅な増加を記録した(図表9)。

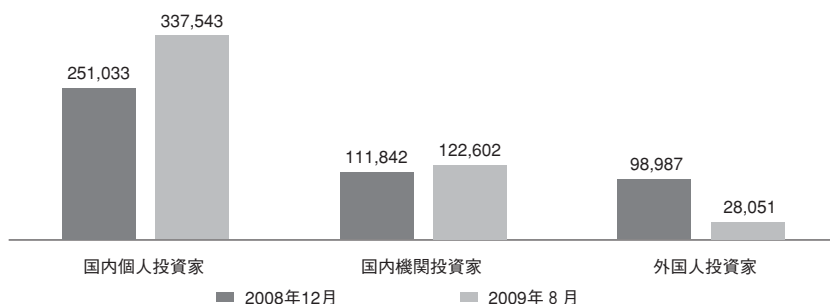
SET50インデックスオプション取引についても、取引が開始された2007年から2008年末までに売買代金、取引件数とも4倍以上の大幅な伸びを示しており(図表10)、タイのデリバティブ市場の滑り出しは順調と言える。

タイ証券取引所は、国内投資家の投資対象を拡大するとともに、外国人投資家からの資金流入増加を図るべく海外デリバティブ市場との提携を進めることにより、デリバティブ市場のより一層の活性化を目指している。

これまでに、台湾先物取引所(TAIFEX: Taiwan Futures Exchange)やシカゴオプション取引所(CBOE: Chicago Board Options Exchange)と情報交換や商品の相互上場を目指した包括的な相互協力協定(以下「MOU」)を締結している。2007年第3四半期に開始されたSET50インデックスオプションについては、TAIFEXの協力のもと商品開発が行われたほか、投資家のデリバティブ取引への認知度向上を図るために、バンコクでセミナーを共同開催するなど、MOUに基づいた協力が進められている。

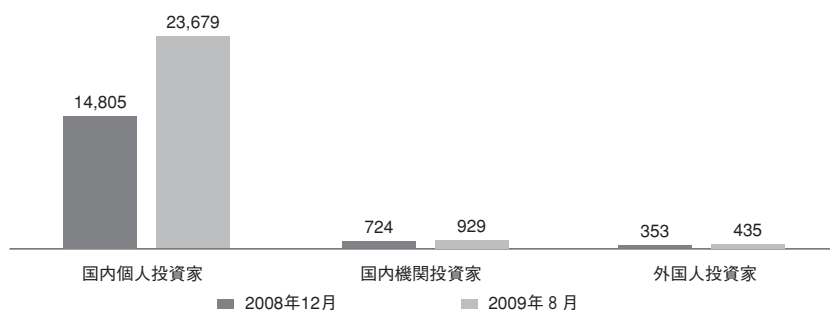
デリバティブ取引においても、株式同様、

(図表11) 月間取引件数



(出所) タイ先物取引所

(図表12) 月間新規口座開設件数



(出所) タイ先物取引所

実際の取引の7割近くを国内個人投資家が占めており(図表11)、新規口座開設件数でも9割以上が国内個人投資家となっている(図表12)。一方、外国人投資家の投資は2008年12月末の98,987件(シェア21.4%)から2009年8月末には28,051件(同5.7%)に急減している。

## ■ 4. タイ株式市場の問題点と投資規制

### (1) 投資規制等 (注9)

タイでは2008年3月に資本規制が撤廃されており、外国人投資家による資産運用投資は自由に行うことができる。

投資目的で海外からタイに資金を持ち込む(送金する)場合は、パーツ建の場合は原則自由である。外貨建資金の持込みについても、一部例外を除き原則として自由だが、送金額が1件2万米ドルを超える場合は外為フォームを外為銀行経由中銀宛に提出し、報告する

必要がある。

また、タイから海外に資金を持ち出す（送金する）場合は、パーツの持出し／送金は1件5万パーツまで（注10）は自由であり、それを超える場合は、所定の様式にて中銀の許可が必要となる。

なお、投資資金や配当などの本国送金は、証明書類の提出を条件に自由に行うことができる。

## （2） タイ株式市場の課題

2009年9月末時点の売買回転率は94%と、シンガポール73%、インドネシア79%、マレーシア39%、フィリピン23%と比べて高く、タイの株式市場は比較的活発に取引が行われている市場であると言える。

また前述の通り、上場企業の育成にも積極的に取り組んでおり、タイ証券取引所では、新規上場部（国内・国際）を設置して、上場を希望する企業の上場支援を無償で行う体制を整備しており、上場企業誘致に注力している。

さらに投資家の育成については、タイ証券取引所が投資セミナーやゲーム感覚で個人投資家が参加できるような投資イベントを開催するなど、個人投資家の獲得に努めるとともに、投資家教育活動を通じ、機関投資家の株式取引に関する知識や理解を深める取り組みを進めており、投資家層は緩やかに拡大してきている。

こうした市場育成策を進めるのは、タイの株式市場の基本的な問題は、経済規模に対し

て市場規模自体が未だ小さいことであり、市場規模の拡大に向けて、上場企業、投資家、さらにはデリバティブをはじめとした投資対象の多様化が進められている。こうした取り組みを地道に進め、市場規模の拡大を目指すことが根本的な課題であると言えよう。

一方で、タイに関しては、外国人投資家から見た場合、市場構造自体が特殊であるという問題が挙げられる。前述の「2（2）タイ証券取引所での株式取引」の項目で詳しく紹介した通りである。これらの特殊かつ複雑な投資環境が、特に外国人投資家の投資の呼込みにあたっては、障害となり得よう。

ASEAN 6 か国（タイ、シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム）では、域内の株式投資を活性化し、各国の株式市場を育成する目的で、「ASEAN ボード」という共通の電子取引ボードを設立することが目指されている。ASEAN ボードでは、6 か国がそれぞれ自国市場の時価総額上位30銘柄を取引できるようにする予定であるが、タイ証券取引所の場合は、実際に取引を行うボードがメインボードになるのか、フォーリンボードになるのか、またASEAN ボードにおける取引は外国人投資に当たることから、議決権や配当の取扱いをどのようにすべきか、などの点が問題となつてこよう。ASEAN ボードは2011年1月に取引開始予定であり、現在、具体的なリンクージュの方法等の技術面を詰めている段階であるが、タイ証券取引所ではNVDRでの取引を想定している



とのことである。しかしながら、NVDRは通常の株式とは異なるものである。外国人投資家が他国におけるのと同様の取引を行えるよう、ボードや商品の整理を行うことが、タイの株式市場では喫緊の課題として指摘できよう。さらに言えば、株式取引のみにとどまらないが、企業が自社株式の外国人による保有比率の上限を自由に制定可能である(注11)など、経済の国際化の観点から、改善が望まれるポイントも存在すると言える。

なお、タイでは、2006年以降、軍事クーデターや空港の不法占拠、ASEAN会合の延期などの政治的混乱や、資本規制の導入により株価が1日で15%下落し、翌日には導入された資本規制の一部が撤回されるなど、政治的なリスクによる株式取引への影響が未だ高い点には留意が必要である。

(注1) 政府による第2次国家経済社会開発計画(1967-1971)の提案を受けて、タイにおける資本市場育成の取組みが開始された。1969年には、世界銀行の提案により、アメリカの証券取引委員会のチーフエコノミストであったコロンビア大学のロビンス教授によって、タイ資本市場育成のための調査が開始されたほか、タイ中央銀行が、資本市場の創設を目的に、資本市場育成のための作業部会を設立した。ロビンス教授による調査報告書は、翌1970年に提出され、後にタイ資本市場育成のマスタープランとなった。1972年にタイ政府は「公共の安全と福祉に影響を及ぼす商業活動に関する規則についての評議会通達第58号」を修正し、それまでは自由度の高かった金融、証券会社の業務に関して規制を強化した。1974年5月にはタイ証券取引所の設立に関する法制(タイ証券取引法)

が施行され、同年末には貯蓄を資本市場に投資できるよう、歳入に関する規則が改正されるなど、証券取引所設立に必要な基本的な法制が整備され、タイ証券取引所(The Securities Exchange of Thailand、1991年にThe Stock Exchange of Thailandに名称変更)が設立された。

(注2) 上場基準の詳細は以下を参照。

[http://www.set.or.th/en/regulations/circulated\\_memo/listed\\_company/listed\\_company01\\_files/kte\\_3.pdf](http://www.set.or.th/en/regulations/circulated_memo/listed_company/listed_company01_files/kte_3.pdf)

[http://www.set.or.th/dat/content/rule/en/TorMorRor0100\\_6\\_EN.pdf](http://www.set.or.th/dat/content/rule/en/TorMorRor0100_6_EN.pdf)

なお、本稿の図表等で使用した計数は上記、タイ証券取引所HPにて入手可能。

(注3) “Foreign Business Act” <http://asialaw.tripod.com/database/foreign.html>

(注4) 財務大臣を議長とする資本市場育成委員会(The Capital Market Development Committee)によって策定された。[http://www2.mof.go.th/press\\_releases\\_detail.php?id=21](http://www2.mof.go.th/press_releases_detail.php?id=21)

(注5) 主要目標6項目は、①投資家、発行体双方の資本市場へのアクセスしやすさ、②投資商品の質の向上や多様化、③投資家、発行体双方にとってのコスト削減、④法制、会計、税制、情報等の面で効率的なインフラの開発、⑤投資家教育と投資家保護の枠組みの整備、⑥競争促進とグローバルな市場との連携。また重点改革手段8項目は、①タイ証券取引所による証券取引の独占を廃止し、競争力を強化すること、②市場を効率化すべく、証券事業の自由化を進めること、③法制の改革、④税制の簡素化、⑤金融商品の開発、⑥年金基金(国民貯蓄基金)の設立、⑦貯蓄と投資の文化を育てること、⑧国内債券市場の育成。

(注6) タイの株式市場の時価総額の対GDP比は、2007年末時点では78%となっていたが、世界金融危機の影響を受けた2008年末時点には39%にまで減少した。

(注7) この制度は、共通基準であるASEAN standardと発行国ごとの独自基準 plus standardの2つからなり、最初に株式もしくは債券を発行する国で、ASEAN standard（とその国のplus standard）を充足していることから、他の2国で追加発行する際には、発行を希望する国のplus standard部分を充足するだけで済むというもの。

<http://www.aseansec.org/22674.pdf>

(注8) Coordinated Portfolio Investment Survey  
<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm>

(注9) <http://www.bot.or.th/English/ForeignExchangeRegulations/FXRegulation/Pages/ExchangeControlLaw.aspx>

(注10) 隣接諸国（カンボジア、ラオス、ミャンマー、マレーシア、ベトナム）の場合は50万バツまで可能。

(注11) 但し、法制で保有比率が定められている業種に該当する企業の場合は、定款で定める比率は、法定外国人保有比率の49%を超えることはできない。



## 〈コラム〉

### 「タイ証券取引所とタイ王国投資委員会が企業の上場奨励策を発表」

2009年10月、タイ証券取引所はタイ王国投資委員会（以下BOI）と連携の上、2009年第4四半期に開始する企業の上場奨励策を発表した。

BOIでは、株式市場の活性化のための方策として、一定の要件を満たす企業がタイ証券取引所に上場した場合、当該企業の所得税控除の上限を引き上げる措置を2009年6月に発表し、対象企業の一覧を公表した。なお、この措置を利用可能な企業数に制限はなく、可能な限り多くの企業の上場を推進しようというBOIの姿勢が見て取れる。

本件措置の適用第1号企業となるStars Microelectronics（Thailand）PCL社の場合、所得税控除額の上限引上げは、2009年から本措置が満了する2012年12月まで適用される。

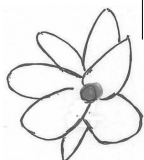
今回発表された取組みは、上記のBOIによる上場推奨対象企業一覧に掲載されている企業に対し、タイ証券取引所と協調してより積極的に上場の働きかけを行う内容となっている。

具体的には、2009年10月より、タイ証券取引所とBOIは、チョンブリ、アユタヤを含む5つの工業団地に拠点をおく企業に重点的に情報提供を行い、今回の措置に伴う税制優遇について対象企業の理解を深め、SETあるいはmai市場への上場誘致を図る内容である。

今回のタイ証券取引所とBOIの取組みにより、製造業企業の上場が促進されれば、新規上場企業にとっては資金調達手段の多様化が図れる一方で、タイ株式市場にとっては投資対象の増加により、投資家にとっての魅力が増し、市場規模の拡大と取引の活性化による市場の発展が期待される。

# アジア株式市場のいま

## —第6回 フィリピン、ベトナムの株式市場



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**

経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

### ■ 1. フィリピンの株式市場

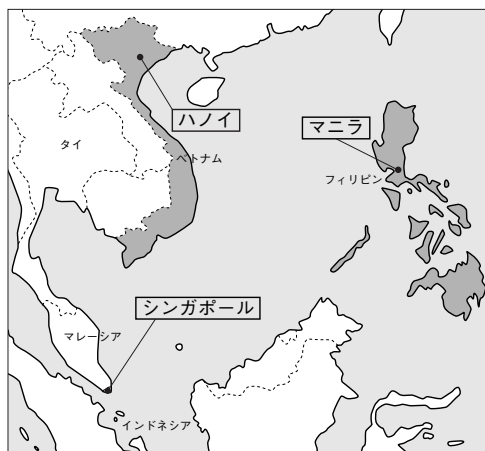
#### (1) 東南アジアでもっとも歴史の古いフィリピン株式市場

フィリピンの株式市場の歴史は古く、1927年にマニラ証券取引所（MSE：Manila Stock Exchange）が開設された。フィリピンは米国の植民地であったため、米国の制度がモデルとされた。一方、1963年にはスペイン系財閥と地元証券会社数社が共同で、同国2番目のマカティ証券取引所（MkSE：Makati Stock Exchange）を設立した。MSEは米国や華僑系ブローカーの影響が強かったことに対抗したものである。

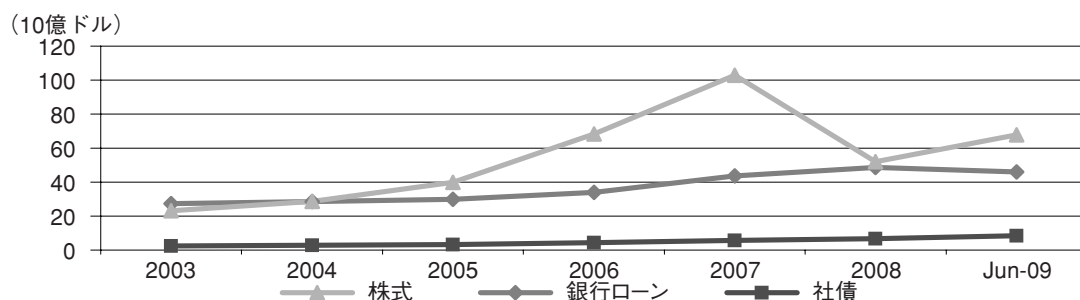
フィリピンでは戦後早い時期に工業化が始まったことで、フィリピン株式市場は1960年代後半までは東南アジアで最大の株式市場であった。しかし2つの証券取引所が存在することで、上場規定の相違など弊害が発生したため、1993年に両取引所は合併し、フィリピン証券取引所（PSE：Philippine Stock Exchange、以下「PSE」）が誕生した。

#### 〈目次〉

1. フィリピンの株式市場
2. ベトナムの株式市場



(図表1) フィリピンの銀行ローン残高、社債残高、株式時価総額の推移



注：銀行ローンは対金融機関向けローンを除く。社債は地場通貨建て債のみ。

(出所) フィリピン中央銀行、ADB、WFE

しかしその後、東南アジア他国に比べ、フィリピンは経済成長が遅れ、現在ではASEAN 5 各国（マレーシア、インドネシア、フィリピン、シンガポール、タイ）の中で、フィリピン株式市場は時価総額、上場企業数ともにもっとも規模の小さい株式市場となっている。

一方で、近年になると、英語や人的資源を背景に、IT産業、コールセンターやバックオフィスなどのBPO産業が急速に拡大しており、フィリピンは東南アジア諸国でも特異な地位を築きつつあり、分散投資の対象として、フィリピン株式市場への注目も高まってきた。

## (2) フィリピン株式市場の概要

フィリピン株式市場は2005年以降に、時価総額の急増を見せたが、世界金融危機の影響を受けて2008年には一転して急減した。その後は再び増加に向かっており、企業にとって銀行ローンを上回る最大の資金調達市場と

なっている（図表1）（注1）。

PSEは傘下に清算機関のSecurities Clearing Corporation of the Philippines (PSEの出資比率51%)、証券保管機関のPhilippine Central Depository, Inc. (同31.72%)、システム会社のPhilippine Dealing System Holding Corporation (同14.29%)などを擁するが、100%出資の子会社として取引・清算・決済まで一体的に運営する組織体制とはなっていない。

PSEでの上場、取引の概要は（図表2）のとおりである。株式の上場はファーストボード、セカンドボード、SMEボードに分類されるが、取引の態様は同一で、取引システムも共有されている。取引場所としてパジク市とマカティ市の2か所にトレーディングセンターがあるが、取引は午前のみである。取引注文は価格、トレーディングセンター、時間の順で優先され、価格形成はオークション方式で決定される。またスクリップレス取引で、決済はDVP方式でT+3で決済される。

(図表2) フィリピン証券取引所の概要

	ファーストボード	セカンドボード	SMEボード
上場	3事業年度にわたり継続的に収益を計上。 時価総額5億ペソ以上かつ5事業年度以上営業。 あるいはネット有形資産5億ペソ以上かつ5事業年度以上営業。	1年以上の事業実績。 時価総額2億5千万ペソ以上。	成長性、収益性等の見込み。
上場商品	普通株、優先株、ワラント、フィリピン預託証券(PDRs)、小型国通貨建て国債(SDT-Bonds)		
取引時間	月曜日～金曜日(除く祝祭日) 9:30～12:10		
取引場所	Pasig Cityトレーディングセンター、Makati Cityトレーディングセンター		
取引単位	株価毎に取引単位、最低変動幅が決められている。取引単位は10～100万株。		
取引手法	オークション方式。完全自動、スクリップレス取引。		
決済期間	DVP方式でT+3		
手数料		売り手	買い手
	ブローカレッジ手数料(取引高の最大1.5%+VAT12%)	×	×
	清算手数料(取引高×0.0001)	×	×
	トランスファー・フィー(100ペソ+VAT12%)	—	×
	取消手数料(20ペソ+VAT12%)	×	—
株式取引税(キャピタルゲイン税に代え取引価格の1%×0.5)	×	—	—

注：これまで「前日の終値あるいは直近の呼値(高い方)と比べて、1日の株価上昇率は50%以下、下落率は40%を下回らない」との値幅制限が設けられていたが、2009年8月に少なくとも1年間は制限を撤廃することが決定された。

(出所) PSE

上場商品は普通株、優先株、ワラント、預託証券、小型国通貨建て国債であり、先物取引やオプション取引といった派生商品は未だ存在しない。

### (3) フィリピン株式市場の特徴

フィリピン株式市場の特徴としては、同国の企業構造から波及した上場企業の偏り、これによる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といった点が挙げられるが、それらは同時に問題点としても指摘できる。

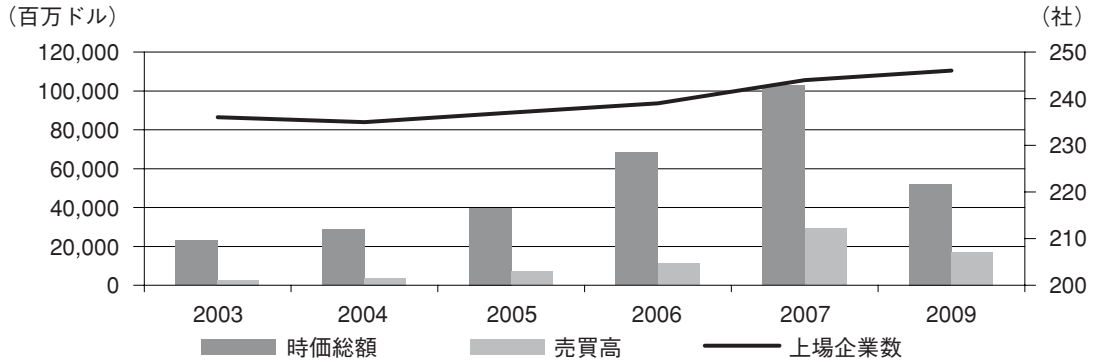
フィリピンでは大企業は企業グループを形成しており、グループ内の銀行からのファイナンスを受けられる構造にある。このため株式

の公開比率が低く、企業情報の開示が不十分であるなどの問題点が指摘されている。株式取引はキャピタルゲインを狙った短期的取引が多く、市場のボラティリティが高まるという構造にもある。

株式市場の動向を見ると、2003年から2008年の5年間で上場企業数の増加は10社にすぎない(図表3)。時価総額、売買高はASEAN他国市場と同様に増加しているが、市場の集中度を見ると、時価総額上位10社のシェアは55.2%、取引高上位10社のシェアは57.9%とASEAN5か国の中でもっとも集中度の高い市場となっている(図表4)。

また「フィリピン証券取引所指数(PSEi)」構成銘柄では、最大銘柄であるフィリピン電話会社

(図表3) フィリピン証券取引所の時価総額、売買高、上場企業数の推移



(出所) WFE

(図表4) ASEAN 5 各国の集中度  
(上位10社、2008年)

国名	時価総額	取引高
フィリピン	55.2%	57.9%
インドネシア	51.3%	53.9%
タイ	49.3%	49.6%
マレーシア	36.6%	41.6%
シンガポール	43.7%	46.7%

(出所) WFE

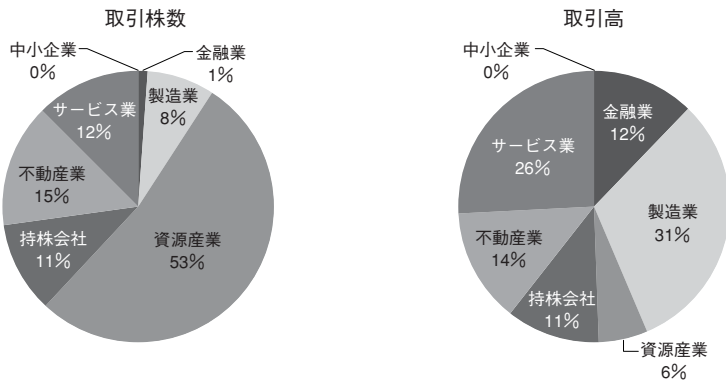
(図表5) フィリピン証券取引所指数 (PSEi)  
構成銘柄のウェイト

銘柄名	ウェイト (%)
PLDT (フィリピン電話会社)	22.78
アヤラ・ランド	7.16
フィリピン・アイランズ銀行	7.02
マニラ電力	6.92
アヤラ	5.63
上位5銘柄	49.51

注：2009年11月18日時点

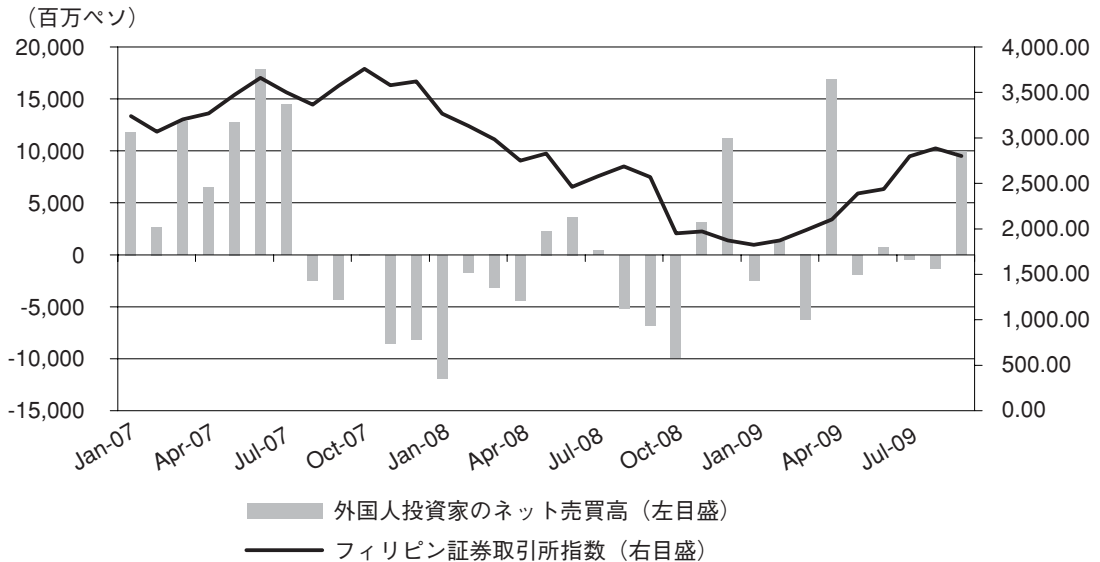
(出所) Bloomberg

(図表6) 産業部門別取引シェア (2008年)



(出所) フィリピン中央銀行 Annual Report 2008

(図表7) 外国人投資家の売買動向と株価指数の推移



(出所) PSE

のウェイトが22.78%と突出しており、上位5銘柄で株価指数のおよそ半分を占める構造にある(図表5)。このためウェイトの高い銘柄の動向に市場全体が大きく影響され、また投資対象も限定的になるという市場構造にあると言えよう。

(図表6)は産業部門別の取引株数、取引高シェアを見たものである。取引株数でも取引高でも持株会社が11%のシェアを占めており、フィリピンの企業構造の特徴が窺われる。

フィリピン株式市場では、外国人投資家の売買が取引高の50%程度を占めているため(注2)、外国人投資家の動向による影響が大きい。2008年には世界金融危機の影響を受けて、売買高が前年比で42.3%減少し、株式時価総額も同48.9%の急減を記録した。その主因は外国人投資家がフィリピン株を売り越し

たことで、2008年通年の売り越し額は222億ペソに上った(注3)。これを受けて市場のボラティリティは85.2%の上昇となった(注4)。(図表7)は外国人投資家の投資動向とフィリピン証券取引所指数の推移を見たものである。外国人投資家の投資動向に伴って、株価指数も変動している状況が窺える。

2009年に入り、外国人投資家の売越し額が急減するとともに大きく買越しに転じる月も出ている。また世界経済が今後、ゆっくりと回復に向かうとの予測の下、国内の年金基金なども株式投資を増加させている。2009年上半期には年金基金の上場株式投資は555億2,000万ペソと、前年同期の451億3,000万ペソから23%の増加を記録した(注5)。これらを受けて株価指数も上昇傾向にある。

#### (4) 投資規制とフィリピン株式市場の課題

フィリピンでは外貨規制は1993年から自由化されている。外貨の流入は基本的に自由であるが、国外から外貨を原資としてフィリピン投資を行う場合には、ペソを購入する時点で中央銀行に中央銀行登録書を提出し、投資目的を申告することが求められる。証券投資も自由に行えるが、外国人投資家の投資を取り次ぐディーラー／ブローカーは取引後3営業日以内に当該取引を中央銀行に登録せねばならない。中央銀行は登録を受けた後、登録証 (Certificate of Registration) を発行し、登録を受けた投資は、利益や配当を本国に回金することが認められる。

なお、外国人投資規制リスト (Foreign Investments Negative List) において、安全保障や産業保護を目的とした投資禁止産業や株式保有比率が制限される産業が規定されている。

フィリピン株式市場は上場企業数の増加と多様化、国内投資家の育成、市場透明性の拡大、金融商品の多様化など多くの課題を抱えている。特にフィリピン独特の課題としては、前述の企業構造の問題が指摘でき、これとともに情報開示の拡大も重要なポイントとなる。加えて金融派生商品の開発が、ASEAN他国市場に比べても著しく遅れており、先物取引、オプション取引などのヘッジ手段の導入は喫緊の課題と言えよう。2008年には株式

の貸借取引などが導入され、現在は上場投資信託 (ETF) の導入に向けた準備を日本の国際協力機構 (JICA) の技術支援を受けながら進めている。

フィリピンは今後の経済成長の潜在性は高いと見られるが、フィリピン株式投資はその市場構造、市場の発展段階からして、リスクの高い投資であると言えよう (注6)。

(注1) フィリピン株式市場に関する統計はフィリピン証券取引所 (<http://www.pse.org.ph>)、フィリピン中央銀行 (<http://www.bsp.gov.ph>) 等から入手可能である。

(注2) 2008年のフィリピン証券取引所における外国人投資家の売買シェアは48.7%であった。

(注3) フィリピン中央銀行に登録された外国人によるポートフォリオ投資は、2007年は35億ドルのネット流入であったが、2008年には14億ドルのネット流出となった。

(注4) 日次株価指数の標準偏差は2007年の242ポイントから2008年には448.2ポイントに上昇した。

(注5) 年金基金はFirst Philippines Holdings、Philippine Long Distance Telephone Co. (PLDT)、Philex Mining Corpなどに投資を行っており、2008年には290億ペソの収益を計上している。

(注6) フィリピンでは市場を通さない個人間の株式移転 (売買) も行われている。これは株式証明 (Stock Certificates) の所有者が裏書きによって株式譲渡を行うもので、簡単に行われる。この株式移動が第三者あるいは発行企業に対して有効となるためには、発行企業の台帳に記録されねばならない。



