

図説

アジアの 証券市場

2016 年版

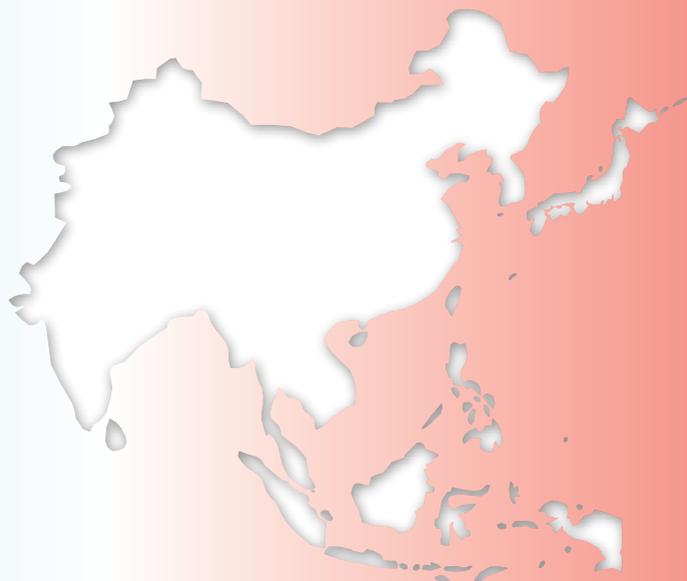


図 説

アジアの証券市場

2016年版

公益財団法人 日本証券経済研究所

は し が き

21世紀に入ってからの世界経済において最も注目される動きは、中国をはじめとするアジア経済の急速な発展であろう。最近の世界の経済成長の多くの部分はアジア地域が担っており、中国経済の減速等の懸念はあるものの、ここしばらくの間、世界の成長センターとしての位置づけは大きく変わることはないと思われる。

これを、金融面でみればアジアの地域や国々によって規模や発展の度合いは様々であるものの、成長に必要なリスクマネーの供給の手段としての証券市場の整備は大変重要な課題であろう。それは我が国にとってもビジネスチャンスの拡大やアジア地域の成長力を取り込んでいくツールとして極めて大きな意味を持つことは言うまでもない。

日本証券経済研究では、アジア地域の各証券市場をタイムリーにわかりやすく解説することを目的に、2004年から数年おきに『図説アジアの証券市場』を刊行している。今回は前回の2010年版に続いて2016年版を発刊することとなった。上記のようにアジアの証券市場の制度や現状は各国によって区々であり、また、情報も十分でない面もあるが、それぞれの状況を概観して頂くのには大変便利なガイドブックであると自負している。

今回は前版と異なりアジア全体を論じた「アジアの資本市場」を第一編に掲げたほか、できる限り最近の状況を踏まえて中国、香港、韓国、シンガポール、アセアン諸国、インドの各国、地域の制度や現状を順に解説する構成となっている。

なお、当研究所では本書のほか、我が国や欧米主要国の証券市場をわかりやすく解説するため『図説日本の証券市場』、『図説アメリカの証券市場』、『図説ヨーロッパの証券市場』などを刊行し、できるだけタイムリーに改訂を行っている。各国の金融証券システムの改革や証券市場の現状に関心を持たれる方々には是非ともこれらのシリーズも御利用頂きたいと思う。

本書の執筆は次頁の分担表のとおりであり、当研究所に関係のある多くの研究者、実務専門家をお願いをした。また、当研究所理事である川村雄介大和総研副理事長に全体のとりまとめをお願いした。川村先生をはじめ、執筆を担当して頂いた各位に心からお礼を申し上げる。

上記のとおり本書は、現在目覚しく発展をし、また存在感を増しつつあるアジアの各証券市場の仕組み、背景、現状、改革の取り組み等を簡潔に解説したものである。アジア各国の証券市場に御関心をお持ちの研究者、学生、実務家や投資家等の市場利用者、関係者の方々に広く御活用頂ければ幸いである。

2016年2月

公益財団法人 日本証券経済研究所
理事長 増井 喜一郎

執 筆 分 担

| | | |
|------------------------|----------------|-------------------------------------|
| 編集主査 | 川村 雄介 | 大和総研副理事長・ 当研究所理事 |
| 第1編 アジアの資本市場 | 関 雄太 | 野村資本市場研究所 研究部長 |
| 第2編 中国の証券市場 | 薛 軍 | 長崎大学経済学部教授・ 当研究所客員研究員 |
| 第3編 香港の証券市場 | 杉下 亮太 | 大和総研アジア事業 開発グループ |
| 第4編 韓国の証券市場 | 浅井 一郎 本田あゆみ | 大和証券投資戦略部 大和証券投資戦略部 |
| 第5編 シンガポールの証券市場 | 塚本 憲弘 | 三菱UFJモルガン・スタン レー PB証券金融商品開 発部 |
| 第6編 アセアンの証券市場 | | |
| 第1章 タイの証券市場 | 新田 堯之 | 大和総研経済調査部 |
| 第2章 インドネシアの証券市場 | 増川 智咲 | 大和総研経済調査部 |
| 第3章 ベトナムの証券市場 | 杉下 亮太 | 前 出 |
| 第4章 ミャンマーの証券市場 | 杉下 亮太 | 前 出 |
| 第5章 ラオス、カンボジア の証券市場 | 安達 精司 | 神田外語大学外国語学部 客員教授 |
| 第6章 マレーシアの証券市場 | 安達 精司 | 前 出 |
| 第7章 フィリピンの証券市場 | 安達 精司 | 前 出 |
| 第7編 インドの証券市場 | 北野 陽平 | 野村資本市場研究所 (シンガポール) |

目 次

はしがき

第1編 アジアの資本市場

| | |
|--------------------|----|
| 第1章 アジア経済の成長 | 2 |
| 1. 世界の成長センターとなるアジア | 2 |
| 2. アジアにおける証券市場の重要性 | 4 |
| 3. 中国のプレゼンス拡大 | 6 |
| 4. イスラム金融とアジア証券市場 | 8 |
| 第2章 アジアの金融構造 | 10 |
| 1. 間接金融依存による課題 | 10 |
| 2. 株式市場 | 12 |
| 3. 債券市場 | 14 |
| 第3章 市場統合への取り組み | 16 |
| 1. ASEAN経済共同体 | 16 |
| 2. ASEANトレーディングリンク | 18 |
| 3. ファンドパスポートを巡る動き | 20 |

第2編 中国の証券市場

| | |
|------------------------------|----|
| 第1章 中国の経済・金融体制 | 24 |
| 1. 「中国の夢」と「中所得経済の罫」 | 24 |
| 2. 間接金融を中心とする中国金融体制 | 26 |
| 3. 人民元為替の市場化改革と人民元国際化のロードマップ | 28 |
| 第2章 中国証券市場発展の概況 | 30 |
| 1. 証券市場の確立とその展開 | 30 |
| 2. 証券取引所から見る中国証券市場の多層的な体系 | 32 |
| 3. 中国証券市場の対外開放 | 34 |
| 4. オンショア資本市場の建設と人民元国際化 | 36 |
| 5. オフショア資本市場の建設と人民元国際化 | 38 |

目次

| | |
|-----------------------|----|
| 第3章 中国の株式市場 | 40 |
| 1. 急成長している中国の株式市場 | 40 |
| 2. 中国株の種類と株価指数 | 42 |
| 3. 非流通株の改革及び株式市場の特徴 | 44 |
| 4. 中国の創業ボード及び中小企業ボード | 46 |
| 第4章 中国の債券市場 | 48 |
| 1. 債券市場の現状 | 48 |
| 2. 分割された中国の債券市場 | 50 |
| 第5章 資産運用市場 | 52 |
| 1. 中国アセット・マネジメント業界の概略 | 52 |
| 2. 公募ファンド | 54 |
| 3. 非公募ファンド | 56 |

第3編 香港の証券市場

| | |
|------------------------|----|
| 香港の証券市場 | 60 |
| 1. 証券市場の発展経緯 | 60 |
| 2. 監督機関 | 62 |
| 3. 時価総額と上場企業 | 64 |
| 4. 中国銘柄と海外企業 | 66 |
| 5. 株式売買と投資家 | 68 |
| 6. HKExと上海の双方向投資と資産運用業 | 70 |
| 7. 債券市場概要 | 72 |

第4編 韓国の証券市場

| | |
|-----------------|----|
| 第1章 金融制度 | 76 |
| 1. 韓国経済の歴史と金融危機 | 76 |
| 2. 金融制度 | 78 |
| 3. 金大中政権による金融改革 | 80 |
| 4. 証券市場の歴史 | 82 |
| 第2章 証券発行・流通市場 | 84 |
| 1. 株式発行市場 | 84 |

| | |
|-------------------|-----|
| 2. 株式流通市場 | 86 |
| 3. 債券発行市場 | 88 |
| 4. 債券流通市場 | 90 |
| 第3章 デリバティブ取引と投資信託 | 92 |
| 1. デリバティブ取引 | 92 |
| 2. 投資信託 | 94 |
| 第4章 証券取引システム | 96 |
| 1. 取引所概要 | 96 |
| 2. 株式売買手法および取引所 | 98 |
| 3. 為替制度 | 100 |
| 第5章 証券規制と税制 | 102 |
| 1. 証券関連規制 | 102 |
| 2. 証券市場の対外開放 | 104 |
| 3. 証券税制 | 106 |

第5編 シンガポールの証券市場

| | |
|-------------------------|-----|
| 第1章 証券市場 | 110 |
| 1. 証券市場の歴史 | 110 |
| 2. 株式発行市場 | 112 |
| 3. 株式流通市場（1） | 114 |
| 4. 株式流通市場（2） | 116 |
| 5. 債券発行市場 | 118 |
| 6. 債券流通市場 | 120 |
| 7. 先物・オプション市場 | 122 |
| 8. 政府系企業群とテマセク・ホールディングス | 124 |
| 9. 株価指数 | 126 |
| 第2章 証券取引システム | 128 |
| 1. 証券取引所 | 128 |
| 2. 取引所上場基準 | 130 |
| 3. 売 買 | 132 |

目次

| | |
|--------------------|-----|
| 4. ディスクローチャー | 134 |
| 第3章 証券規制と税制 | 136 |
| 1. 証券関連規制 | 136 |
| 2. 証券税制 | 138 |
| 第6編 アセアンの証券市場 | |
| 第1章 タイの証券市場 | 142 |
| 1. 証券市場の歴史・概況 | 142 |
| 2. 株式発行市場 | 144 |
| 3. 株式流通市場 | 146 |
| 4. 債券市場 | 148 |
| 第2章 インドネシアの証券市場 | 150 |
| 1. 概説 | 150 |
| 2. 証券市場 | 152 |
| 第3章 ベトナムの証券市場 | 154 |
| 1. 証券市場の発展経緯 | 154 |
| 2. 規制監督制度 | 156 |
| 3. 証券関連機関の概要 | 158 |
| 4. 証券取引所の概要 | 160 |
| 5. 株式市場の概要 | 162 |
| 6. 債券市場・デリバティブ市場概要 | 164 |
| 7. 証券関連制度 | 166 |
| 第4章 ミャンマーの証券市場 | 168 |
| 1. 証券市場の発展経緯 | 168 |
| 2. ヤンゴン証券取引所プロジェクト | 170 |
| 3. 上場企業・投資家・証券会社 | 172 |
| 4. 債券市場概要 | 174 |
| 第5章 ラオス、カンボジアの証券市場 | 176 |
| 1. 総論 | 176 |
| 2. ラオスの証券市場 | 178 |

| | |
|---|-----|
| 3. カンボジアの証券市場 | 180 |
| 4. 今後の課題～新興国における「市場造り」の視点～ | 182 |
| 第6章 マレーシアの証券市場 | 184 |
| 1. 歴史（総論） | 184 |
| 2. 株式市場 | 186 |
| 3. 債券市場 | 188 |
| 4. 今後の課題：「資本市場マスタープラン2（CMP2）」に基づく 市場整備 | 190 |
| 第7章 フィリピンの証券市場 | 192 |
| 1. 総論 | 192 |
| 2. 株式市場 | 194 |
| 3. 債券市場 | 196 |
| 4. 証券規制・その他残された課題等 | 198 |
| 第7編 インドの証券市場 | |
| 第1章 インド経済の成長 | 202 |
| 1. 経済成長の経緯 | 202 |
| 2. 国内市場の成長 | 204 |
| 第2章 株式市場 | 206 |
| 1. 株式流通市場 | 206 |
| 2. 株式発行市場 | 208 |
| 3. 株式デリバティブ市場 | 210 |
| 4. コーポレートガバナンス | 212 |
| 第3章 債券市場 | 214 |
| 1. 政府債市場 | 214 |
| 2. 社債市場 | 216 |
| 第4章 海外資金フローとM&A | 218 |
| 1. 海外からの資金フロー | 218 |
| 2. M&A市場 | 220 |

目 次

| | |
|-------------------|-----|
| 第5章 資産運用業界 | 222 |
| 1. 投資信託市場の概況 | 222 |
| 2. 投資信託市場の参加者 | 224 |
| 3. 年金市場 | 226 |
| 4. プライベート・エクイティ市場 | 228 |

第1編 アジアの資本市場

第1章 アジア経済の成長

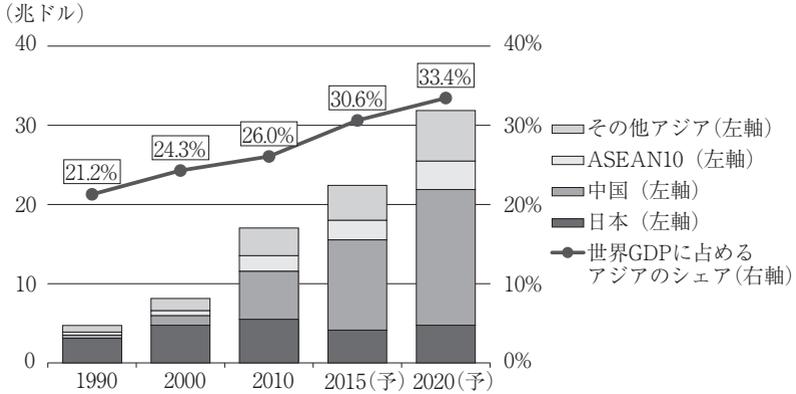
1. 世界の成長センターとなるアジア 近年、世界経済に占めるアジアのプレゼンスが高まってきている。元来、世界経済の歴史においては、アジアが大きな地位を占めていた時代がほとんどであり、欧米諸国が経済の中心となったのは最近の200年にすぎないわけだが、20世紀終盤以降、欧米の経済成長が鈍化する一方、中国など新興アジア諸国の高成長が目立つようになってきた。依然、欧米諸国とアジア諸国との所得水準の差は大きいものの、21世紀に入り、アジアが世界経済成長を主導する方向は明確になり始めている。

世界経済の成長センターとなっているアジアだが、その特徴としては、まず世界人口の約5割強を占める人口規模がある。2014年時点で約37億人と、北米自由貿易協定（NAFTA、3か国）の約4.5億人や欧州連合（EU、27か国）の約5億人といった経済圏の6倍以上にも達する。とはいえ、アジア域内でも人口規模の大きいインドネシア、フィリピン、ベトナムでは、金融機関に口座を保有している国民の比率がまだ30%未満と非常に低く、金融包摂（Financial Inclusion）の観点で、大きく立ち後れているという状況もある。

一方、世界GDPに占めるアジアのシェア（推計）は15年時点で30%程度である。成長率は高いものの、経済規模の面ではまだ小さい、という状態がしばらく続くことになる。

アジアにおいては、1人当たりGDPでみた所得水準がまだ低く、また域内における格差が大きいことも特徴的である。主なアジア諸国の1人当たりGDP（購買力平価ベース）を、日本の1人当たりGDP成長を描いた曲線上にマッピングすると、例えばマレーシアとベトナムの間には日本経済の歴史でみて20年分に相当する大きな格差がある。また、19年頃の1人当たりGDP予測値を並べても、各国間の順位は変わらないことが予想され、いわゆる「雁行形態型」経済発展モデルが継続すると見られる。とはいえ、各国とも順調に所得水準は向上することが予想されており、近い将来、各国の経済の姿はさらに大きく変貌していく可能性が高い。こうした中で、アジア各国がいわゆる「中所得国の罅」を越えて成長を遂げられるかが注目されよう。