## ■ 2. ベトナムの株式市場

### (1) 歴史の浅いベトナム株式市場

ベトナムには、大企業が多く上場されているホーチミン証券取引所（HoChiMinh Stock Exchange、以下「HOSE」）（注7）と中小企業が上場し、店頭市場を有するハノイ証券取引所（Hanoi Stock Exchange、以下「HNX」）（注8）の2つの証券取引所が存在する。両取引所とも2000年以降に創設されており、ベトナムにおける株式市場の歴史はまだ浅い。

ベトナムにおける証券市場創設の取組みは、1986年に開催されたベトナム共産党大会において、改革政策として「ドイモイ（刷新）」が採択され、従来の社会主義体制から市場経済システムの導入へと政策転換がなされたことに始まる。1990年代には国営企業の改革や株式会社化が進められ、私企業の設置が認められるようになった。これと並行して、証券市場設立の動きも開始され、1993年に中央銀行であるベトナム国家銀行の中に、証券市場関連法案の立案を目的に資本市場発展委員会が設置された。1996年には政府組織として、証券会社及び証券運用会社の監督当局である国家証券委員会（State Securities Commission、以下「SSC」、2004年2月には財務省内の組織に変更）が設置された。1998年にはSSCの監督下に2つの証券取引センターを設立する首相決定がなされ、2000年7月にホーチミン証券取引センターが（2007年8月

にSSC監督の下で自主運営される証券取引所に改組）設立された。また、ハノイ証券取引センター（2009年1月に証券取引所に改組）は、ホーチミン証券取引所と異なる機能を持つ中小企業向けの株式市場として2005年3月に設立された。HNXには2005年7月に債券流通市場も開設されている。

### (2) 株式市場の概要

#### ① 発展途上にある株式市場

ベトナムの株式市場は、2005年以降急速な発展を見せており、2009年11月26日時点の時価総額（HOSEとHNX合算）は、2つの証券取引所（当時は証券取引センター）が誕生した2005年末時点の時価総額の60倍まで増加している（図表8）。

株式市場拡大の要因として、2005年9月に外国人持株比率の上限が従来の30%から49%へ大きく引き上げられたこと、2007年1月のWTOへの加盟を経て、中国への一極集中を避けるためのもう1か国の投資先やBRICsに次ぐ経済成長国として、ベトナムに対する海外からの期待が大きく高まったこと、国営企業の株式会社化により上場企業が増加し（2005年末から2009年11月26日までに約10倍に増加）、投資家も増えたことなどが挙げられる。このように、急速に成長しているベトナム株式市場ではあるが、時価総額がGDPに占める割合は2008年末時点で16.1%と未だ小規模にとどまる。

売買代金で見た上位10銘柄への取引集中度

(図表 8) ベトナム株式市場規模の推移

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
時価総額 (10億ドン)	3,884	9,389	217,942	442,966	237,949	488,397
ホーチミン	3,884	7,505	144,753	320,983	181,386	452,798
ハノイ	—	1,884	73,189	121,983	56,563	35,599
時価総額/GDP (%)	0.5	1.2	26.0	38.7	16.1	—
ホーチミン	0.5	1.0	17.2	28.1	15.9	—
ハノイ	—	0.2	8.7	10.7	4.9	—
上場会社数	26	41	193	253	317	428
ホーチミン	26	32	106	138	164	186
ハノイ	—	9	87	115	153	242
証券会社数	13	14	55	78	88	98
証券口座数	20,630	31,316	130,000	360,460	502,298	—
国内						
個人投資家	20,220	30,601	—	350,000	488,570	—
機関投資家	177	279	—	1,300	1,578	—
海外						
個人投資家	204	398	—	8,630	11,356	—
機関投資家	29	38	—	530	794	—

注：2009年のデータは11月26日時点のデータを使用。

(出所) ADB Institute Discussion Paper No.105 “Managing Capital Flows: The Case of Viet Nam” May 2008、金融庁「アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察」(日本貿易振興機構アジア経済研究所)、General Statistics Office Of Vietnam、CEICデータ、HOSE、HNX、IMF資料

は2009年12月1日時点で52%と高く、実際に取引可能な銘柄は限定的と言える。

ベトナムでは、投資家が複数の株式口座を保有することが禁じられており、口座数が投資家数となる。2008年末時点の株式口座数は約500,000口座であり、このうち、外国人投資家の口座は日本、中国、韓国の投資家を中心に約12,000口座（うち約800が機関投資家口座）ある。

また、HOSE上場銘柄の業種別構成を上場企業数で見ると、製造業(78社、39%)と建設業(20社、11%)の合計が半分を占める。時価総額ベースでは、金融が全体の1/3を超えており、これに製造業(28%)と不動産業(15%)を足し合わせると時価総額の約8割に上る。

株式市場の構造を見ると、HOSE、HNXとも一部制の市場を採用している。HOSE、HNXでは株式以外に債券取引も行われているが、債券取引は流通市場を有するHNXが主流となっている。HOSEにはこのほかに、ベトナムブルーチップファンドなど4本の投資ファンドが上場されている。ベトナムでは未だETFやデリバティブ市場は存在しない。

ベトナムでは、取引所で取引される上場株式に加え、未上場株式取引も活発に行われている。上場株式については、取引所への取引集中義務があるものの、未上場株式については、証券会社が未上場株式取引を扱うことを禁止する規定がないため、証券取引所設立前から証券会社の店頭取引（OTC）やイン

ターネット経由で活発に行われてきた経緯がある。

通常、新規株式公開（Initial Public Offering、以下「IPO」）とは、上場の際に行う株式の公募を指すが、ベトナムにおいては、IPOを行い、株主数などの上場基準を満たした上で上場することが一般的であり、IPOは上場時の株式募集を指すわけではない。そのため、IPOを行ったものの、証券取引所に上場しない企業が存在し、これらの企業の株式が未上場株式として取引されている。

これらの未上場株式が、ほとんど規制されていない店頭取引で取引されていることを受けて、政府は2007年に施行した証券法において「公開会社」制度を導入し、株主が100人以上存在するなどの要件を満たす企業は、SSCに届出の上、未上場の場合も上場会社と同様の情報開示を行うことが義務付けられた。世界銀行の調査によると、ベトナム国内には公開会社の要件を満たす企業が4,000社以上存在しているとされる。

2009年6月には、未上場の公開会社株式の取引市場（Unlisted Public Companies Market、以下「UPCoM」）がHNX内に作られた。UPCoMで取引可能な銘柄は、UPCoMに承認された未上場の公開会社株式であり、2009年12月1日時点のUPCoM登録企業は27社、時価総額は2兆3,094億ドンとHNX上場株式時価総額の6%にとどまる。取引は10時から15時まで（11:30～13:30を除く）に、相対取引で行われる。取引単位は

10株であり、±10%の値幅制限が適用される。

また、HOSEとHNXでは、重複上場は行われていない。例えば、HNX上場銘柄がHOSE上場基準を充足した場合は、SSCがHOSEへの上場替えを指導している。上場廃止となった場合には、当該株式をUPCoMに登録することができる。

## ② ベトナムにおける株式取引

取引の取引所集中義務に基づき、全ての上場株式取引はHOSEまたはHNX経由で行われる。取引時間や取引方法は取引所によって異なる（図表9）。

外国人投資家がベトナム株式取引を行うためには、自国にベトナム株式を取り扱う証券会社がある場合にはその証券会社、もしくはベトナムの証券会社に口座を開設する必要がある。ベトナムの証券会社を利用する場合は、証券取引口座の開設と同時に、証券会社が指定する銀行に証券決済口座を開設し、投資資金を送金して取引を行う。

株式取引に利用できる通貨は、ベトナムドンのみであり、外貨で送金した場合は、ベトナムドンに転換する必要がある。

外国人投資家が株式投資をする際の株式保有制限は、上場企業及びUPCoM取引登録企業では発行済み株式数の49%までとなっている。ただし、銀行や、国防、安全保障など、中央銀行が定めた業種に該当する企業の株式は30%が上限となっている。保有制限が上限に達した企業の株式については、他の外国人

(図表 9) ベトナム株式市場の概要

	ホーチミン証券取引所 (HOSE)	ハノイ証券取引所 (HNX)
主な上場基準	①資本金800億ドン以上、②過去2年連続して利益を計上していること、③社外の100人以上の投資家が株式の20%以上を保有していること、④株式を保有している取締役会、監査役会等のメンバーは、上場から6か月間は保有している株式を100%、翌6か月間は50%を保有すること	①資本金100億ドン以上、②過去1年利益を計上していること、③議決権を持つ株主が100人以上いること、④株式を保有している取締役会、監査役会等のメンバーは、上場から6か月間は保有している株式を100%、翌6か月間は50%を保有すること
取引可能商品	・株式 (189銘柄) ・投資ファンド (4銘柄) ・債券 (65銘柄) (2009年12月1日時点)	・株式 (245銘柄) ・債券 (508銘柄) (2009年12月1日時点)
取引日	月曜日～金曜日 (土日、祝日は休場)	
取引時間	第1セッション：8：30～9：00 第2セッション：9：00～10：15 第3セッション：10：15～10：30 第4セッション：10：30～11：00	8：30～11：00
取引通貨	ベトナムドン (Dong)	
取引単位	10株 (相対取引は1株単位)	100株 (相対取引は1株単位)
値幅制限	前日終値±5%	前日終値±7%
決済サイクル	T+3	

(出所) HOSE、HNX資料等により筆者作成

投資家が売却しない限り、保有することができない。

売買手数料は、取引金額の最大0.45%となっているほか、取引高の0.1%の有価証券販売税が機関投資家(売り手)に課されている。個人投資家には、有価証券販売税は課されていない。

取引システムには、注文照合(Continuous Order Matching)とプットスルー取引(相対取引の場合に、取引条件等を決定の上、入力するシステム)の2種類があり、取引所における株式取引は全て証券預託機関であるベトナム証券預託機構(Vietnam Securities Depository、以下「VSD」)を通じて決済される。

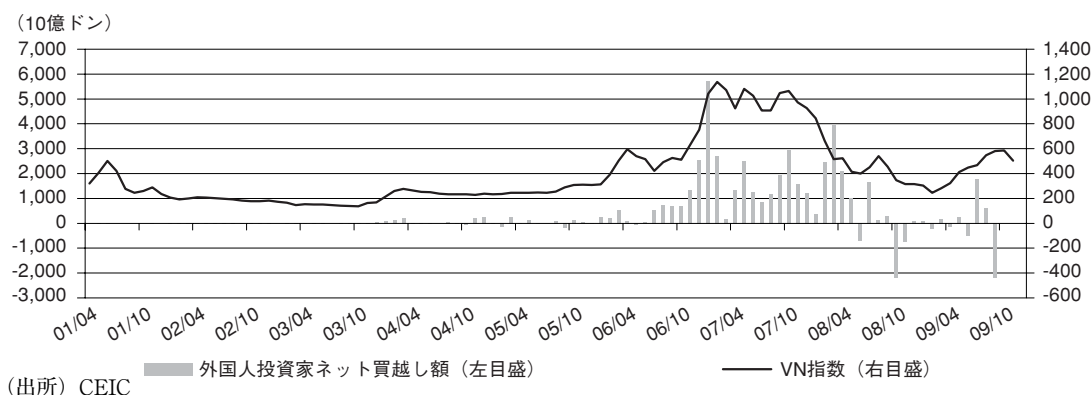
具体的には、取引所での取引時間終了後に、取引データがVSDにオンラインで送信され、

VSDでは取引内容を照合の上、会員である証券会社・商業銀行等の証券口座間でDVPにて決済が行われる(注9)。

また、未上場であっても、公開会社の株式については、VSDへの登録及び預託が義務付けられている。

このほかの留意点としては、ベトナムでは、信用取引はできないこと、法制上は空売りが行えるものの、施行規則が出されていないため、実質的には行えないことが挙げられる。また、同一取引日内の同一銘柄の売りと買いも行えないため、理論上の最短取引日は、受渡し日以降となる。しかしながら、決済が受渡し日の午後に行われるため、実質的には受渡し日の翌営業日が最短取引日となる。

(図表10) 株価指数と外国人投資家の動向の推移



### (3) 株式市場の特徴

#### ① 外国人投資家の存在感が大きい

##### ベトナム株式市場

ホーチミン証券取引所における株価指数と外国人投資家の動向を見ると、外国人投資家のネット買越し額が急速に増加し始めた2006年以降、株価は急騰した(図表10)。その後、世界金融危機の影響を受けて、外国人投資家の資金が流出し始めたのに伴い、2007年末以降は下落基調となった。インフレの昂進、貿易収支赤字の拡大、ドン相場の急落といった要因も加わり、ベトナムVN指数(HOSEの株価指数)は2008年末には最高値から7割以上下落した。

2009年に入り、外国人投資家の買いが戻る中で株価も上昇に転じた。9月末には外国人投資家が再び売りに転じたものの、国内個人投資家の高い購入意欲に支えられて株価はさらに上昇を見せ、9月23日には1日の売買代金の過去最高額を記録した。

ベトナム株式市場では外国人投資家の占める割合は、投資家数(口座数)で見た場合、2%程度にすぎないが(2008年末時点)、実際の取引シェアは、取引高の20~25%を占めると言われている。IMFによると(注10)、2007年末時点の海外からのベトナム株式投資は、前年の4.5倍の26億ドルに上った。このうち、韓国(46.3%)、シンガポール(17.2%)、イギリス(23.3%)、香港(4.7%)の4か国・地域からの投資の合計が90%超となっている。

#### ② 資本市場育成マスタープラン

ベトナムでは、マスタープランを作成して、市場の育成・発展に取り組んでいる。具体的には、2003年から2006年までの第Iフェーズ、2007年から2009年までの第IIフェーズ、2010年から2012年までの第IIIフェーズに分けて、需要及び供給の増加、規制・法制の整備、人材育成と市場参加者の拡大を目指している。

市場規模の拡大に向けては、株式市場の時価総額を2010年までにGDP比50%、2020年までにGDP比70%にするという具体的な数値目標を掲げている。また国営企業の株式会社化の推進、コーポレートガバナンスの強化、インフラの整備、金融派生商品の開発などを含む資本市場発展に向けた取組みを実施することとしている。2009年は第Ⅱフェーズの最後の年に当たるが、昨今の金融危機の影響を受け、信用取引の導入などの計画の進捗は遅れている。

また、第Ⅱフェーズのマスタープラン策定に当たっては、日本や韓国などの支援を受けており、同国からは第Ⅲフェーズにおいても同様の支援が期待されている。

2010年から始まる第Ⅲフェーズの目標の1つには、国債先物やオプション取引のためのデリバティブ市場の創設が掲げられている。

#### (4) 株式市場の問題点と投資規制

##### ① 投資規制 (注11)

外国人投資家がベトナムで株式投資を行う際には、VSDで証券取引コードを取得した上で(手続きは証券会社が行う)、証券会社に証券口座を、証券決済銀行にはベトナムドン建て口座をそれぞれ開設する必要がある。

証券決済銀行口座については、口座開設銀行がベトナム中央銀行に申請し、承認を得られて初めて投資資金の入金・送金及び株取引決済口座としての使用が可能となる。

株式投資資金としては、以下が認められている(注12)。

- ・海外からベトナムに送金された外貨
- ・投資家が銀行に開設した口座に預け入れた外貨とベトナムドン
- ・投資家がベトナムの商業銀行に開設した証券決済銀行口座に預け入れたベトナムドン
- ・投資家がベトナム国内の直接投資活動から得た配分利益
- ・投資家がベトナム国内の直接投資活動の譲渡、清算、または解散から得た収益
- ・外国人がベトナムで得た賃金、賞与、その他合法的な所得
- ・ベトナム中央銀行が承認したその他の出所、から調達した外貨とベトナムドン

なお、外国人投資家の証券決済銀行口座からの資金の引出しは一切制限されない。

税制については、非居住者(法人)の証券取引については、財務省省令第72号に基づき、売却総額の0.1%に相当するみなし法人所得税が課税され、法人所得税が納付されている場合は株式投資による配当は課税されない。

個人については、2009年1月1日より、改正個人所得税法が施行され、株式売却額に対して所得税が課税されるようになった。非居住者の場合、株式売却時には売買価格の0.1%が源泉徴収されることとなったものの、2009年1月から12月の間に得た収入については免税となっている(注13)。

配当についても5%課税となることが決定されたが、まだ施行はされていない。

## ② ベトナム市場が抱える課題

ベトナムの株式市場は、経済規模に比して未だに小規模であるため、規模の拡大に向けた取組みが進められている。

上場企業数については、前述のとおり、2005年から2009年までの5年間で10倍に増加しており、未上場株のうち公開会社に登録している企業数は1,070社近くに上る(注14)など、潜在的な上場企業も多い。投資家についても、2004年から2008年末までに口座数が24倍に増えている。また、保険会社数及び保険会社の資産は2002年から2006年までの5年間に3倍以上の増加を記録し、国内機関投資家層も拡大傾向にある。

市場インフラを見た場合には、デリバティブ市場が未だなく、投資を行う上でのヘッジ手段が整備されていないほか、信用取引や同日の同一銘柄の反対取引が行えないなど、今後改善すべき点は多い。

また、証券決済においては、人が目視で行っている業務が一部あるほか、2008年5月にはシステム障害により、3日間にわたってHOSEでの取引が停止されたこともあり、システムの高度化が課題として指摘される。

今後ベトナム株式市場がより一層発展していくためには、国際的に投資を行う投資家が他国と同様に投資を行えるよう、国際基準に基づいた市場インフラの整備が期待される。

(注7) ホーチミン証券取引所の概要や計数は、以下を参照。

[http://www.hsx.vn/hsx\\_en/default.aspx](http://www.hsx.vn/hsx_en/default.aspx)

(注8) ハノイ証券取引所の概要や計数は、以下を参照。

<http://en.hnx.vn/default.asp?actType=1&menuup=602000&TypeGrp=1&menuid=103120&menulink=600000&menupage=&stocktype=2>

(注9) <http://www.vsd.vn/CDA/default.aspx?ChannelID=43&lang=e>

(注10) IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey  
<http://www.imf.org/external/np/sta/pi/geo.htm>

(注11) <http://en.hnx.vn/Cauhoithuonggap.asp?actType=1&stocktype=2>

(注12) ベトナム銀行発行2004年5月25日付Circular 03/2004/TT-NHNN及び中央銀行発行2004年12月6日付Decision No. 1550/2004/QD-NHNN

(注13) [http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/jp/ap/200801\\_1/01.html](http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/jp/ap/200801_1/01.html)

<http://www.kpmg.or.jp/resources/newsletter/jp/ap/200908/01.html>

(注14) The Economist Intelligent Unit, "Vietnam exchanges: Sub-sector update", 2009/12/28  
[http://www.eiu.com/index.asp?layout=ib3Article&article\\_id=1954176580&country\\_id=1010000301&pubtypeid=1132462498&industry\\_id=640001064&category\\_id=](http://www.eiu.com/index.asp?layout=ib3Article&article_id=1954176580&country_id=1010000301&pubtypeid=1132462498&industry_id=640001064&category_id=)



# アジア株式市場のいま

## —第7回 韓国の株式市場

財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝



### 1. アジアの総合取引所を目指す韓国取引所

1956年3月に韓国証券取引所が設立され、1962年に証券取引法が制定されるなど、韓国株式市場の歴史は浅い。しかし近年では、「東北アジア最大の資本市場」となることを目標に急速に市場の整備を進めている。各種デリバティブ取引に加え、2001年に不動産投資信託（REIT）、2002年に上場投資信託（ETF）、2005年に株式ワラント（ELW：Equity Linked Warrants）などの取引を

開始し、投資商品の多様化を図るとともに、2005年には、韓国証券取引所、韓国店頭株式市場（KOSDAQ Stock Market）、韓国先物取引所（KOFEX）が合併し、韓国取引所（Korea Exchange、以下「KRX」）が誕生した。

KRXは後述するように数多くの上場商品を取り扱う一方で、清算・決済に当たってはセントラル・カウンター・パーティー（CCP）の役割を担い、韓国における株式取引の中心的な存在となっている。

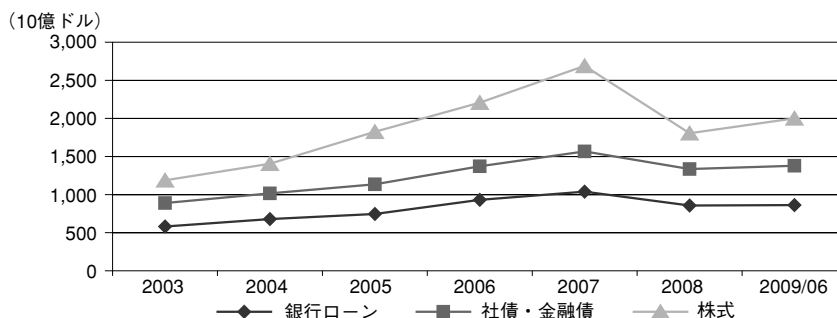
なお、KRXは傘下に証券並びに先物市場のシステム開発・運営を担うKOSCOM（KRX出資比率76.63%）、証券中央保管機関のKorea Securities Depository（同70.25%）を抱えている。

#### 〈目次〉

1. アジアの総合取引所を目指す韓国取引所
2. 韓国株式市場の概要
3. 韓国株式市場の特徴
4. 外国人投資規制と韓国株式市場の課題



(図表1) 銀行ローン、社債・金融債、株式時価総額の推移



注：社債・金融債は地場通貨建て債のみ。  
(出所) IMF、ADB、WFE

## 2. 韓国株式市場の概要

### (1) 韓国株式市場の規模と最近の動向

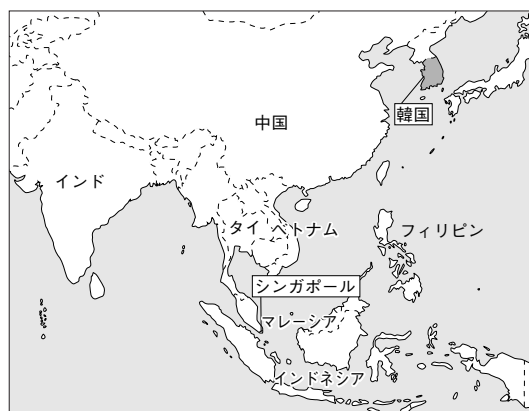
韓国における企業等の資金調達手段として、銀行ローン、社債・金融債、株式の市場動向を比較したものが(図表1)である。株式市場は最大の資金調達市場となっており、2003年から2007年にかけて他市場に比して大きく拡大したが、2008年には世界金融危機の影響を受け、株式時価総額は急減した。しかし依然として最大の資金調達市場となっている。1日平均取引高、上場企業数も順調に増加しており、株式市場全体が拡大している様子が窺える(図表2)(注1)。

しかし経済規模との対比で見た場合、韓国株式市場の規模は相対的に小さい。株式時価総額の対GDP比率は2009年3月で45.6%であり、アジア新興諸国平均の61.6%を下回り、インド(44.3%)とほぼ同水準となっている。また他国市場との比較における韓国株式市場

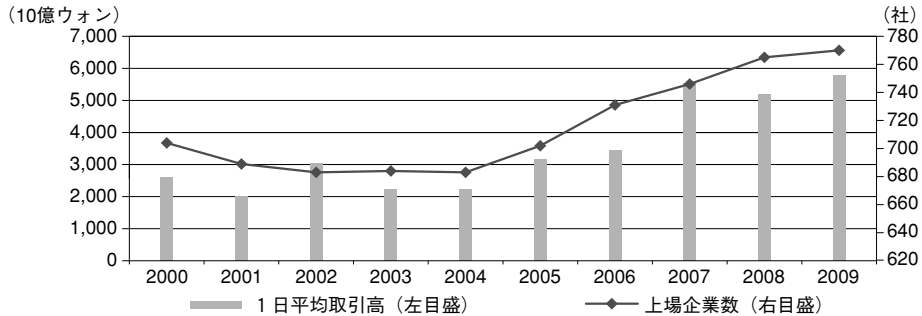
の大きな特徴としては、外国人投資家の取引割合が極めて高い点が挙げられるが、これに関しては後述する。

世界金融危機以降の最近の動向を見れば、2009年に韓国の株価は先進諸国や主要アジア諸国を上回る回復を記録した(KOSPI：韓国総合株価指数の推移について(図表3)参照)。これは外国人投資家による韓国株式投資が急増したことが主因である。

国際収支を見ると、2009年の資本収支(暫定値)は約264億5,000万ドルの黒字を記録した。

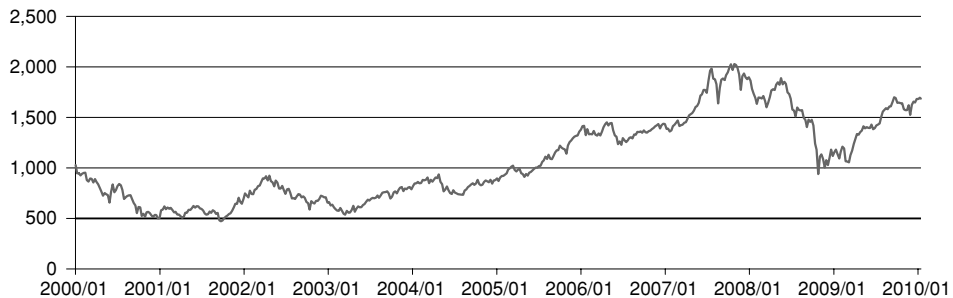


(図表 2) 取引高と上場企業数の推移



注：上場企業数は各年末時点。  
(出所) KRX

(図表 3) KOSPI (韓国総合株価指数) の推移



(出所) Bloomberg

1980年以降で最大の黒字額となったが、2008年の世界金融危機で流出した海外の投資資金が再び韓国に流入した結果である。資本収支の黒字はポートフォリオ投資が506億8,200万ドルの流入超となったことによるもので、これを受けて韓国の株価は2009年に約5割の上昇となった。

## (2) 韓国株式市場の概要

### ① 株式取引の概要

韓国取引所 (KRX) の概要は (図表 4) の通りである。

KRXの中に現物市場としては、有価証券市場と店頭株式市場 (KOSDAQ) が存在する。またKRXは各種株価指数、デリバティブ商品等、多数の商品を提供している。

取引には通常セッション (9:00~15:00) 以外の時間前セッション、時間後セッションも設定されており (注2)、時間前セッション、

(図表 4) 韓国取引所の概要

	有価証券市場	KOSDAQ (店頭株式市場)
主な上場要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 3年以上の営業実績。</li> <li>・ 自己資本100億ウォン以上、上場予定株式総数100万株以上。</li> <li>・ 売上高直近300億ウォン、過去3年平均200億ウォン以上。</li> <li>・ 少額株主持分率30%以上、公募比率30%以上。</li> <li>・ 少額株主数1,000名以上。</li> <li>・ 自己資本利益率が直近年度5%以上、かつ直近3年度合計10%以上。</li> <li>・ 利益額が直近年度25億ウォン以上、かつ直近3年度合計50億ウォン以上。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 3年以上の営業実績。</li> <li>・ 自己資本30億ウォン以上。</li> <li>・ ROE 10%以上または当期純利益20億ウォン以上。</li> </ul>
上場商品	株式、債券（国債・地方債・社債）、ELW、ETF、REIT、クローズ・エンド型投資信託、各種株価指数先物・オプション、個別株式オプション、金利先物・オプション、為替先物・オプション、商品先物等。	
株価指数	KRX100、KOSPI、KOSPI200、KOSPI100、KOSPI50、KOSDAQ、STAR、KODI、KOGI等。	
取引時間	月曜日～金曜日（祝日を除く） 〈時間前セッション〉 7:30～8:30 〈通常セッション〉 9:00～15:00 〈時間後セッション〉 15:10～18:00	
取引単位	10株。 ただし、時間前・時間後セッションで額面5万ウォン以上の株式については1株。	1株。
呼び値	株価5,000ウォン未満：5ウォン 株価5,000～10,000ウォン未満：10ウォン 株価10,000～50,000ウォン未満：50ウォン 株価50,000～100,000ウォン未満：100ウォン 株価100,000～500,000ウォン未満：500ウォン 株価500,000ウォン超：1,000ウォン	株価5,000ウォン未満：5ウォン 株価5,000～10,000ウォン未満：10ウォン 株価10,000～50,000ウォン未満：50ウォン 株価50,000ウォン超：100ウォン
値幅制限	前日終値の15%	
サーキット・ブレーカー	KOSPIが前日終値より10%超値下がりし、その状態が1分以上続いた場合には、株式取引、先物・オプション取引は20分間停止される。	Kosdaqが前日終値より10%超値下がりし、その状態が1分以上続いた場合には、Kosdaq市場取引、KOSTAR先物取引は20分間停止される。
決済期間	T + 2	

(出所) KRXホームページより作成

時間後セッションでは終値での取引、ブロック・トレーディング、バスケット・トレーディングが可能になっている（注3）（注4）。

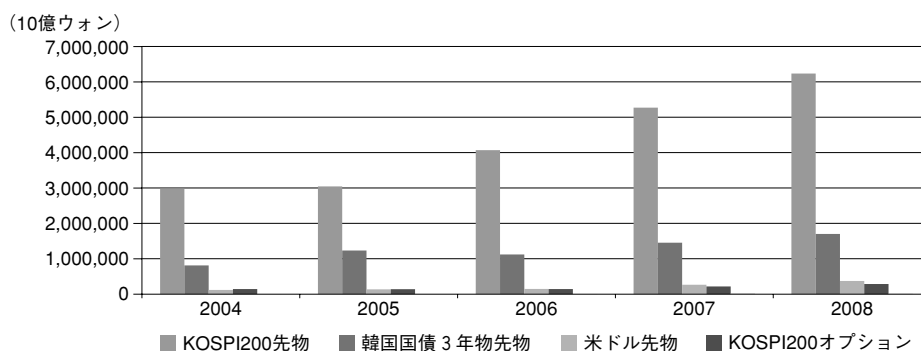
通常セッションでの注文の出し方も以下のように複数存在する。

- ・ Limit Order：注文者にとって指値より有利な価格での執行を求める注文。
- ・ Market Order：指値をせず、注文が入った時点での最良価格での執行を求める注文。
- ・ Limit-to-market-on-close Order (LTM)：市場が閉まる10分前まではLimit Orderとし、

その後Market Orderに変更となる注文。

- ・ Immediately Executable Limit Order (IELO)：注文を入れた際の最良価格で注文を執行するが、そこで残りが発生した場合にはさらに最良価格での執行を求める注文。
- ・ Best limit quotation：指値はしないが、注文を入れた際、市場で提示されている約定に最も近い他の指値を使用する注文（売り注文の場合には最も低い売り気配値、買い注文の場合には最も高い買い気配値）。

(図表 5) KRXにおけるデリバティブ取引の推移



(出所) KRX

市場の急激な変動に対しては、(図表 4) に示したようにサーキット・ブレーカーが発動されるが、その他にサイドカーも設けられている。サイドカーは市場が乱高下している場合に、プログラム取引による注文の効力を一時的に中止し、プログラム取引のインパクトを軽減するための措置である。具体的には、先物契約の価格が元値の 5% 以上騰落し、その状態が 1 分以上続いた場合、現物市場でのプログラム取引注文の執行が 5 分間延期される。なお、有価証券市場のプログラム取引のシェアは、2008 年 12 月の取引高ベースで 4.55%、取引高ベースで 12.14% であった。プログラム取引は漸増してきている。

証券取引の清算・決済に当たっては、証券取引法 (Securities and Exchange Act) で KRX がセントラル・カウンター・パーティー (CCP) の機能を提供することを認めており、KRX が CCP となった DVP 決済が実施されている。決済期間は原則として T+2 である。

取引コストとしてはブローカー手数料等の他、

有価証券取引税 (売り手に課税) が課せられる。

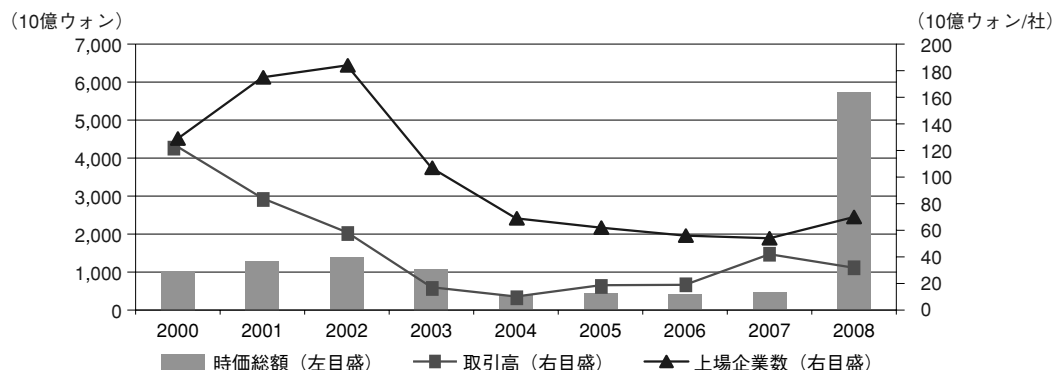
KRX のデリバティブ取引には、株式関連 (KOSPI200 先物、KOSPI200 オプション、スター指数先物、個別株先物、個別株オプション)、金利関連 (3 年・5 年・10 年国債先物、金融安定化債先物)、通貨関連 (米ドル先物、米ドルオプション、日本円先物、ユーロ先物)、商品関連 (金先物) があるが、KOSPI200 先物取引のシェアが圧倒的に多い (図表 5)。

## ② フリーボード

フリーボードは KRX に上場していない店頭取引株を発行する企業のために 2000 年に設立された店頭市場である。フリーボードは金融投資サービス資本市場法 (Financial Investment Services and Capital Markets Act) に基づき、韓国金融投資協会 (KOFIA: Korea Financial Investment Association) が運営している。

フリーボード上場企業は一般企業、ベン

(図表6) フリーボードの推移



(出所) KOFIA

チャー企業、先端技術企業 (Technopark-supported company) の3つに分類され、フリーボードでの上場・売買によって資金調達が可能となる他、上場予備企業として登録することで、上場に向けての支援<sup>(注5)</sup>を受けることが可能となっている。

フリーボードの推移は(図表6)の通りであるが、これまで市場は縮小傾向にあったが、2008年には上場が急増した。

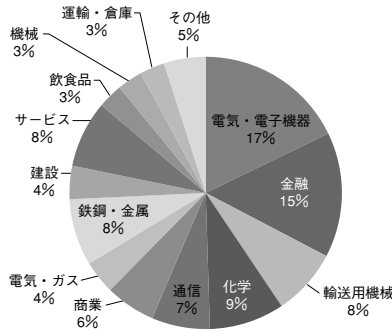
しかしその後、再び市場は縮小に向かい、2009年8月の上場企業数は66社(一般企業37社、ベンチャー企業29社)と2008年末の70社から減少している。

### ③ 上場企業の概要

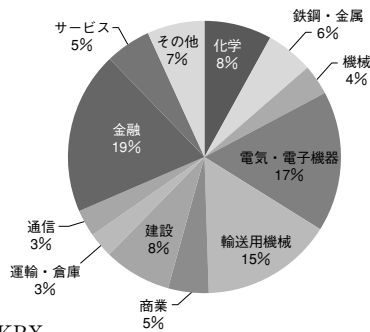
KRXに上場する企業では、サムソン、LG、現代、SK、大宇といった財閥系企業が時価総額、売買高ともに上位を占めている。サムソンをはじめ国際的な企業には外国人投資家も多く投資を行っている(投資家動向については後述)。KRXは、上位30社で時価総額の59.4%、取引量の49.2%、取引高の53.9%を占める構造にある(いずれも2008年)。上場企業の業種分布は、こうした財閥の企業展開を反映した形となっており、金融、電気・電子機器、輸送用機械のシェアが高くなっている(図表7、図表8)。

こうした企業構造は株式発行形態にも表れている。株式発行では公募よりも第三者あるいは既存株主にあてて発行する形態が多い(図表9)。2000~2008年の期間では、公募が17.1%であったのに対して、第三者割当が66.3%、既存株主割当が16.7%を占めた。企業支配への影響を考慮してのことであると指摘される。

(図表7) 時価総額の業種別内訳 (2008年、シェア%) (図表8) 取引高の業種別内訳 (2008年、シェア%)

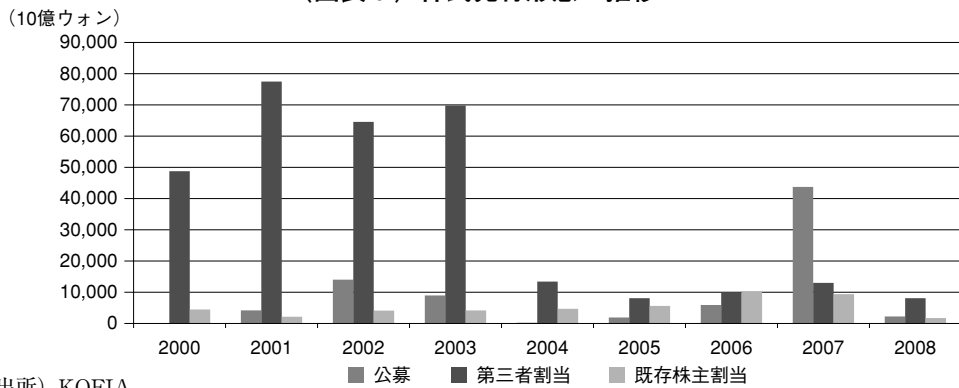


(出所) KRX



(出所) KRX

(図表9) 株式発行形態の推移



(出所) KOFIA

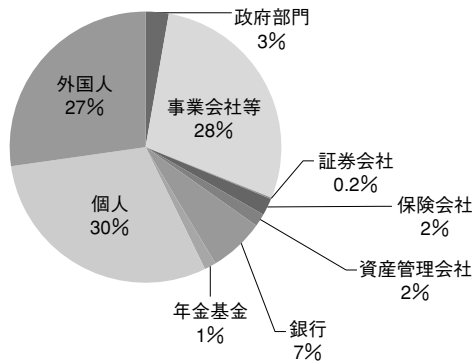
### 3. 韓国株式市場の特徴

韓国株式市場の特徴としては、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こと、店頭市場であるKOSDAQが国際的にも大きな市場となっていること、ELW (Equity Linked Warrants)・ETF市場が急速に拡大していることなどが指摘できよう。

#### (1) 存在感の大きな外国人投資家

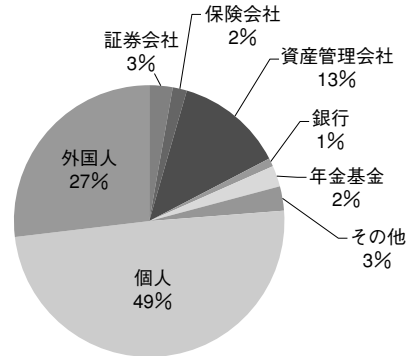
投資家別の株式保有シェアを見ると、個人、事業会社、外国人がそれぞれおよそ30%を占めている (図表10)。また投資家別の株式売買シェアを見ると、ここでも個人が49%と圧倒的なシェアを持ち (注6)、これに外国人がシェア27%で続いている (図表11)。いずれにしても機関投資家の存在感は極めて薄く、株式市場は個人と外国人に大きく依存していると言えよう (注7)。

(図表10) 投資家別株式保有シェア  
(時価総額ベース、2008年)



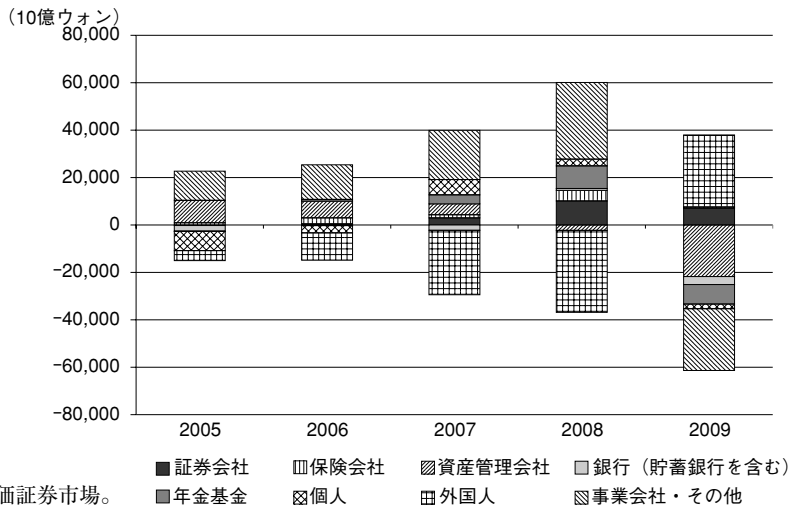
注：KOSDAQを含む。  
(出所) KRX

(図表11) 投資家別株式売買シェア (2008年)



注：有価証券市場。  
(出所) KRX

(図表12) 投資家別売買動向 (売越し・買越し) の推移

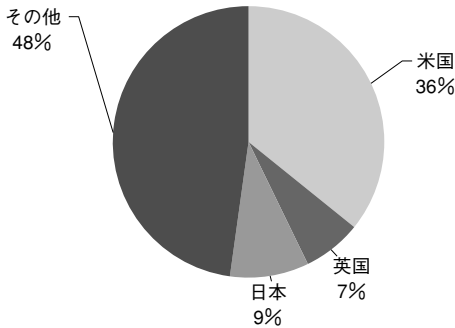


最近の売買動向(売越し・買越し)を見ると、2008年にかけて外国人は売り越しているが、2009年には一転して大きな買越しとなった(図表12)。これが世界金融危機後に、韓国株式市場が大きく回復した主因であったことは

前述した。因みに外国人と全く反対の傾向を示したのが資産管理会社であった。

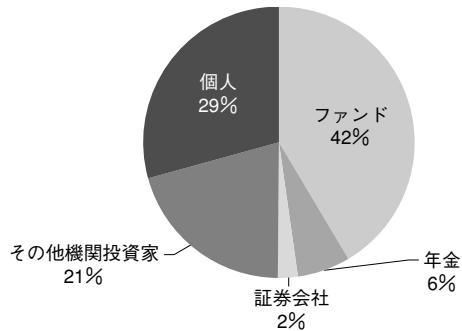
個人の売買は大きく売越しや買越しとはならず、大方マッチングしている状況も窺える。個人は世界金融危機後も積極的に売買を

(図表13) 外国人投資家の国籍別分布  
(2008年、シェア%)



(出所) Financial Supervisory Service

(図表14) 外国人投資家の構成 (2008年、投資家数)



(出所) Financial Supervisory Service

行っており、最近の株価上昇の1つの要因ともなっている、売買の原資となるローン (margin account loan) の残高は2008年末の1.5兆ウォンから2009年10月には4.6兆ウォンに急増しており、ローンの資金をもとに個人は株式取引を活性化させている。

外国人投資家の国籍を見ると、米国が36%とトップであり、日本9%、英国7%と続いている (図表13)。また外国人投資家の構成では機関投資家が71%、個人が29%を占めている (図表14)。一般に個人による海外株式投資は投資ファンド等を経由して投資されることが多く、その際には投資ファンドとしてカウントされる。韓国の場合、投資ファンドではなく、個人による株式投資が多く見られるのは特徴的であろう。

## (2) KOSDAQ市場

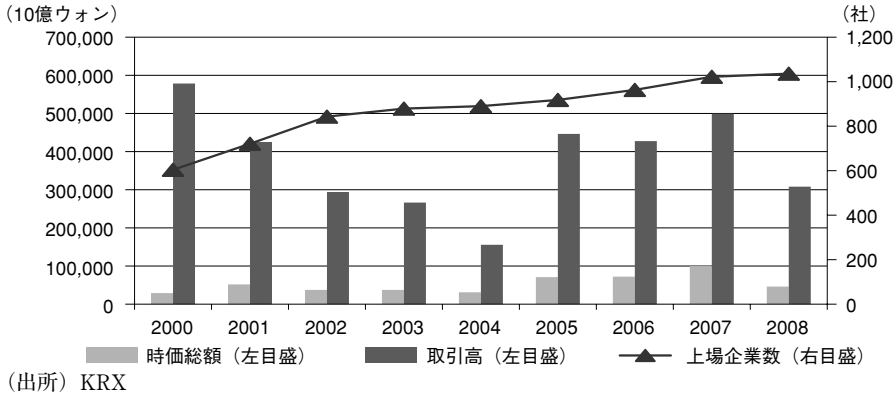
KOSDAQ市場は新興企業が上場する新市場としては、取引高、時価総額、上場企業数のいずれでも世界の5指に入る市場となっている。

KOSDAQ市場の動向を見れば、上場企業数は一貫して順調に増加している (図表15)。2004年までは取引高が減少傾向にあったが、前述の通り、取引所の統合でKRXが発足した2005年以降は取引高、時価総額ともに増加に向かった。しかし2008年には世界金融危機の影響を受けて一転して減少することになった。

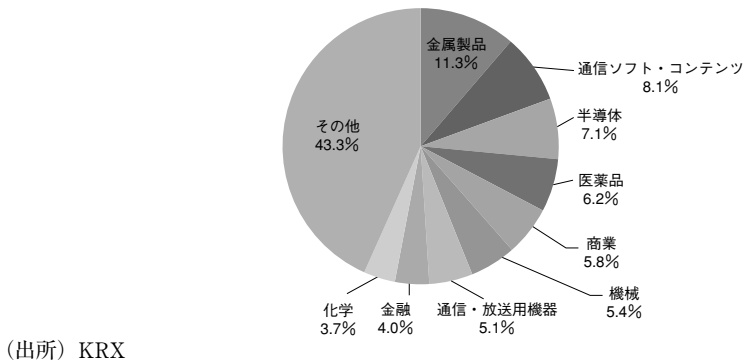
KOSDAQ市場における外国人投資家の取引シェアは2008年で5.37%と低く、KOSDAQ市場では圧倒的に個人投資家の取引が多い (シェア約90%)。KOSDAQ上場企業の業種別分布は (図表16) の通りであるが、極めて多くの業種に分布しており、ここでは財閥色も薄くなっている。



(図表15) KOSDAQ市場の動向



(図表16) KOSDAQ市場：時価総額の業種別構成（2008年、シェア%）



(3) 急速に拡大する株式ワラント (ELW) ・  
上場投資信託 (ETF) 市場 (図表17)

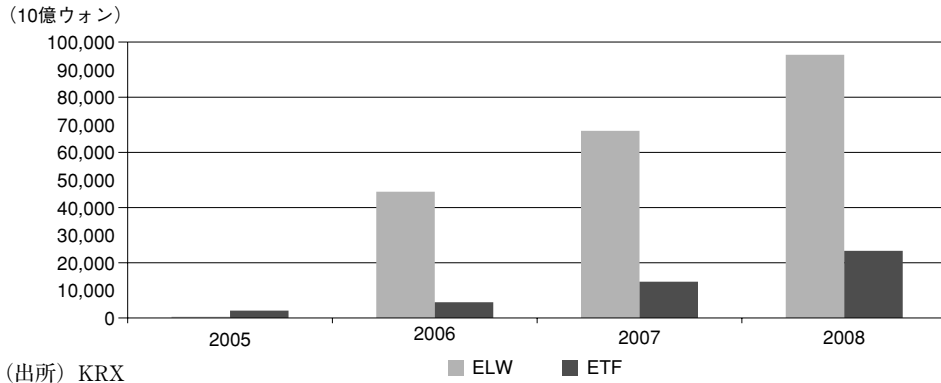
KRXでは多様な株価指数やデリバティブ商品が提供されているが、最近急速に取引額が増加してきているのがELWとETFである。

ELWは将来の合意した時点で合意した価格で株式または株価指数の売買を行う権利を表象した証券である。一種のオプション契約であるが、証券取引法で証券と定義されており、KRXで上場商品として取引することが

可能になっている。適切な価格と流動性を提供するために、取引にはマーケット・メーカー制が導入されている。ELW市場としては、香港取引所、ドイツ取引所に次ぐ世界第3位の売買高を誇るまでに成長している。

ETFは2002年にKRXに初めて上場されたが、その後、国際的な時流に乗って順調に拡大している。中国株 (KODEX China H ETF) や日本株 (KODEX Japan ETF) のETFなども上場している。上場銘柄数は2007年末21銘柄、2008年末37銘柄、2009年末

(図表17) 株式ワラント (ELW)・ETFの取引高推移



50銘柄と急増し、これに合わせて取引高も2007年141億5,030万ドル、2008年218億3,900万ドル、2009年247億1,430万ドルと増加している。

## ■ 4. 外国人投資規制と韓国株式市場の課題

### (1) 外国人投資規制

韓国株式市場の大きな特徴として、前述の通り外国人投資家の存在感が大きいことが挙げられるが、これは国内市場がそれ程大きなものではない一方で、サムソン電子などの国際的な企業が育ってきているといった背景がある。

外国人投資家が韓国株式投資を行う場合には、金融監督庁 (Financial Supervisory Service) に登録し、投資登録証 (IRC: Investment Registration Certificate) を取得しなければならない。本証の交付を受けて、証券口座の開設等が可能となる。

外国人投資家の出資制限については金融投資

サービス資本市場法を基にした諸法 (通信法等) に規定されており、外国人全体による出資制限、投資家1人についての出資制限などが決められている。2009年11月時点で出資制限のある企業は通信、ガス、放送、新聞、航空など36社 (有価証券市場上場12社、KOSDAQ上場24社) となっている (注8)。

### (2) 韓国株式市場の課題

KRXは2015年までに国際金融市場をリードする第一級の取引所となることを目標に掲げている。しかしながら国内市場が大きくはないこと、機関投資家の存在感の薄さ、通貨ウォンの不安定性や交換性がないことなどの問題を抱えている。

市場拡大の方策として、KRXは海外取引所との連携、デリバティブ市場の育成の2点に重点的に取り組んでいる。KRXはカンボジア、ラオス、モンゴルなどのアジア新興国市場の設立支援を行っている他、上場促進ではこれまでの中国企業への集中的な上場工作に

加え、米国、日本、ドイツに対象を拡大させていく方向である。

デリバティブ取引では「アジアのシカゴ」となり、デリバティブ取引でのアジアのハブ市場となることを目指している。KOSPI200先物では米国のCMEグループとのクロス上場、Eurexとの市場リンケージ、デリバティブ取引の24時間化などに加え、原油先物、人民元先物の開発、排出権取引の導入などを計画している。

また韓国が得意とするIT技術を使い、市場の透明性、効率性、信頼性などの向上を目指している。

しかし機関投資家の育成、通貨ウォンの抱える問題などは解決がなかなか難しく、韓国株式市場は引き続き個人投資家と外国人投資家が支える比較的変動性の高い市場であろう。

(注1) 韓国株式市場に関する統計の主なものは以下3つのサイトで入手可能である。本稿の図表もそれらの統計資料をもとに作成している。

- ・韓国取引所 (Korea Exchange) : [www.krx.co.kr](http://www.krx.co.kr)
- ・金融監督庁 (Financial Supervisory Service) : [www.fss.or.kr](http://www.fss.or.kr)
- ・韓国金融投資協会 (Korea Financial Investment Association) : [www.ksda.or.kr](http://www.ksda.or.kr)

なお、韓国金融投資協会は2009年2月に証券業協会、資産管理協会、先物協会が合併して誕生した。

(注2) 2009年の有価証券市場の売買高ベースでは、通常セッションでの取引が97.7%、時間外セッションでの取引が2.3%であった。なお、時間外セッションでは終値での取引とブロック・トレーディングの比率が圧倒的に多い。

(注3) ブロック・トレーディングは1銘柄、バスケット・トレーディングは複数銘柄をまとめた取引で、両取引ともに価格は当事者間の交渉によるが、当日の上下限価格の範囲内であればならない。

## 〈コラム〉

### 「韓国は先進国か？」

国際的な株式指数において、現在、韓国を先進国 (Developed) とするかどうか対応が分かっている。FTSEのインデックスにおいては、韓国はアジア諸国の中では、日本、香港、シンガポールと並ぶ先進国と位置付けられている。これに対してモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル (MSCI) の指数では、韓国は新興国 (Emerging) とされている。MSCI指数における韓国の先進国への格上げは期待されているが、未だに実現には至っていない。MSCIは、韓国市場の障害として、通貨ウォンの交換性がないこと、外国人投資家がOTC取引を行えないことの2点を指摘している。先進国と位置付けているFTSEにおいても、韓国に関しては評価項目のうち「外国為替市場の発展」、「決済 (Free deliveryが可能か)」、「OTC取引が可能か」の3点に関して、限定的 (restricted) と評価している。アジアのその他先進国では限定的とされる評価項目は1点 (日本は2点) である。MSCIでもほぼ同様の点が格上げのネックとなっており、こうしたポイントをどの程度評価するかで先進国に入れるかどうか分かれていると言える。

また韓国国債については、2010年1月、シティグループの債券指数「WGBI (World Government Bond Index)」への採用が見送られた。韓国債券市場の今後の改善を見守る方針が決定されている。

---

(注4) オンラインによる株式取引は全取引のおよそ半分を占め、その比率は2005年以降、僅かに低下する傾向にある。

(注5) IRに関する支援プログラムや資金調達訓練プログラムなど。登録後2年以内に上場を達成出来なかった場合には登録企業としての資格は失われる。

(注6) 生産年齢人口に対する株式投資家の比率は2008年で19%であるが、2005年以降、徐々に上昇してきている。

(注7) 韓国の公的年金基金である国民年金サービス(NPS)は2010年に株式運用の外部委託比率を引き下げることを発表した。外部委託比率は、国内株式で55%から50%に、海外株式で100%から90%に引き下げられる。外部に委託する国内株式の資産規模は25兆1,000億ウォンとなると予想され、NPSの運用資産は270兆ウォン程度と見込まれるため、国内株式での運用比率は18%強となる。

(注8) 外国人投資家による出資規制(出資上限)は通信:49%、ガス:1人当たり15%・全体で30%、放送:49%、新聞:30%、航空:49.99%などとなっている。



# アジア株式市場のいま

## —第8回 台湾の株式市場



財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

**糠谷 英輝**

### ■ 1. アジアでは相対的に規模の大きな台湾株式市場

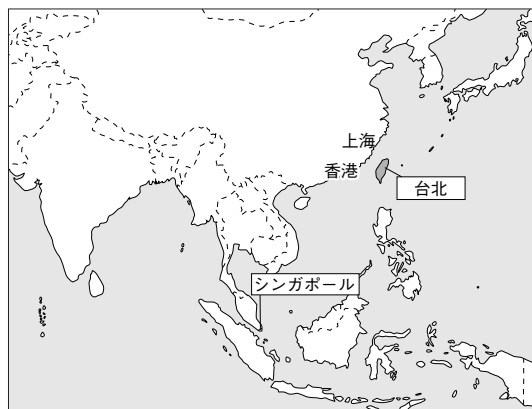
台湾証券取引所（TWSE：Taiwan Stock Exchange、以下「TWSE」）の設立は1961年10月、取引開始は翌年2月であった。また1988年には台北証券ディーラー協会によって店頭市場が開設され、その後、1994年に非営利組織であるグレイ証券市場（GTSM：GreTai Securities Market、以下「GTSM」）の設立に伴い、店頭市場はGTSMに移管された。なお、1998年には先物市場の台湾先物取引所

（TAIFEX：Taiwan Futures Exchange、以下「TAIFEX」）が設立されている。現在の台湾資本市場の概観は（図表1）の通りである。

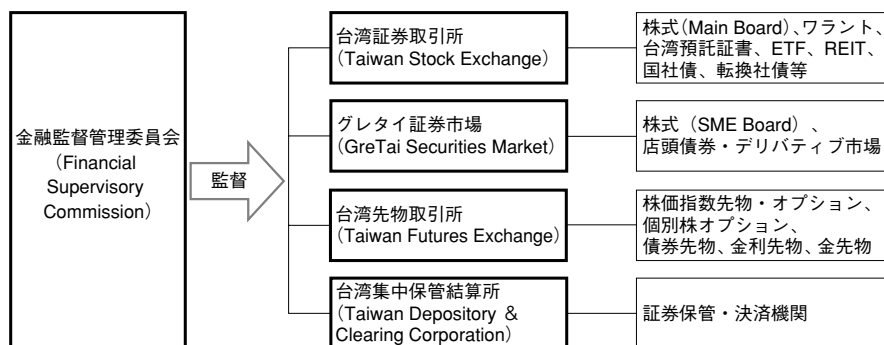
台湾株式市場の規模（TWSEの時価総額）は2007年には対GDP比でおよそ170%に上っていたが、世界金融危機の影響を受けて2008年には同95%に縮小した。しかしその後、株価上昇に伴い2009年3月には同131.5%に回復している（台湾加権指数の推移については（図表2）参照）。これはアジア諸国の中では香港（同541.4%）に次ぐ位置にあり、シンガ

#### 〈目次〉

1. アジアでは相対的に規模の大きな台湾株式市場
2. 台湾株式市場の概要
3. 台湾株式市場（TWSE市場）の特徴
4. 外国人投資規制と台湾株式市場の課題

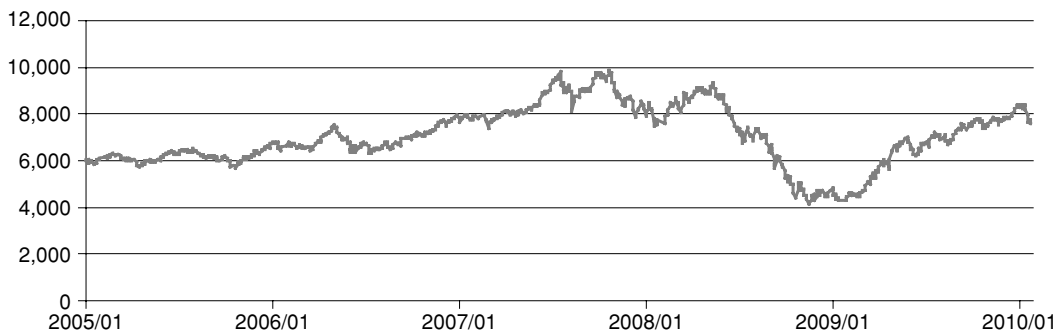


(図表1) 台湾資本市場の概観



(出所) TWSE

(図表2) 台湾加権指数 (TAIEX) の推移



(出所) TWSE

ポール (同107.4%) を上回る。台湾株式市場はその経済規模に比較して相対的に大きな市場になっていると言える。

台湾と、アジアの国際金融センターとなっている香港、シンガポールの各取引所を比較したものが (図表3) である。TWSEはシンガポール取引所とほぼ肩を並べる規模であるが、香港取引所と同様に外国企業の上場は少なく、巨大な国内市場であると言えよう。