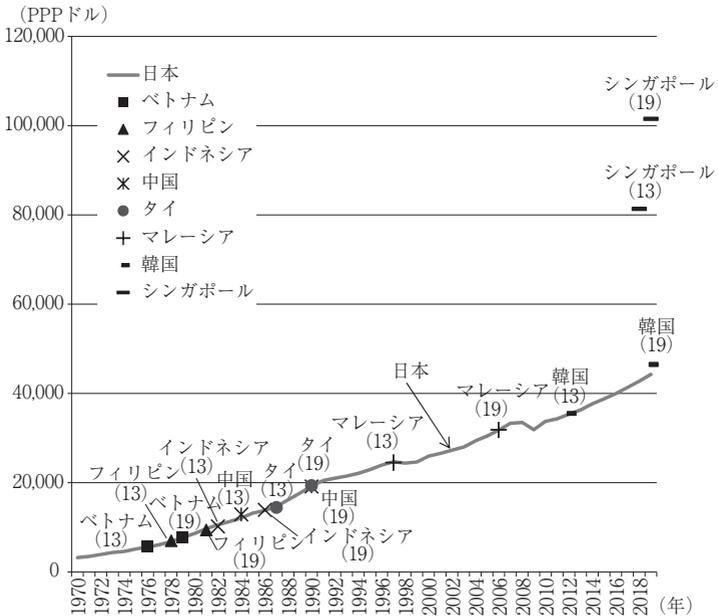
アジア諸国の名目GDPと世界シェアの推移



(注) 「その他」の内訳は、インド、韓国、香港、台湾

〔出所〕 IMF, World Economic Outlook (October 2015) より野村資本市場研究所作成

日本の一人当たりGDPの推移・予測とアジア諸国の相対的位置の推移



(注) アジア各国の(13)は2013年、(19)は2019年における1人当たりGDP(購買力平価PPPベース)を示す。各国の2019年の予測値、日本の2014年以降の予測はIMFによる。

〔出所〕 IMF・OECDのデータより野村資本市場研究所作成

2. アジアにおける証券市場の重要性 今後のアジアにおいては、以下のような観点で証券市場の重要性が高まっていくと予想される。

第1に、経済成長と産業構造の変化を支える存在としてである。今後、アジア各国が労働集約型の製造業が牽引する経済から、消費・サービス産業中心の産業構造、知識集約型産業主導の経済へと転換していく中で、経済成長率は低下していくことが予想される。市場メカニズムを活用して、成長セクター、新興企業への効率的な資源配分を行わなければ、経済・産業の活力は失われてしまうであろう。

第2に、中間所得層の増加である。OECDの予測によれば、2020年にはアジア太平洋地域の中間所得層人口は17.4億人に達し、世界の中間所得層の過半を超えることが予想されている。また、プライスウォーターハウーストーンズの予測によれば、アジア太平洋地域のマスアフルエント層（保有資産額1家計あたり10万ドルから100万ドル）の資産額は12年から倍増し、20年までに43兆ドルとなる見通しである。アジア各国では、中間所得層による消費が勃興するとともに、金融ニーズが多様化し、また貯蓄・個人金融資産の蓄積が進むこととなる。そうなれば、銀行預金だけでなく、保険やクレジットカードを保有したり、有価証券や投資信託によって資産形成・資産運用を行う投資家層も形成されるなど、金融市場及び金融サービス業の発展の余地も広がることになる。

なお、中国・韓国などアジアの多くの国では今後、日本を迫る形で高齢化が急速に進むことが予想されている。年金制度改革と、証券市場を通じた資産運用の高度化は、多くのアジア諸国の大きな関心事に浮上することは間違いない。

第3に、アジアがインフラ整備資金を大量に必要としているという点である。アジア開発銀行研究所（ADB）によれば、10年から20年までにアジア諸国で必要とされるインフラ投資額は総額8.5兆ドルに達すると推計されている。旺盛なインフラ需要に対応するためには、公債を発行して公共事業として実施するか、国際開発金融機関やODAあるいは民間部門の資金・ノウハウを導入することが必要であり、ともに可能性はあるが、アジア諸国が財政赤字を拡大しすぎることなく経済成長を加速するには、民間資金の活用が不可欠と考えられる。

地域別に見た中間所得層人口の推計（100万人）

| | 2009年 | | 2020年 | | 2030年 | |
|------------|-------|------|-------|------|-------|------|
| | 人数 | 割合 | 人数 | 割合 | 人数 | 割合 |
| 北米 | 338 | 18% | 333 | 10% | 322 | 7% |
| 欧州 | 664 | 36% | 703 | 22% | 680 | 14% |
| 中南米 | 181 | 10% | 251 | 8% | 313 | 6% |
| アジア太平洋 | 525 | 28% | 1,740 | 54% | 3,228 | 66% |
| サブサハラ・アフリカ | 32 | 2% | 57 | 2% | 107 | 2% |
| 中東・北アフリカ | 105 | 6% | 165 | 5% | 234 | 5% |
| 全世界 | 1,845 | 100% | 3,249 | 100% | 4,884 | 100% |

(注) 中間所得層は1日10～100ドルで生活する者で定義。

[出所] OECD “The Emerging Middle Class in Developing Countries” January 2010より野村資本市場研究所作成。

アジアのインフラ投資必要額（2010～2020年）の国・地域別内訳
国・地域別

| | 投資必要額（億ドル） | 構成比 | 投資必要額の対GDP比率 |
|----------|------------|------|--------------|
| 中国 | 43,676 | 53% | 5% |
| インド | 21,725 | 26% | 11% |
| ASEAN | 10,946 | 13% | — |
| インドネシア | 4,503 | 5% | 6% |
| マレーシア | 1,881 | 2% | 7% |
| タイ | 1,729 | 2% | 5% |
| フィリピン | 1,271 | 2% | 6% |
| ベトナム | 1,097 | 1% | 8% |
| その他 | 464 | 1% | — |
| その他アジア諸国 | 5,878 | 7% | — |
| 合計 | 82,225 | 100% | 7% |

(注) 上記数値にはクロスボーダーのプロジェクト（ADBは既計画分で0.3兆ドルと推計）は含まれない。その他アジア諸国には、大洋州諸国も含まれる。

[出所] アジア開発銀行研究所

3. 中国のプレゼンス拡大 今後のアジアにおける証券市場においては中国の動き、具体的には①人民元の国際化と②上海の金融センター化が大きな注目を集めることとなる。

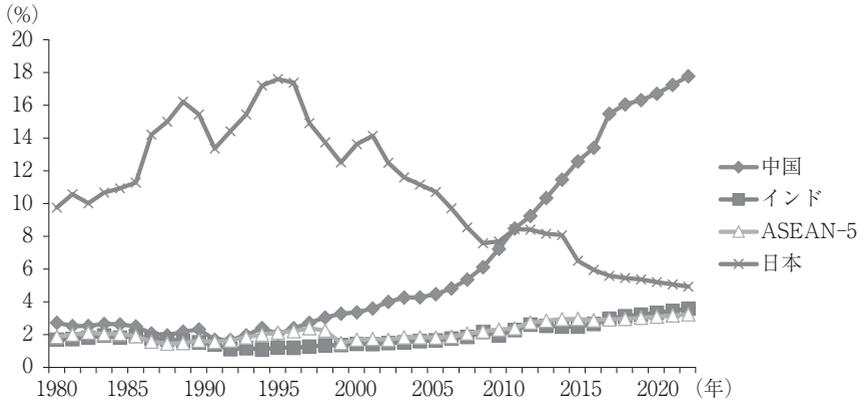
前者に関しては、クロスボーダー貿易取引における人民元建て決済が、2009年の試行運用開始後、段階的拡大を経て、12年に事実上解禁された。また同時期に、ドルを介さない為替の直接取引も始まった。さらに中国政府は、2011年10月に人民元建て対内直接投資を解禁する一方、RQFII（人民元適格外国機関投資家）制度による投資限度額の認可を通じて、オフショア人民元を限定的ながら中国本土の株式・債券に投資できるルートを拓くなど、非居住者による人民元取引の範囲を徐々に拡げている。

中国政府は、金融危機の後、ドル依存からの脱却を図る意図もあって、人民元の国際化を加速させてきた。習近平政権も、金利の市場化や、為替レートの双方向の変動許容幅を広げ資本勘定における人民元の交換性向上を図るといった人民元の国際化に向けた取り組みを着実に進めている。こうした政府の後押しと、拡大する中国経済を背景に、世界各国でオフショア人民元センター形成を目指す動きが顕著になっている。中央銀行により人民元を融通する通貨スワップ協定を結んだ国は13か国に達し（14年末現在）、14年には韓国、ドイツ、フランスなどが①人民元クリアリング銀行の設置、②直接交換取引、③RQFIIの投資限度額割り当ての3項目を軸とする合意に至った。さらに、2014年10月には、英財務省が人民元建て債券発行を実施した。

一方、上海の金融センター化は、これまで国内取引を中心に進んできたが、中国政府は13年9月に行政・投資・貿易・金融に関する改革を試行する上海自由貿易試験区（FTZ）を設立した。FTZを通じた規制緩和は、貿易関係中心に展開されているが、今後はクロスボーダーの資金移動の緩和や、国内外の金融機関のFTZへの進出規制の緩和も戦略的に実施される予定である。

人民元取引が証券投資よりも実需に基づくものを中心とするならば、貿易・産業の中心地である上海に人民元金融ビジネスが集積するのは必然ともいえるが、さらにFTZなどの実験により外国人投資家が対中投資に参画し、多くの外国証券・資産運用会社が進出すれば、上海の国際金融センターとしての地位は一層高まる可能性がある。

世界GDPに占める中国のシェア上昇（2015年以降推計）



(注) ASEAN-5の内訳はシンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア。
 [出所] IMF, World Economic Outlook (October 2015) より野村資本市場研究所作成

為替市場における取引高の通貨別シェア (%)

| 年 | 2001 | 2004 | 2007 | 2010 | 2013 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 米ドル | 89.9 | 88.0 | 85.6 | 84.9 | 87.0 |
| ユーロ | 37.9 | 37.4 | 37.0 | 39.1 | 33.4 |
| 円 | 23.5 | 20.8 | 17.2 | 19.0 | 23.0 |
| 英ポンド | 13.0 | 16.5 | 14.9 | 12.9 | 11.8 |
| 豪ドル | 4.3 | 6.0 | 6.6 | 7.6 | 8.6 |
| スイスフラン | 6.0 | 6.0 | 6.8 | 6.3 | 5.2 |
| 加ドル | 4.5 | 4.2 | 4.3 | 5.3 | 4.6 |
| メキシコペソ | 0.8 | 1.1 | 1.3 | 1.3 | 2.5 |
| 人民元 | 0.01 | 0.10 | 0.45 | 0.86 | 2.24 |
| その他 | 20.0 | 19.8 | 25.8 | 22.9 | 21.6 |
| 合計 | 200.0 | 200.0 | 200.0 | 200.0 | 200.0 |

(注) ネット・ネット・ベース。比率の総計は200%。
 [出所] BISより野村資本市場研究所作成

4. イスラム金融とアジア証券市場 今後のアジアの証券市場に影響を持ち得る要因に、拡大するイスラム経済圏あるいはイスラム金融の行方も挙げられる。

世界のイスラム金融の市場規模は、2014年時点で2兆米ドルに迫る勢いとなっている。中でも目立つのはスクーク（イスラム債券）市場の拡大であり、世界金融危機以降、約30%にも達する年平均成長率で急拡大している。

このスクーク市場の拡大を梃子に、新たな国際金融センターの形成を目指しているのがマレーシアである。直近数年間におけるグローバルベースのスクーク発行額のうち、マレーシアは70%前後の圧倒的なシェアを常に占めている。マレーシアが世界最大級のスクーク市場を築き上げた要因には、資本市場マスタープランなどに基づく長期的な政府の支援、中東の金融機関がスクークの発行体あるいは投資家として進出したこと、インフラ整備の資金調達への活用、国内外のスクーク市場の育成を念頭に置いたソブリン・スクークの発行などがあげられる。

もちろん、スクーク市場はコンベンショナルな債券市場に比べ絶対的な規模の点でまだまだ小さく、タカフル（イスラム保険）市場も同様である。しかし、①グローバルにイスラム教国の人口・経済成長率が高くなってきていること、②またイスラム教徒人口で世界最大のインドネシアがアジア域内にあり、実際にマレーシアからノウハウが移転することによって、インドネシアでイスラム金融が普及しはじめたこと、③従来は所得・貯蓄が低すぎて金融業の顧客になり得なかったアジアのイスラム教徒が今後は中間所得層に仲間入りし金融サービスのユーザーになっていくこと、などの諸条件を考えると、将来のアジアにおけるイスラム金融の重要性が高まっていくことは間違いない。

また、利子を禁止するイスラム金融は銀行よりも証券あるいは投資ファンドとの親和性が高いといえ、イスラム金融の発展は、基本的にアセアンの資本市場の発展に寄与するものともいえる。欧州において、ロンドンがイスラム金融の誘致あるいはイスラム金融との（規制上の）調和を目指しているのは、国際金融センターの競争力決定要因のひとつにイスラム金融が浮上していることの表れといえよう。

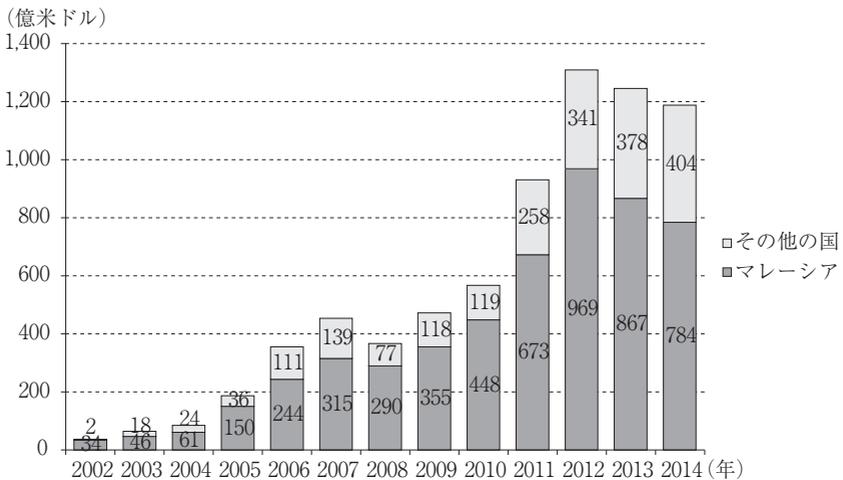
グローバルなイスラム金融資産の地域別構成比（2014年6月末時点）

（単位：10億米ドル）

| 地域 | 銀行資産 | スクーク | ファンド | タカフル | イスラム金融資産 |
|----------------|---------|-------|------|------|----------|
| アジア | 203.8 | 188.4 | 23.2 | 3.9 | 419.3 |
| GCC（湾岸協力会議加盟国） | 564.2 | 95.5 | 33.5 | 9 | 702.2 |
| MENA（除くGCC） | 633.7 | 0.1 | 0.3 | 7.7 | 641.8 |
| アフリカ，除く北アフリカ | 20.1 | 1.3 | 1.8 | 0.6 | 23.8 |
| その他（欧米） | 54.4 | 9.4 | 17 | 0.3 | 81.1 |
| 合計（2014年6月末時点） | 1,476.2 | 294.7 | 75.8 | 21.5 | 1,868 |
| 金融資産全体における割合 | 79.0% | 15.8% | 4.1% | 1.2% | 100.0% |