## 2. 台湾株式市場の概要

### (1) 台湾証券取引所における株式取引

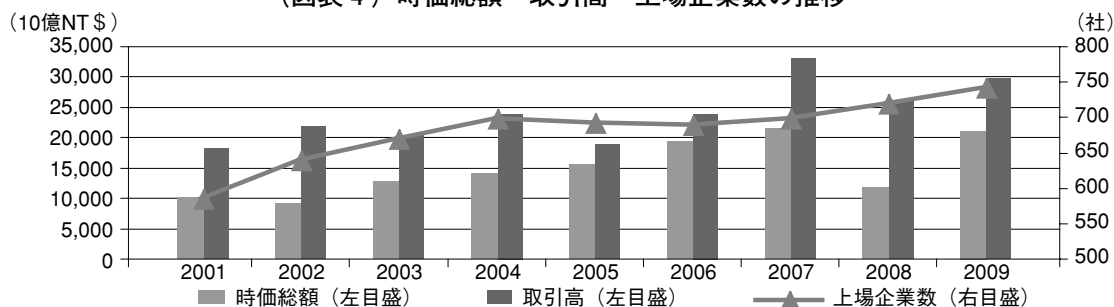
台湾株式市場はアジア他国と同様に、2007年にかけて市場規模は拡大したが、2008年には世界金融危機の影響を受けて、一旦縮小。その後、2009年には再び拡大に転じている (図表4) (注1)。また上場企業数は2006年以降、緩やかながら順調な増加を示しており、世界金融危機を受けた2008年末でも前年末の698社から718社へと増加を記録した。

(図表 3) 台湾・香港・シンガポール取引所の比較 (2009年)

	台湾証券取引所	香港取引所	シンガポール取引所
時価総額 (10億ドル)	657.6	2,305.1	481.3
上場企業数 (社)	755	1,319	773
うち外国企業 (社)	14	11	314
取引高 (10億ドル/年)	909.7	1,501.7	247.1

(出所) WFE

(図表 4) 時価総額・取引高・上場企業数の推移



(出所) TWSE

TWSEにおける株式取引の概要は(図表5)の通りである。TWSEへの上場には一般企業と科学技術企業の2種類があり、後者の方が上場基準は低い。これは台湾経済が主に電子産業などの科学技術産業に依存しており、同分野の拡大を支援するためである(注2)。なお、科学技術産業として上場するためには、台湾経済部、TWSEが委託する専門認証機関による認定が必要である。

TWSEでの株式取引の中心をなすのは一般取引であるが、そのほかにも立会外取引、端株取引、ブロック取引、競売、入札等の取引方法が細かく規定されている(注3)。1,000株に満たない取引は端株取引となる一方、ブロック取引は大口の取引であり、50万株(500単元株)を超える注文はブロック取引となる。

以下、一般取引に関して少し詳しく紹介すると、取引は全てコンピューターによる自動取引であり、板寄せ方式が採用されている。板寄せ方式による約定価格決定の原則は、価格優先、時間優先の原則であり、まずは価格が優先され、同じ値段の注文については時間優先の原則によって優先順位が決定される。

決済期間は大口のブロック取引で同日決済(T+0)が選択可能なほかは、T+2となっている。なお、証券の決済は集中保管機関である台湾集中保管結算所(TDCC: Taiwan Depository & Clearing Corporation)で行われる。

空売り、証券貸借取引なども規制はあるが認められている。ブロック取引、証券貸借取引などに関しては、市場の育成に向けて、頻繁に市場改革が実施されている。

(図表5) 台湾証券取引所の概要

	一般企業			科学技術企業			
	主な上場基準	・設立後3年以上が経過していること。			・専門認証機関による科学技術企業認定が必要。 ・直近1年以上の業務記録を提出。		
〈規模〉以下のうち1つを満たす。 ・資本金あるいは株主資本が6億NT\$以上。 ・時価総額が上場時に16億NT\$以上。			〈規模〉以下のうち1つを満たす。 ・資本金あるいは株主資本が3億NT\$以上。 ・時価総額が上場時に8億NT\$以上。				
〈収益〉以下両方を満たす。 ・直近3年の税引前利益が2.5億NT\$以上。 ・直近年の税引前利益が1.2億NT\$以上で、累積赤字でないこと。			〈収益〉以下両方を満たす。 ・自己資本が資本金の2/3以上。 ・運営資金が充分であることの証明を提出。				
〈株主等〉以下の全てを満たす。 ・株主数1,000人以上。 ・流通株の株主数500人以上。 ・公開株が株式総数の20%以上、あるいは1,000万株以上。			〈株主等〉以下両方を満たす。 ・株主数500人以上。 ・流通株が株式総数の20%以上、あるいは500万株以上。				
	一般取引	立会外取引 (終値取引)	端株取引	ブロック取引		競売(売付)	入札(買付)
				ペアトレード	単独取引		
取引時間	月～金曜日 注文時間 8:30～13:30 約定時間 9:00～13:30	月～金曜日 注文時間 14:00～14:30 約定時間 14:30	月～金曜日 注文時間 13:40～14:30 約定時間 14:30	月～金曜日 注文・約定時間 8:00～8:30 9:00～17:00 T+0の場合は 13:50まで	月～金曜日 注文・約定時間 9:00～17:00 T+0の場合は 13:50まで	月曜～金曜日 注文時間 15:00～16:00 約定時間 16:00以降	月曜～金曜日 注文時間 15:00～16:00 約定時間 16:00以降
取引単位	1,000株		1株	1株 単一証券:50万株(500単元株) 以上または1,500万NT\$以上。 複数証券:5種類以上かつ総額が 1,500万NT\$以上。		競売委託者が 決定	入札委託者が 決定
呼び値等	(株価) 0.01～10NT\$ : 0.01NT\$ 10～50NT\$ : 0.05NT\$ 50～100NT\$ : 0.10NT\$ 100～500NT\$ : 0.50NT\$ 500～1,000NT\$ : 1.00NT\$ 1,000NT\$以上 : 5.00NT\$		証券会社が入力 する取引対象、 数量と値段によ り付き合せ。	個別競争価格と し逐次付き合 せ。		—	—
値幅制限	7%	注文当日の終値 を約定価格と する。	—	7%		前日終値の 上下15%	
決済期間	T+2			T+0 かT+2 を選択		T+2	
手数料等	有価証券取引税(取引額の0.3%を売り手が負担)、配当税(配当額の20%)、取引手数料(証券会社が任意に設定)等。						

(出所) TWSE

## (2) 投資対象の拡大を進める 台湾証券取引所

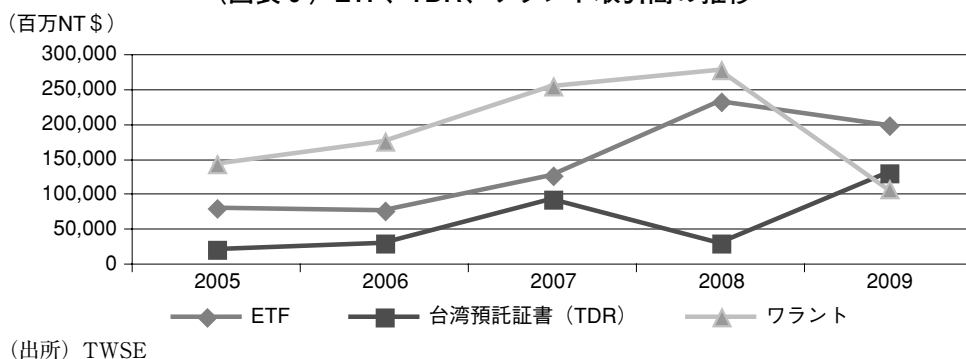
市場の育成に当たっては、投資対象の多様化も進められている。ETF(2003年6月)、REIT(2005年3月)と上場商品が追加され、現在、TWSEでは株、ワラント、ETF、REIT、台湾預託証書(TDR: Taiwan Depository Receipts)、公社債、転換社債など

が取引されている。

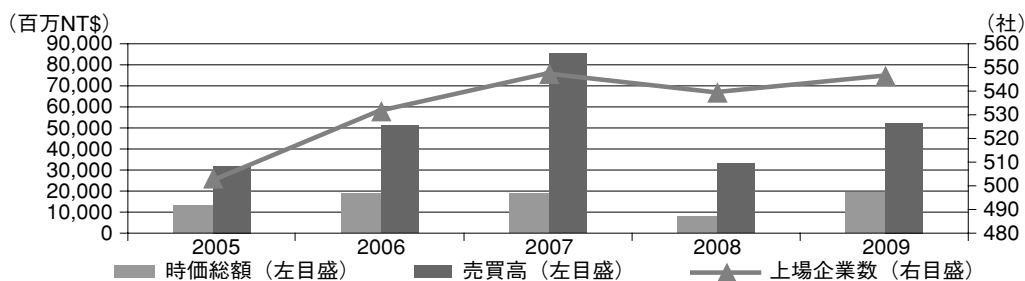
(図表6)はETF、TDR、ワラントの取引高の推移を見たものであるが、特にETFの取引が増加している(注4)。2004年には1銘柄であったETF(取引高793億NT\$、約2,380億円:1NT\$=3円で換算)は、2009年には14銘柄(取引高1,978億3,700万NT\$)に増加している。



(図表 6) ETF、TDR、ワラント取引高の推移



(図表 7) グレタイ証券市場の動向



### (3) グレタイ証券取引所

新興市場であるグレタイ証券取引所 (GTSM) は、主としてハイテク業種の中小企業のための資金調達市場として設立された。GTSMはTWSEと同じく、世界金融危機前の2007年にかけて大きく拡大した (図表 7)。2008年以降は世界金融危機の影響を受けて、時価総額は急減したが、その後、再び回復過程にある。

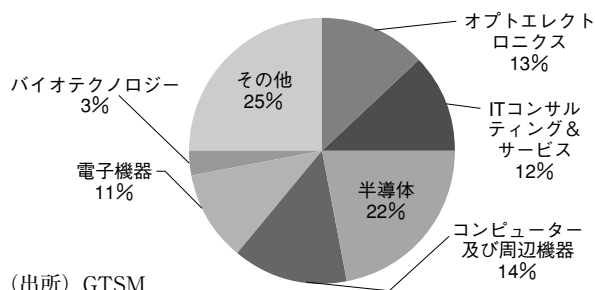
GTSMは時価総額でも、上場企業数でも韓国のKOSDAQに次ぐアジア第2の新興市場となっ

おり、東証マザーズを大きく凌駕している<sup>(注5)</sup>。

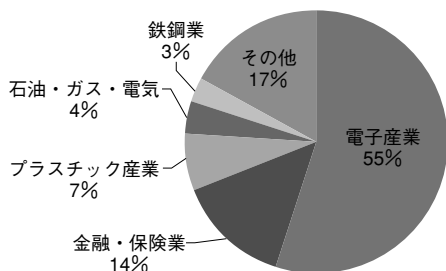
なお、GTSMには上場形態の一般ボード (General Board) と登録形態の新興株式ボード (Emerging Stock Board) の2市場が存在する。

GTSMの株式取引の業種別シェアを見ると、半導体、電子機器などの電子産業で72%を占めており、電子産業に特化した市場となっている (図表 8)。しかし投資家別のシェアを見ると、外国機関投資家のシェアは4.07%にすぎず (2010年1月)、国内投資家中心の市場となっている。

(図表 8) グレタイ証券市場株式取引の業種別シェア (2010年 1月)



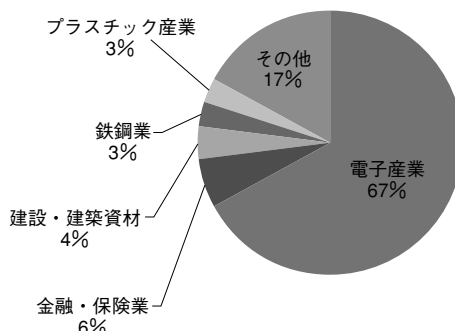
(図表 9) 上場企業の業種別シェア (時価総額ベース、2009年 9月末)



注：電子産業は半導体、コンピュータ及び周辺機器、通信、情報サービス業等。

(出所) TWSE

(図表10) 取引高の業種別シェア (2010年 1月)



(出所) TWSE

### 3. 台湾株式市場(TWSE市場)の特徴

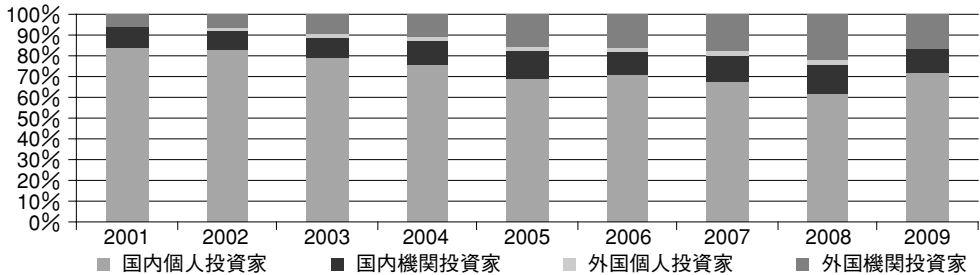
#### (1) 電子産業に特化した国内個人投資家中心の市場

TWSEの集中度(上位30社)を見ると、時価総額ベースでは60.9%、取引高ベースでは47.2%(いずれも2008年)と、アジア他国市場と比較して高いものではない。しかし業種別に見た場合、電子産業の占めるシェアは時

価総額ベースで55%、取引高ベースで67%と、電子産業に極めて特化した市場構造となっている(図表9、図表10)。したがって市場自体が電子産業部門の景気動向に大きく左右される状態にあると断言できよう。

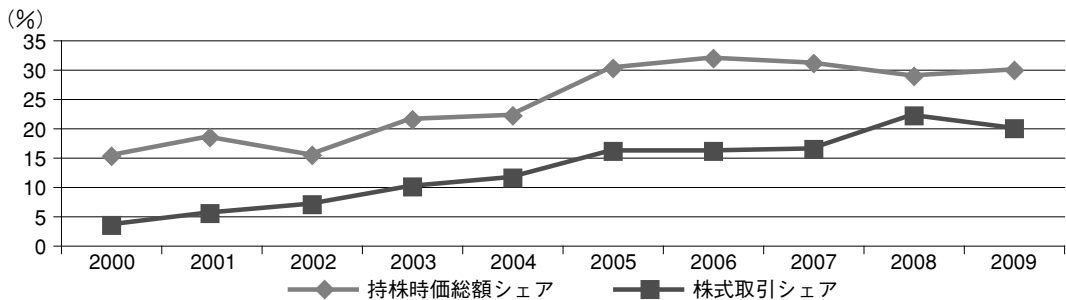
台湾当局は台湾企業の国際化が急速に進展していることに伴い、株式市場の国際化を強く意識している。その方策の1つとして現在は少ない外国企業のTWSE上場を推進しており、海外企業によるTWSEでの上場資格制限、資本調達制限などの緩和を図っている(注6)。

(図表11) 取引高の投資家別シェア



注：株式以外の債券取引等も含む。  
(出所) TWSE

(図表12) 外国人投資家の持株時価総額・株式取引のシェア



注：2009年は2009年10月。  
(出所) TWSE

外国企業の上場誘致は国内投資家の投資多角化ニーズを満たすものでもある。

一方、TWSEの投資家動向を見ると、外国人投資家のシェアは上昇傾向にあるが、2009年で16%を占める程度である（図表11）。外国人投資家のほとんどが機関投資家であり、個人投資家は極めて少ない。また国内投資家について見ると、国内個人投資家の全体の取引高に占めるシェアが72%と圧倒的に高く、国内機関投資家のシェアは12%弱にすぎず、外国機関投資家のシェアをも下回るものである。

国内機関投資家の育成が台湾株式市場にとって、大きな課題であることが窺われる。

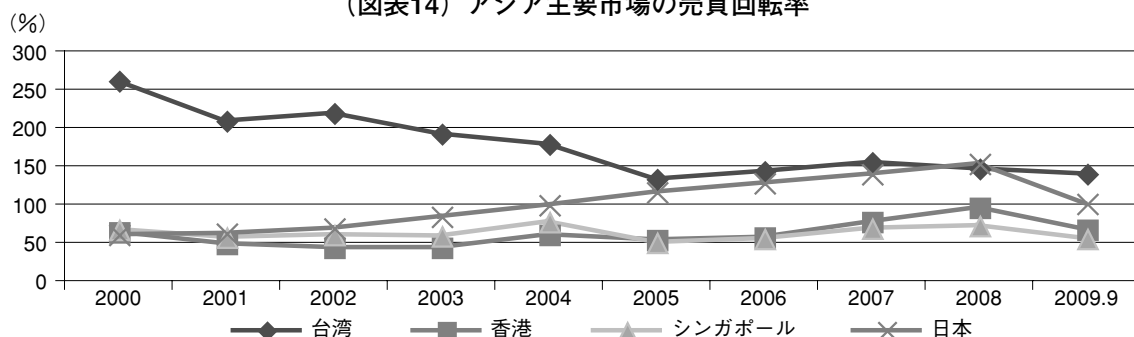
外国人投資家の持株時価総額並びに株式取引のシェアを見ると、株式取引シェアは上昇傾向にあるが（2009年は世界金融危機の影響等を受けて若干低下）、持株時価総額シェアは2005年以降、およそ30%程度で推移（頭打ち）している（図表12）（注7）。これは外国人投資家が主に取引を行う銘柄が限られており、対象企業の主な株式のかなりの部分が既に外国人投資家の所有にあるためと推察される。

(図表13) 外資持株比率トップ10 (2009年11月19日現在)

	社名	業種	外資持株比率 (%)
1	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd.	半導体	73.61
2	Wistron Corporation	コンピューター及び周辺機器	73.25
3	DELTA ELECTRONICS INC.	電子機器	71.58
4	SHENG YU STEEL CO., LTD.	鉄鋼	67.15
5	Advanced Semiconductor Engineering Inc.	半導体	64.73
6	Powertech Technology Inc.	半導体	64.41
7	SILICONWARE PRECISION INDUSTRIES CO., LTD.	半導体	61.32
8	Compal Electronics Inc.	コンピューター及び周辺機器	61.14
9	TAIWAN FERTILIZER CO., LTD.	化学	58.00
10	Media Tek Inc.	半導体	56.94

(出所) TWSE

(図表14) アジア主要市場の売買回転率



注: 売買回転率 = 売買金額合計 / 時価総額

(出所) TWSE

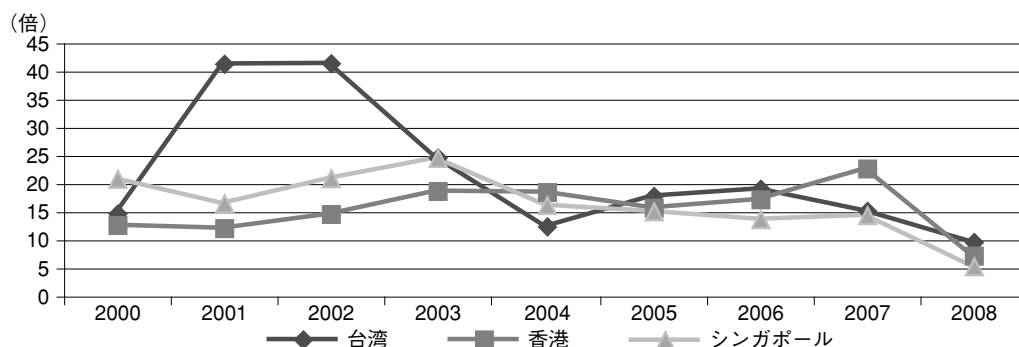
外資持株比率トップ10企業を見ると、2社を除く8社が電子関連産業である(図表13)。しかも上位3社はいずれも電子関連産業で、外資持株比率が70%を上回っている。これは電子産業に特化する台湾株式市場において、既に半導体等の主な電子産業に外資が相当程度進出している状況を表すものであろう。

## (2) 活発な取引

台湾株式については、売買が比較的活発なこと、配当等の収益率が高いことが特徴として挙げられる。

アジア主要4市場(日本、香港、シンガポール、台湾)の売買回転率(売買金額合計/時価総額)を見ると、台湾の売買回転率は2005年にかけて大きく低下したが、その後は安定した推移となっている(図表14)。台湾の売買回転率はアジア4市場の中で最も高く、

(図表15) アジア主要市場のPER



注：PER=時価総額/当期純利益  
(出所) TWSE

(図表16) アジア各国市場の配当率 (%)

	2007年	2008年
台湾 (TAIFEX)	4.22	9.83
マレーシア (KLCI)	2.7	5.16
タイ (SET)	3.3	6.29
フィリピン (PSEi)	2.6	5.93
香港 (HIS)	2.2	4.87
シンガポール (STI)	2.9	5.59
韓国 (KOSPI)	1.4	2.32
日本 (NIKKEI 225)	1.4	2.42
インド (SENSEX 30)	1.2	2.13
中国 (Shanghai and Shenzhen 300 index)	0.3	2.28

注：配当率=1株当たり配当/株価  
カッコ内は各市場の指数名  
(出所) TWSE

2009年9月で137.65と唯一、時価総額を上回る売買高を記録している(香港は98.86)。

次に、台湾、香港、シンガポール市場のPER(時価総額/当期純利益)を見ると、2008年で台湾は9.8倍と最も高いが、香港7.26倍、シンガポール6倍と大きな差はない(図表15)。しかしアジア各国市場の配当率を比較すると、台湾は2007年4.22%、2008年9.83%といずれもトップの地位にある(図表16)。

## 4. 外国人投資規制と台湾株式市場の課題

### (1) 外国人投資規制

台湾当局は外国人の投資緩和に関しては慎重かつ段階的に進める方針を採用してきた。1991年に指定国外機関投資家(QFII: Qualified Foreign Institutional Investor)の台湾証券市場への投資を認め、1996年には

(図表17) 中国・台湾の金融協力の動き

2008年 5月	・台湾で馬英九総統が就任。
2009年 1月	・馬総統が中台間の経済協力枠組み協議（ECFA：Economic Cooperation Framework Agreement）の開始を表明。
2009年11月	・金融監督管理協力に関する覚書（金融MOU）を締結。
2010年 1月	・金融MOUが16日に発効。 ・台湾金融監督委員会（FSC）が中国の適格国内機関投資家に対し、総額5億ドルを上限に台湾株の取得を許可すると発表。
2010年 2月	・FSCが中国による台湾の証券・保険セクターへの投資に関し、中国との合意を発表。

(出所) 各種報道

一般の外国法人と自然人による投資を認めた。2003年9月30日にはQFII制度を廃止し、外国人投資家を「国外の外国機関投資家」、「国外の華僑及び外国自然人」、「国内の外国機関投資家」、「国内の華僑及び外国自然人」の4種類に区分し、「国外の機関投資家」の投資限度額を撤廃し、華僑と外国人の国内証券投資も許認可制から届出制に変更した。外国人投資家はTWSEに直接登録手続きをした後に投資資格を得ることができる。

しかし「国内の外国機関投資家」、「国内の華僑及び外国自然人」の対外送金に関しては限度額が設定されており、外国機関投資家は年間5,000万NT\$、華僑及び外国自然人は年間500万NT\$が限度である。

また華僑及び外国人は「華僑及び外国人証券投資管理規則」第21条により、投資資金を送金して証券投資を行うとされるほか、以下の4点は禁止されている。

- ① 証券信用取引
- ② 空売り

③ 貸付並びに担保提供

④ 保管機構（custodian organization）または証券集中保管事業（securities centralized custodian organization）以外の法人または個人への証券代理保管の委託

なお、一部規制業種を除く一般の上場企業については外国人の株式保有比率制限はない(注8)。

## (2) 中国との関係が深まる 台湾株式市場

台湾株式市場の課題としては、これまで述べたように、電子産業に特化した市場の多角化と外国企業の上場促進、国内機関投資家の育成などがポイントとして指摘できるが、台湾株式市場の今後に関しては、特に中国との関係、中国経済圏（中国本土、香港、台湾）の中での位置付けが最も重要なテーマとなる(注9)。

台湾と中国との関係は2008年5月に馬英九総統が就任した後、急速に改善が進んでいる。

中台金融協力の動きは（図表17）の通りであるが、2010年1月16日には、銀行、証券、保険に関する金融MOUが発効した。金融MOUが発効するのを受けて台湾金融監督委員会（FSC）は前日の15日に、中国の適格国内機関投資家（QDII）に対し、総額5億米ドルを上限に台湾株の取得を許可する旨を発表した（注10）。各QDIIは最大8,000万米ドルを限度に台湾株に投資できる。

MOU締結以降も、金融・行政当局の承認が必要であり、現実の業務開放には時間がかかるものと予想される。また台湾の金融監督管理委員会は、3月16日に中台金融機関の相互進出に関する規制を発表した。これによると、中国の銀行が台湾に支店を開設する場合には、駐在員事務所開設後2年以上経過していなければならない、預金受入れは150万NT\$以上の定期預金に限定される。また台湾の金融機関への出資比率上限は5%。一方、台湾の銀行が中国に現地法人・支店を開設する場合には、投資額と営業資金の合計額は母体銀行の純資産の15%以下に制限される。

また2009年7月には、台湾の行政院は、台湾の投資機関による中国本土企業への有価証券投資の出資比率上限（投資に占める比率）をこれまでの0.4%から10%に引き上げると発表した。しかし台湾の金融機関が中国本土株（A株）に投資するためには中国での適格海外機関投資家（QFII）の資格取得が必要であり、短期間で投資が実現するものではない。このように台湾、中国、双方の当局の判断、

規制により、すぐに金融市場が開放されるわけではないが、中国経済の成長を受けて、今後の中国経済圏での資本市場拡大の潜在性は大きい。

中国経済圏の株式市場は、中国の金融取引規制の緩和がどのように進むかにかかってこよう。その過程で台湾、香港等の中国本土外の市場が、中国経済圏の中でどのような市場として特徴付けられていくのかが徐々にはっきりしてくるものと思われる。

香港に関しては次回取り上げるが、人民元の取扱いを含め中国化が進んでいる。現在は中国企業の資金調達、海外からの中国投資の窓口としての役割を強め、取引規制の緩和、デリバティブを含めた投資対象の多様化を進めることで、国際金融市場としての香港の地位保持に努めている。

台湾に関しては、台湾住民の反中感情も強いことから、香港のように急速に中国化が進むものとは予想できない。しかし一方で、台湾を代表する電子産業では、最終組立てを中国で行うなどビジネス展開上、中国とは既に密接な関係にある。今後、中国との関係で台湾株式市場がどのように発展していくのか、最も可能性の高いポイントは以下の2点であろう。

#### ① 中国企業の台湾株式市場への上場、 資金調達の増加

本連載第2回「シンガポールの株式市場」で紹介した通り、シンガポール市場は中国企業の資金調達の場となっている。同様のことが中

国とのビジネス関係が深い台湾においても起こってくるものと予想される。さらに電子産業に特化した台湾株式市場では、その特徴を活かすべく中国の電子産業が上場してくることも考えられよう。その場合には市場の多角化を図りたい台湾側のニーズには逆行することになる。

## ② 台湾投資家による中国投資の増加

台湾株式市場は国内投資家中心の市場であるが、台湾から海外への投資も増加している。国際収支統計を見ると、台湾からの対外株式投資（ポートフォリオ投資）は2005年124億6,400万米ドル、2006年184億6,600万米ドル、そして2007年には356億9,600万米ドルと急増を示した。因みに2008年は世界金融危機の影響を受けて45億7,300万米ドルに急減した。これに対して台湾への株式投資は2005年348億2,600万米ドル、2006年226億6,200万米ドル、2007年55億9,900万米ドルと減少傾向にあり、2008年には154億1,800万米ドルのマイナス（資金引揚げ）を記録している。2008年の残高ベースでは対外株式投資が703億500万米ドル、対内株式投資が1,053億2,400万米ドルである。このように台湾からの対外投資も増加しており、対中国投資が可能となれば、台湾の投資資金が中国に向くことも考えられよう。ただし、台湾住民の反中感情がどのように左右するかは窺い知れない。

以上のような動きが予想される中で、台湾は今後の株式市場の育成を考えていかねばならない。海外企業の上場誘致、海外からの投資拡大を進め、市場そのものの拡大を図ること、そのためにも市場の透明性を高め、国際標準化を進めること（これは中国本土市場との差別化にもつながる）、デリバティブ商品を含め投資対象の多様化を進めることの大きく3点が重要なポイントとなつてこよう。いずれも一般的な市場育成策であるが、特に国際市場化を意識して、こうした政策を進めることが必要であろうと思われる。また香港市場との連携を急ぎ、中国が規制緩和を進めるより早期に台湾市場の位置付けを図っていくことも考えられよう。

(注1) 台湾証券市場に関する統計データは以下サイトから入手可能である。

台湾証券取引所：[www.twse.com.tw](http://www.twse.com.tw)

グレート証券取引所：[www.otc.org.tw](http://www.otc.org.tw)

台湾先物取引所：[www.taifex.com.tw](http://www.taifex.com.tw)

(注2) 台湾の産業分野では半導体、液晶の産業規模が極めて大きく、これがそのまま台湾の株式市場の特徴ともなっている。また日本、韓国から原材料や生産設備を輸入し、台湾で主要部品を製造し、中国で最終組立てを行い、欧米等の先進国へ輸出するというビジネスモデルが確立されている。

(注3) 個人間で証券ブローカーを通さずに上場株を売買することは禁じられている。

(注4) シンガポール取引所上場企業が台湾でTDRを発行する動きが増加しているとの報道がある。TDRは上場手続きが簡単で上場費用（上場後の年間維持費用）も安く、これまでの発行が成功している（売買価格が上場時の価格を上回る）ことなどがその理由である。



(注5) 2009年第3四半期の時価総額はKOSDAQ：670億ドル、GTSM：500億ドル、東証マザーズ：170億ドルであり、また上場企業数はKOSDAQ：1,014社、GTSM：551社、東証マザーズ：192社となっている。

(注6) TWSEへの外国企業の上場に当たっては中国本土を意識した規制も多い。純資産の中国本土への投資比率、中国本土資本の持株比率などが規制の対象とされていた。こうした規制は後述する金融MOUの締結などを経て、今後はさらに緩和に向かうものと予想される。

(注7) (図表11)と(図表12)の取引高に占める外国人投資家のシェアに違いがあるが、これは(図

表11)がTWSE市場全体の取引(株式以外の債券等も含む)であるのに対して、(図表12)はその対象が株式取引のみであることによる。

(注8) 外国人投資家の保有比率上限は、電気・ガス・衛星放送が49.99%、通信・鉄道が49%、航空・運輸が33.33%など。

(注9) 中国本土の金融センターは上海、深圳であるが、このほかにも内陸部も含め、金融センターの設立に向けた動きも高まっている。

(注10) FSCは当初、上限枠を10億ドルと計画していたが、台湾の中央銀行が上限枠を5億ドルと半分にする提案を行い、結果的に中央銀行提案の5億ドルが上限と決定された。

## 〈コラム〉

### 「台湾と香港」

台湾と中国本土との金融協力の動きに関しては、本文で紹介したが、同じ中国経済圏にある香港との間でも金融協力の拡大が進められている。2009年10月には、香港市場で取引されるH株指数商品(H株指数先物、H株指数オプション、ミニH株先物)について、台湾の投資家による売買が可能になった。台湾の規制当局が投資対象リストに付け加えたもので、これまでは台湾の投資家による香港先物市場での取引はハンセン指数先物、ハンセン指数オプション、ミニハンセン指数先物に限定されていた。

また中台金融MOUの発効を受けて、上海、香港、台湾の3つの証券取引所の上場企業を包括したETFの相互上場が計画されている。これは各証券取引所の30~50銘柄を抽出してETFを組成し、3つの取引所で相互に上場させるものである。こうした中国経済圏に跨る新たな金融商品の誕生は中国、香港、台湾の金融市場の一体化を促進していくことになろう。

台湾証券取引所は東京証券取引所ともETFの相互上場を目指している。台湾の優良企業株式を選定し、新たに組成したETFを東証に上場する一方で、東証上場のETFの有望銘柄を台湾証取で売買する。相互上場は2010年内の実現が目指されている。なお、東証と台湾証取は2000年に包括的協力協定の覚書に調印している。

# アジア株式市場のいま

## —第9回 香港の株式市場



財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

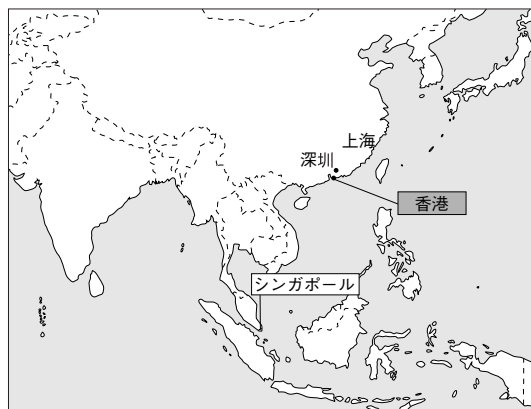
### ■ 1. 香港株式市場の歴史

香港（正式名称は「中華人民共和国香港特別行政区」）で株式市場が正式に認知されたきっかけは、1891年の香港株式ブローカー協会の発足であり、香港株式市場は120年弱の歴史を持つアジア最古の株式市場と言える。1914年に同協会が香港証券取引所に改組され、さらに第二次世界大戦後の香港経済の急成長を受けて、1969年に遠東取引所、1971年に金銀取引所、1972年に九龍取引所が創設された後、4取引所は1986年に統合されて香港総合取引所が発足した。

#### 〈目次〉

1. 香港株式市場の歴史
2. 香港株式市場の概要
3. 香港株式市場の特徴
4. 外国人投資規制と香港株式市場の課題

1997年に香港の統治が英国から中国に返還された後、香港総合取引所は2000年に香港先物取引所及び香港中央結算有限公司と統合され、現在の香港交易及結算所有限公司（HKEx：Hong Kong Exchanges and Clearing Limited）となった。HKExは傘下に証券取引所（The Stock Exchange of Hong Kong Limited）、先物取引所（Hong Kong Futures Exchange Limited）、清算機関（Hong Kong Securities Clearing Company Limited、The SEHK Options



(図表 1) 上場取引所の時価総額順位 (2010年 3月 1日)

	取引所名	時価総額 (10億米ドル)
1	シカゴマーカンタイル取引所	20.1
2	香港交易及結算所	18.6
3	ドイツ取引所	13.6
4	BM&F Bovespa (ブラジル)	13.5
5	インターコンティネンタル取引所	8.0
6	NYSEユーロネクスト	7.2
7	シンガポール取引所	5.9
8	オーストラリア証券取引所	5.5
9	ナスダックOMX	4.0
10	ロンドン証券取引所	2.8

(出所) HKEx

Clearing House Limited、HKFE Clearing Corporation Limited) を擁する総合取引所となっている。

またHKExは2000年 6月27日にアジアの取引所としては初の自市場への上場を果たし、市場の成長、好調な業績を背景に、米国のシカゴマーカンタイル取引所に次ぐ世界第2位の時価総額を誇る取引所に育っている (図表 1)。

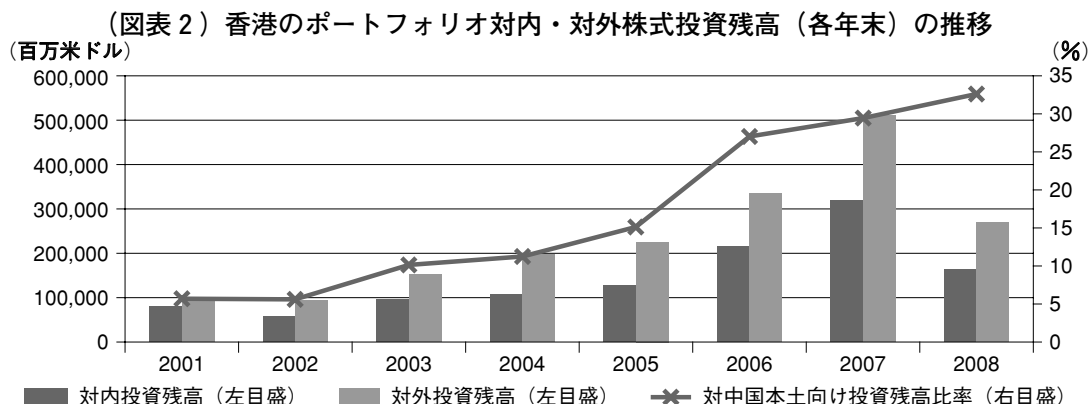
本稿で後述するように、現在は香港市場の中国化が進んでいるが、HKExは2009年 1月21日に上海証券取引所と、同年 4月 8日に深圳証券取引所と提携協定 (CCA: Closer Cooperation Agreement) を締結しており、中国企業の資金調達を充足し、中国経済の発展に貢献することを共通の目標としている。

## ■ 2. 香港株式市場の概要

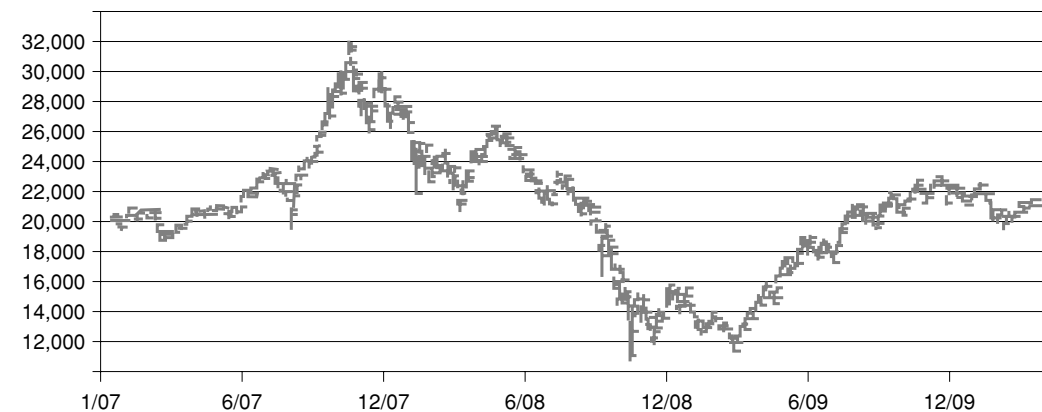
### (1) 資金フローから見た香港株式市場

香港はその歴史的な背景から、欧州の投資家などの東アジア投資を集め、緩やかな金融規制と自由な資本移動を堅持することで、国際金融センターの地位を確立している (注1)。最近では特に中国本土と対外との金融取引の窓口としての位置付けを強めている。

香港のポートフォリオ株式投資の対内 (香港への投資)・対外 (香港からの投資) 投資残高の推移を見ると、2007年にかけて両者ともに急増を記録しており、香港がいわゆる資本の回転台の役割を担っていることが窺われる (図表 2)。2008年には世界金融危機の影響を受けて、両者ともに急減したが、そうしたなかでも対中国本土向けの投資残高比率 (対外投資残高に占める対中国本土向けシェア) は一貫して上昇している。2008年末には対中国本土向け投資残高比率は33%となっており、



(図表 3) 香港ハンセン指数の推移



香港市場の中国化は進んでいると言えよう。

香港市場はその開放的な経済から国際経済情勢の影響を受けやすい。香港ハンセン指数の推移は(図表3)の通りである。2009年4月以降、世界経済の回復感が強まり、特に景気刺激策による中国経済の成長への期待が高まるのに合わせて、ハンセン指数も急上昇を記録している。2009年末のハンセン指数は前年末から52%の上昇となった。

## (2) HKExの株式市場概要

HKExの株式市場の概要は(図表4)の通りである。メインボードとベンチャー企業向けのGEM (Growth Enterprise Market) の2つの市場があり、後者は新興市場として上場基準も緩やかなものとなっている。2008年7月にはGEMからメインボードへの移行基準が合理化され、2008年には18社がGEMから

(図表 4) 香港取引所 (HKEx) 株式市場の概要

		メインボード			GEM
上場基準	事業履歴・利益・時価総額・売上高・キャッシュフロー基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 3 会計年度以上の営業実績を持ち、以下の 3 つの基準のうち 1 つを満たすこと。</li> <li>1. 直近 3 会計年度で 5,000 万 HK\$ 以上の業務利益 (直近会計年度で 2,000 万 HK\$ 以上で、それ以前の 2 会計年度合計で 3,000 万 HK\$ 以上)、かつ上場時の時価総額 2 億 HK\$ 以上。</li> <li>2. 上場時の時価総額 40 億 HK\$ 以上、かつ直近会計年度の売上高が 5 億 HK\$ 以上。</li> <li>3. 上場時の時価総額 20 億 HK\$ 以上、かつ直近会計年度の売上高が 5 億 HK\$ 以上、かつ直近 3 会計年度のキャッシュフローが合計で 1 億 HK\$ 以上。</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2 会計年度以上の営業実績を持ち、以下の条件を満たすこと。</li> <li>1. 直近 2 会計年度のキャッシュフローが合計で 2,000 万 HK\$ 以上。</li> <li>2. 上場時の時価総額が 1 億 HK\$ 以上。</li> </ul>
	流動株時価総額	発行済株式の 25% 以上。 5,000 万 HK\$ 以上。			3,000 万 HK\$ 以上。
	株主数	事業履歴・利益・時価総額・売上高・キャッシュフロー基準で、 1 と 3 の条件を満たすもの：300 人、 2 の条件を満たすもの：1,000 人。			100 人。
		オークションセッション	連続売買セッション (午前)	連続売買セッション (延長)	連続売買セッション (午後)
取引時間	月～金曜日 9:30～10:00	月～金曜日 10:00～12:30	月～金曜日 12:30～14:30	月～金曜日 14:30～16:00	
注文タイプ	成行注文 (Order) 指値注文 (Limit Order)	指値注文 (Limit Order) 拡張指値注文 (Enhanced Limit Order) 特別指値注文 (Special Limit Order)			
取引単位	10～10万株 (一般的には 2,000 株)				
値幅制限	なし				
決済サイクル	T + 2				
手数料等	仲介手数料 (ブローカレッジ) : ブローカー・顧客間で設定 取引税 : 取引額の 0.004% (証券先物取引委員会に支払い) 取引手数料 : 取引額の 0.005% (取引所に支払い) 取引料金 : 売買毎に 0.5HK\$ (取引所に支払い) 印紙税 : 取引額の 0.1% 譲渡印紙税 : 5HK\$ (売り手が支払い) 譲渡手数料 : 2.5HK\$ (買い手が支払い)				

注 : 拡張指値注文は 5 件の指値を行うもの。

特別指値注文は同じく 5 件の指値を行うが、拡張指値注文よりも指値に関する制限が緩い。

キャピタルゲイン課税や配当課税はない。

(出所) HKEx

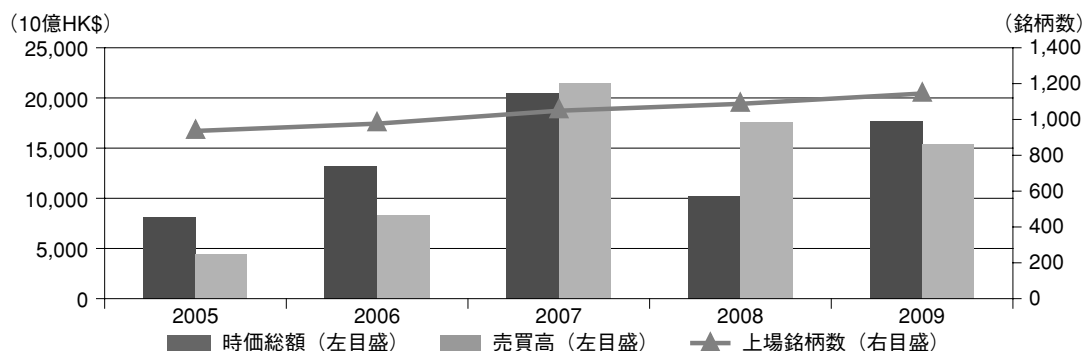
メインボードに移行した。しかし 2009 年の移行社数は 4 社と 2007 年と同数まで再び減少している。

取引時間は月曜日～金曜日の 9:30～16:00 であり、オークションセッション、連続売買セッションと続く。取引は注文主導型であり、オークションセッションでは注文方法は成行注文と指値注文、連続売買セッションでは指

値注文、拡張指値注文、特別指値注文である (図表 4 脚注参照)。また注文にはオール・オア・ナッシングの限定条件を付けることができ、この場合には注文は即時完全に実行されるか、または却下されるかのどちらかとなる。

取引は自動注文照合・履行システムである AMS/3 によって価格・時間優先原則に従って実行される。またインターネット取引として、

(図表5) メインボードの時価総額・売買高・上場銘柄数



注：上場銘柄数は普通株式・優先株式のみ。  
(出所) HKEx

サービスベンダーによって開発されたオンライン取引システムと連携した注文伝達ゲートウェイが提供されている。個人投資家によるオンライン取引のシェアは一貫して上昇しており、2009年9月末には取引高ベースで個人投資家取引の21.5%、現物取引全体の6.3%を占めている。

証券決済は香港中央結算有限公司(HKSCC)が管理する中央清算決済システム(CCASS)によるブックエントリー方式で行われ、決済期間はT+2である。

### (3) 株式市場の動向

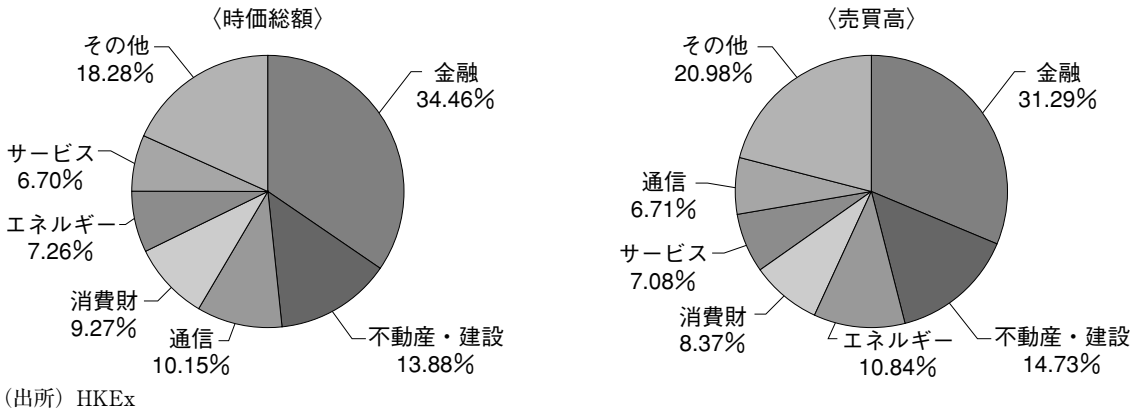
メインボードの最近の動向を見ると、時価総額、売買高ともに2007年にかけて大きく増加した(図表5)(注2)。2008年末に世界金融危機の影響を受けて急減した時価総額も、2009年末には2008年末の87%弱の水準まで回復を示した。一方で売買高の回復は遅れている。2009年の1日当たり平均売買高の推移を

見ると、2009年2月の400億HK\$(約5,200億円、1HK\$=13円で換算)を底に、5月には798億HK\$まで増加したが、その後は再び減少傾向を辿り、2009年12月には598億HK\$となった。しかし上場銘柄数は一貫して増加が続いており、2009年末の上場銘柄数は1,148銘柄となっている。

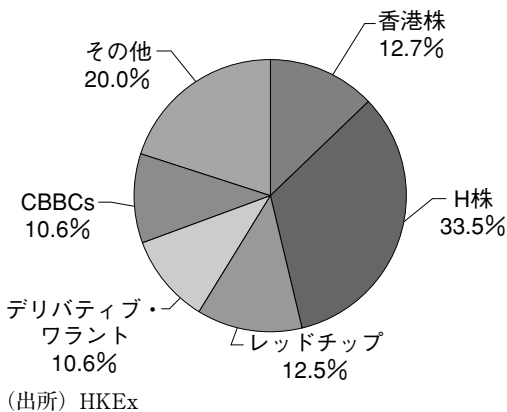
メインボード上場銘柄の産業分野別シェアを見ると、時価総額ベースでも売買高ベースでも金融業のシェアが最大であり、これに不動産・建設業が続いている(図表6)。この2業種で時価総額の48%、売買高の46%を占めている。これは香港のGDPの産業分野別内訳を見ると、およそ3割が金融業であることにも対応している。また金融業、不動産業などは金利感応度の高いセクターであり、香港株式市場は相場の動きが一方に偏りやすい体質にあると言えよう。

上場株式には香港企業の株式以外に中国本土企業が発行するH株とレッドチップがある。

(図表6) 産業分野別シェア (メインボード、2009年)



(図表7) 商品別売買高シェア (2009年)



香港銘柄を上回る取引シェアを有しているが、これに関しては後述する。

#### (4) 派生商品 (取引対象の多様化)

香港市場では株式に加えて様々な商品が取引されている (図表7)。香港市場で特徴的な商品としてはデリバティブ・ワラントとCBBCs (Callable Bull/Bear Contracts) が挙げられよう。

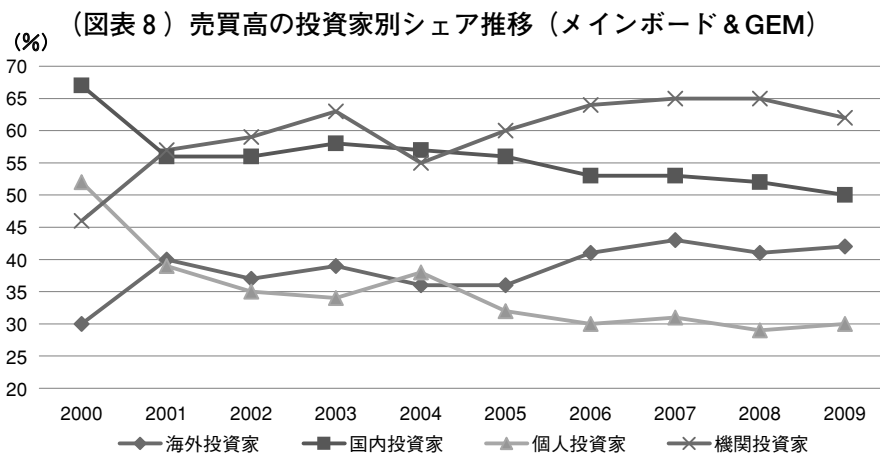
デリバティブ・ワラントは株式以外にも株価指数、通貨、商品、証券のバスケットなどを対象としたワラントであり、通常ワラントである新株引受権よりも満期が短いのが一般的である。投資家は満期日に、予め決められた価格で、対象資産を買う乃至は売る権利を有する。

またCBBCsは通常、投資銀行が発行する商品であり、対象資産のパフォーマンスをトラックした仕組み商品である。投資家は一定期間内 (3か月~5年) に予想した権利行使

レッドチップは以下のいずれかの条件を満たす銘柄と定義される (注3)。

- ・発行株式の30%以上を中国本土企業・機関またはその支配下の企業が保有している企業
- ・中国本土企業・機関またはその支配下の企業の株式保有比率が20%以上30%未満であり、取締役会に本土系株主が強い影響力を有している企業

現在では中国銘柄 (H株・レッドチップ) は



注：年は前年9月～当年10月：2000年（1999年10月～2000年9月）。  
(出所) HKEx

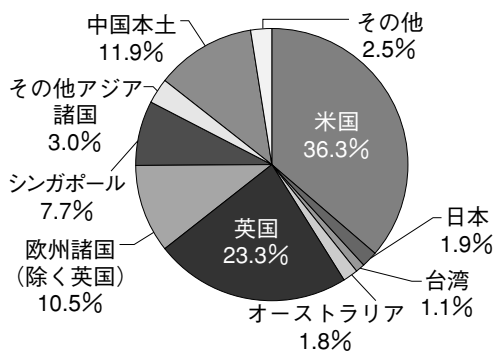
価格に比べて、対象資産が値上がりまたは値下がりした場合に、発行会社に対象資産の買戻しを請求でき、権利行使価格と時価の差額が利益となる。投資家は将来の見通しに基づいてブル型かベア型を選択する。対象資産を購入することなしに、対象資産のパフォーマンスに投資できる形になる。

これら以外にもETF、REIT、ELI (Equity Linked Instruments) (注4) などがあり、さらにデリバティブ市場では株式先物、株式オプション、株価指数先物、株価指数オプションなどが取引されている。

### (5) 香港株式市場の投資家

香港株式市場の投資家動向を見ると、おおよそ国内投資家が5割、海外投資家が4割、また個人投資家が3割、機関投資家が6割のシェアとなっている(図表8)。残りの1割は証券取引所参加者自身の取引である。傾向

(図表 9) 海外投資家の国別シェア (売買高ベース、2008年10月～2009年9月)



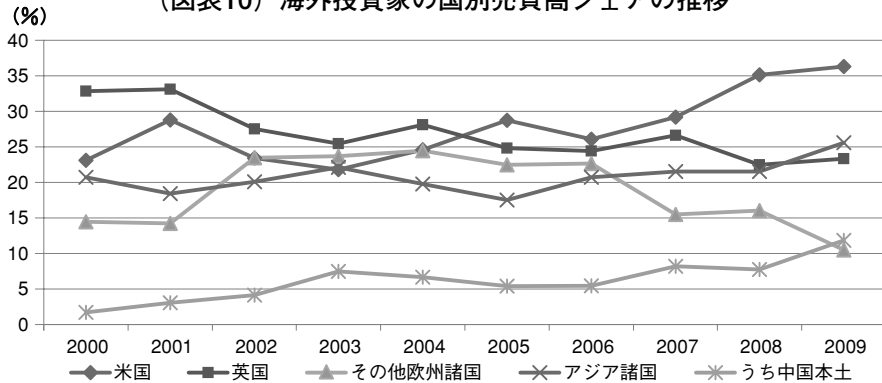
(出所) HKEx

としては海外投資家と機関投資家のシェアが上昇している。

また海外投資家の国別シェアを見ると、米国、英国、その他欧州諸国が合わせて70%の売買シェアを有しており、香港市場が欧米諸国の東アジア投資を受け入れている状況が窺える(図表9)。一方でアジア諸国からの香港市場向け投資は相対的に少ない。しかし近年



(図表10) 海外投資家の国別売買高シェアの推移



注：各年は前年10月～当年9月。  
(出所) HKEx

の海外投資家の国別売買高シェアの推移を見ると、英国並びに欧州諸国のシェアが下落する一方で、米国のシェアが上昇している(図表10)。またアジア諸国に関しては中国本土のシェア上昇が顕著であり、中国本土を除いたアジア諸国のシェアは低下している。

### 3. 香港株式市場の特徴

#### (1) 資金調達市場として存在感の高まる香港市場

メインボードの上場銘柄数が一貫して増加していることは前述したが、メインボードにおける資金調達額(新規発行：IPO、追加発行)の推移を見ると、2006年以降急増しており、2008年には世界金融危機の影響で足踏みしたが、2009年には2007年(5,900億HK\$)をも上回る6,420億HK\$を記録した(図表11)。2009年のIPOも2,480億HK\$となり、世界でもっともIPO金額の多い市場となった。IPO市

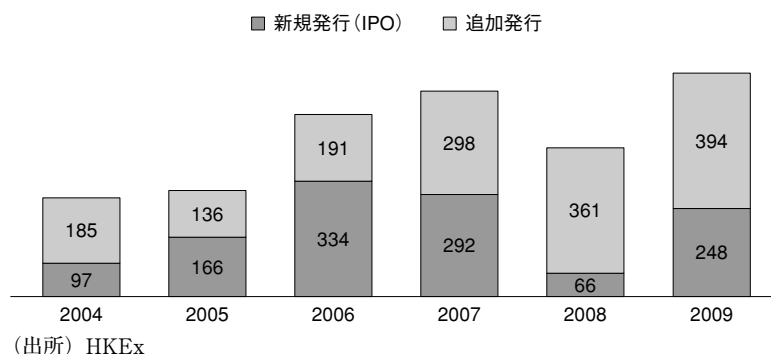
場でも中国企業が主役を演じており、2009年のIPOにおける中国企業のシェア(H株とレッドチップの合計)は48%であった(中国企業による資金調達額の推移は図表12参照)。

香港市場の上場基準は総じて中国本土よりは厳格であるが、利益水準などは日米欧などの先進諸国に比べて緩い。このため2010年に入りロシア企業としてはじめてアルミニウム最大手のUCルサルが香港市場への上場を果たした。ロシアのその他企業(ロシア鉄道、航空機大手イリューシンなど)に加え、旧ソ連のカザフスタンのエネルギー企業(カザフスタン国営カザムナイガス)も香港上場を計画している。香港市場への上場は資金調達はもちろん、香港上場を通じて中国本土の販路拡大などの目的も指摘されている。

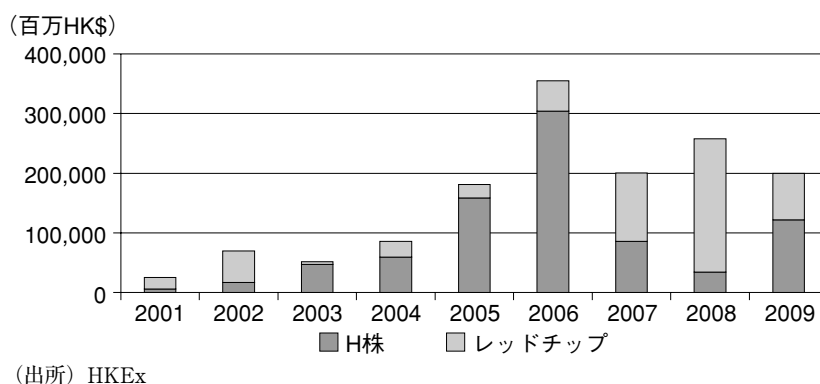
#### (2) 中国化と国際金融センター

香港市場の中国化は急速に進んでいる。香港市場は人民元の国際化に向けての実験市場

(図表11) メインボードにおける資金調達額の推移 (10億HK\$)