〔出所〕 各種資料よりIFSB（Islamic Financial Services Board）作成

スクーク発行額（グローバル）の推移



〔出所〕 IFISデータベースより野村資本市場研究所作成

第2章 アジアの金融構造

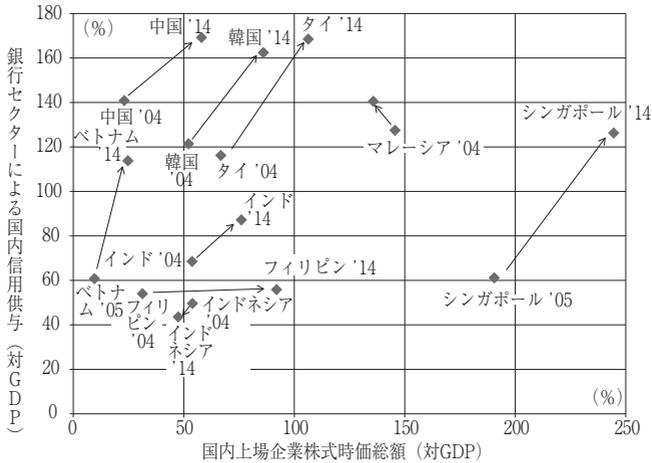
1. 間接金融依存による課題 アジアの金融システムは、伝統的に銀行（間接金融）を中心であり、証券市場（直接金融）は発展していないと指摘される。しかし、それは必ずしも、アジアの金融仲介機能の中で間接金融への依存度が高いという意味ではない。アジア各国の金融構造を把握するために、間接金融の規模を示す指標として国内与信残高対GDP比率、直接金融の規模を示す指標として上場企業株式時価総額対GDP比率をとり、最近10年の変化を見ると、シンガポールとマレーシアでは株式市場の時価総額対GDP比が高く、実は欧米に近い金融構造となっている。一方、タイ、ベトナム、中国は、直接金融の指標もプラス方向にあるものの、基本は銀行依存型の金融構造であり、しかも3か国とも近年、急激な間接金融の拡大が起きている。逆に、フィリピン、インドネシアでは、間接金融への依存度が横ばいから低下という状況であり、銀行信用の拡充が求められている可能性が高い。

また、インドネシアとフィリピンなどでは、金融機関に口座を保有している国民の比率が30%台と非常に低く、金融包摂（Financial Inclusion）の観点で、大きく立ち後れているという状況もある。これらの諸国では、金融インフラ整備と金融教育・国民貯蓄の促進が依然として大きな課題である。

一方、アジア開発銀行などが度々指摘しているように、アジアの金融システムは、間接金融依存に起因する課題と脆弱性を抱えている。すなわち、高い経済成長により生み出される貯蓄が、域内の投資機会や資金需要に向かうような金融市場が整備されていないため、欧米市場からのマネーフローに多くを頼らざるを得ない。また、増加する富裕層の資産運用ニーズに適う金融商品や、人口高齢化が進む中で年金運用を担う資産運用業も十分発達しているとは言えず、これも余剰マネーが域内に止まらない一因になっている。

こうした構造では、域外投資家のスタンスの変化によって各国の為替レートや株価が左右されやすく、資産バブルの生成・崩壊も起こりやすい。また、銀行部門に動揺が起きれば、实体经济にも大きな影響が及ぶことになる。かつてアジア通貨危機を引き起こした金融構造問題は現在も残っており、域内貯蓄を長期投資に還流させる資本市場の整備・育成が益々重要な政策課題になろう。

アジア諸国の金融構造変化



〔出所〕 World Bank より野村資本市場研究所作成

アジア諸国の金融包摂・金融アクセス指数 (2014年)

| | シンガポール | マレーシア | タイ | フィリピン | インドネシア |
|-------------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 金融機関口座保有率 (%) | 96.40 | 80.70 | 78.10 | 31.30 | 36.10 |
| 成人10万人当たり銀行支店 | 9.37 | 10.71 | 12.68 | 8.80 | 10.98 |
| 成人10万人当たりATM台数 | 59.32 | 51.91 | 111.91 | 23.68 | 49.63 |
| 成人1000人当たり預金口座 | NA | 2447.93 | 1522.73 | 538.11 | 904.13 |
| 成人1000人当たり個人預金口座 | NA | NA | 1490.43 | NA | 876.87 |
| 成人1000人当たりローン件数 | NA | 728.42 | 418.74 | NA | 221.21 |
| 成人1000人当たり個人ローン件数 | NA | 693.65 | 400.85 | NA | 218.06 |

| | 日本 | 中国 | 韓国 | インド |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 金融機関口座保有率 (%) | 96.60 | 78.90 | 94.40 | 53.10 |
| 成人10万人当たり銀行支店 | 33.89 | 8.06 | 17.37 | 13.04 |
| 成人10万人当たりATM台数 | 127.50 | 55.03 | 290.66 | 18.08 |
| 成人1000人当たり預金口座 | 7249.25 | 45.20 | 5353.29 | 1358.38 |
| 成人1000人当たり個人預金口座 | 7059.92 | NA | NA | 1234.76 |
| 成人1000人当たりローン件数 | 180.04 | NA | NA | 153.64 |
| 成人1000人当たり個人ローン件数 | 161.39 | 1134.85 | NA | 30.95 |

〔注〕「金融機関口座保有率」は15歳以上人口で銀行・信用組合など正式な金融機関に口座を保有している人口の比率（世界銀行Global Findex 2014）より。その他のデータはIMF Financial Access Survey (2014)。韓国の人口10万人あたりATM台数は2013年データ。

〔出所〕 World Bank, IMF 資料より野村資本市場研究所作成

2. 株式市場 21世紀に入ってからのアジア株式市場の拡大スピードは顕著である。世界銀行のデータベースによれば、世界全体の株式市場時価総額は2000年の約48兆ドルから14年の66兆ドルへと、約1.36倍に増大したが、その間、中国+香港の時価総額合計は1.2兆ドルから9.2兆ドルへと約7.7倍に、アセアン主要6か国（マレーシア、シンガポール、インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム）の時価総額合計は0.3兆ドルから2.3兆ドルへと約6.4倍に拡大した。特に、世界金融危機の前後で欧米先進国や中国・香港では株価が乱高下しているのに対し、アセアンは一貫した成長のモメンタムを維持しているのが大きな特徴である。

取引所の観点からアジアの株式市場を見ると、時価総額では依然として日本取引所グループがトップを維持しているものの、上海・深圳の両取引所の成長が著しく、香港を交え4つの取引所が競い合う展開になっている。一方で、アセアンの株式市場規模は、合計してもなお、中国・香港や日本よりも絶対額で劣っている。シンガポール取引所の時価総額や上場企業数は、香港だけでなく、韓国・台湾の後塵をも拝する状況となっている。

また、アセアン各国市場の上場企業数は、日本・中国・インドなどと比べかなり少ない。しかも、マレーシアやタイなどでは好調な経済環境にも関わらず、上場企業数があまり増えていない。これは、アセアンの産業界においては国営企業・華僑オーナー系企業の力が強く、ベンチャー起業やIPOがさほど活発でないことが背景であり、今後の株式市場の拡大にはIPOの活発化が不可欠といえよう。また、国営企業の民営化が、適切な事業計画や情報開示プロセスの下で一種の投資促進キャンペーンとして実施されれば、市場活性化の起爆剤となる可能性もある。

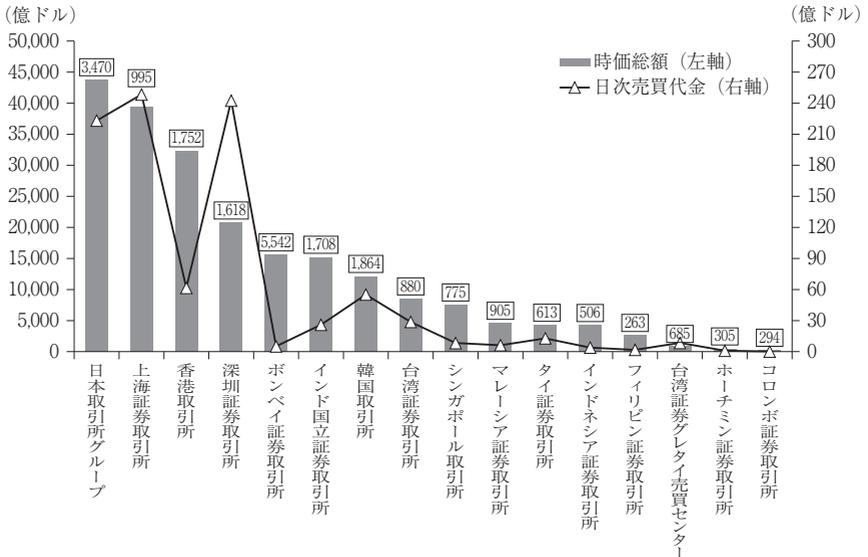
アジア株式市場のもうひとつの課題は投資家層の拡大である。例えば、タイの個人投資家口座数は約44万で成人人口（15歳以上）の0.8%に過ぎず（タイ証券取引所による）、インドネシアでは株式市場における個人投資家の口座数が34万口座余り、成人人口の約0.2%しかない（中央証券預託機関による）。逆に言えば、今後、アセアンで中間所得層が増大する中で、民営化のほか、税制優遇などを付与した貯蓄・投資促進策などを講じることは、大きな効果を挙げることがあるといえよう。

世界主要国・地域の株式時価総額推移 (10億ドル)



(注) ASEAN6：マレーシア、シンガポール、インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム
 [出所] World Bank より野村資本市場研究所作成

アジアの証券取引所



(注) 世界取引所連合 (WFE) 加盟取引所のみ掲載。テキストボックス内は2014年末時点上場企業数。
 [出所] 世界取引所連合 (WFE) より野村資本市場研究所作成

3. 債券市場 アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の一環として整備されたアジア・ボンド・オンラインによれば、アセアン+中国・韓国における現地通貨建て債券発行残高は2014年末に約8.2兆ドルに達した。2000年末から9.8倍の規模に成長している。

アセアンに限ってみても、現地通貨建て債券市場規模は約1.1兆ドル（14年末）となり、世界金融危機が発生した08年と、米国の金融政策変更の影響などでエマージング通貨の下落が発生した13年こそ前年比で横ばいとどまったものの、年率10%を上回る拡大が続いている。

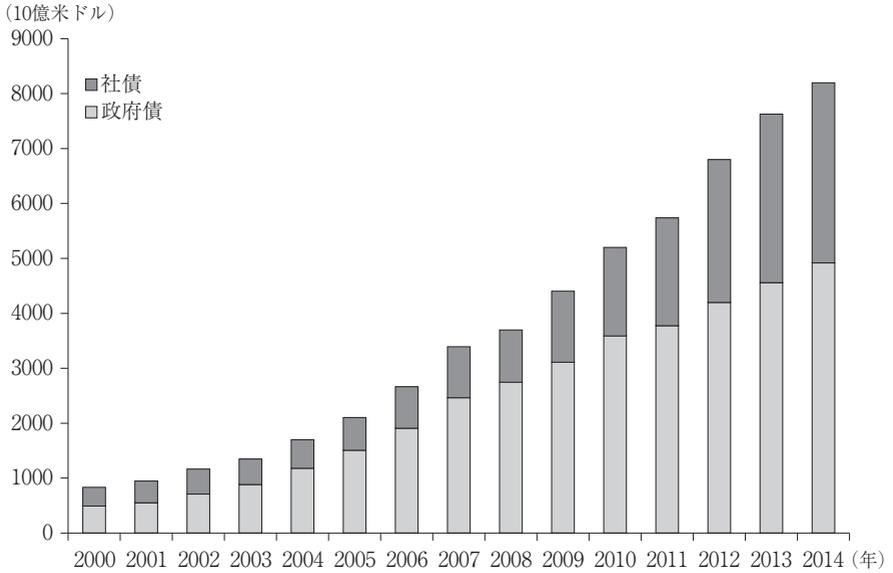
アセアンの債券発行残高に占める国債と社債の比率は、およそ7対3である。日本との比較で言えば、社債市場の規模が比較的大きいといえるが、社債の発行体には政府系企業、公益企業が多く含まれている可能性もある。

アジアにおける近年の債券市場拡大の要因として、まず、インフラ整備・企業活動の活発化に伴い、資金調達ニーズが全般に増加した点が挙げられる。また、各国の経済・財政ファンダメンタルズが改善したことで、ソブリン信用格付けが向上し、起債が容易もしくは可能になっている。さらには、アジアの現地通貨建て債券への投資により、高金利と通貨の増価による収益を狙う海外投資家の需要が高まっている。また、満期構成の長期化も進展しており、域内の政府や企業が債券での安定的な資金調達を行うことができるようになりつつある。

一方、アジアの債券市場の課題としては、まずセカンダリー取引があまり活発でなく、流動性が足りないことがしばしば指摘されている。アジア・ボンド・オンラインで各国の売買回転率を見ると、特に中国国債の回転率、日本・韓国・アセアン諸国の社債の回転率が低くなっている。また、アセアンでは、各国国債市場の売買スプレッドも日本や韓国と比較して大きい。機関投資家の育成や投資信託などを活用した個人金融資産の債券市場への導入を図ることが重要であろう。

流動性の問題と表裏一体といえる課題として、投資家の多様性が不足しているという問題も指摘される。その一方で、マレーシア、インドネシアなどの債券市場では海外投資家への依存度が徐々に高まっており、今後は域内・国内の投資家の裾野を拡大することも不可欠と考えられる。

アジアの現地通貨建て債券発行残高の推移



〔出所〕 Asia Bonds Online より野村資本市場研究所作成

アセアン主要国の現地通貨建て債券発行残高：国債・社債の内訳

| | 2014年末 現地通貨建て債券発行残高 (10億ドル) | | | | | |
|--------------|-----------------------------|-------|---------|-------|---------|------|
| | 国債 | | 社債 | | 合計 | |
| マレーシア | 185.0 | 58.6% | 130.5 | 41.4% | 315.5 | 100% |
| タイ | 211.2 | 75.1% | 70.2 | 24.9% | 281.3 | 100% |
| シンガポール | 146.5 | 60.0% | 97.7 | 40.0% | 244.3 | 100% |
| インドネシア | 105.5 | 85.4% | 18.0 | 14.6% | 123.5 | 100% |
| フィリピン | 87.1 | 83.5% | 17.2 | 16.5% | 104.3 | 100% |
| ベトナム | 41.0 | 98.5% | 0.6 | 1.5% | 41.6 | 100% |
| ASEAN小計 | 776.2 | 69.9% | 334.2 | 30.1% | 1,110.4 | 100% |
| 中国 | 3,334.7 | 64.2% | 1,857.8 | 35.8% | 5,192.5 | 100% |
| 韓国 | 701.2 | 41.2% | 1,001.6 | 58.8% | 1,702.8 | 100% |
| 香港 | 109.5 | 56.4% | 84.7 | 43.6% | 194.2 | 100% |
| アジア (除く日本) 計 | 4,921.6 | 60.0% | 3,278.4 | 40.0% | 8,199.9 | 100% |

〔出所〕 Asia Bonds Online より野村資本市場研究所作成

第3章 市場統合への取り組み

1. ASEAN 経済共同体 ASEAN 経済共同体 (AEC) は、2003 年の「ASEAN 共同体構想」の 3 本柱のひとつである (他に ASEAN 政治・安全保障共同体と ASEAN 社会・文化共同体)。その後、07 年 1 月のアセアン首脳会合で採択されたセブ宣言により、AEC 設立の期限は 20 年から 15 年に前倒しされることとなった。

AEC 構想においては、①単一の市場と生産基地、②競争力のある経済地域、③公平な経済発展、④グローバル経済への統合という 4 つの戦略目標を掲げ、ヒト・モノ・カネの自由な移動や関税の撤廃、域外からの投資促進などを目指しているが、完全な統合は 16 年以降、徐々に実現するものとされている。

AEC 構築の試みの中でも、資本市場統合に関しては、加盟国の証券規制当局で構成する ASEAN 資本市場フォーラム (ACMF) や、資本市場の発展に関するワーキング・コミッティ (WCCMD)、支払決済システムに関するワーキング・コミッティ (WCPS) などのイニシアティブが設定され、重要な位置づけを持っている。また 13 年には「アセアン金融統合への道筋」と題されたブループリントが公表され、各種の取り組みが加速されている。例えば、ASEAN 域内の複数国で証券発行を行う発行体が作成する目論見書等の様式として ACMF が 13 年に策定した「ASEAN 開示基準スキーム」は、すでにマレーシア、シンガポール、タイの証券規制当局により承認・導入されている。

ASEAN の資本市場は着実な成長拡大路線をたどっているものの、規模や流動性、投資家層の広がりなどの点ではまだ未成熟な段階にとどまっている。AEC の諸施策を通じた ASEAN の資本市場の統合やルールの統一化は、これらの課題を改善し、市場型金融をさらに拡大する効果が持つと期待される。市場統合は、発行体のビジネス機会を広げる他、域内の資金配分を効率化し、特に長期性の資本調達を円滑にする可能性があり、また域外の投資家から見たときの「アセットクラス」としての ASEAN に投資するインセンティブを高める効果が期待できるからである。一方で、ASEAN 加盟国間で資本市場の発展度合いには大きな格差があり、投資家や金融業者の自由な移動やビジネス展開の実現は依然として容易ではないとの見方もあり、今後の行方が注目されよう。