(図表12) 中国企業による資金調達額の推移  
(新規+追加発行、メインボード)



(図表13) 人民元開放の実験場としての香港

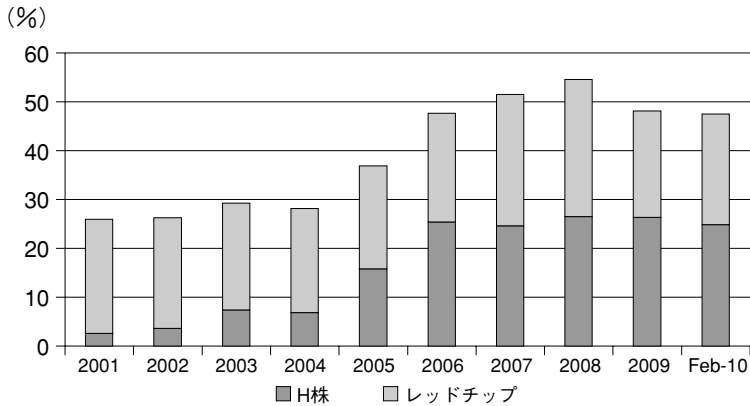
2004年 1月	香港での人民元預金業務の解禁
2007年 7月	本土系金融機関による香港での人民元建て債券の発行解禁
2009年 6月	外資系銀行の中国現地法人による香港での人民元建て債券発行解禁
2009年 7月	人民元建て貿易取引の開始
2009年10月	中国政府による香港での人民元建て国債の発行

(出所) 各種報道

ともなっており、人民元建て債券発行、人民元建て貿易取引などが進められている(図表13)。株式市場における中国化を見てみると、時価

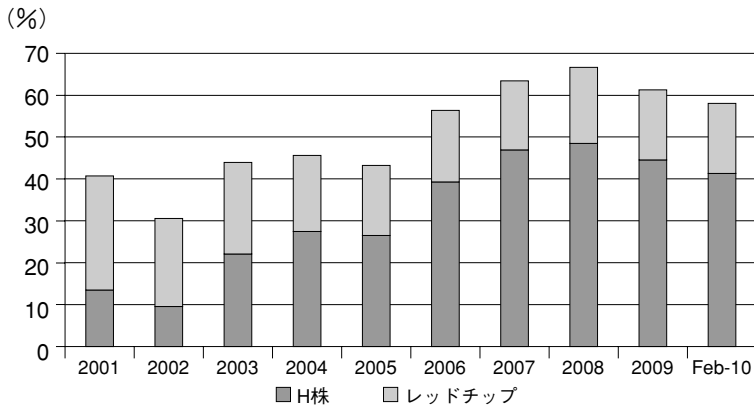
総額に占める中国企業(H株・レッドチップ)のシェアは2007年末には51.47%と過半を占め、2010年2月でも47.51%となっている

(図表14) 時価総額に占める中国企業のシェアの推移  
(メインボード)



(出所) HKEx

(図表15) 売買高に占める中国企業のシェアの推移  
(メインボード)



(出所) HKEx

(図表14)。さらに売買高で見ると中国株は過半を上回っている(図表15)。前掲(図表7)で見た通り、2009年の商品別売買高シェアでは香港株は12.7%にすぎず、H株が33.5%と最大のシェアを占め、レッドチップも12.5%と香港株とほぼ同じシェアを占めている。

香港市場のメインは今や中国株であると言える。

このように中国化が進んでくると、将来的な中国本土市場(上海証券取引所、深圳証券取引所)と香港市場とはどのような棲み分けがなされていくのかが注目される。中国当

局は上海を国際金融センターとして育成する計画を持っており、その目標時期は2020年とされている。上海証券取引所がHKExと同等に開放された場合にはHKExの存在意義は大きく低下することになる。しかしながら中国当局は市場の管理を手放すことなく、その範囲で国際化を進める方針と見られる。このため香港市場はクロスボーダー型の金融センターとして、あるいはオフショア市場として生き残っていくと予想するのが一般的な見方である。しかし人民元の国際化に向けて、様々な規制緩和が計画され、また各取引所も将来的な戦略を進めている。その過程で香港市場、HKExが翻弄される場面も少なからず出てこよう（注5）。

## ■ 4. 外国人投資規制と香港株式市場の課題

### (1) 外国人投資規制

香港には外国為替規制は存在せず、外国人投資家に対する特別な制限はない。但しTelevision Broadcasts Limitedに関しては外国人投資家による保有は1投資家につき10%まで、全体で49%までとされているほか、香港の3つの発券銀行であるHSBC、スタンダード・チャータード、中国銀行香港の株式については外国政府が20%以上の株式を保有することはできない。

### (2) 香港市場の課題

HKExは上場企業の増加と金融商品の多様化を戦略の柱としており、また人民元ビジネスと中国本土投資家の獲得を目標にしている。

中国化が急速に進む香港市場においては、いかに中国関連取引を取り込んでいくかが最大のテーマであることは疑いない。しかし一方で、中国株の抱える問題（低い透明性、経営者の不祥事、インサイダー取引など）によって株価がボラティルとなる懸念も常に抱えている。また前述した通り、上場銘柄が金融や不動産に偏っており、相場が一方向に向かいやすい危険性も持っている。

このことから中国関連取引の獲得を進める一方で、いかに市場の安定性を確保していくかが香港市場の最大の課題であると言えよう。そのためには上場企業や投資商品の多様化といった方策に加え、アジアの国際金融センターとして中国以外のアジア向け投資、アジア他国からの投資を獲得していく方策も併せ進めていく必要があるものと思われる。香港は決済ビジネスではアジアのハブ化を目指した取組みを進めているが（コラム参照）、株式取引についても同様の試みが期待されるものである。

(注1) 国際金融センターランキング (City of London, "The Global Financial Centres Index", March 2009) では、香港はロンドン、ニューヨーク、シンガポールに次ぐ第4位の国際金融センターと評価されている。

(注2) 株式市場に関する統計データは香港取引所のウェブサイト (<http://www.hkex.com.hk>) から入手可能である。

(注3) H株には中国建設銀行、中国石油天然気、中国電信などの金融機関、エネルギー、通信などの大型国有企業や建設、鉄鋼などの重厚長大の国有企業が多い。一方、レッドチップには中国移動、中国海洋石油など通信、エネルギーの大型株に加え、IT関連企業なども多い。

(注4) 銀行等の金融機関が発行する仕組み商品であり、ELIを購入した投資家は、間接的にELIの原証券となっている株式のオプションを売ることになる。プル型、ベア型、レンジ型のタイプが存在する。

(注5) 香港市場が翻弄された事例としては、中国本土の個人投資家による香港株の売買を解禁する、いわゆる「香港株直通列車」が記憶に新しい。同構想は2007年8月に中国の外貨管理局が公表し、これを受けて香港株が急騰した。上海株式市場の急騰を受けて資金を海外へ向ける政策の一環として考案されたものだが、同政策は結局実施されず、政策の根拠となった政府文書も2009年末で正式に失効した。

最近では中国国務院が上海、深圳に上場するA株を香港市場で香港預託証券 (HDR) として取引を認める案について検討しているとの報道もなされている。

また深圳証券取引所は、深圳B株と香港H株の相互上場、レッドチップ銘柄の深圳A株発行解禁等を目指すHKExとの提携計画を発表している。



## 〈コラム〉

### 決済システムの国際的なリンクを進める香港

2010年1月25日、香港金融管理局 (HKMA: Hong Kong Monetary Authority) とインドネシア銀行 (Bank Indonesia) は、米ドルとインドネシア・ルピアのRTGSシステムをリンクした新たなクロスボーダーPvP決済 (payment-versus-payment) を香港において稼働させると発表した。これによって米ドル/インドネシア・ルピアの外国為替取引での決済リスクが削減されるとしている。香港は自らをハブとした決済システムの国際的なリンクを進めている。PvPのリンクではこれまで中国の広東省、マカオ、マレーシアと同様のリンクを結んでいる。

またHKMAは1990年にCMU (Central Moneymarkets Unit) を設立し、短期証券の決済ハブ化も進めている。CMUにはユーロクリア、クリアストリームの2大国際証券保管機関、オーストラリア、ニュージーランド、韓国が接続されており、双方向での証券決済が可能となっている。

アジアでは域内の資本市場育成のため、そのインフラとなる域内の資金・証券決済システムのリンクが検討されているが、香港はこれに先んじて、自らをハブとするネットワークの構築を進めている。

# アジア株式市場のいま

## —第10回 中国の株式市場

財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝



### 1. 直接金融比率の低い中国市場

経済成長の進展とともに中国株式市場も急速な拡大を見せている。2009年末の時価総額を見ると、上海証券取引所はロンドン証券取引所を若干下回る世界6位（時価総額2兆7,500億米ドル）であるが、上海と深圳の両取引所を合算したベースでは東京証券取引所を上回る世界2位の規模を誇る（図表1）。また売買高では上海証券取引所単独でも東京証券取引所を上回る世界3位の取引所となっている。しかも前年比の増減率を見ると、日米欧の証券取引所がいずれも大きく売買高を減らしているのに対して、上海、深圳の両取引

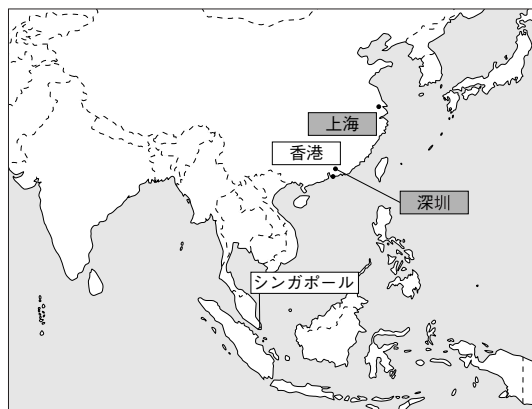
所は、それぞれ前年比95.7%、123.2%と倍増を記録している。

これだけ規模が大きくなった中国株式市場であるが、金融資産の構成を見ると、中国では銀行預金が58%を占め、株式は23%、債券は19%にすぎず、間接金融中心の市場であることが窺える（図表2）。中国の直接金融比率はアジア新興国に比べても大きく下回っている。

後述するように中国株式市場は対外開放されておらず、国内個人投資家中心で、外国企業の

#### 〈目次〉

1. 直接金融比率の低い中国市場
2. 中国株式市場の概要
3. 中国株式市場の特徴と最近の規制緩和

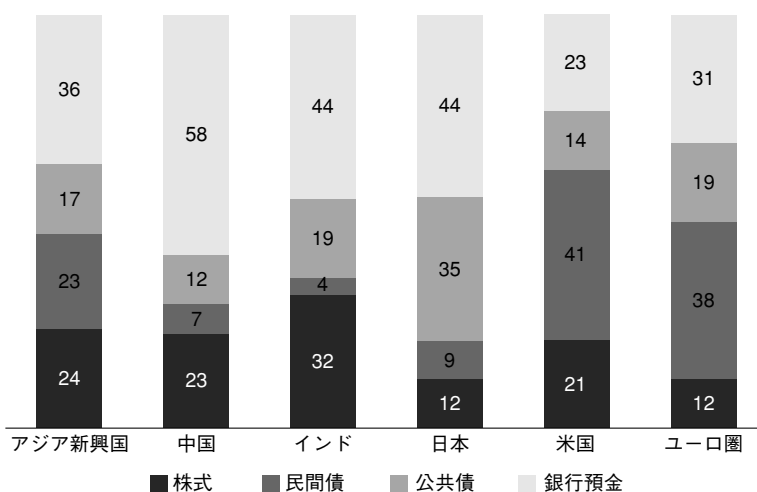


(図表1) 世界の証券取引所ランキング (2009年)

	時価総額 (10億米ドル/対前年比%)	売買高 (10億米ドル/対前年比%)
1	ニューヨーク証券取引所 (11,838/28.5%)	ニューヨーク証券取引所 (17,521/-36.6%)
2	東京証券取引所 (3,306/6.1%)	NASDAQ OMX (13,608/-42.9%)
3	NASDAQ OMX (3,239/44.0%)	上海証券取引所 (5,056/95.7%)
4	ユーロネクスト (2,869/36.5%)	東京証券取引所 (3,704/-29.4%)
5	ロンドン証券取引所 (2,796/49.7%)	深圳証券取引所 (2,772/123.2%)
6	上海証券取引所 (2,705/89.8%)	ユーロネクスト (1,935/-49.6%)
	2. 上海+深圳証券取引所 (3,573/100.8%)	3. 上海+深圳証券取引所 (7,828/104.6%)

(出所) WFE

(図表2) 地域・国別金融資産のシェア (2008年、%)



(出所) McKinsey Global Institute

上場も行われていない。ほぼ国内のみの市場でこれだけの規模にある中国株式市場は、今後、規制緩和、対外開放が段階的に進んでいけば、その潜在成長性は極めて大きなものであると言えよう(注1)。

急成長を見せている中国株式市場もその歴史はまだ浅い。深圳証券取引所が設立されたの

は1990年8月、上海証券取引所は同年11月の開設である。当初はA株市場(株式の種類については後述)のみであったが、1992年に外国人投資家専用のB株市場が創設され、2001年2月にB株市場も国内個人投資家に開放された。中国株式市場は証券取引所が設立されてからまだ20年も経っていない。

(図表3) 中国株式市場多層化の概観

市場	取引所		対象企業	備考
メインボード	上海証券取引所		大企業	
		(国際ボード)	レッドチップ企業	検討中
	深圳証券取引所	中小企業板	中小企業	
創業板 (ChiNext)	深圳証券取引所		新興企業	
三板市場	店頭市場	老三板	上場廃止銘柄等	
		新三板	ハイテク企業	

(出所) 各種資料

## 2. 中国株式市場の概要

### (1) 株式市場の多層化

#### ① メインボード

中国の株式市場は上海証券取引所と深圳証券取引所に分けられ、上海証券取引所が大企業向け、深圳証券取引所が中小企業向けとして棲み分けがなされている。深圳証券取引所にはメインボードの一部に中小企業板が設けられているが、実際には比較的規模の大きな企業が上場している。また中小企業板には当初予定していた「成長性が高く技術力を持った新興企業」が少なく、民営製造業中心の市場となっており、ベンチャー市場の機能は果たしていない。

中国株式市場では外資合弁企業の上場例はあるものの、外国企業の上場は認められていない。現在、中国商務省が外国企業の国内株式市場への上場を容認する方向で検討がなされている。これは上海証券取引所に国際ボード

を開設するもので、香港市場に上場するレッドチップ株が主流となる見込みである。但し、レッドチップ株は、実質的には中国本土の支配下にある企業であり純粋な外国企業ではない。

上海、深圳のメインボードに加えて、創業板、三板市場の両市場があり、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である(図表3)。

#### ② 創業板

創業板 (ChiNext) は中国版ナスダックと呼ばれる市場で、深圳証券取引所に開設され、2009年10月30日に取引が開始された。創業板は2001年に構想されたが、米国のITバブル崩壊を受けて、創業板に先立って、深圳証券取引所のメインボード内に中小企業板を開設するという方針転換がなされた。しかし前述した通り、深圳証券取引所の中小企業板はベンチャー市場とはなっておらず、ベンチャー企業の資金調達手段は極めて限られる。このためベンチャー企業の資金調達市場として、



(図表 4) 主な上場基準

メインボード	創業板
設立後、営業期間が3年以上	設立後、営業期間が3年以上
発行前の資本金が3,000万元以上	発行後の資本金が3,000万元以上
直近3年の純利益が黒字かつ累計で3,000万円超	直近2年間連続黒字で、直近2年間の純利益が累計で1,000万元以上で、利益が増加し続けていること あるいは、直近1年間が黒字で純利益が500万元以上、直近1年間の営業収入が5,000万元以上、かつ直近2年間の営業収入の増加率が30%以上
直近3年のキャッシュフローの累計が5,000万円超、あるいは直近3年の営業収入が累計で3億元超	
直前期末の無形資産が純資産の20%以下	直前期末の純資産が2,000万元以上、かつ補填されていない損失がないこと

(出所) 各種資料

構想後10年を経てようやく創業板が開設されるに至った。

創業板には第一陣で28社が上場したが、上場企業の業種はハイテク、情報通信、医薬、バイオなどの成長性の高い企業となった<sup>(注2)</sup>。創業板の上場基準はメインボードに比べて緩いが(図表4)、上場企業の質を維持し透明性を高めるために、上場廃止制度はメインボードよりも厳格に規定された。上場廃止の要件としては、直近1会計年度の純資産がマイナス、年度報告書に会計事務所が不適正等の意見を付加、年度報告書や半期報告書の期間内未発表、120取引日間の累積取引高が100万株未満などが挙げられている(深圳証券取引所創業板上場規則第14章)。

2010年3月末時点で創業板の銘柄数は65銘柄、時価総額は3,108億人民元、1日の売買高は約80億人民元となっている。

### ③ 三板市場

中国には三板市場を除いて、店頭株式市場(OTC市場)は基本的に存在しない。三板市場は老三板市場と新三板市場に分けられる。老三板市場は上場廃止銘柄、既に廃止された取引システムで取引されていた銘柄を対象にしている。老三板市場では追加発行等の資金調達はできない。これに対して新三板市場はハイテク企業が集積する北京市の中関科学技術パークの企業のみを対象にしており、増資などが可能である。新三板市場は試行段階と捉えられ、今後、全国へ拡大する計画が表明されている。

三板市場は老・新合わせて、110銘柄程度にすぎず、市場規模は小さく、流動性は極めて低い。また三板市場取引の多くは老三板市場での取引となっている。三板市場は証券監督管理委員会が基本的な方針を決め、証券業協会が具体的な規則を制定している。

(図表5) 株式の種類

		投資家	額面	取引通貨	時価総額 (億ドル)	シェア (%)
非流通株	発起人株など	—	人民元	—	11,142	52.4
流通株	A株	国内一般投資家、QFII	人民元	人民元	6,499	30.6
	B株	外国投資家、国内一般投資家	人民元	上海：米ドル 深圳：香港ドル	116	0.5
	H株	外国投資家、QDII	人民元	香港ドル	3,509	16.5

注：時価総額、同シェアは2008年。計数は三菱東京UFJ銀行「経済レビュー・世界的な影響力を強める中国株式市場」(2009年9月29日)。

(出所) 各種資料

## (2) 株式の種類

### ① 流通株と非流通株

2005年4月に非流通株を流通化させる改革が実行され、改革終了後、非流通株は流通株と売却制限付株のどちらかに分類されることになった。統計上も2006年以降、実際上の非流通株は発起人(国、地方政府、企業など)が保有する発起人株、募集設立によって発起人以外が保有する募集法人株、投資ファンドに割り当てられた投資信託割当株、長期的な経営戦略のために大口投資家に割り当てられた戦略投資家割当株などに分類されている。また当局は売却凍結期間、売却可能株数、大口取引など、売却制限付株の売却規制を随時付加している。売却解禁後も、特に大口株主による売却が進んでおらず、現在でも市場で売買できる流通株の比率は全体の半分強にすぎない(注3)。

### ② A株とB株

中国の流通株式はA株とB株に大別される(図表5)。A株は中国人と適格外国機関投資家(QFII、後述)のみが売買可能であり、建値、取引ともに人民元建てである。一般の外国人投資家が売買可能なのがB株であり、建値は人民元建てだが、取引は上海証券取引所では米ドル、深圳証券取引所では香港ドルで行われる。B株は銘柄数も、売買高も少ない。

上海証券取引所の上場銘柄数は2010年3月末で922銘柄(A株868銘柄、B株54銘柄)、深圳証券取引所は971銘柄(A株473銘柄、B株54銘柄、中小企業板379銘柄、創業板65銘柄)である(注4)。上海証券取引所の株式取引の大半はA株取引であり、B株取引のシェアは僅かにすぎない(2010年1～3月でA株取引のシェアは売買高ベースで99.45%、B株取引のシェアは0.55%)。深圳証券取引所でも2010年3月末の売買高ベースのシェアを見ると、A株51.7%、B株0.3%、中小企業板39.7%、創業板8.3%で、A株と中小企業板の

取引が大半である。

B株上場企業のうち、約8割はA株も上場しているが、両市場が分断されており、かつ流動性が大きく異なるため、同一企業のA株とB株との価格差が生まれる。これは市場の効率性を損なうものと指摘されている。

A株、B株の他に、海外で上場される中国株として、H株（香港）、N株（ニューヨーク）、L株（ロンドン）、S株（シンガポール）などがあり、外国人投資家並びに適格国内機関投資家（QDII、後述）の投資を可能にしている。中国本土市場が大規模国有企業の資金調達の間となっているため、中国本土市場から締め出された中小企業、民間企業などは資金調達の場を求めて海外市場に流れる<sup>(注5)</sup>。

なお、上海、深圳の両証券取引所には、株式の他、投資信託（オープンエンド型、クローズエンド型）、ETF、ワラント、転換社債を含めた債券などが上場、取引されている。

### (3) 証券取引所の動向と株式取引

#### ① 証券取引所の動向

上海証券取引所、深圳証券取引所の時価総額、売買高、上場企業数の動向はそれぞれ（図表6）、（図表7）の通りである。両取引所ともに2007年に時価総額、売買高が急増した。これは2006年に証券法、会社法が改正され、市場の健全性・透明化のための法的基盤が整ってきたこと、人民元相場の急騰を抑えるための為替市場介入によって過剰流動性が発生したことなどが背景にある。また同じく

2007年に上場企業数も増加しており、両取引所合計で109社が新規上場し、10兆円超の資金が株式市場から調達された。上場企業の質を向上させるために、当局が香港上場企業の本土回帰や香港市場との同時上場を推進した結果、大型国有企業（金融、保険、航空、石油、通信など）の本土市場への上場が増加したのである<sup>(注6)</sup>。

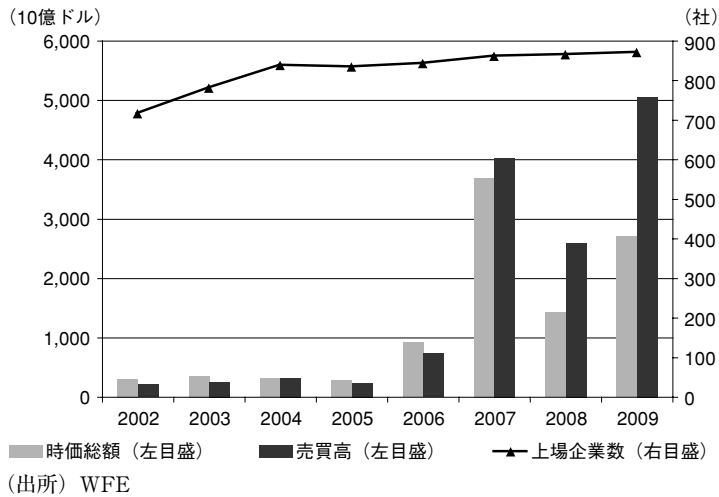
#### ② IPO

株式の発行に関しては、1998年の証券法の公布により、行政による企業推薦人制度が廃止され、国による発行割当額の設定も撤廃された。2003年12月には保証推薦人制度（スポンサー制度）が導入され、IPOに際して発行業務に精通した証券会社などが保証推薦人として発行体を指導することとなった。保証推薦人は発行後も担当上場企業の情報開示などの法的責任も負っている。

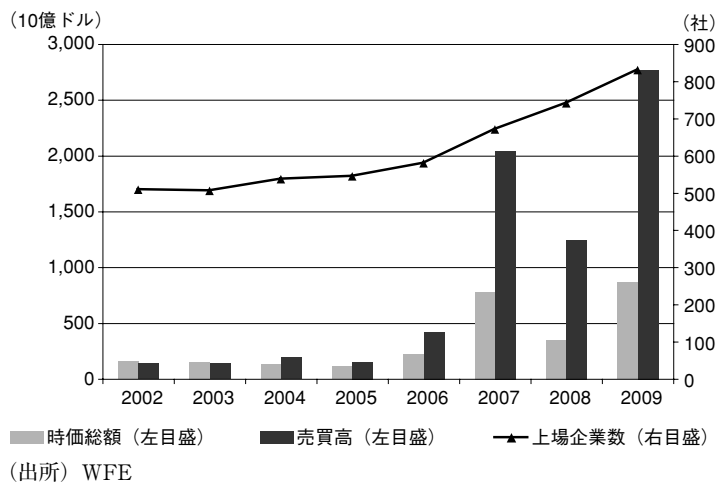
しかし実際に株式の発行を管理するのは中国証券監督管理委員会であり、株式発行（IPO、増資）は政府管理下にある。上場審査手続きは非常に煩雑で効率性が低いとの批判も受けている。また政府の方針によってIPOが凍結される場合もあり、最近では2005年4月に開始された非流通株改革の実施のために約1年間IPOが凍結され（再開は2006年9月）、さらに2008年9月から2009年6月までは世界金融危機の影響からIPOが凍結された。

中国には未上場の株式会社が数十万社以上あると言われ、送電企業、軍需産業、鉄道会社

(図表 6) 上海証券取引所の概況



(図表 7) 深圳証券取引所の概況



などの国有基幹産業も上場していない。またH株、レッドチップ株などのなかには、海外では上場しているが本土で上場していない有力企業もある。それだけ今後の株式市場の成長性も高いと言える一方で、大型IPOなど、市場混乱の要因を内包しているとも言えよう。

### ③ 株式取引の概要

株式の取引時間は月曜から金曜日まで、板寄せが9:15~9:25、前場が9:30~11:30、後場が13:00~15:00となっている。取引単位はA株、B株とも100株1単位、呼び値の単位はA株が0.01人民元、上海B株は

0.001米ドル、深圳B株は0.01香港ドルである。1日の値幅制限は前日終値から上下10%であるが、2年連続の純損失を計上するなど上場廃止リスク警告制度の対象となるST (Special Treatment)銘柄については、値幅制限が5%に縮小される。またA株は50万株または300万人民元以上、上海B株は50万株または30万米ドル以上、深圳B株は5万株または30万香港ドル以上の取引はブロック取引となる。

取引注文は価格優先・時間優先の原則に基づいて、システムによって自動的に照合される。売り注文の場合には投資家口座の保有残高もチェックされる。資金決済は中国証券登記結算公司 (CSD&C) が売り方・買い方の間に入るセントラル・カウンター・パーティとなり、ネット決済が行われる。また証券決済もブックエントリー・システムによってCSD&Cに開設された各投資家の証券取引口座の振替で行われる。決済期間はA株がT+1、B株がT+3である。

#### (4) 投資家動向

##### ① 個人投資家中心の市場

中国株式市場は個人投資家の比率が極めて高い。投資家別のシェアを見ると (2009年9月末)、時価総額では個人投資家が37%、機関投資家が63%であるが、売買高では個人投資家が圧倒的でシェア87%を誇り、機関投資家はシェア13%にすぎない。2009年1~9月の上海証券取引所の株式売買回転率では、個人投資家が9倍なのに対して、機関投資家は

2.3倍であり、株式取引は個人投資家中心であると言える (注7)。これは後述する中国株式市場の特徴である価格変動の激しさの要因にもなっている。

機関投資家ごとの株式保有シェアを見ると、投資信託15%、民間保険会社1.7%、全国社会保障基金0.9% (注8)、企業年金0.1%で極めて低い。なお、全国社会保障基金の株式保有比率の上限は25%、民間保険会社は同20%である (注9)。

##### ② QFIIとQDII

中国政府は世界貿易機関 (WTO) 加盟時の公約として、外国機関投資家のA株市場への参入を一部解禁し、2002年11月に適格外国機関投資家 (QFII) 制度を導入した。QFII制度では、証券監督管理委員会から認可を受けた外国の運用会社、保険会社、証券会社、銀行、年金基金などの投資家が、国家外国為替管理局 (SAFE) から認められた運用枠の範囲内においてA株等の中国国内証券に投資することが可能になる (注10)。2009年末時点で、中国で業務展開する86機関に合計166億7,000万米ドルの投資枠が与えられている。この他に海外の8機関がQFIIの承認を取得しているが、SAFEから投資枠を割り当てられていない。なお、2009年9月10日に、SAFEはQFII 1社当たりの投資枠上限を8億米ドルから10億米ドルに引き上げた (注11) (注12)。

適格国内機関投資家 (QDII) 制度は中国投資家の資金を海外投資に向ける目的で2006年に導入された。海外投資を行う金融機関等は



監督当局からQDIIのライセンスを取得し、さらにSAFEから実際の投資枠を取得すれば、その枠内で対外証券投資が可能となる。

世界金融危機を受けて、2008年5月の認可を最後に新たな投資枠の割当は事実上凍結されていた。しかし海外市場が落ち着きを取り戻してきたため、2009年10月にSAFEは新たな投資枠の設定を再開した。これにより投資枠を与えられたQDIIは58機関、投資枠合計は559億米ドルとなったが、実際に海外に投資された金額は287億米ドルに留まっている。中国の個人投資家が海外で資金を運用するためには、QDIIの設定するファンドに出資する必要がある。QDII認可ファンドは27社だが、実際に売り出したのは9社に留まる。