ASEAN市場統合：証券市場関連の主な動き

| 主体 | 項目 | 概要 | 導入した国々 | 備考 |
|-------|-----------------------------|--|--|---|
| ACMF | アセアン開示基準スキームの導入 | アセアン域内における共通の開示基準「アセアン開示基準（ASEAN Disclosure Standards）」を策定した。当該基準を用いた目論見書を作成すれば、発行体は従来、販売先となる国ごとに作成していた目論見書が不要となり、一種類の目論見書を用いて域内の複数の国々で証券（株式、通常のシンプルな債券）を発行することができる。同基準は、クロスボーダー発行に関する証券監督者国際機構（IOSCO）開示基準に基づく。株式や債券の上場を計画している発行体は、レビューのプロセスが簡素化することによって、従来よりも短期間で上場をすることが出来るようにすることで合意した。 | マレーシア シンガポール タイ | 「アセアンおよび追加基準スキーム（the ASEAN and Plus Standards Scheme）」を改良（2013年4月～）。簡素化されたレビュー・プロセスのハンドブックは、2015年9月2日に公表済み。 |
| ACMF | マーケット専門家の教育及び経験に関する資格の相互承認 | 域内他国で認可されているマーケット専門家を迅速に承認することによって、域内のクロスボーダー投資を促す。 | シンガポール タイ | |
| ACMF | アセアン・コーポレート・ガバナンス・スコアカードの導入 | アセアンの上場企業のコーポレート・ガバナンス基準を引上げ、グローバルな投資家の認知度をあげるために、スコアカードを利用する。 ※スコアカードは、OECDコーポレート・ガバナンス原則を主要ベンチマークとして捉え、5分野（①株主の権利、②株主の平等な扱い、③利害関係者の役割、④情報開示及び透明性、⑤取締役会の責務）をカバーしている。 | インドネシア マレーシア フィリピン シンガポール タイ ベトナム | 2013年5月にスコアカード公表。 |
| ACMF | 重複上場の迅速な検討枠組み | 域内加盟国のなかで当該枠組みに参加調印した国々において、上場企業が重複上場を申請する場合、通常よりも迅速なプロセスでの重複上場が可能である。 | マレーシア シンガポール タイ | |
| ACMF | アセアン・トレーディング・リンク | アセアン6か国7証券取引所を統合するイニシアティブ「アセアン・エクスチェンジズ」が、アセアン各国の証券取引所を電子ネットワークで接続して注文回送する取引リンク「アセアン・トレーディング・リンク」を構築する。取引後のサービス統合モデルも深化させる。 | マレーシア シンガポール タイ | フィリピンも参加する方針をSEC委員長が公表（2014年4月）したが、2015年末現在未接続 |
| ACMF | アセアン集団投資スキーム（CIS） | 域内加盟国の資産運用会社が、クロスボーダー（域内他国）で集団投資スキーム（Collective Investment Schemes）を個人投資家向けに提供できるようにする枠組みである。その際の承認システムは簡素化したものとする。 | マレーシア シンガポール タイ | 2013年10月1日に3か国間でCIS枠組みを確立させる覚書（MOU）を締結。2014年8月に施行。2015年8月末現在、11本のファンドがマレーシア、シンガポール当局の承認を取得。 |
| WCCMD | アセアン債券市場発展スコアカードの開発 | アセアン債券市場の発展度合い、開放性、流動性などの状況を反映させたスコアカードの開発を行っている。 | - | |
| WCPSS | 資本市場決済の域内インフラ確立 | 2015年までを目標として、資本市場決済の域内インフラ確立を目指した様々な選択肢の調査を実施し、アセアンに最適なシステムを構築する。2015年以降には、アセアン共通基準が確立し、加盟各国の支払決済システムが金融統合に向けてかなり発展している状況が想定されている。 | - | |
| - | 資本流入規制 | 非居住者による国内証券の購入を認めるなど、資本流入規制を緩和している国々が少なくないが、残存している資本流入規制も撤廃すべきである。 | - | |
| - | 資本流出規制 | 資本流出規制も早い段階で撤廃すべきである。相互承認原則を通じて、他のアセアン加盟国間での規制を撤廃し、最終的にはすべての国々に対する規制を撤廃すべきである。 | - | |

（注） 2015年末時点の情報に基づく。ACMF：アセアン資本市場フォーラム、WCCMD：資本市場の発展に関するワーキング・コミッティ、WCPSS：支払決済システムに関するワーキング・コミッティ。

〔出所〕 ASEAN各種資料を基に野村資本市場研究所作成

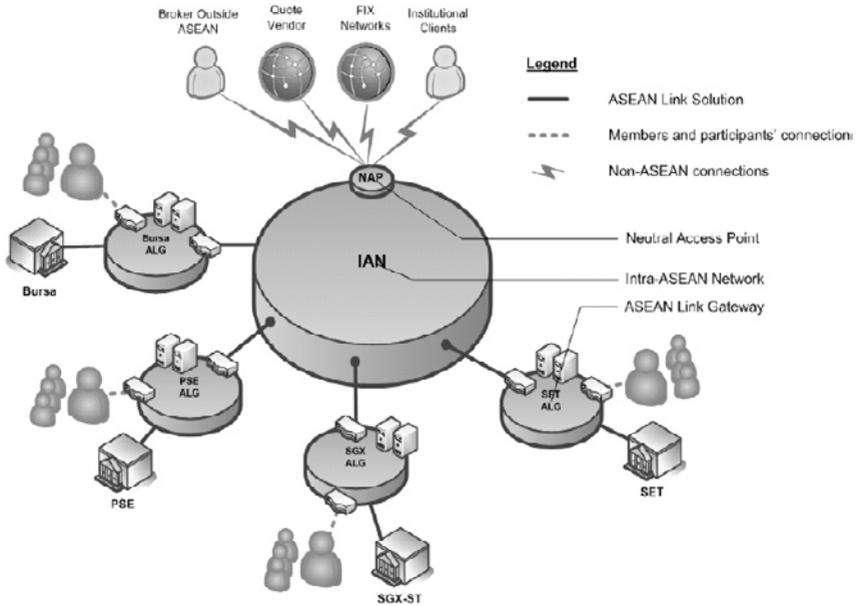
2. ASEANトレーディングリンク ASEANトレーディングリンクとは、ASEAN各国の証券取引所を電子ネットワークで結び、注文を相互に回送する取引リンケージのことである。ASEANの6か国7証券取引所（インドネシア証券取引所、シンガポール取引所、タイ証券取引所、ハノイ証券取引所、フィリピン証券取引所、ホーチミン証券取引所、マレーシア取引所）を統合するイニシアティブであるASEANエクステンヂズが構築したもので、2012年9月にマレーシア、シンガポールの取引所間で稼働開始、12年10月にはタイ証券取引所も接続した。ASEANエクステンヂズに参加する他の取引所も、導入環境が整い次第、トレーディングリンクへの接続を実施する方針である。

ASEANトレーディングリンクに接続しているブローカーは、取引対象の証券が上場されている証券取引所に登録されていなくても、同リンクに接続している自国の証券取引所において直接取引を執行することが可能である。したがって、参加国の投資家は、普段取引しているブローカーに対して電話やインターネットで注文を出すことで、域内他国の上場株式に投資することが可能となり、ASEAN域内でのクロスボーダー取引は著しく容易になったといえる。

また、ASEANエクステンヂズ及びASEANトレーディングリンクへの期待として、統合されたアセットクラスとしての「ASEAN」ブランドを広く周知させることで、ASEAN資本市場の発展を促すという点がある。ASEANエクステンヂズ構想では、トレーディングリンクの他に、各証券取引所に上場する主要銘柄を「ASEANスターズ」というグループにまとめてインデックス化するなど、情報発信や新たな金融商品の開発に関する取り組みも進めている。

一方で、リンク稼働から3年を経過した15年末現在、参加取引所は個人投資家向けロードショーなど共同プロモーションに努めているものの、株式売買代金やクロスボーダー取引の増加という証左は未だ見だしにくい状況となっている。今後は、他の域内取引所の接続（フィリピン証券委員会はフィリピン証取をリンクに参加させる意向を示している）、新たな商品開発、取引後プロセスの効率化・統一化、投資家層の開拓が成功の鍵になると考えられよう。

アセアン・トレーディング・リンクの枠組みの概要



(注) 「FIXネットワーク」の「FIX」とはFinancial Information eXchangeの略称であり、証券取引の参加者間の電子的なコミュニケーションを、統一的な仕様で実現するためのメッセージ・プロトコルである。「FIXネットワーク」とは、FIXに対応したネットワークを指す。アセアン・トレーディング・リンクには、バイサイドとセルサイドのコネクティビティを確保する、ベンダー・ニュートラルを実現するFIX5.0アダプターが設置されている。

〔出所〕 SunGard社資料を基に野村資本市場研究所作成

3. ファンドパスポートを巡る動き 2014年4月、APEC（アジア太平洋経済協力）に加盟するオーストラリア、シンガポール、韓国、ニュージーランド、タイ、フィリピンの6か国が、アジア地域ファンドパスポート（ARFP）構想の市中協議文書を公表した。15年には第2次市中協議が実施され、さらに15年9月11日には、日本がAPEC財務大臣会合でARFPへの参加を表明した（一方、同じ会合でシンガポールは参加表明をしなかったため、参加国数は6のまま）。

ARFPとは、アジア太平洋地域に投資信託の共通制度を創設しようとするもので、ARFP参加国で承認された投資信託は、他の参加国において簡潔な手続きのみで販売可能となる。欧州においてクロスボーダーで販売される投信フォーマットUCITS（Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）のアジア版とも言える取り組みで、実際、ARFP市中協議文書における規定においては、UCITSと類似した規定が数多く取り込まれている。

世界の成長センターであるアジアでARFPが創設されることの意義には、域内経済発展のための資金調達・資本市場の深化、資産運用業の国際競争力強化、貯蓄の域内流通などが挙げられている。一方で、ARFP制度の詳細は未確定であり、各国がルールの準備・調和を図る必要もある（17年半ばまでが各国規制の準備期間とされる）。税制上の取り扱いも不透明であることなどから、ARFPのインパクトは15年末時点では未知数といえよう。

アジアではARFPの他に、ASEANファンドパスポート、香港中国相互承認制度というファンドパスポート構想が並行して動いており、それぞれ進展を見せている。また近年、UCITSが欧州域外に拡大するなかで、一部のアジア諸国においても普及し始めている。ファンドパスポートが成功するためには、クリティカル・マスを達成するための市場の規模も重要であることから、今後、各構想の普及度合いだけでなく、制度間の競争や収れんの動きも注目されよう。

資産運用業の集積や競争力向上が国際金融センターの条件として重要となりつつあり、また近年、日本の金融機関がアジア展開を積極化させていることを踏まえると、日本の市場関係者にとって、ファンドパスポート制度をどう構築し、活用していくかという視点は重要な意味を持つと考えられる。

アジアにおけるファンドパスポート構想

| | ARFP | ASEAN 集団投資スキーム (CIS) | 香港中国相互承認制度 | UCITS |
|-----------------------|--|--|------------|---|
| ファンド・パスポートの開始日 | 2017年(予定) | 2014年8月 | 2015年7月 | 1985年にUCITS指令制定 |
| ファンド・パスポート参加国 | 6か国 ・オーストラリア ・日本 ・韓国 ・ニュージーランド ・フィリピン ・タイ | 3か国 ・シンガポール ・タイ ・マレーシア | 香港および中国 | EU(欧州連合)加盟28か国 |
| ファンド・パスポートの(潜在的な)対象地域 | APEC加盟21か国 ・シンガポール ・インドネシア ・タイ ・フィリピン ・マレーシア ・ブルネイ ・ベトナム ・オーストラリア ・ニュージーランド ・中国 ・香港 ・日本 ・韓国 ・台湾 ・米国 ・カナダ ・チリ ・ペルー ・メキシコ ・パプアニューギニア ・ロシア | ASEAN加盟10か国 ・シンガポール ・インドネシア ・タイ ・フィリピン ・マレーシア ・ブルネイ ・ベトナム ・ミャンマー ・ラオス ・カンボジア | 香港および中国 | EU加盟28か国。さらに、アジア・南米・中東・アフリカなど欧州域外の国における利用が拡大中 |

〔出所〕 各種資料より野村資本市場研究所作成

ARFPの概要(2015年時点)

| | | |
|----------|--|--|
| ファンドの運営者 | <ul style="list-style-type: none"> ➢所在地 ➢運営者の経験規定 ➢財務基盤基準 ➢運用資産総額 ➢外部委託 ➢カストディアン ➢独立の監督 ➢コンプライアンス・レビュー | <ul style="list-style-type: none"> ・ファンドの設定と同一国 ・5年以上 ・経営陣等の経験 ・株主資本1百万米ドル以上 ・最低500百万米ドル ・運営者の責任の下で可能 ・資産保管の認可を得ており、運営者とは別 ・ファンドに対する外部からの監視 ・法令遵守状況のレビューを実施 |
| ファンドの運用 | <ul style="list-style-type: none"> ➢投資可能な資産 ➢デリバティブ規制 ➢分散投資規制 ➢ローン ➢借入 ➢空売り ➢パフォーマンス・フィー ➢解約制限 | <ul style="list-style-type: none"> ・通貨、預金、金の預託証券、譲渡可能証券、マネーマーケット商品、デリバティブ ・原資産・指数、カウンターパーティの規制 ・同一発行体への投資上限 ・原則、不可 ・適格資産の10%以下 ・原則、不可 ・一定の条件下でのみ可能 ・一定の場合を除き制限を付すことの禁止 |
| その他 | <ul style="list-style-type: none"> ➢ファンドの形態 ➢ファンドの販売 ➢ディスタロージャー | <ul style="list-style-type: none"> ・多様な形態が可能 ・母国における販売が必要 ・ホーム国、ホスト国での開示 ・IFRSまたはIFRSに取換の基準 |

〔出所〕 ARFP第2次市中協議文書より野村資本市場研究所作成

第2編 中国の証券市場

第1章 中国の経済・金融体制

1. 「中国の夢」と「中所得経済の罨」 改革開放の1979年からの30年間で中国の経済は、平均すると10%弱の猛スピードで成長していた。近年はその速度が徐々にスローダウンし、高度成長期から緩やかな成長期にシフトし「ニューノーマル：新常态」と言われている。

2012年11月に、習近平国家主席は20年の中国共産党設立100周年と49年の中華人民共和国設立100周年までに、「小康社会の実現」と「国家の富強、民族の振興、人民の幸福の実現」による「中華民族の偉大なる復興」という「中国の夢」を掲げている。しかし、現実には、かなり厳しい局面にある。

一般に経済の原動力は、労働・資本・資源・技術・制度と言われるが、①人口ボーナスの終結期が近づき、大量余剰労働力の供給が終了する（ルイス転換点の通過）、②重複投資及び欧米輸出市場の低迷により、投資拡大に限界がある、③労働集約と低付加価値の産業から、高レベル産業への移行に時間かかる、などの大きい問題がある。財政部トップの樓継偉氏も、「中所得経済の罨」に落ちる可能性が50%あると発言している。今後、経済成長のパターンをチェンジすることが唯一の正道と考えられるが、経済の持続的な成長を維持することはまだ可能であろう。特に、豊富な人材を生かしたイノベーションによる生産性の高度化、更なる改革開放路線による「制度ボーナス」の放出、などに期待している。また、中国の特色である、政府のマクロコントロールは、経済発展に従来と同様、大きな役割を果たしていくであろう。

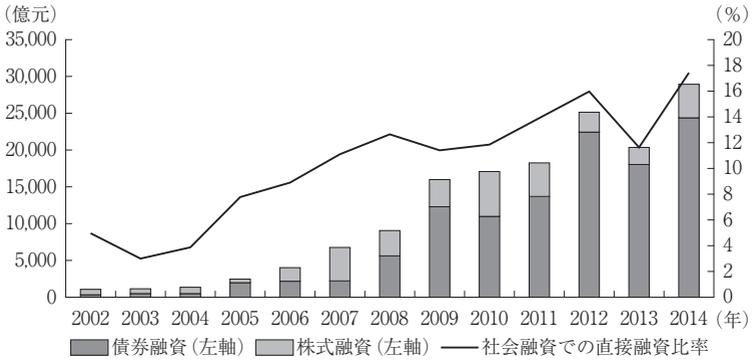
金融資本の領域では、不動産バブル、シャトルバンキング問題、銀行の不良債権、地方債務、企業の高負債率、中小企業融資難などの問題が、かなり深刻である。中でも各セクターの負債率が深刻であり、2014年に、企業セクター負債のGDP比率は、70%（S&Pによれば160%）を超えた。これは世界でも最も高いレベルで、中長期的に見れば、金融を不安定化する重要な誘因と考えられる。また、間接金融を中心とする資金調達体制であり、銀行融資に依存しすぎるといった特徴があり、国有企業の傾きや融資制度の不透明などによる銀行の不良債権は、2012年から再び高い水準に戻りつつある。