### ■ 3. 中国株式市場の特徴と最近の規制緩和

#### (1) 価格変動の激しい市場

中国の株価動向が海外の株価動向に影響を及ぼす傾向が最近は強まっているが、中国は価格変動の激しい、ボラティリティの高い市場であり、しかも国内市場が開放されていないため、海外市場との直接の連動性が低いという特異な市場である。

近年の株価指数の推移を見ると、過剰流動性の発生を背景に2006年初から上昇過程に入り、上海総合指数は同年1年間で約2.3倍、翌2007年も約2倍の急上昇を記録した。しかしその後、世界金融危機を受けて上海総合指数は

2008年には3分の1に急落したが、2009年には政府による景気刺激策と金融機関の融資急増の効果で再び株価は急騰に転じた(上海、深圳の株価指数の推移は(図表8)、(図表9)参照)。

このように市場の変動が激しくなる要因として、主に次のようなポイントが挙げられる。

まず投資家サイドについては、前述の通り、株式取引の中心が個人投資家であり、機関投資家の存在感が極めて低いことが問題である。個人投資家は風説等に影響されやすい。その背景には、本来、資産運用のアドバイスを行うべき証券会社が顧客の注文を取引所に繋ぐだけの役割に留まっていることがある。このため個人投資家の株式取引は中長期的な運用ではなく、どの銘柄を買えば儲かるか、短期売買で収益を上げる目的に傾斜することになる。その結果、個人投資家の投資行動が、株価の変動、しかも一方向への変動を助長する要因になっている。

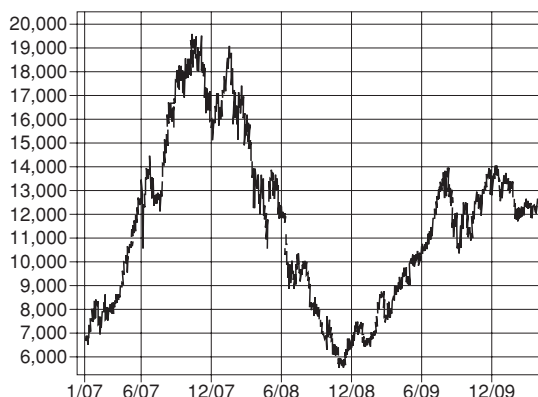
上場企業サイドについては、時価総額ベースで大きなシェアを占める金融、エネルギー等の大型国有企業は流通株のシェアが低く、流通株のシェアでは比較的小規模の企業が多くなっている。このため市場に厚みがなく、市場操作が行われやすい。また大型国有企業が優良資産を集約させた子会社を上場させるケースも多く、その場合にはグループ全体の収益状況や資産内容の把握が難しく、正確に企業価値の評価を行うことができなくなっている。こういった上場企業の質の不透明さも価格変動を助長していると言える。

(図表 8) 上証総合指数 (Shanghai SSE Index) の推移



注：上証総合指数 = 上場全銘柄を対象、1990年12月19日を100。  
(出所) 上海証券取引所

(図表 9) 深証成指指数 (Shenzhen SSE Component Index) の推移



注：深証成指指数 = 主要上場会社40社の発行するA株及びB株の指数、1994年7月20日を1,000。  
(出所) 深圳証券取引所

また株式取引は現物取引のみであり、リスク削減手段としての先物、オプションといったデリバティブ取引や信用取引が提供されていない(株価指数先物取引の解禁については後述)。

さらに政策面について言えば、国有大手企業は、その業績等が政府の政策に左右されやすい。加えて中国の株価は金融引締めや緩和といった金融政策に大きく反応する傾向があるが、

これは貸出の相当部分が投機資金に流用されているためと考えられる。このため中国株式市場は政策相場、流動性相場の色彩が強くなっている。

またインサイダー取引などの不正取引も相場変動拡大要因として指摘されている。

## (2) 最近の規制緩和

中国の株式市場は規模こそ巨大であるが、海外から隔絶された国内市場であり、また政府によって管理される発展途上の市場である。しかし市場の育成に向けて、徐々に規制緩和が実行されつつある。ここでは最近の規制緩和のなかでも今後の市場の発展に重要と思われる株価指数先物取引と信用取引の解禁の2点を取り上げておきたい。なお、中国の規制緩和は試験段階等を経て、慎重に行われるものであり、すぐに大きく市場が変わるものではない。

### ① 株価指数先物取引の解禁

2010年1月8日、政府は株価指数先物取引の導入を改めて承認した。この改革自体は2008年に承認されていたが、世界金融危機の影響で導入が延期されていたものである。

続く1月19日には、中国金融先物取引所(注13)が株価指数先物取引について、最低証拠金を12%に設定すること、持ち高の上限を100枚とすることなどの方針を発表した。

2月になると、中国証券監督管理委員会によって、株価指数先物取引に参加を認める投資家に関する規則が定められた。同規則によれば、株価指数先物取引に参加できる資格として、保証金50万人民元以上、取引所が準備する試験に合格、20回の模擬取引に参加などが定められた(注14)。

2月20日には中国証券監督管理委員会が中国

金融先物取引所の滬深300指数(CSI300)(注15)先物契約と業務規則を正式に承認したことで、株価指数先物取引は4月16日に予定通り開始された。取引の初日には、5月限、6月限、9月限、12月限の全4限月が基準値から上昇して始まり、値動きは比較的小幅に留まる一方で、取引高は膨らんでいる。

### ② 信用取引の解禁

2010年3月19日に中国証券監督管理委員会が証券会社6社に対して試験的に信用取引の取扱いを認可し、続く3月31日に上海、深圳の両証券取引所が信用取引システムを稼働させたことで、投資家が証券会社から資金や株式を借りる信用取引が解禁された。信用取引も法制上はこれまでも可能であったが、実際の解禁が先送りとなっていたものである。

口座開設には最低50万人民元の預かり資産が必要であり、対象銘柄は上海A株50銘柄、深圳A株40銘柄の合計90銘柄に限定される。まだ試験段階であり、証券会社は自社の資金あるいは証券だけを信用取引に利用でき、市場から資金や証券を調達することは認められない。

現在では多くの本邦個人投資家が投資信託等を通じて中国株への投資を行っている。しかし中国株式市場は規模こそ巨大になったが、日米欧市場とは全く質の異なる市場であることには十分な注意が必要である。今後の中国当局の政策変更や規制緩和などによって大きく変動する可能性があるハイリスクな市場であることを忘れてはならない。



(注1) 中国は経常黒字額でも外貨準備額でも世界の約3割を占める。また株式時価総額で見た世界のトップ企業10社のうち、上海、香港上場企業が4社を占めるなど、存在感は極めて大きい。このように規模では中国は既に日本を上回っていると言えるが、これに加えて2010年1月には、国債のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の保証料率でも日中が逆転した。規模だけではなく、質の面でも日本は中国に追い抜かれつつあると言える。

(注2) 取引開始初日の終値は、平均で公募価格に比べて70%上昇し、早くも過熱を見せた。上場企業の質は玉石混交とも言われ、新たな投機市場となる懸念も指摘されている。

(注3) 上場会社の業種別構成を見ると、データは少し古くなるが、2006年末の時価総額ベースで、金融・保険業39.4%、製造業26.4%(うち金属等8.1%、機械等6.2%、食品3.6%、石油・化学等3.5%)、鉱業9.4%、運輸・倉庫7.3%、電力・ガス・水道4.2%、不動産3.1%、情報技術3.1%などとなっている。

(注4) 基本的なデータは次のサイトから入手可能である。上海証券取引所：<http://www.sse.com.cn>  
深圳証券取引所：<http://www.szse.cn>

(注5) S株の増加については、本連載第2回シンガポールの株式市場参照。またN株は、額面は人民元、

募集は米ドル、配当は人民元で発表されるが、支払いは米ドルである。N株は通常の株式ではなく、米国預託証券(ADR: American Depository Receipt)として発行される。

(注6) これは結果的にそれまで以上に両取引所の大企業色を強め、中小企業を市場から締め出すことに繋がったと指摘される。締め出された中小企業はシンガポール市場など海外に資金調達先を求めることにもなった。

(注7) 株式売買の口座を持っている投資家は1億3,400万人程度であるが、実際に株式取引がある口座はおよそ5,000万口座にすぎない。限られた投資家が頻繁に売買を繰り返しているものと見られる。

(注8) 中国は一人っ子政策によって急速に少子高齢化が進展しており、社会保障制度を充実させるために、自発的な年金制度を促進する政策が打ち出されている。このため今後、年金基金が中長期的な投資を行う機関投資家に成長することが期待される。また全国社会保障基金は、運用資産に占める海外投資の比率を現行の7%から20%に引き上げる方針を明らかにした(2009年12月)。

(注9) 中国当局が、保険会社に対して、株式やファンドに投資できる上限を、現在の総資産の20%から25%に引き上げ、さらに香港株式市場に上場す

## 〈コラム〉

### 上海国際金融センター

本文でも言及したが、上海では2020年を目標に「上海国際金融センター」の建設が計画されている。上海市政府は2006年11月に上海国際金融センターを建設する独自の計画を発表しているが、2009年4月に国務院(政府)が上海に国際金融センターと国際運輸センターを建設する意見を公表したことで、上海国際金融センターが政府のお墨付きを得たことになる。また最近では上海と香港にオフショア人民元センターを作る計画を政府が検討しているとの報道もなされている。

一方、中国国内では上海以外にも内陸の都市なども含めて複数の金融センターの建設が計画されている。なかでも深圳は2009年に、金融改革を行うモデル都市として国務院の承認を受けたことを発表し、金融センター化に向けた計画(金融改革创新総合試験区)を進めている。また2009年8月には香港と広東省との間で、深圳西南部の前海地区を経済特区として共同開発する合意文書が調印された。国際金融センターで先行する香港の協力を得て、深圳の金融センター化を目指すものである。

今後、香港、上海、深圳の各市場がどのような動きを見せていくのか、それによって中国市場のグローバル化の進展状況も変わっていくものと思われる。

る全銘柄への投資を解禁（現在は香港株式市場に上場する中国本土市場の株式のみ）する可能性が報道されている。

(注10) 厳しい為替管理で海外からの投資資金の流入を制限する中国でも、規制をかいくぐって流入してくる資金の存在が指摘されている。貿易決済を装った投資資金の流入などである。

(注11) QFIIとは別に、2006年2月には「戦略投資家」制度が設けられ、外国人投資家によるA株購入が認められた。戦略投資家制度は、直接投資の一環として非流通株を保有していた外国人投資家が非流通株改革の結果としてA株を取得する例が現れたため、現実を追認する方向で設けられた制度である。戦略投資家は払込資本金の10%以上を保有し、3年間は売却が禁じられる。しかしQFIIと違い、投資枠はなく、当該企業経営に参加することも可能である。

(注12) 発行済株式のうち、QFIIが単体で保有できるのは10%までであり、QFII全体で20%までに制限されている。

(注13) 中国金融先物取引所は2006年の証券法の改正を受けて上海に設立されていた。

(注14) 中国証券監督管理委員会は、証券会社の自己勘定売買、投資信託会社の売買について、ヘッジ目的に限定して株価指数先物取引を認める方針を検討している。株価指数先物取引は個人投資家を対象としたもので、証券会社、投資信託会社、保険会社は先物取引口座の開設を認められていない。また適格外国機関投資家（QFII）にもヘッジ目的の株価指数先物取引を認める方針が示されている。

(注15) 上海証券取引所と深圳証券取引所を合わせた中国の株式市場全体の株価動向を反映する株価指数。

糠谷 英輝（ぬかや ひでき）

1983年慶應義塾大学法学部法律学科卒業。同年、東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）に入行。2度のドイツ勤務、調査部、キール世界経済研究所客員研究員などを経て現在に至る。

専門は国際資本市場、イスラム金融、中東経済など。

### ・これまでの連載記事

#### 【アジア株式市場のいま】

- (第1回) アジア株式市場の概観 …2009年6月号
- (第2回) シンガポール …… ♪ 9月号
- (第3回) インドネシア …… ♪ 10月号
- (第4回) マレーシア …… ♪ 11月号
- (第5回) タイ …… ♪ 12月号
- (第6回) フィリピン、ベトナム …2010年1月号
- (第7回) 韓国 …… ♪ 3月号
- (第8回) 台湾 …… ♪ 4月号
- (第9回) 香港 …… ♪ 5月号
- (第10回) 中国 …… ♪ 7月号

### ・関連記事

#### 【論文】

- 中国株式創業市場設立について  
孫 田夫……2009年7月号
- 建国60周年を迎えた中国  
—発展途上国と経済大国の両面性を  
持つ国としての課題と今後の展望  
汎 小晨…… ♪ 11月号
- イスラム金融の最近の国際動向について  
糠谷英輝……2010年2月号
- アジア証券市場連携の動きと決済面の取組み  
西向一浩…… ♪ 5月号
- アジア資産運用ビジネスの拡大と  
日系運用会社の対応 浦壁厚郎…… ♪ 6月号

#### 【講演録】

- 世界金融危機とその後のアジア証券市場  
川村雄介…… ♪ 2月号

※ 【連載 アジア株式市場のいま】は今回で終了いたします。本誌では、今年11月のAPEC首脳会合に向けて、アジア債券市場の現状、債券市場育成に向けたこれまでの取組みなどについて、今後3回に亘り連載する予定です。その後、第2弾として、アジアからさらに地域を拡大し、これまで取り上げられることの少なかったG20新興諸国の資本市場を連載で紹介する予定です。

# アジア株式市場のいま

## —第11回 オセアニアの株式市場



財団法人 国際通貨研究所  
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

アジア株式市場の続編として、オセアニアの株式市場を紹介する。本稿ではオーストラリアとニュージーランドの株式市場を取り上げるが、ニュージーランドの株式市場は極めて小さな市場であり、その概要を示すに留める。

### ■ 1. オーストラリアの株式市場

#### (1) オーストラリア証券取引所

(Australian Securities Exchange : ASX)

オーストラリア証券取引所（以下「ASX」）は、1987年に各州都で運営されていた6取引所の統合によって誕生した。オーストラリアの株式市場はASXが支配的な地位を占めているが、現在でもその他に株式を上場する4取引所<sup>(注1)</sup>が存在する。しかしASX以外

の取引所では小企業、マイクロ企業が上場しているにすぎない。1988年にASXは株式会社化し、自市場に上場している。

ASXは株式、先物、オプション市場を運営しているが、傘下機関を通じて、上場、取引、清算、決済、データ・サービスなど株式市場のすべての機能を提供する形態になっている（図表1）。

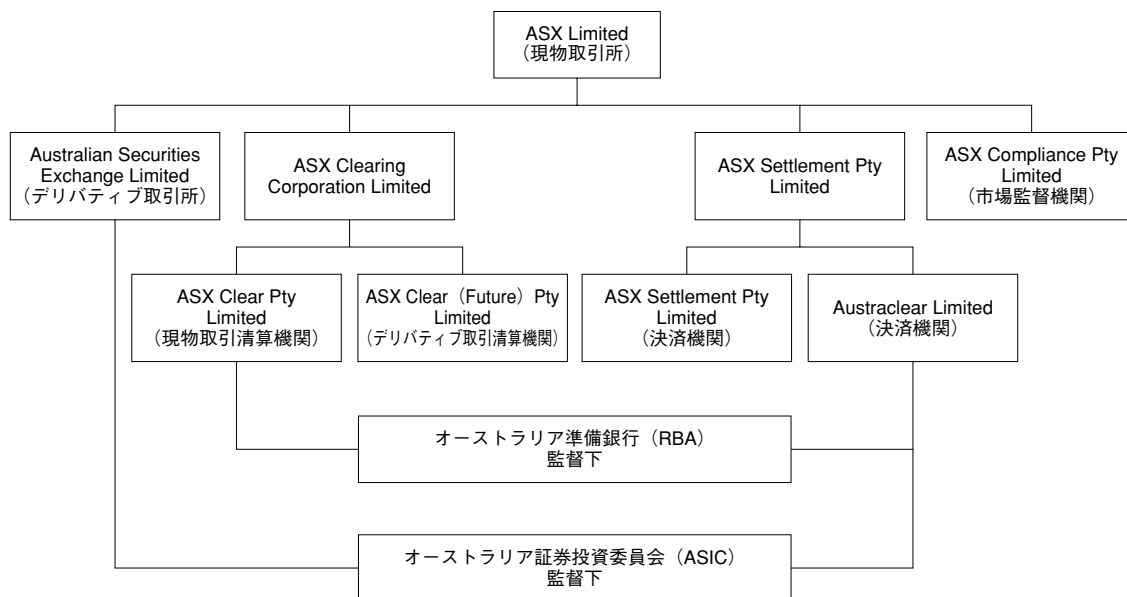
2010年7月末まではASXは市場監督の機能も担っていたが、市場監督機能はオーストラリア証券投資委員会（ASIC：Australian



#### 〈目次〉

1. オーストラリアの株式市場
2. ニュージーランドの株式市場

(図表1) ASXグループの構成



(出所) ASX

Securities & Investments Commission) に移管された。現在の監督体制としては、ASICが市場のリアルタイムでの監督、金融市場に関する法整備、金融機関の監督を担う一方で、オーストラリア準備銀行 (RBA: the Reserve Bank of Australia) が清算、決済に関する評価等を行っている。

またASX ComplianceがASXの運営規則や遵守状況の策定、監督責任を負っている。

## (2) オーストラリア株式市場の概要

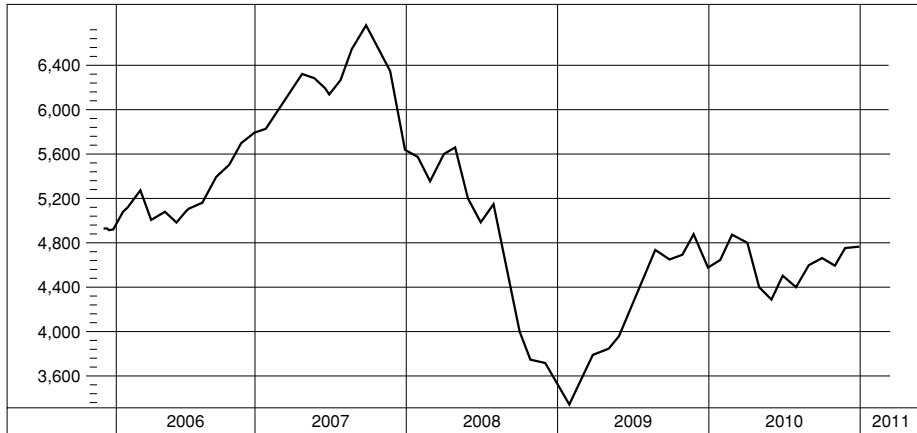
オーストラリア株式市場は売買可能な流通株式の時価総額で見れば、日本を除くアジア太平洋地域ではもっとも大きな市場であり、その時価総額は約1兆米ドルである。これは香港市場の2倍以上、シンガポール市場の4倍

以上の規模である (代表的な株価指数であるS&P/ASX200指数の推移は図表2)。2010年末時点でASXには2,072社の株式 (国内企業1,986社、外国企業86社) が上場している。上場企業数は過去5年間で15%弱の増加である (図表3) (注2)。

ASXの上場に関しては、正味固定資産200万豪ドル以上あるいは時価総額1,000万豪ドル以上といった資産規模に関する基準、過去3年に亘り純利益が100万豪ドル以上かつ過去12か月に亘り純利益が40万豪ドル以上といった利益基準などが設定されている。

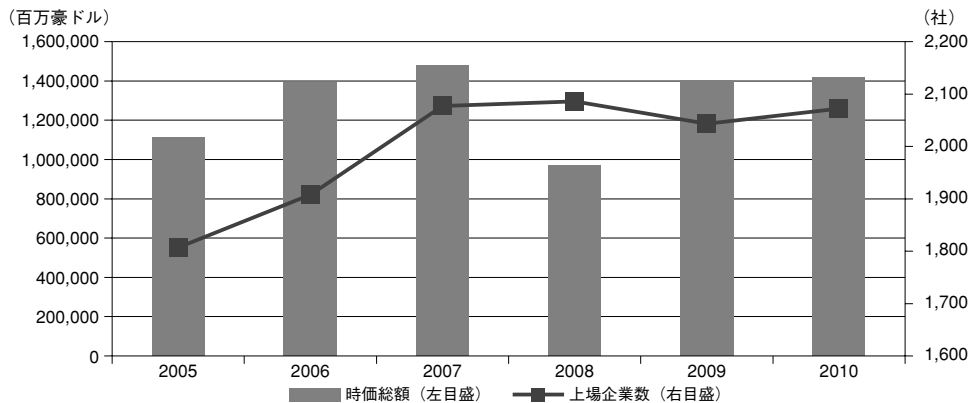
ASX上場企業は海外市場への上場も可能であり、2010年7月ではASXを本国市場とする29社が海外市場にも上場している。またオーストラリア企業46社がJP Morganが運営

(図表 2) S&P/ASX200指数の推移



(出所) ASX

(図表 3) ASXの時価総額と上場企業数の推移 (各年末)



(出所) ASX

するADR.comで米預託証券（ADR）を発行している。他方で多くの国際的な大企業が本国以外の上場市場としてASXを活用している。

ASXの取引時間は通常取引で平日（月曜～金曜日）の10時から16時である。ASXグループでの取引は現物取引とデリバティブ取引の2つに区分される。現物取引はASXのライセンスの下、ASX Tradeで取引され、

デリバティブ取引はASX24のライセンスの下、ASX Trade 24で取引される（注3）。株式、債券、ワラントなどはすべてASX Tradeでの電子取引であるが、ASX TradeはナスダックOMXが開発した取引プラットフォームである。

ASXでの株式取引は主に電子化された注文板（CLOB：Central Limit Order Book）

あるいはクロッシング市場を通じて取引されるが、取引所外で電子取引を提供する多角間取引システム（MTF：Multilateral Trading Facility）なども存在する。

CLOBでの取引は、50万豪ドル以上の取引ではブローカーは注文額を開示せず（pre-trade transparent）、価格・時間優先の原則に沿って付合せが行われる。

クロッシング市場では参加者はブローカーに限られ、ブローカーが同価格での売り注文、買い注文を受けているか、顧客注文価格でブローカー自らが取引相手となって取引を行いたい場合に利用される。いずれも当該取引によって市場価格が変動し、個人投資家等に影響が及ぶのを避けることを目的としている。

クロッシング取引には、市場内クロッシング（On-Market crossingsあるいはOn-order book crossings）と特別クロッシング（Special crossingsあるいはOff-order book crossings）の2種類がある。

市場内クロッシングはブローカーがクロッシング取引であることを表明して、注文をCLOBに入れる。CLOB上でクロッシング価格を上回る買い価格、クロッシング価格を下回る売り価格が存在しない場合に、クロッシング取引は即時成立する。同一価格が存在した場合でも時間優先の原則はクロッシング取引では適用されない。しかし価格優先の原則は適用されるため、最良価格が存在した場合にはそちらの取引が実行される。

特別クロッシング取引は市場価格に一切関

わらずに取引を成立させるもので、1銘柄の場合には100万豪ドル以上の取引で可能となる。特別クロッシング取引でも取引成立後にASX Tradeに取引量、取引価格等の取引内容を入力（報告）しなければならない。

この他、VolumeMatch、CentrePointが2010年6月に導入された（注4）。

2010年8月の取引では、通常のASX CLOBの取引シェアが67.8%、特別クロッシングが19%、市場内クロッシングが13%、CentrePointが0.2%であった。

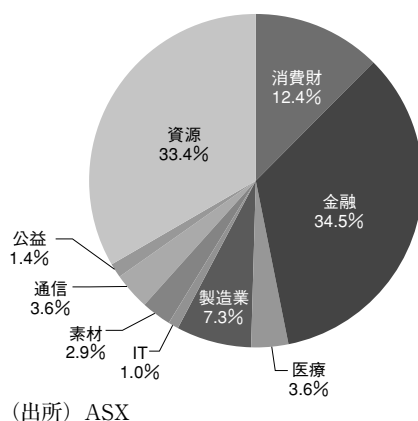
ASX上場株式の取引はASX Clear Pty Limited（ASX Clear）で清算され、ASX Settlement Pty Limited（ASX Settlement）で決済される。決済は通常、T+3でのDVP決済である。

また外国人に株式保有制限が存在するのは、銀行、航空、空港、メディア、通信、海運などの特定の業種のみであり、外資審議委員会（Foreign Investment Review Board）が規制を行っている。

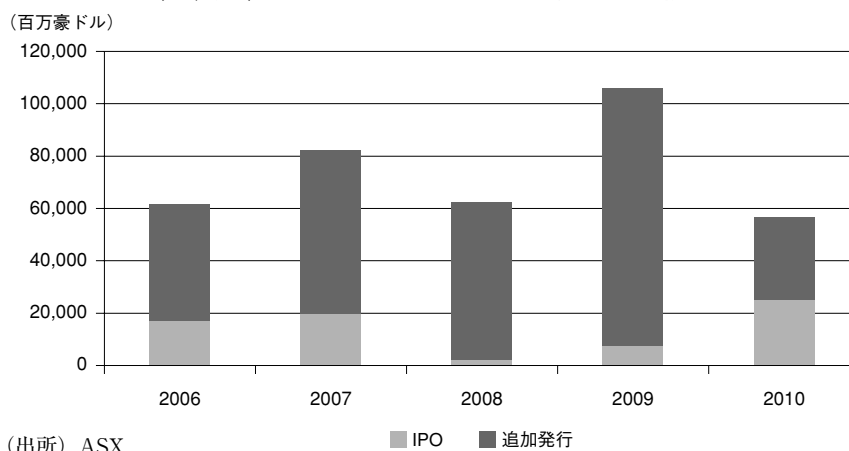
### （3）オーストラリア株式市場の特徴

オーストラリア株式市場の特徴としては、第一に、金融業と資源産業に特化した株式市場であることが挙げられる。これは、世界的な資源産業を抱えるオーストラリアの経済構造を反映したものになっている。2010年6月末のASX時価総額の産業部門別シェアを見ると、金融業が34.5%、資源産業（エネルギー、金属、鉱業）が33.4%と両セクターでおおよそ

(図表4) ASX時価総額の産業部門別シェア  
(2010年6月末：%)



(図表5) ASXにおけるIPO、追加発行の推移



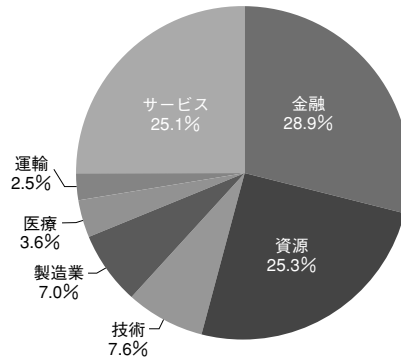
68%を占めている (図表4)。

またASXにおけるIPO、追加発行の推移は (図表5) の通りである。2008年には世界金融危機の影響を受けて落ち込んだが、2009年には追加発行が、2010年にはIPOが急増している。2010会計年度<sup>(注5)</sup>の資金調達額の産業部門別シェアを見ても金融業、資源産業の両セク

ターでIPOの54.2%、追加発行では72.3%を占めており、両セクターに極めて特化した市場であることが窺える (図表6、図表7)。

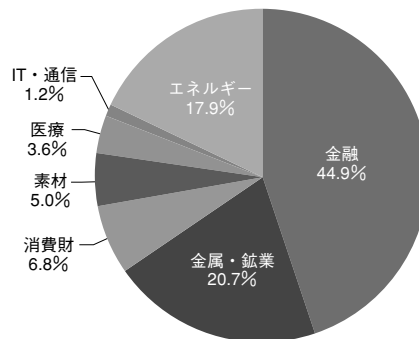
さらにASXでの株式取引では、ブローカーや機関投資家についても集中化が進んでいる。2010会計年度では、ブローカーはトップ12社が株式取引高の81%のシェアを占め、さらに

(図表 6) ASX新規上場企業の産業部門別シェア  
(2010会計年度：%)



(出所) ASX

(図表 7) ASXにおける追加発行の産業部門別シェア  
(2010会計年度：%)



(出所) ASX

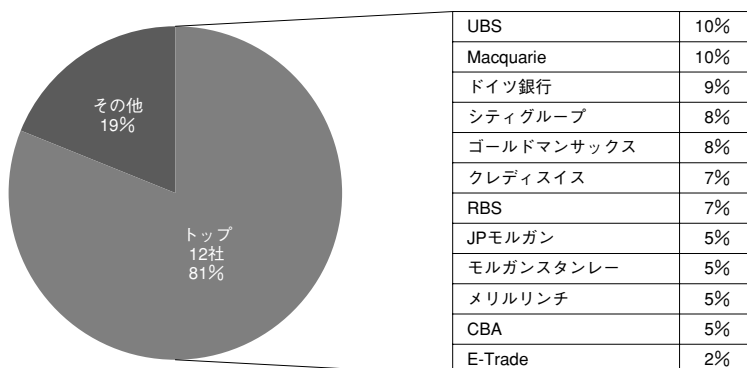
上位3社 (Macquarie、UBS、ドイツ銀行) で30%程度を占めている。こうした集中化の状態はここ10年以上に亘ってほとんど変わっていない (図表 8)。