近年問題視されている中国金融危機可能性の潜在的な誘因

| 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|-----------------------------------|--|--|-------------------------------|
| *不動産バブル *地方財政悪化 *閻金融崩壊による恐慌 | *シャトルバンキング問題 *地方政府融資プラットフォーム *企業負債率 *不動産バブル | *シャトルバンキング問題 *地方政府融資プラットフォーム *企業負債率 *不動産バブル | *株バブル崩壊 *人民元切り下げ *企業負債率 |

〔出所〕 中国社会科学院余永定氏

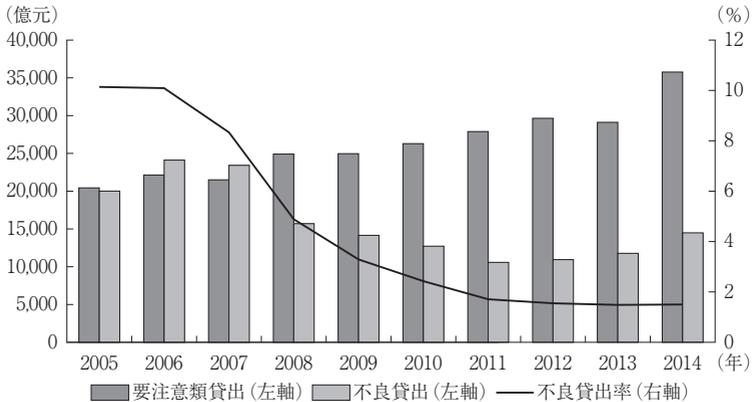
間接金融を中心とする中国の資金調達体制



〔注〕 社会融資は人民元貸出、外貨貸出、委託貸出、信託貸出、銀行手形、企業債券融資、非金融企業の大陸株式市場での融資、その他を含む。

〔出所〕 中国人民銀行『金融安定報告2015』

近年中国銀行の不良貸出の推移



〔注〕 中国の貸出資産では正常類、要注意類、サブプラム類、疑問視類、損失類という5種類に分け、その内のサブプラム類、疑問視類、損失類の3種類の合計は不良貸出を指す。

〔出所〕 中国人民銀行『金融安定報告2015』

2. 間接金融を中心とする中国金融体制

間接・直接金融 中国金融システムの最大の特徴は、間接金融を中心とする資金調達体制にあり、国民経済全体が銀行融資に依存しすぎていることである。中国国内の非金融業部門の資金調達先は、間接融資機関である銀行が全体の約80%を占めており、株式市場と債券市場からの融資比率は、全体の約20%に過ぎない。これは中国が計画経済から市場経済への移行期にあり、証券市場が未だに未発達であることを示している。

金融体制 1978年の中国改革開放までは、中国の金融業界において、人民銀行が国務院の下の唯一の政府行政機関であり、単一銀行制度に近い存在であった。また当時の人民銀行は、中央銀行でありながら普通の貸出や預金などの業務も行っていった。

79年以降、中国は、中央銀行と普通銀行との業務を分離し、人民銀行に中央銀行の役割を専念させる一方、中国銀行、中国農業、中国建設、中国工商という現在の四大商業銀行を相次いで設立させた。また、94年の商業銀行法により、4大商業銀行からさらに政策金融に関する業務を分離させ、新たに国家開発、中国輸出入、中国農業発展という3大政策銀行を設けた。また、80年代後半からは、①地方政府や国有企業などの出資による商業銀行の設立、②外資系金融機関の中国進出、③2007年から始まった個人でも設立可能な村鎮銀行など、中国の金融体制を徐々に充実させており、ノンバンク及びその他の非銀行金融機関も徐々に拡大している。

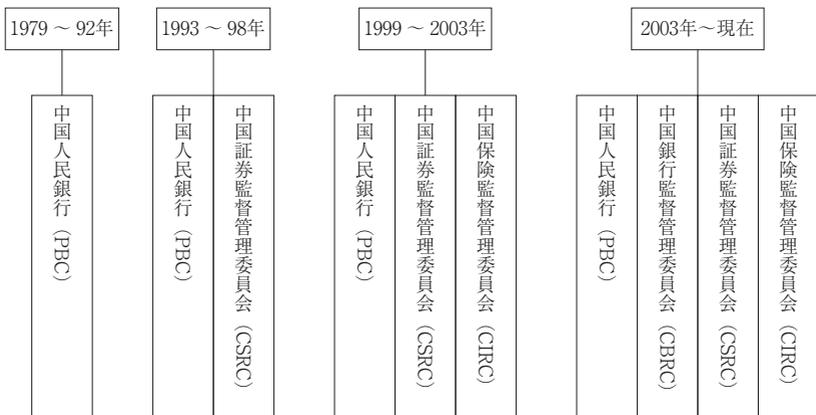
金融管理監督 中国の金融管理体制は、改革開放以降、大きく変化している。1990年代から、中央銀行と並列して、中国証券管理監督委員会（証監会）、中国保険管理監督委員会（保監会）、中国銀行監督管理委員会（銀監会）が相次いで設立された。

中国の証監会、保監会、銀監会は、共に中国国務院に直轄され、それぞれの法律と法規に基づいて証券、保険、銀行の3つの業界において、発展戦略及び各業界の法律法規の策定や実務運営に対する監督管理を行っている。証監会は、全国に36の証券管理局を設立し、上海と深圳に証券監督管理専員オフィスを立てて垂直的に全国の証券市場を統一し、コントロールしている。

中国の金融体制

| | 中国 | 日本 |
|------------------------|---|---|
| 中央銀行 及びその独立性 | 人民銀行 * 国務院の指導の下で、法に従い独立して通貨政策を実施する * 重要事項については国務院に報告し、その許可が必要 | 日本銀行 * 日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。 * 日本銀行は、常に政府と連絡を密にし、十分な意思疎通を図らなければならない |
| 銀行系金融機関 (間接金融を指す) | 3 大政策性銀行 (中国輸出入、国家開発、中国農業発展) 4 大国有商業銀行 (工商、中国、建設、農業) 株式制商業銀行 都市商業銀行 都市信用社 農村信用社 農村合作銀行 農村商業銀行 村鎮銀行 外資系銀行 郵政貯蓄銀行 | 政府系金融機関： 銀行 公社 その他 民間金融機関： 商業銀行 (都市銀行、地方銀行、在日外国銀行) 中小企業金融 農林漁業金融 |
| 非銀行金融機関 (主に直接金融を指す) | 証券 保険 信託投資 財務公司 リース その他 | 長期金融 (長期信託、信託) 証券金融 保険金融 その他 |

改革開放以降における中国金融管理監督体制の沿革



3. 人民元為替の市場化改革と人民元国際化のロードマップ

人民元為替の市場化改革 2005年7月、中国当局はようやく人民元為替改革を行い、アメリカドルとリンクする固定相場制である、人民元相場の管理フロート制を導入した。管理フロート制の下で、為替レートの変動は、通貨当局が定めた一定水準の変動幅に制限されたが、徐々に弾力化されていった。14年3月には為替変動幅に対する制限がさらに緩和され、人民元為替は、一方的な引き上げから、上下に変動することが常態化しつつあり、新しい段階に入っている。

中国版のグローバリゼーション戦略 中国は地域統合による人民元の国際化を進めており、自らに有利なグローバリゼーション戦略を立ちあげようとしている。

そのために、中国は「一帯一路」と「アジアインフラ投資銀行（AIIB）」を提唱している。「一帯一路」戦略は、陸路と海路で、21世紀のシルクロードを目指している。インフラ建設、文化交流などを通じて、貿易・投資などの分野での協力体制を構築する一種のFTAである。AIIBやBRICS銀行、「シルクロード基金」などもこの戦略の一環と見られる。本戦略は、米国がリードしているTPPと対抗するものではなく、ハードルの高いTPP加盟を目指す前段階ではないかと思われる。

人民元国際化ロードマップの展開図 人民元国際化ロードマップの展開は、人民元資本勘定の開放と人民元の自由変動というメインラインと、オフショア市場と地域統合・中国版グローバリゼーションという2つの次元が同時に進行している。通貨の国際化の初期段階でこのような形になることは、他に例をみない。

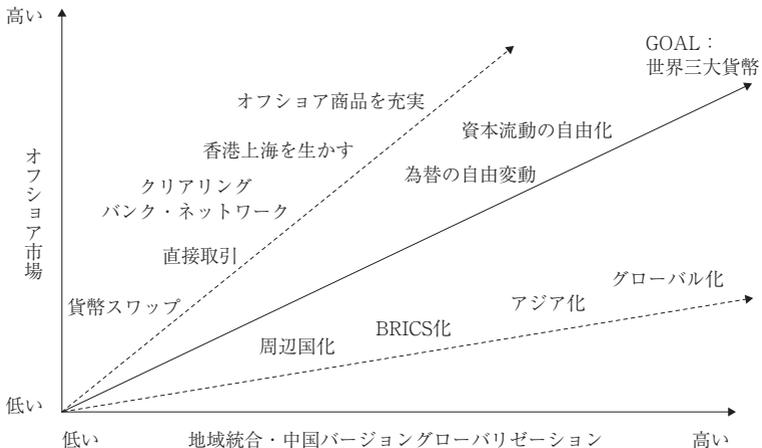
①資本の自由化について、資本勘定の開放は、まず人民元の開放から始まり、ドルなどの他通貨が続くことになるが、資本の自由化は人民元国際化の最大のネックである。このメインラインを実現させるためには、人民元為替の市場化改革を通して、為替の自由変動につなげる必要がある。

②2つの次元のうち、一つは人民元オフショア市場建設（通貨スワップ、直接取引、クリアリングバンクなど）を通じて、人民元オフショアの広さと深さを高めることである。もう一つは中国版のグローバリゼーションの地域統合を通して（貿易、投資、ODAなど）、人民元の周辺化、BRICs化、アジア化とグローバル化を進めることである。

人民元為替改革の歩み

| | 元相場特徴 | 変動幅 |
|-----|---|---|
| 段階1 | 2005.7～切り上げ、為替改革がスタート、ベッグ制⇒管理フロート制。 1\$=8.27元から8.11元まで、一括2.1%切り上げ、2008年までに計19%切り上げ | 元相場弾力化が開始、1日変動幅は0.3% |
| 段階2 | ベッグ制に一時戻り。 2008年の金融危機から再切り上げされるまで人民元為替の変動幅は縮小し、切り上げは一時停止された。 | 元相場弾力化が一時停止、6.82-6.84の区間を維持 |
| 段階3 | 再び管理フロート制に戻り。 2010年6月人民銀行により為替制度改革を再開してか2011年9月まで人民元為替を引き上げ続けた。 | 元相場弾力化が拡大、1日変動幅は0.3%⇒0.5% |
| 段階4 | 2011年9月～2012年9月、上下の双方向の変動が始まり、そのうち二度にわたって大幅な引き下げが見られた。 | |
| 段階5 | 2012年9月～2014年2月、再び人民元の一方的引き上げが発生した。 | 元相場弾力化が拡大、2012年4月から2014年2月まで1日変動幅は0.5%⇒1% |
| 段階6 | 2014年～今まで。3月に為替変動幅に対する制限を緩和してから人民元為替は一方的な引き上げから上下に変動することが常態化しつつある。これは人民元為替が新しい段階に入ることを意味している。 | 元相場弾力化が拡大、2014年から1日変動幅は1%⇒2% |

人民元国際化ロードマップの展開図



第2章 中国証券市場発展の概況

1. 証券市場の確立とその展開 現在の上海証券取引所 (Shanghai Stock Exchange) は、1891年に開設され、それ以後、特に戦前において、ニューヨークを除き世界で最も大きなマーケットであった。同取引所開設に先立つ66年には、在中国の西洋列強たちによって、非公式な外国取引ブローカ連合会が上海に設立されており、現在のHCBC社は当時のメンバーのひとつである。同連合会設立の2年後には、アメリカから戻ってきた中国人留学生が、初の株式会社を創設している。

しかし、新中国が設立された1949年から78年末までの30年間、鎖国政策を取っていた中国には、証券市場は存在しなかった。79年に入ると、鄧小平は、改革開放路線に踏み切った。株式市場や債券市場などを設立し、インフラ整備、法規法律の充実、情報開示、対外開放など証券市場の整備を進めた。これらは新たなものとして、相次いで登場し、急速に展開した。現在、中国の証券市場はほぼ整備され、経済の発展に大きな役割を果たしている。中国証券業界は、WTO加盟の追い風に乗って大きく成長し、2006年までに、WTO加盟時の承認条件をすべてクリアした。

1979年から現在までの35年間における、中国証券市場の発展を段階的に分析すると、概ね①上海と深圳の証券取引所の設立を代表とする第1段階、即ち改革・開放の創立期 (78～91)、②中国証券管理監督委員会の設立を代表とする第2段階、即ち混乱・模索と確立期 (92～98)、③中国初の『中国証券法』の誕生を代表とする第3段階、即ち整備・発展である展開期 (99～現在)、という3つの段階を経てきている。

しかし、現在の中国の証券市場には、前述した間接・直接金融の問題以外に、直接金融の中でも株式が債券市場より大きいというアンバランスな状態が存在し、株式市場において新興企業向けのウェイトがごくわずかしかないという問題がある。また、株と債券を除けば、ほかの商品市場はまだ少なく、かつ未発達と指摘されている。中国証券監督管理委員会 (CSRC) によれば、証券市場は次の6つの大きい課題を解決しなければならない。①資本市場における適切な成長プランの設定、②資本市場の多層的な体系の形成、③統一の債券市場の発展、④先物とデリバティブ市場の発展、⑤年金システムの建設と資本市場との協同、⑥中国資本市場の対外開放。

改革開放以降における中国証券市場の沿革

| 年 | 創立期 (1978~1991) | 確立期 (1992~1998) | 展開期 (1999~現在) |
|----------------|---|---|---|
| キーワード | 改革・開放 | 混乱・模索 | 整備・發展 |
| 代表的な出来事 | 上海と深圳の証券取引所の設立 | 中国証券管理監督委員会の設立 | 初の証券法の誕生 2016年IPO登録制実施(予定) |
| 株市場と債券市場における改革 | <ul style="list-style-type: none"> * 1978年からの農村改革による初共同経営株式郷鎮企業の誕生 * 87年9月に初の証券会社が誕生 * 1884年からの都市改革による国有企業の初の株券が誕生 * 国債社債金融債による資金調達開始 * 1990年10月先物取引開始 | <ul style="list-style-type: none"> * 1992年10月華夏、南方、国泰の全国レベルの証券会社が誕生 * 証券会社の数と規模が増加、1998年末時点では全国で90社に達した。 * 1991年末から投資信託が出現、1996年までで78社に達した | <ul style="list-style-type: none"> * 2001年9月初のオープンエンド型証券投資信託が誕生 * 2001年全国社会保障基金が誕生 * 2002年10月初の債券ファンドが誕生 * 2005年から非流通株改革が本格開始 * 2010年3月信用取引業務開始 * 2010年4月株式先物開始 * 2011年11月地方政府による地方債券の発行テストが開始 * 2012年9月貸出資産証券化テストが開始 * 2013年5月深圳前海股權交易中心が開業 * 2013年9月中国(上海)自由貿易試験区が開業 * 2015年7月株暴落に政府が「救市」(市場介入) |
| 証券取引市場のインフラ建設 | <ul style="list-style-type: none"> * 1986年OTC株式市場が誕生 * 1988年OTC債券市場が誕生 * 1990年12月に上海と深圳証券取引所が誕生 * 91年8月中国証券協会が誕生 | <ul style="list-style-type: none"> * 株式の発行許可制度及び発行方法、価格設定制度の形成 * 株式の発行と取引、情報公開、詐欺行為摘発などの法規・条列を実施 * 1996年12月10%上下のストップ高制を実施 * 1997年銀行間債券市場の設立 * 1998年4月証券監督委員会の設立 * 先物市場が整理、50社⇒上海大連鄭州の3のみ | <ul style="list-style-type: none"> * 1999年初の証券法が誕生、そして2006年修正 * 1999年証券法に証券業務と銀行・信託業務の分離が明記 * 2001年6月非上場企業の取引システム「株式譲渡代替システム(三板市場と呼ぶ)」が誕生 * 2002年12月中国先物協会が誕生 * 2002年債券取引の銀行OTCが設立 * 2005年5月中小企業ボードが誕生 * 2006年1月新三板市場がスタート 正式名称は「全国中小企業株式譲渡システム」 * 2006年9月中国金融先物取引所が上海で誕生 * 2009年10月創業ボードが誕生 * 2012年12月証券業界が『証券会社店頭取引業務規範』を公布 * 2013年12月國務院が『全国中小企業株式譲渡システムに関する問題の決定』を公布 * 2014年「中国証券業發展規程綱要(2014~2020)」が発表 * 2015年3月國務院が『中国預金保險條例』を公布 |
| 対外開放 | | <ul style="list-style-type: none"> * '91.11, '93.6, '94.8, '97.3と'97.5に初のB株H株N株L株S株がそれぞれ誕生 * 過去初、いすゞ自動車と伊藤忠商事が「北京北旅」の法人株を取得、筆頭株主(25%)になった * 一部の合資企業は国内上場 | <ul style="list-style-type: none"> * 2001年外資系企業の中国での上場を許可 * 2002年にQFIIを実施 * 2002年外資系企業に上場企業の国有株と法人株の譲渡を許可 * 2005年IFCとADBが初の人民元バンド債を発行 * 2006年に中国初の中外合資先物企業が設立 * 2006年にQDIIを開始 * 2006年までにWTOとの約束が全部実施完了 * 2011年12月RQFIIがスタート * 2014年「滬港通」(上海・香港・ストック・コネクト)が開通 * 2014年10月英国政府が人民元債券を発行 |
| 一部不祥事 | 深圳8.10事件 | 327国債先物風波 | 銀広厦事件；光大証券烏龍指事件；2015~2016年金融業界の反腐敗 |

2. 証券取引所から見る中国証券市場の多層的な体系 中国政府は1990年代から証券市場の多層的な体系の形成を目指してきており、基本的な枠組みは確立しつつある。しかし、実体経済を支える市場の深さに、まだ先進国との差が相当あるようである。

中国の場合では、上海と深圳のメインボードを一板市場、創業ボードを二板市場、日本の店頭市場を三板市場と呼ぶ。新三板市場は、2006年1月から北京中関村科技園区（中国版のシリコンバレー）の非上場企業株式が、店頭取引で開始され正式にスタートした。正式名称は「全国中小企業株式譲渡システム（National Equities Exchange and Quotations）」である。新三板のほか、中国では物権や知財などの所有権を取引する財産権取引所（産権交易所）が全国に存在する。その一部は非上場株式を取り扱っており、ある意味で中国証券市場の底辺に位置づけられ、中国証券市場の多層的な発展が期待されている。

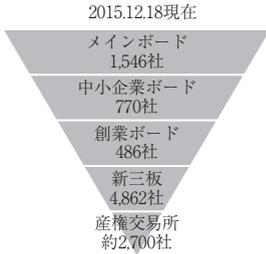
中国には上海と深圳との2つの証券取引所がある。上海証券取引所は、1891年に開設、1990年11月に再開されて、同12月に営業を開始した。現在、株式、債券、ファンド、デリバティブの4つ種類を扱っている。2014年末現在、計995の企業と24.4万億元の時価総額を有している。また、14年11月17日、香港と上海証券取引所間の相互接続「滬港通（上海・香港ストック・コネクト）」が開始された。これにより、海外投資家は香港経由で中国市場に上場する株式の取引が可能となり、中国本土の投資家は香港市場に上場する株式の取引が可能となった。今後、ロンドン間で「滬ロン通（上海・ロンドンストック・コネクト）」を立ち上げる予定である。

深圳証券取引所は1990年2月1日に設立され、91年7月3日に正式に営業を開始した。上海証券取引所には中国を代表する国有企業が多く上場しているのに対して、深圳証券取引所には民間の中小企業が多く上場している。これも中国政府の中小企業促進策及び国家自主創新戦略の一環である。深圳証券取引所では、2004年5月27日に、中小企業向け市場である「中小企業ボード」が正式に稼動し、09年10月にメインボード以外に、NADAQ版の創業ボードが誕生した。14年末現在、計1,618の企業と12.86万億元の時価総額を有している。

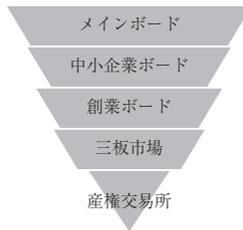
また、1990年に鄭州に穀物卸市場が開設され、現在では、上海商品先物取引所、大連商品先物取引所、鄭州送品先物取引所、中国金融先物取引所の4つがある。

中米資本証券市場における多層化体系の比較及び予測

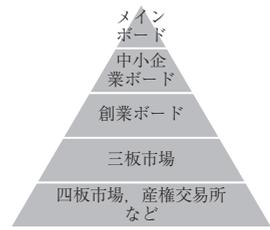
中国パターン



2～3年後の予測



10年後の予測



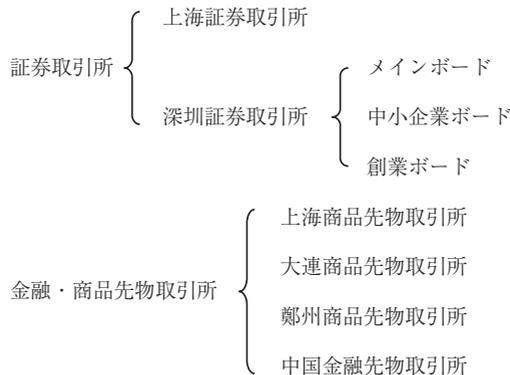
米国パターン、中国の将来像？



中国は、資本証券市場の多層的な体系の形成を目指している。

- ①上海と深圳（中小企業ボードを含む）のメインボードは一板市場と呼ぶ
- ②深圳創業ボードは二板市場と呼ぶ
- ③三板市場は日本の店頭市場に相当。新三板市場は正式名称は「全国中小企業株式譲渡システム」、2006年にスタート。
- ④物権や知財などの所有権を取引する財産権取引所（中国語では産権交易所）が全国に存在する。
- ⑤2016年に公開市場に上海戦略新興ボード、店頭市場に上海科創ボードが設立予定。また、「一帯一路」戦略の下に、ウルムチ四板市場構想（祁斌氏）と港深証券取引所の可能性（梁海明氏）も提案されている。

中国証券・商品先物取引所



3. 中国証券市場の対外開放 1990年代は証券市場の対外開放の模索期と考えられる。90年代の初めに、A株が上海証券取引所に誕生し、外国人投資家向けのB株、H株、N株、L株、S株がそれぞれ91年11月、93年6月、94年8月、97年3月と97年5月に誕生した（第3章参照）。また、外資による中国企業のM&Aは、95年7月5日、いすゞ自動車と伊藤忠商事が、協議によって「北京北旅自動車」の法人株（筆頭株主・25%）を取得した事例が最初である。

証券市場の対外開放は、中国が2001年にWTOに加盟してから、大きく進展し、06年までに、WTO加盟時の承認条件をすべてクリアした。対外開放の主な条件は、①外国証券会社はB株を中国側の媒介業者を経由することなく直接、取引が可能であること、②外国証券機関の中国拠点はすべての中国証券取引所で特別会員になれること、③外国のサービス提供者の中国における合弁会社の設立及びその証券投資信託業務の従事を認めるが、外国側の出資率は33%を超えないこと、又は中国のWTO加盟後3年以内はその比率は49%を超えないこと、④中国のWTO加盟後3年以降は、外国証券信託会社の中国における合弁会社の設立を認めるが、外国側の出資率は3分の一を超えないこと、⑤当該合弁企業は中国側の媒介業者を経由しなくてもA株の約定、B株・H株及び国債と社債への約定と取引、ファンドの設定などができることであった。

14年末現在、中国には、13社の中外合資証券会社、1社の外資コンサルタント会社がある。同時に、中国の会社も海外投資に加速し、計24社の証券会社が会社に子会社を設立した。また、2社の証券会社が香港H株にIPOをした。06年には中国銀河先物とオランダ銀行との間で、中国で初めての中外合資先物企業も設立された。

QFII（適格海外機関投資家：Qualified Foreign Institutional Investors）制度及びQDII（適格国内機関投資家：Qualified Domestic Institutional Investors）制度の実施は、資本市場の部分的な開放を意味しており、02年と06年をそれぞれスタートさせた。また、人民元国際化の促進策とも言えるが、11年12月のRQFIIの実施、14年4月の「滬港通」（上海・香港・ストック・コネクト）の開通、14年10月14日の英国における初の人民元債券の発行などは、証券市場の開放とも言える。

2014年まで中国の証券会社が取得したQDII使用枠

(単位：億米ドル)

| 証券会社名 | 許可取得時間 | 取得金額 |
|------------------|-------------|-------|
| 中国国際金融有限公司 | 2007年11月16日 | 12.00 |
| 招商証券株式有限公司 | 2014年11月27日 | 4.00 |
| 華泰証券株式有限公司 | 2010年4月14日 | 1.00 |
| 上海国泰君安証券資産管理有限公司 | 2010年11月26日 | 5.00 |
| 上海光大証券資産管理有限公司 | 2010年7月28日 | 1.00 |
| 上海東方証券資産管理有限公司 | 2010年11月26日 | 1.00 |
| 国信証券株式有限公司 | 2011年5月5日 | 15.00 |
| 広発証券株式有限公司 | 2012年4月10日 | 7.00 |
| 中信証券株式有限公司 | 2012年7月17日 | 8.00 |
| 安信証券株式有限公司 | 2012年8月16日 | 5.00 |
| 申銀万国証券株式有限公司 | 2012年9月19日 | 1.00 |
| 中銀国際証券有限責任会社 | 2012年9月19日 | 5.00 |
| 中国銀行証券株式有限公司 | 2013年1月24日 | 4.00 |
| 上海海通証券資産管理有限公司 | 2013年5月31日 | 5.00 |
| 太平洋証券株式有限公司 | 2014年4月30日 | 2.00 |
| 合計 | | 76.00 |

(注) 2014年まで合計15社の国内証券会社が資格取得、使用枠金額が昨年対比24.6%増加。

〔出所〕 中国証券業協会『中国証券業発展報告2015』

証券取引所における取引商品の国際比較

| 商品種類 | 中国 | ドイツ | 米国 | 英国 | 日本 | インド | 韓国 | 香港 |
|-----------------|----|-----|----|----|----|-----|----|----|
| 国内株 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 外国株 | | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 国債 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 転換社債 | ○ | ○ | | | ○ | | | ○ |
| 社債 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 資産担保証券 | ○ | | | | | | | |
| 公募型投資信託 | ○ | | | | | | | ○ |
| 不動産投資信託 | | ○ | ○ | ○ | ○ | | ○ | ○ |
| ETF | ○ | ○ | ○ | | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 新株引受権付社債 | ○ | ○ | ○ | | | ○ | ○ | ○ |
| CP (コマーシャルペーパー) | | | ○ | | | | | |
| 先物 | | ○ | | | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 株式先物 | | ○ | | | | ○ | | ○ |
| オプション | | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| ストックオプション | | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| ETF先物 | ○ | ○ | | | | | | |
| 仕組派生商品 | | | ○ | | | | | ○ |

〔出所〕 中国証券管理監督委員会編『中国資本市場発展報告2008』、中国の内容に関しては2015年までの実績に基づいて修正。

4. オンショア資本市場の建設と人民元国際化 中国における国際資本市場の建設は、①人民元オンショアと②人民元オフショアで同時に進行している。近年、通貨スワップ協定の強化、人民元クリアリングバンクの設立など人民元オフショアセンターの建設が進められ、同時に、オンショア資本市場においても滬港通やRQDIIなどが試行されている。人民元の国際化の中心が、クロスボーダー人民元貿易決済から、オフショア市場に移っていることを意味しており、人民元オンショア投資のチャネル改革を早めている。

「滬港通」(上海・香港・ストック・コネクト) 滬港通とは、上海と香港証券取引所の間で相互の上場株式の売買注文ができるシステムで、人民元のみで決済される。「滬港通」の試験的導入は、人民元の国際化に向け、大きな一歩となった。「滬港通」が安定的になった後は、「深港通」(深圳・香港・ストック・コネクト)も開始される見込みである。海外投資家は香港経由で中国市場に上場する株式の取引が可能になり、中国本土の投資家は香港市場に上場する株式の取引が可能となった。今度、ロンドンとの間に「滬ロン通(上海・ロンドンストック・コネクト)」も立ち上げようとしている。

RQDII(中国投資家に海外人民元市場の開放) QDII(Qualified Domestic Institutional Investor)とは、適格国内機関投資家を指し、承認を受けた国内機関投資家に対して、海外証券資産への投資を制限つきながら認めるものである。RQDIIのRは人民元であり、国内投資家に対して開放されたクロスボーダー人民元市場を意味している。QDIIとの違いは主に人民元であり、2014年11月に中国は正式にRQDII業務を開放、中国の資本勘定開放の重要な一歩となった。また、RQDIIは人民元にとって重要な海外投資チャネルになり、国内からの投資手段が少ないという問題に対して、一定の解決策を示した。同時に人民元による投資を行うことで、投資家は人民元の値上がりによる為替リスクの心配を取り除くことができる。これは投資家のリスクの分散および資産のポートフォリオから見て有意義なことである。

また、人民銀行はQDR(Qualified Domestic Resident:適格国内投資家)の検討を進めており、将来的には条件に適合した国民が、海外の株式と不動産へ投資することが可能となる。国内企業に対して、海外における人民元口座での株式の発行を許可し、人民元による配当を可能とする政策を進めている。

国際資本市場と国内市場の開拓状況

| オンショア資本市場の建設 | オフショア資本市場の建設 |
|------------------------------|--|
| 滬港通 クロスボーダー人民元移動 RQDII | 通貨スワップ協定 通貨の直接取引 RQFII 人民元クリアリングバンク オフショア人民元債券およびその他の人民元決済商品 |

(注) 中国国内資本市場におけるクロスボーダー人民元資本の流れのチャネルと規模が増加していることも、オフショア人民元市場の規模の拡張を意味する。また、現在テスト中のオンショア市場（上海FTZ）は将来における人民元オフショア市場への切り替えの準備段階と考えてもよい。

「滬港通」（上海・香港・ストック・コネクト）の取引実績（開始した2014年末まで）

| | 承認された上場企業（社） | 時価総額（億元） | 売高（億元） |
|-----------------------|--------------|----------|----------|
| 「滬通」（上海・香港・ストック・コネクト） | 569 | 865.01 | 1,675.12 |
| 「港通」（香港・上海・ストック・コネクト） | 273 | 100.92 | 205.63 |

〔出所〕 上海取引所ホームページ

「滬港通」（上海・香港・ストック・コネクト）における承認枠金額の利用実績（開始した2014年末まで）

| | 利用実債（億元） | 利用度（%） | 年末残高（億元） |
|-----------------------|----------|--------|----------|
| 「滬通」（上海・香港・ストック・コネクト） | 746.32 | 24.88 | 2,253.68 |
| 「港通」（香港・上海・ストック・コネクト） | 104.42 | 4.18 | 2,395.58 |

〔出所〕 上海取引所ホームページ

5. オフショア資本市場の建設と人民元国際化 オフショア人民元市場は、通貨スワップ協定、通貨の直接取引、RQFII、人民元クリアリングバンク、オフショア人民元債券などの人民元商品、の5つを中心に今後の展開が注目されている。

RQFII 人民元国際化において、元の国内と国際市場での双方向の流通は非常に大きな問題で、RQFIIの推進はこの問題の解決につながっている。

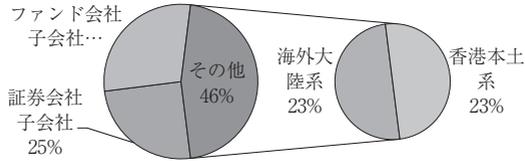
QFIIは（Qualified Foreign Institutional Investors）適格国外機関投資家のことで、RQFIIの、Rは人民元のことである。RQFIIは、香港市場を経由して人民元に両替し、上海や深圳など中国本土の金融商品に投資するという制度で、QFIIと同じように、中国証券監督管理委員会（CSRC）から認定を受け、中国国家外貨管理局（SAFE）から投資枠を得た金融機関が、香港当局の承認を得て投資信託を設けるという仕組みである。