投資家について見ると、おおよそ国内個人投資家が取引高の20%、国内機関投資家が40%、外国人投資家が同じく40%程度のシェア

を占める (2010年3月末の投資家別シェアに関しては図表 9 参照)。機関投資家は、銀行をはじめとした民間の投資会社と老齢退職年金基金の大きく2つに分けられ、2010年6月末の資産残高は前者が3,020億豪ドル、後者が1兆500億豪ドルであった。民間の投資会社も集中化が進んでおり、大手5社

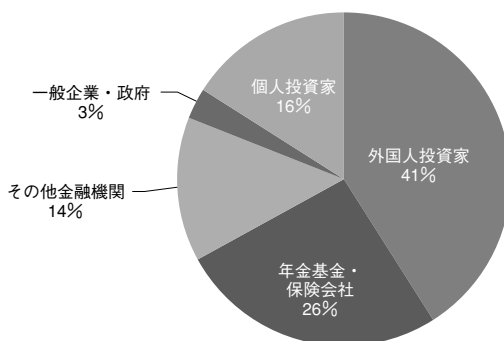


(図表 8) ASXにおけるブローカーのシェア  
(2009会計年度：%)



(出所) ASIC

(図表 9) ASX上場株式の投資家別保有シェア  
(2010年3月末)



(出所) ASX

(Commonwealth Bank, National Australia Bank, AMP Ltd., Macquarie Group, ANZ Bank)で資産残高のおよそ70%を占める状況にある。

さらに取引対象となる株式の集中化について世界の主要な証券取引所との比較で見ると、ここでもASXは集中化の程度が高い。特徴的

なのは取引高上位10社の集中度合いが他取引所に比べて高い点である。時価総額、取引高ともに上位10社で40%程度となっており、主に取引される銘柄は限られているものと言える(図表10)。

集中化以外についてASXにおける株式取引を国際比較してみると、売買回転率はロン

(図表10) 取引集中化の国際比較

	2008年		2009年	
	時価総額上位10社	売買高上位10社	時価総額上位10社	売買高上位10社
ASX	43.9%	40.0%	43.8%	42.4%
香港取引所	48.6%	41.4%	40.3%	34.4%
シンガポール取引所	43.7%	46.7%	33.0%	33.4%
東京証券取引所	18.3%	19.9%	17.6%	19.6%
NYSEユーロネクスト (米)	20.1%	27.7%	15.7%	29.2%
ナスダック	35.8%	13.5%	37.8%	10.4%
ロンドン証券取引所	46.3%	27.8%	41.3%	17.8%
NYSEユーロネクスト (欧)	37.3%	28.2%	33.8%	33.3%

(出所) WFE

(図表11) 取引状況の国際比較

月平均取引高 (2010年第1四半期、時価総額に対する%)	
ASX	7.4%
LSE	7.9%
NYSE	13.0%
SGX	4.5%
平均取引サイズ (2009年)	
ASX	A\$10,000
LSE	A\$12,900
NYSE	A\$7,000
機関投資家の取引コスト (2007-08年)	
ASX	27bps
SGX	36bps
NYSE	14bps

(注) LSE：ロンドン証券取引所

NYSE：NYSEユーロネクスト (米)

SGX：シンガポール取引所

機関投資家の取引コストはブローカー手数料、取引所手数料、マーケットインパクト等。

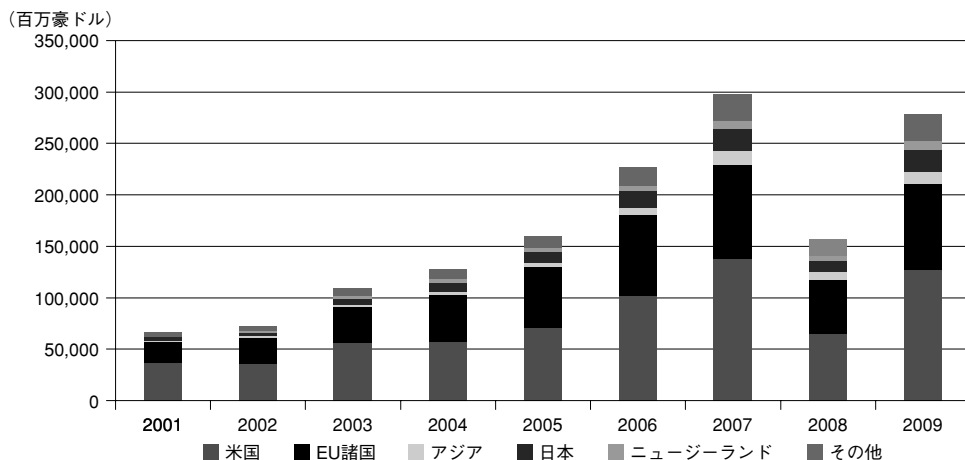
(出所) ASIC

ドン証券取引所と同水準で比較的流動性は高い。1件当たりの取引高も国際的な水準にあるのに加えて、機関投資家の取引に関しては、売買コストはシンガポール取引所に比

べると低くなっている (図表11)。

それでは、海外ではどこからオーストラリアへの株式投資がなされているのか。2009年末の株式ポートフォリオ残高を見ると、

(図表12) 海外投資家によるオーストラリア株式投資残高 (ポートフォリオ投資)



(注) アジアはASEAN諸国、香港、韓国。

(出所) IMF

2,784億7千万米ドルのうち約46%を米国(1,278億7,200万米ドル)が占める(図表12)。アジア(ASEAN諸国、香港、韓国)からの投資が少ない一方で、隣国ニュージーランドからの投資が多い。因みに日本からの投資残高は2009年末で213億3,400万米ドル、シェアは約7.7%であった。

逆に、オーストラリアからの海外ポートフォリオ株式投資残高は2009年末で2,384億6,400万米ドルで、米国がシェア約44%とトップであり、英国9.5%(投資残高226億9,700万米ドル)、日本6.1%(同144億9,900万米ドル)と続いている。100億米ドルを超える投資残高を持つのはこの3か国のみである。

#### (4) シンガポール取引所との統合計画

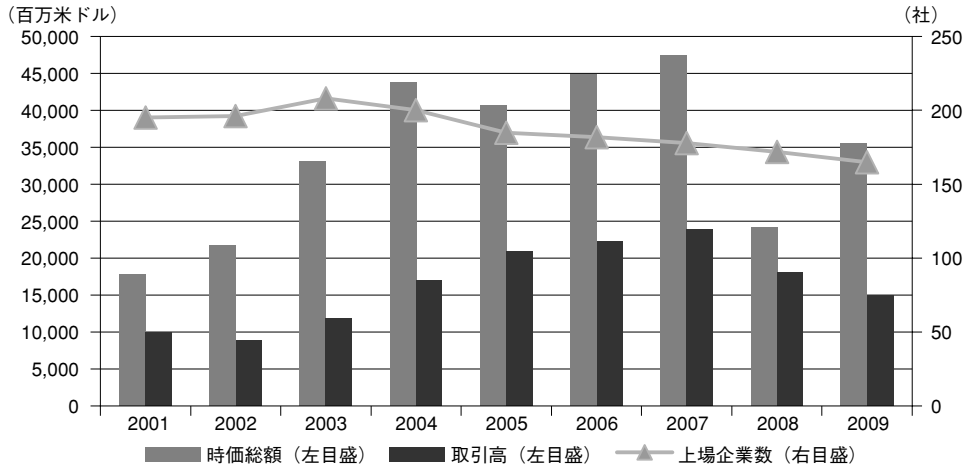
オーストラリア株式市場に関しては、ASICを中心に市場の分析と将来の国際競争力

向上に向けた総合的で具体的な施策立案がなされているが、それとは別にシンガポール取引所(Singapore Exchange: SGX)との統合計画が進められている。ASXとSGXとは過去にも提携を行ったことがあるが、その際にはフローが一方向的にオーストラリアにしか流れなかったことから提携が解消された経緯がある。

ASXとSGXが統合した場合、アジア太平洋地域では東京証券取引所を上回り、ボンベイ証券取引所に次ぐ第2位の上場企業数となり、ETF、REITの上場では圧倒的な規模を誇る取引所となる(注6)。また2009年末の投資基金残高では米国の11兆1,210億米ドルに次ぐ世界第2位の規模(2兆3,250億ドル)となり、ルクセンブルク(2兆2,940億ドル)を僅かに上回る。

このようにASXはSGXと統合することで、

(図表13) ニュージーランド取引所の時価総額等の推移



(出所) WFE

市場規模では世界有数の市場に成長することになる。しかしASX、SGXともに上場取引所であり、統合には両社株主の承認が必要である他、オーストラリアの規制では取引所株式の15%以上の取得に関しては議会の審議を経た主務大臣の認可が必要となる。統合反対を表明する国会議員もおり、未だ判断は出ていない。

## ■ 2. ニュージーランドの株式市場

ニュージーランド取引所 (New Zealand Exchange : NZ) は傘下に証券市場、エネルギー市場、先物市場等を通じた農産物の価格設定や情報サービスを担う農業部門、データ・サービス部門を抱えている。

NZの証券市場は、株式市場 (NZ Stock Market : NZSX)、新興株式市場 (NZ

Alternative Market : NZAX)、債券市場 (NZ Debt Market : NZDX) の3市場に大別され、主要株式はNZSXに上場され、同市場で取引が行われる。各市場規模は2011年2月3日時点で、NZSXが159銘柄、およそ568億ニュージーランド・ドル、NZAXが115銘柄、4億ニュージーランド・ドル、NZDXが27銘柄、160億ニュージーランド・ドルである(注7)。

ニュージーランド株式市場規模はアジア太平洋地域ではスリランカ市場に次ぐ小さな市場で、時価総額はフィリピン市場の半分にも満たない。市場の発展は遅れており、時価総額の対GDP比率でも30%程度(2009年)にすぎない。隣国オーストラリアの株式市場が拡大しているのと対照的である。

NZSXの時価総額、取引高、上場企業数の推移は(図表13)の通りである。時価総額は世界金融危機の影響を受けて2008年に急減し

た後、2009年には再び増加したが回復の程度は低い。取引高は2008年以降、減少が続き、上場企業数も2003年以降減少が続いている。

市場規模の小さなニュージーランド市場では、時価総額最大の Fletcher Building Limited社でもその時価総額は約48億ニュージーランド・ドル（約3,100億円）にすぎない。取引対象となる銘柄も限られており、取引高上位10社の売買シェアで91.6%（2009年）と取引は極めて集中化している。

NZSXの通常取引時間は平日（月曜～金曜日）の10時～17時で、優先株、ワラントなどを含めた株式、国債、社債等の債券、財務省証券、CDなどの資金市場関連商品などの取引が行われている。

外国人に関する投資規制としては、時価総額が5,000万ニュージーランド・ドル超の企業、あるいは取引額が5,000万ニュージーランド・ドルを超える場合で、対象企業への出資比率が25%以上となる場合には、海外投資委員会（Overseas Investment Commission）から承認を取得せねばならない。また外国人出資比率の上限は、放送・メディア産業15%、ニュージーランド航空49%、テレコム・ニュージーランド10%と規制されている。売却代金、配当金などは自由に引き上げることができるが、配当金には30%の源泉税が課される。日本を含め、租税条約締結国では源泉税率は15%に引き下げられる。

（注1） 4取引所はThe National Stock Exchange, SIM Venture Security Exchange, Asia Pacific Exchange, IMB Ltd.

（注2） オーストラリア株式市場に関するデータは次のサイトから入手可能である。オーストラリア証券取引所：<http://www.asx.com.au> オーストラリア証券投資委員会：<http://www.asic.gov.au/asic/asic.nsf>

（注3） ASX24は以前のSydney Futures Exchange Limitedであり、2010年8月1日の組織改正で、名称が変更された。

（注4） VolumeMatchは、取引額100万豪ドル超の大口取引をCLOB上の価格で匿名で成立させる方法であり、CentrePointは売り価格・買い価格の中間価格で、時間優先の原則のみで匿名の成り行き注文を成立させるものである。

（注5） 2010会計年度は2009年7月～2010年6月。

（注6） 2010年9月の上場企業数は、ボンベイ証券取引所が4,997社、ASX+SGXが2,739社、東京証券取引所が2,294社。ETFの銘柄数ではASX+SGXが109銘柄、2位の東京証券取引所が93銘柄。REITの時価総額では2010年10月22日時点でASX+SGXが1,039億米ドル、2位の東京証券取引所が358億米ドル。

（注7） ニュージーランド株式市場に関するデータはニュージーランド取引所：<http://www.nzx.com/home>から入手可能であるが、データは極めて限られる。

# 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

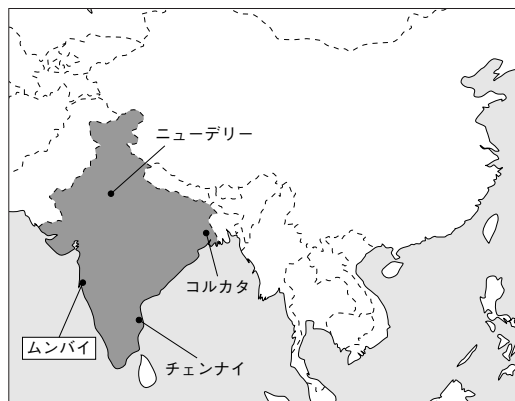
インドでは1990年前後に銀行部門の規制改革や株式市場の整備が進められ、その結果、銀行部門の規模は未だに小さい一方で、株式市場は大きく拡大した。インド株式市場はアジアでは日本、中国、香港に次ぐ第4位の時価総額を誇る市場となっている（図表1）。

#### — <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。

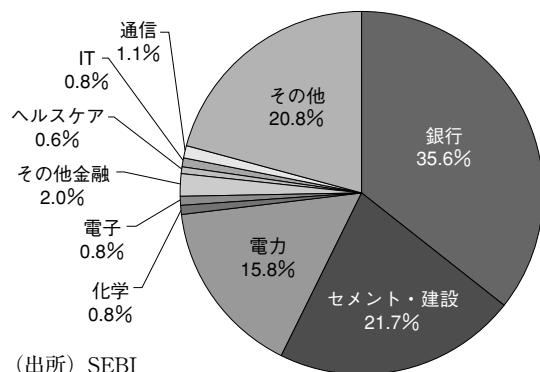
(出所) インド証券取引委員会 (SEBI: Securities and Exchange Board of India)

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。

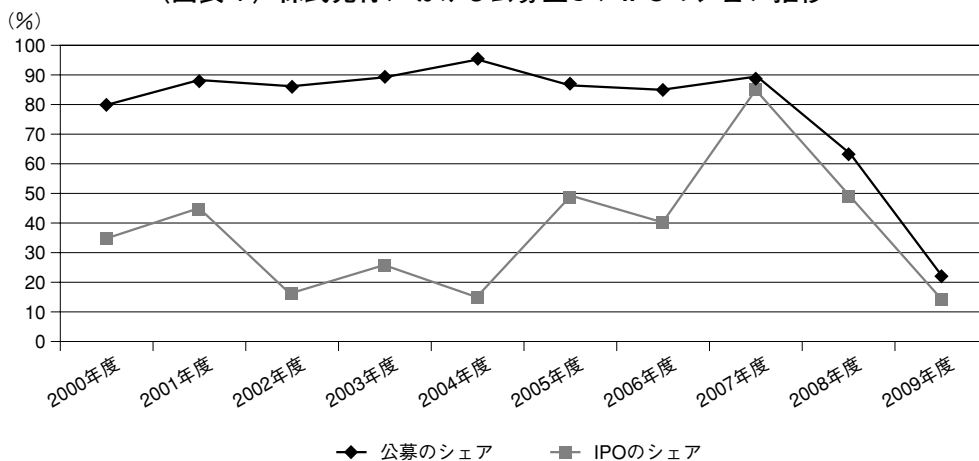
## (2) 株式市場からの資金調達動向

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



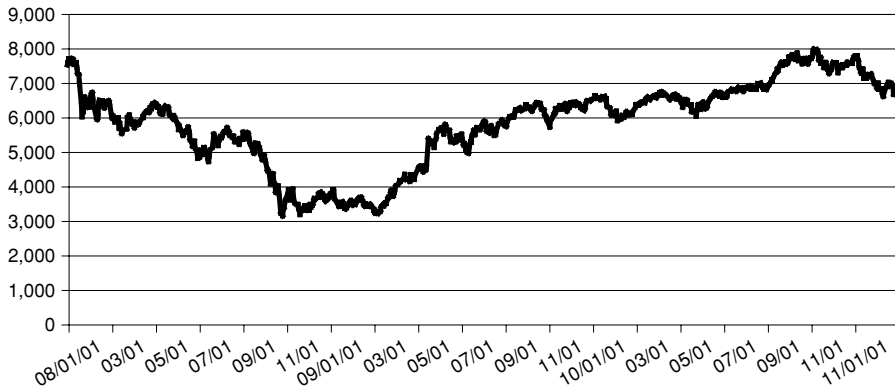
資本市場からの資金調達では債券発行による調達が圧倒的に大きく、しかも起債の大半(2009年度では99%)が私募形式による発行となっている。また私募形式の起債では民間債も半分程度のシェアを占めるが、最近では金融債が増加しているのが特徴である。このように企業による資金調達では株式発行に加え、私募形式での社債発行も重要な手段となっている。

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

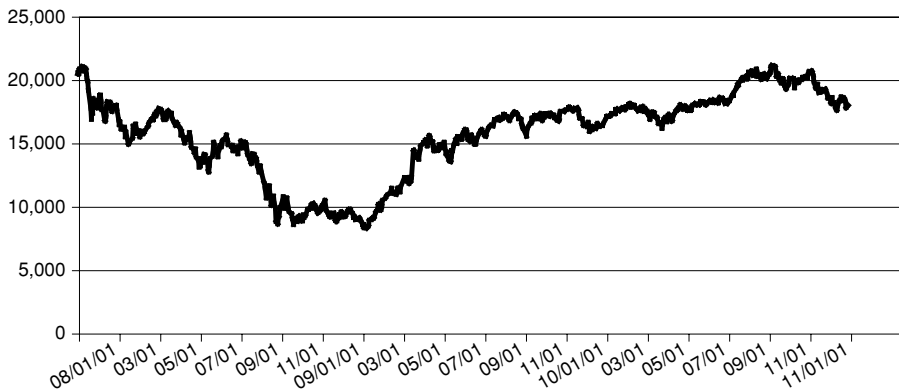


(図表5) S&P CNX NIFTY指数の推移



(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

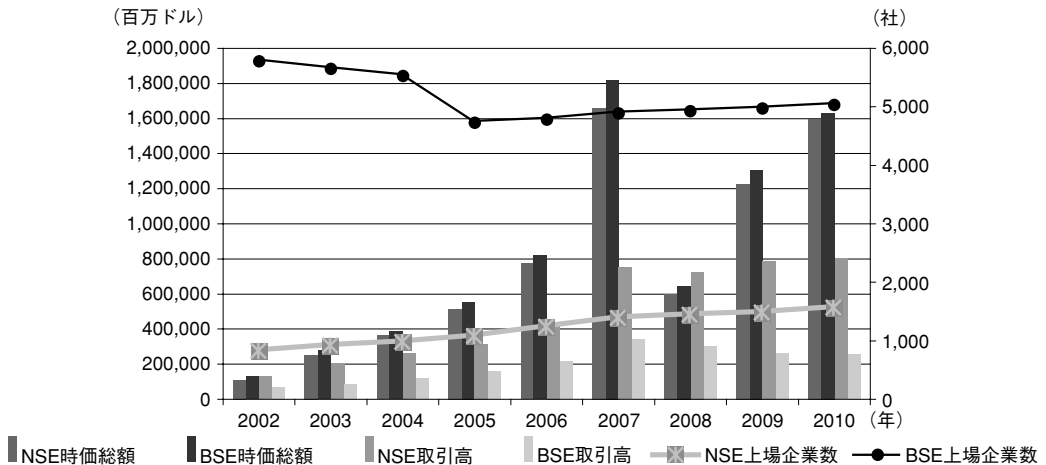
	NSE	BSE
時価総額 (2010年末)	7,139,310	7,296,726
取引高 (2009年度)	4,138,023	1,378,809
取引高のシェア (2009年度、%)	92.7	7.3
一日平均取引高 (2009年度)	16,959	5,651
上場企業数 (2010年末)	1,552	5,034
取引可能企業数 (2010年末)	1,456	3,048

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

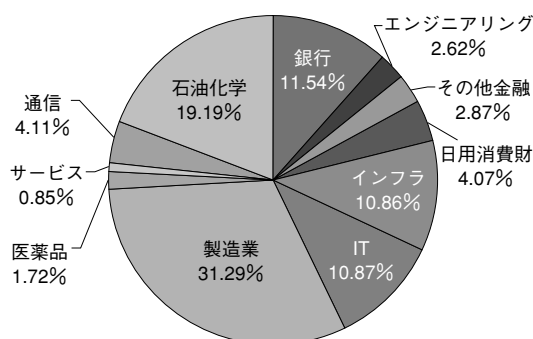
イ)である。BSEは1875年に設立されたアジアで最も古い証券取引所であり、上場企業数も5,000銘柄を超えている (図表7)。これに対してNSEは設立が1994年と新しい取引所であるが、同取引所の設立を契機に株式市場の近代化が急速に進んだと言われる。NSEの時価総額はBSEと肩を並べるが、上場企業数は

(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

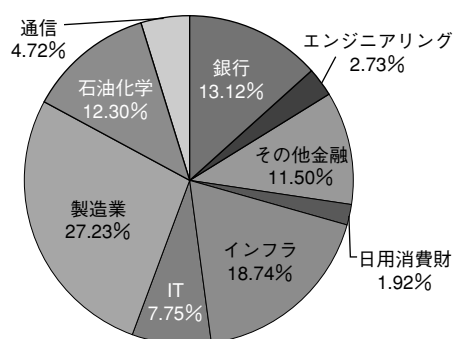
(出所) NSE, BSE

(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

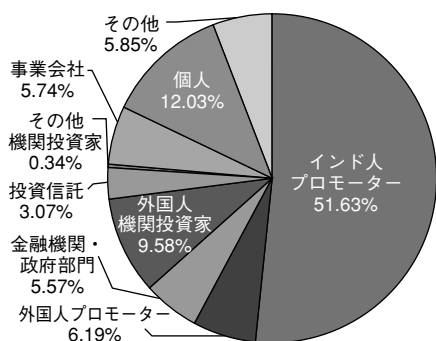
1,552銘柄とBSEよりかなり少ない。しかし証券取引は主にNSEで行われており、そのシェアは2009年度で約93%と圧倒的である。

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)

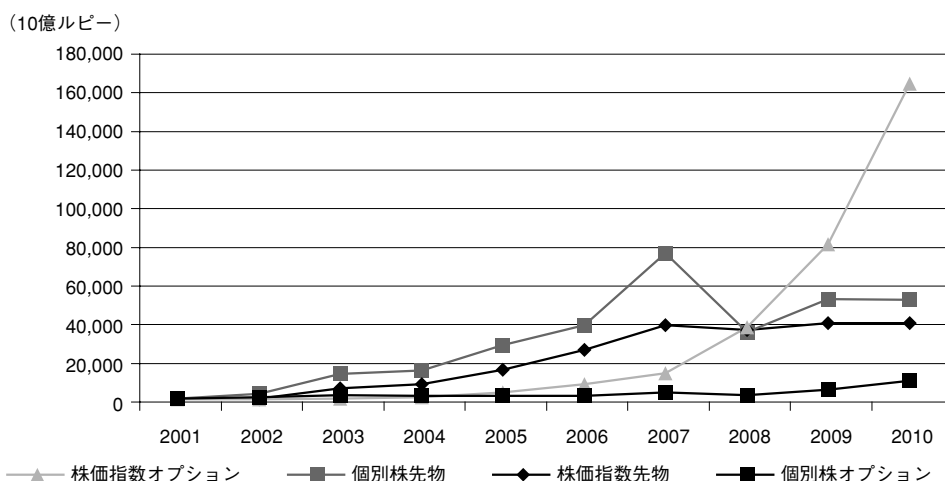
取引所	売買回転率	取引集中度 (取引高上位5%)
NSE	61.5%	76.7%
BSE	19.4%	—
香港	66.9%	68.0%
シンガポール	46.1%	47.6%
韓国	149.0%	60.3%
マレーシア	23.9%	62.7%
タイ	62.5%	70.0%

(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、通常の取引は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。

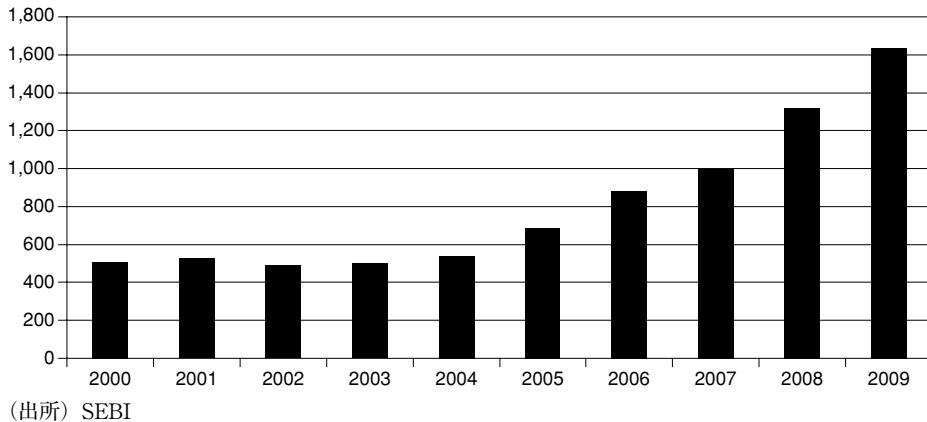
インドではサーキット・ブレーカーが導入されている。サーキット・ブレーカーは指数の変動幅で設定され、10%、15%、20%の3段階で規定されている。

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



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

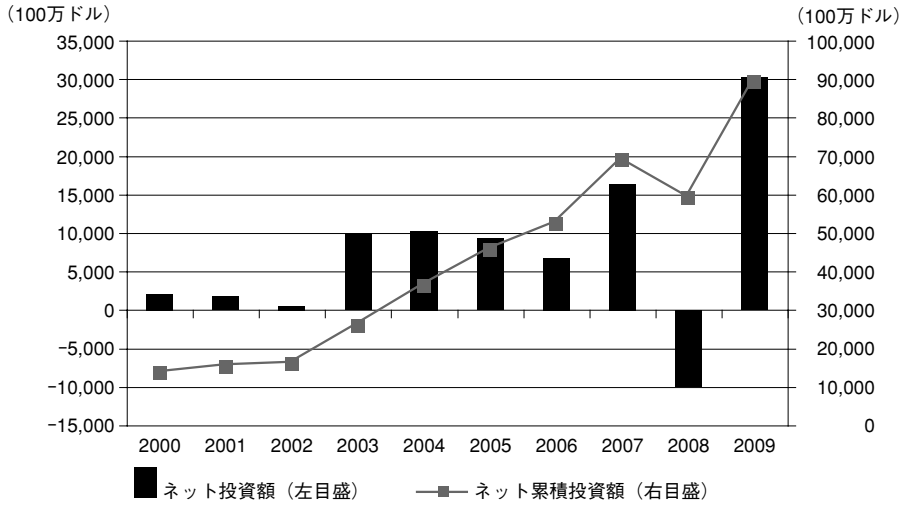
### (1) 投資規制の多いインド株式市場

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。

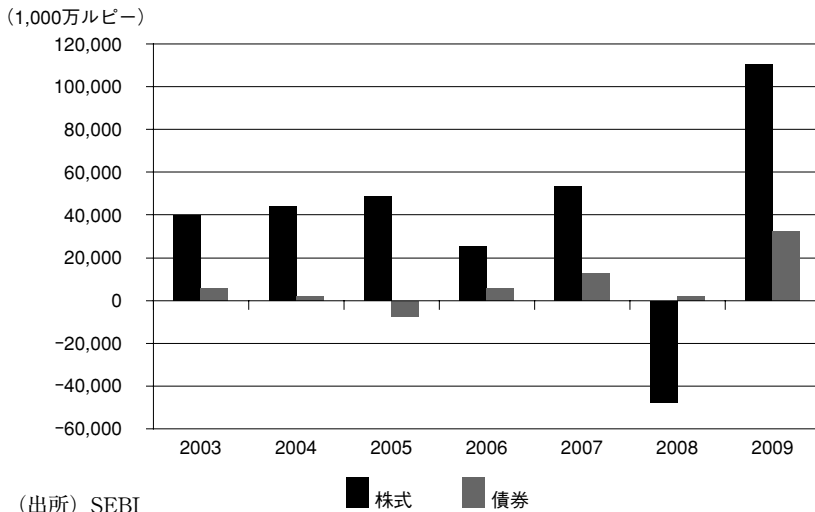


(図表17) 外国機関投資家によるインド投資の推移



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.