オフショア人民元債券及びその他の人民元商品 2014年の10月末までに、16の国内銀行がオフショア人民元債券1,055億元を発行したほか、大陸以外の企業が国内で人民元債券5億元を発行している。主な実績は、香港の「点心債」、シンガポールの「獅城債」、フランスの「凱旋債」、ドイツの「歌德債」、韓国の「キムチ債」などである。「点心債」（dim sum bonds）は、07年国家開発銀行により発行されて以来、香港オフショア人民元市場で最も重要な業務となった。発行者は国内外の金融機関と企業で、14年9月時点の未償還「点心債」残高は3,740億人民元で、現在までに、香港で発行されたCDを含む人民元債券は4,000億人民元となっている。

14年10月には、初めて英国で人民元債券が発行された。英国政府が発行した30億人民元の人民元債券で、英国の外貨準備資産にプールされた。これは人民元の国際化にとって重要な意味を持っており、英国が人民元を当国の準備貨幣にすることは、人民元が国際貨幣としての取引、決済、投資、備蓄の機能を備えつつあることを表している。

他方、香港、シンガポール、ロンドンにおいて、その他の人民元決済の金融商品を出しているが、オフショア人民元プールの規模が小さいことや人民元に投資する機関投資家の数と規模が限られていることから、人民元金融商品の市場形成は難しいと思われる。

RQFIIにおける機関投資家構成 (2013年)



〔出所〕 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2013』

承認されたRQFIIの状況

| 年 | 金額ベース (億元) | | 機関投資家ベース (社) | |
|------|------------|--------|--------------|--------|
| | 累計 | 新たな増加分 | 累計 | 新たな増加分 |
| 2011 | 200 | 200 | 21 | 21 |
| 2012 | 670 | 470 | 28 | 7 |
| 2013 | 1,575 | 905 | 52 | 24 |
| 2014 | 2,997 | 1,422 | 118 | 56 |

〔出所〕 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

国内証券会社が取得したRQFII状況

(単位: 億人民幣)

| 証券会社名 | 許可取得日 | 取得使用枠の累計 |
|--------------------|-------------|----------|
| 中銀万国 (香港) 有限公司 | 2014年4月30日 | 39 |
| 安信国際金融控股有限公司 | 2014年7月30日 | 24 |
| 中国国際金融 (香港) 有限公司 | 2013年6月24日 | 17 |
| 国信証券 (香港) 金融控股有限公司 | 2013年6月24日 | 17 |
| 光大証券金融控股有限公司 | 2014年5月30日 | 35 |
| 華泰金融控股 (香港) 有限公司 | 2014年3月28日 | 295 |
| 国泰君安金融控股有限公司 | 2014年5月30日 | 69 |
| 海通国際控股有限公司 | 2014年8月26日 | 107 |
| 広発控股 (香港) 有限公司 | 2014年4月30日 | 27 |
| 招商証券国際有限公司 | 2014年3月28日 | 27 |
| 中信証券国際有限公司 | 2014年6月30日 | 14 |
| 国元証券 (香港) 有限公司 | 2014年8月26日 | 73 |
| 中投証券 (香港) 金融控股有限公司 | 2014年5月30日 | 11 |
| 長江証券控股 (香港) 有限公司 | 2013年11月27日 | 2 |
| 興証 (香港) 金融控股有限公司 | 2014年4月30日 | 13 |
| 中信建投 (国際) 金融控股有限公司 | 2014年6月30日 | 20 |
| 中国銀河国際控股有限公司 | 2014年9月22日 | 11 |
| 齊魯国際控股有限公司 | 2014年8月26日 | 8 |
| 東方金融控股 (香港) 有限公司 | 2013年10月30日 | 5 |
| 合計 | | 548.5 |

(注) 1. 2015年1月まで

2. 合計548.5億元の昨年対比86.2%、全体RQFII枠の18.4%。

〔出所〕 中国証券業協会『中国証券業發展報告2015』

第3章 中国の株式市場

1. 急成長している中国の株式市場 中国の株式市場には、3つの大きな特徴がある。第1に、株式時価総額が、2006年より徐々に拡大し、09年7月15日、3.21億米ドルになり、日本を超え、アメリカに次ぐ世界第二位の株式市場になったことである。中国経済と同様に、A株市場の動向も、世界で最も注目されている。第2に、中国株式の種類が多いことで、例えば、A株、B株、H株、N株などである。第3の特徴は、中国政府が株式市場をコントロールしようとしていることで、中国人の多くは「政策市場」を確信している。

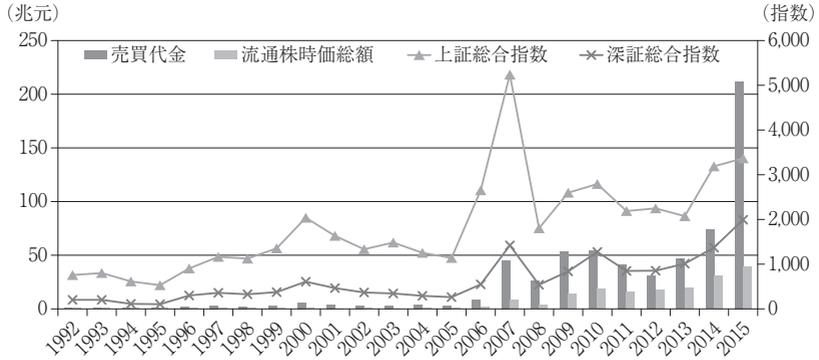
1990年12月に株式市場が設立された後、その時価総額のGDPに対する比率は、長い間低かった。中国は、2003～05年に、実体経済が著しく成長を遂げたが、逆に株式市場は、実績は非常に悪いものであった。ところが、05年からの改革によって、06年以降、驚くべき急成長を遂げた。GDPに対する時価総額の比率は、06年の42.2%から07年には131%に増加、そのうち流通株時価総額の比率は、11.8%から37.3%へと増加した。また、15年6月のバブル崩壊直前に、総時価総額と流通株時価総額の対14年GDPの比率はそれぞれ111.6%と89.8%までに達した。中国の株式市場は07年10月と15年6月との2回のバブル崩壊を経験しており、現在は過度的な時期となっている。

中国の固定資産投資額における銀行融資額の比率は、最近、下向の傾向にあるものの、従来同様、中国企業が間接金融に強く依存していることは変わりがない。しかし、近年の株式市場での資金調達には、中国の国民経済の発展にとって、重要な役割を果たしつつある。15年の株式発行による資金調達は、国内では2,921.38億元に達して、過去最高水準になった。

今後、資本市場の整備に伴い、銀行融資額を中心とする間接金融の比率は年々、低下し、株式及び債券市場からの直接金融が徐々に増えていくのではないと思われる。

また、15年にミニバブル崩壊を経てから、中国は株式市場の健全化を一層強化している。特にいつも批判されているIPO許可審査制は、16年に登録制にシフトしていく予定（全国人民代表大会が承認完了）である。

株価指数と売買代金等の推移



(注) 2015年のデータは10月まで

[出所] 『中国証券先物統計年鑑』各年版, 中国証券管理監督委員会ホームページ

株式時価総額のGDPとの対比

(単位: 億元, %)

| 年 | GDP | 総時価総額 | 比率 | 流通株時価総額 | 比率 |
|------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 1997 | 78,973 | 17,529 | 22.20% | 5,204 | 6.59% |
| 1998 | 84,402 | 19,506 | 23.11% | 5,746 | 6.81% |
| 1999 | 89,677 | 26,471 | 29.52% | 8,214 | 9.16% |
| 2000 | 99,215 | 48,091 | 48.47% | 16,088 | 16.22% |
| 2001 | 109,655 | 43,522 | 39.69% | 14,463 | 13.19% |
| 2002 | 120,333 | 38,329 | 31.85% | 12,485 | 10.38% |
| 2003 | 135,823 | 42,458 | 31.26% | 13,179 | 9.70% |
| 2004 | 159,878 | 37,056 | 23.18% | 11,689 | 7.31% |
| 2005 | 183,868 | 32,430 | 17.64% | 10,631 | 5.78% |
| 2006 | 211,923 | 89,404 | 42.19% | 25,004 | 11.80% |
| 2007 | 249,530 | 327,141 | 131.10% | 93,064 | 37.30% |
| 2008 | 300,670 | 121,366 | 40.37% | 45,214 | 15.04% |
| 2009 | 335,353 | 243,939 | 72.74% | 151,259 | 45.10% |
| 2010 | 397,983 | 265,422 | 66.69% | 193,110 | 48.52% |
| 2011 | 471,564 | 214,758 | 45.54% | 164,921 | 34.97% |
| 2012 | 519,322 | 230,358 | 44.36% | 181,658 | 34.98% |
| 2013 | 568,845 | 239,077 | 42.03% | 199,580 | 35.09% |
| 2014 | 636,463 | 372,547 | 58.53% | 315,624 | 49.59% |

[出所] 中国人民銀行『金融安定報告2015』

2. 中国株の種類と株価指数 特殊な歴史的背景から、中国株は、取引市場で売買できる流通株と流通できない非流通株に分類される。流通株は、中国本土市場と海外市場に分けられ、非流通株は国家株、法人株及び従業員株に分類されてきた。ところが、2005年に実施された非流通株改革によって、ほとんどの上場企業や新規上場企業は、こうした分け方ができなくなっている。

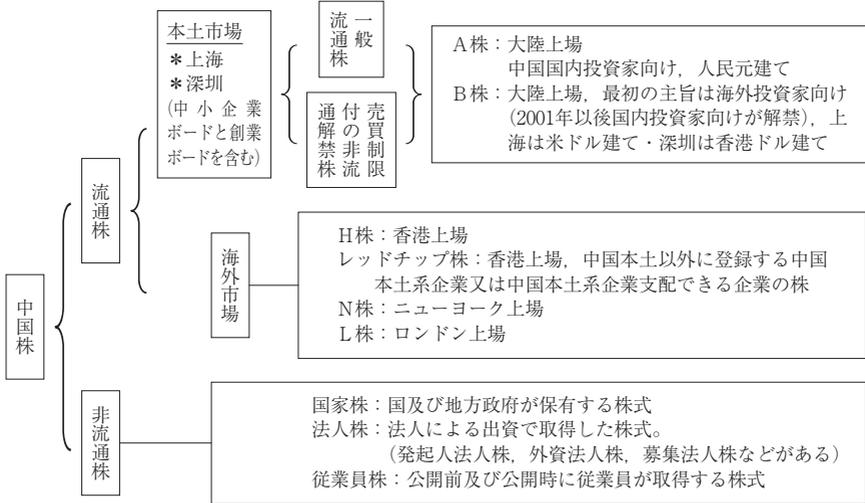
中国本土市場には、現在、上海と深圳の2つの証券取引市場が存在し、深圳証券取引市場には、「中小企業ボード」(04年5月設立)、及びNASDAQの中国版である「創業ボード」(09年10月設立)が含まれている。

中国本土市場の株は、A株とB株に分けられており、A株市場は新中国の初の株式市場として1990年12月に上海と91年7月に深圳に設立された。A株市場は人民元建てのみの市場であるが、中国国内投資家のみならず、特定の条件を満たす外国機関投資家向けのマーケットでもある。今後、中国に進出している外資系企業や外国の有力企業にも開放していくことが計画されている。

B株市場は、海外投資家向けの株式市場で、1990年代初めにA株市場に次いで上海証券取引所と深圳証券取引所に創設された。91年11月に発行された上海真空電子器件がB株の第1号である。設立の背景には、中国の外貨不足及び国際資本の流動規制があった。額面は人民元で表示されるが、取引通貨は人民元ではなく、米ドル又は香港ドルで、2001年2月までは中国居住者の売買も禁じられていた。B株市場創設の狙いは、企業の資金不足を補うと同時に、国際会計基準に基づく財務報告等を義務付け、会計や法律面等から国際ルールへ移行することにあつた。しかし、中国企業の海外資本市場への直接上場が増加し、B株市場は、規模の小ささや流動性の欠如などの欠点が徐々に顕在化したため、その重要性は徐々に小さくなっていった。00年10月以後、B株市場での新たな上場はなく、いずれA株市場と統合されると思われる。

株価指数には、よく知られる上海総合指数と深圳総合指数の2大株式指数とともに、様々な株価指数がある。05年に設立された中証指数有限公司(CSI)は、上海と深圳の株価指数、「滬深(上海深圳)300指数」と「中証規模指数」を算出している。「滬深(上海深圳)300指数」は、A株を代表する有力企業300社を対象としており、「中証規模指数」には、規模別に6つの指数があり、「滬深(上海深圳)300指数」と合わせて、体系的な株価指数を構成している。

株の流通状況による中国株の分類



- (注) H株：香港に上場する中国本土企業
 レッドチップ株：香港上場、中国本土以外に登録する中国本土系企業又は中国本土系企業が支配できる企業の株
 N株、L株、S株：それぞれニューヨーク、ロンドン、シンガポールに上場する中国本土企業

中国の主な株価指数

| 中証指数有限公司発表主要株価指数 | |
|---|---|
| (1) | 滬深（上海深圳）300指数 |
| (2) | 中証規模指数：「中証100指数」、「中証200指数」、「中証500指数」、「中証700指数」「中証800指数」及び「中証流通指数」で構成。 |
| 上海証券取引所発表主要株価指数 | |
| 上証180指数（上証成分株式指数とも言う）、上証50指数、上証総合指数、A株指数、B株指数、分類型の指数（工業類指数、商業類指数、不動産類指数、公共事業類指数、総合類指数、中型指数、上記流通指数など）、債券指数、ファンド指数などの指数シリーズ | |
| その他、上証業界指数、策略指数、上証スター指数、上証テーマ指数などのシス指数シリーズもある。 | |
| 深圳証券取引所発表主要株価指数 | |
| (1) | 成分指数シリーズ：①深圳証券成分株式指数、②深圳証券100指数 |
| (2) | 総合類指数：深証総合指数、深証A株指数、深証B株指数、業界分類指数、中小企業ボード総合指数、創業ボード総合指数、深証新指数、深市ファンド指数など。 |

[出所] 中国証券協会ホームページよりまとめ

3. 非流通株の改革及び株式市場の特徴 過去長い間、中国株式市場では、流通株と非流通株が分断されていた。計画経済から市場経済への移行期の産物で、国有企業の改革及び中国資本市場の進展に大きな阻害要因となっていた。例えば、2004年時点での、中国上場企業の株式総数(7,149億株)のうち、非流通株は4,543億株で64%を占め、中でも国有株は74%を占めていた。

WTO加盟後、中国経済は更なる発展を遂げていたが、株式市場は依然として低迷していた。しかし、05年4月から本格的に非流通株に関する改革が始まり、07年末時点で、中国本土市場の上場企業のうち、計1,298社が改革を完了又は実施中で、全企業数の98%を占め、未改革企業はわずか33社を残すのみとなっている。

また、09年8月3日に中国本土株式市場(A株のみ)の上海と深圳の2つの証券取引所の合計時価総額は11兆9,710億元に達し、初めて非流通株を超えたと報じられている。上海証券取引所における、14年末時点での、上場企業の時価総額(24兆3,974億元)のうち、非流通株は2兆3,478億元でわずか9.62%であり、中でも国有株は4.19%まで減少している。

非流通株改革によって、国有株、法人株及び従業員株などの非流通株と流通株との間の、利益や株価などのアンバランス問題が解消され、中国資本市場は、国際ルールに沿ったものになりつつある。

中国株式市場には、07年と15年に、いわゆるバブルがあったと言えよう。07年には、上海証券総合指数が史上最高を記録し、売買代金も46兆556.22億元と過去最高値になった。売買代金額のGDPに占める率は、06年の61.5%から、わずか1年でほぼ4倍の237.5%に達した。また、15年1月から10月までの売買代金は212兆5,971.35億元に上っており、07年の4.6倍である。

中国は売買回転率も非常に高い。流通株のみの時価総額を見なければならぬが、リーマンショック前の07年には上海、深圳とも売買回転率は800%を超えている。アメリカ、イギリス、日本の売買回転率は、それぞれ129%、142%と119%であった。また、中国株式市場のもう1つの問題とも言える特徴は、市場プレーヤーの大半(80%)が個人投資家であることである。アメリカの場合では、逆に機関投資家の比率は70%である。これらの特徴は、いずれも短期的な投機現象と見ることができよう。

上海証券取引所における上場企業の株式構成（2014年末）

| 株の種類 | | 発行総額 (億元) | 比率 (%) | 時価総額 (億元) | 比率 (%) | |
|------|-----------|--------------|------------|--------------|-----------|------|
| 株式 | 非流通株 | 国家株 | 1,079.59 | 3.19 | 10,223.89 | 4.19 |
| | | 発起人株 | | | | |
| | | 大陸法人株 | 339.38 | 1.00 | 3,702.72 | 1.52 |
| | | 大陸以外法人株 | 55.50 | 0.16 | 769.60 | 0.32 |
| | 個人株 | 83.94 | 0.25 | 2,018.73 | 0.83 | |
| | 募集法人株 | 1.04 | 0.00 | 38.34 | 0.02 | |
| | 従業員株 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| | 機関投資家持株 | 54.64 | 0.16 | 771.67 | 0.32 | |
| | その他 | 556.49 | 1.65 | 5,953.21 | 2.44 | |
| | 非流通株合計 | 2,170.58 | 6.42 | 23,478.15 | 9.62 | |
| | 大陸上場したA株 | 24,763.56 | 73.26 | 219,624.59 | 90.02 | |
| | 大陸上場したB株 | 151.03 | 0.45 | 871.28 | 0.36 | |
| | 大陸以外上場した株 | 6,716.39 | 19.87 | - | - | |
| 合計 | 33,801.57 | 100.00 | 243,974.02 | 100.00 | | |

〔出所〕 中国上海証券取引所ホームページ

売買回転率 (%)

| 年 | 上海 | 深圳 | 年 | 上海 | 深圳 | 年 | 上海 | 深圳 | 年 | 上海 | 深圳 |
|------|----------|----------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|----------|
| 1994 | 1,134.65 | 579.90 | 2000 | 498.80 | 483.10 | 2006 | 544.39 | 552.01 | 2012 | 128.19 | 325.84 |
| 1995 | 528.72 | 241.55 | 2001 | 243.60 | 206.30 | 2007 | 817.72 | 818.67 | 2013 | 169.22 | 423.79 |
| 1996 | 913.43 | 1,173.86 | 2002 | 202.68 | 186.11 | 2008 | 384.11 | 447.24 | 2014 | 439.5 | 635.81 |
| 1997 | 701.81 | 746.40 | 2003 | 252.07 | 213.29 | 2009 | 523.12 | 747.76 | 2015 | 700.00 | 1,100.00 |
| 1998 | 453.63 | 379.34 | 2004 | 304.69 | 301.36 | 2010 | 259.25 | 587.29 | | | |
| 1999 | 471.46 | 386.79 | 2005 | 283.49 | 315.18 | 2011 | 163.75 | 353.48 | | | |

(注) 2014年の数字は中国人民銀行『金融安定報告2015』より、2015年の数字は筆者予測(10月29日まで)。

〔出所〕 『中国証券先物統計年鑑』各年版

上海証券取引所における個人投資者と機関投資者の比較

| | | 個人投資者 | 機関投資者 | | |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 一般法人 | 専門機構 | |
| | | | | | 投資ファンド |
| 持ち株 | 時価総額 (億元) | 29,609.25 | 86,517.26 | 19,817.31 | 6,176.54 |
| | 比率 (%) | 21.78 | 63.64 | 14.58 | 4.54 |
| 売買高 | ネット額 (億元) | 2,024.67 | -583.32 | -1,441.35 | -1,870.67 |
| | 比率・% | 82.24 | 2.46 | 15.30 | 6.18 |

〔出所〕 『上海証券交易所統計年鑑2014』

4. 中国の創業ボード及び中小企業ボード 2009年10月30日、NASDAQの中国版である創業ボード（「創業板」）が、深圳証券取引所で正式にスタートした。創業ボードは、中国証券監督管理委員会が1999年3月初めに、創設を提唱してから11年が過ぎており、市場の混乱やインサイダー取引などの理由で、なかなか設立できなかつた。しかし、2005年以降の非流通株改革、及び株式市場の整備に伴い、創業ボード創設の 때가到来したと考えられ、09年9月、115社の申請会社から10社が第1回目の企業として、IPOが承認された。メインボードが低迷していた時期にもかかわらず、創業ボードの成長は著しく、15年9月25日までに、計484社、時価総額は3兆6,456億元と、創立した09年の22.6倍となった。創業版株価指数も中国株式市場の動きを示す代表的な指数となっている。

一般に、新興株式市場の株価は変動も激しくハイリスク、ハイリターンが特徴である。中国の場合、平均PERは国内メインボードよりも高く、世界の新興株式市場の平均PER（20～30倍）より、はるかに高くなっている。09年に創設したばかりの創業ボードでは、新規上場28社のIPO時の平均PERがすでに56.6倍に達していたが、15年10月30日時点で、94.6倍まで上昇している。ちなみに、15年6月のバブル崩壊前の最高平均PERは146.57であった。

中国のメインボードは、比較的安定した成長性があり、且つ収益力が強い大型企業が中心となっている。一方、中小企業ボードでは、まだ高度成長期（High-growth）にある創業ボードの企業とは異なり、すでに成熟期に入り、規模が割合小さい企業（流通時価総額はほぼ1億元未満）が中心となっている。04年6月、中小企業ボード市場は、深圳証券取引市場に創設され、成長性が高い中小企業の資金調達難を改善することが目的であった。全上場企業の平均水準と比較すれば、会社規模及び時価総額が小さい一方、株価収益率（PER）と株価純資産倍率（PBR）及び自己資本利益率（ROE）はいずれも高い水準にあった。しかし、発行方式や上場基準などの面から見れば、従来のメインボードとほとんど一致するため、中小企業ボードは、メインボードと同一視され、創業ボードを設立するための過度的な存在であると言われている。

中国の創業ボードと中小企業ボードの上場基準比較

| 内容 | 創業ボード | 中小企業 |
|-------------------|---|---|
| 適用法律・法規 | 『中国公司法』；『中国証券法』；『中国IPO管理辦法』；『深圳証券取引所IPO規則』 | 『中国公司法』；『中国証券法』；『中国IPO管理辦法』；『上海証券取引所IPO規則』 |
| 純利益の要求 | 標準1：直近2年間は連続黒字で、直近2年間の純利益は1,000万元以上 標準2：直近1年は黒字且つ純利益は500万元以上 | 直近3つの会計年度純利益はすべて黒字且つ累計3,000万元以上 |
| 営業収益又はキャッシュフローの要求 | 直近1年間の売上は5,000万元以上、直近2年間の売上成長率は30%以上 | 最近3つの会計年度売上は累計3億元以上、又は直近3つの会計年度の経営活動によるキャッシュフローネットの累計は5,000万元以上 |
| 無形資産の要求 | 純資産での比率は20%以下 | 純資産での比率は20%以下 |
| 株式額の要求 | 発行前に3,000万元以上 | 発行前に3,000万元以上；発行後に5,000万元以上 |
| 利益配分の要求 | 直近の年度に未補填赤字がないこと | 直近の年度に未補填赤字がないこと |
| メイン業務の要求 | 一つの業務をメインにすること；直近2年に重大な変化がないこと | 直近3年に重大な変化がないこと |
| 成長性及び 创新能力 | 「二高五新」企業であるべき。成長性が比較的に高い、自主创新能力をある程度持ち、科技创新・制度创新・管理创新など面に比較的に高い競争力を持ちべき。「二高五新」の基準：①高科技：自主知的財産権を持ち；②高成長：国及び業界の平均成長率より高いこと；③新経済：インタネット・プラス、移動通信、バイオ医薬；④新サービス：新しい経営モデル；⑤再生可能エネルギーの開発利用、資源の総合利用；⑥新材料：エネルギー利用率向上できる材料、エネルギー節約材料；⑦新農業：農業産業化、農民就業及び収入向上できること | なし |
| 集まった資金の使用 | 明確であり、且つ集めた資金の使用がメイン業務のみ | 明確であり、集めた資金の使用が原則にメイン業務のみ |
| 取締役会及び管理層 | 直近2年に重大な変化がないこと | 直近3年に重大な変化がないこと |
| 事実上のコントロール者 | 直近2年に重大な変化がないこと | 直近3年に重大な変化がないこと |

第4章 中国の債券市場

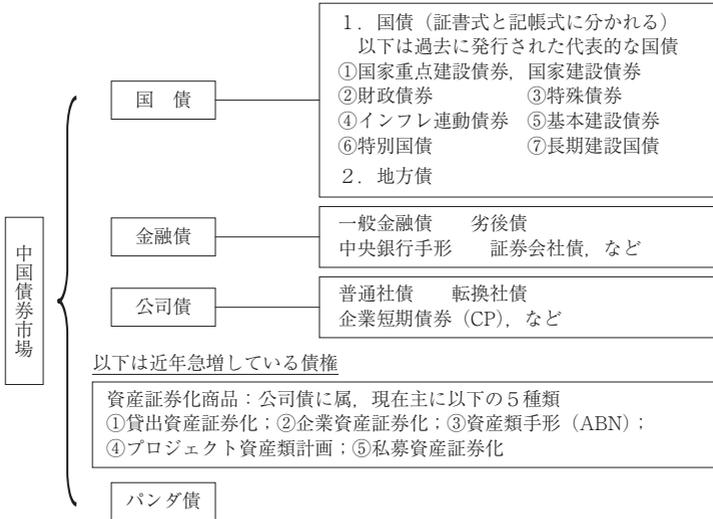
1. 債券市場の現状 30数年の試行錯誤を経て、中国の債券市場は、銀行間市場、取引所市場、商業銀行店頭市場からなる総合的な市場となった。中国の債券は主に国債、金融債と企業債（公司債、中期手形、集合手形、転換社債など）、短期融資及び超短期融資などの主要品目から構成されているが、それ以外に資産証券化商品やパンダ債といった人民元国際化に伴う債券もある。

中国の債券市場を分析すれば、次の3つのポイントが指摘できる。第1に、全体の規模が非常に小さい、第2に、国債や政策銀行の発行する金融債のような公共債が主で、公司債のような民間債市場はまだ小さい、第3に、流通市場は証券取引所市場、銀行間市場及び店頭市場の3つに分割されているため、効率が悪く、取引コストが高く、流動性が欠如している。

改革開放の直後の1981年に、国債市場が始動したが、81～86年の間は、発行市場のみが存在し、流通市場はなかった。87～91年の流通市場は店頭市場が中心であった。92年から取引所市場が誕生、97年に銀行間市場がようやく設立された。2002～04年以後、政策性金融債、金融機関債、短期融資債、中期手形、企業債などが成長したため、銀行間市場は中国債券市場の中核になりつつある。14年に債券発行総額は、昨年比で41.07%増加し、12.28兆元に達した。また債券の預り金額は、35兆元となっており、銀行間債券市場はそのうちの92.5%を占めている。

中国債券市場の最大の特徴は、株式市場などと比べれば、まだ未発達で規模が小さい。これも直接金融比率が低い原因の1つである。14年の各種債券残高の総額の対GDP比は、まだ56%に過ぎない。また、中国債券市場は、政府と金融機関及び公的部門が主導するマーケットであり、一般企業や住民は基本的に排除されている。現在の債券は、主に国債、政策性金融債と企業債などが中心で、その発行者も国家、政策性金融機関、銀行など金融機関及び大手国有企業である。一方、公司債、集合手形、非公開専項債務融資ツール、中小企業私募債などの私営セクター債券は、品目が限られ、規模も小さい。中国公司債の債券残高の占有率はまだ一桁である。13年に、中国公司債及び中小企業私募債は、合わせて331本、計2,717.3億元が発行されたが、全債券発行の3.12%に過ぎなかった。

債券の種類



債券市場の概況

| 年 | 発行額 (億元) | | | 償還金額 (億元) | | | 取引金額 (億元) | | | | 預り金額 (億元) | | |
|------|------------|------------|----------|------------|-----------|----------|-------------|--------------|-------------|------------|------------|------------|-----------|
| | 合計 | 銀行間 | 取引所 | 合計 | 銀行間 | 取引所 | 銀行間 スポット | 銀行間 レボ | 取引所 スポット | 取引所 レボ | 合計 | 銀行間 | 取引所 |
| 1997 | 2,084.62 | 2,084.62 | - | - | - | - | 4.37 | - | 3,600.83 | 12,876.06 | 4,184.07 | 984.59 | - |
| 1998 | 6,203.73 | 6,203.73 | - | - | - | - | 15.62 | - | 6,120.94 | 15,540.84 | 98,384.07 | 9,199.16 | - |
| 1999 | 4,369.50 | 4,369.50 | - | 410.16 | 410.16 | - | 60.77 | 3,956.93 | 5,393.59 | 12,890.53 | 13,188.79 | 12,878.71 | - |
| 2000 | 4,414.50 | 4,414.50 | - | 1,629.16 | 1,629.16 | - | 541.03 | 15,714.21 | 4,385.48 | 14,733.68 | 16,746.19 | 16,077.61 | - |
| 2001 | 5,848.53 | 5,848.53 | - | 1,859.97 | 1,859.97 | - | 416.67 | 40,208.99 | 4,930.13 | 15,487.64 | 19,727.91 | 18,931.81 | - |
| 2002 | 9,943.90 | 9,943.90 | - | 2,841.35 | 2,841.35 | - | 4,098.47 | 100,918.61 | 8,852.71 | 24,419.64 | 25,610.47 | 24,680.66 | - |
| 2003 | 17,647.17 | 17,647.17 | - | 7,886.44 | 7,886.44 | - | 29,666.33 | 116,122.20 | 6,783.11 | 53,000.12 | 37,636.37 | 32,436.51 | 4,087.78 |
| 2004 | 27,295.66 | 27,295.66 | - | 12,548.65 | 12,548.65 | - | 22,451.93 | 96,943.42 | 3,717.09 | 44,090.81 | 52,046.95 | 45,326.44 | 4,786.08 |
| 2005 | 42,182.07 | 42,182.07 | - | 22,531.33 | 22,531.33 | - | 58,310.02 | 159,297.65 | 3,448.80 | 23,621.17 | 73,402.21 | 66,483.70 | 4,711.18 |
| 2006 | 57,096.11 | 57,096.11 | - | 38,597.83 | 38,597.83 | - | 100,461.68 | 265,914.42 | 1,998.11 | 15,489.56 | 9,234,956 | 68,277.56 | 3,467.14 |
| 2007 | 80,163.36 | 79,756.08 | 407.26 | 49,931.98 | 49,931.98 | - | 156,043.39 | 447,951.18 | 2,093.61 | 18,351.62 | 123,485.39 | 111,355.62 | 3,413.70 |
| 2008 | 71,732.16 | 70,734.11 | 998.05 | 48,265.29 | 48,265.29 | - | 371,157.70 | 581,331.15 | 4,609.38 | 24,306.77 | 152,554.05 | 138,972.54 | 4,490.52 |
| 2009 | 87,286.22 | 836,474.71 | 811.51 | 67,282.32 | 67,282.32 | - | 472,655.00 | 702,779.16 | 4,834.26 | 35,975.19 | 177,383.26 | 159,756.72 | 4,947.42 |
| 2010 | 96,408.63 | 95,068.33 | 1,320.30 | 73,205.88 | 73,205.88 | - | 640,422.10 | 675,936.00 | 5,927.13 | 70,373.75 | 205,107.77 | 168,751.50 | 6,278.32 |
| 2011 | 77,231.52 | 75,501.82 | 1,729.70 | 64,819.78 | 64,709.81 | 109.97 | 636,422.90 | 994,534.80 | 6,907.78 | 209,509.63 | 222,572.17 | 206,328.71 | 8,428.39 |
| 2012 | 80,245.86 | 77,474.98 | 2,770.88 | 476,525.00 | 47,259.27 | 355.73 | 751,952.80 | 1,417,140.30 | 9,902.57 | 393,550.94 | 261,987.73 | 241,412.03 | 12,456.28 |
| 2013 | 89,202.94 | 85,248.00 | 3,954.94 | 63,427.49 | 62,332.88 | 1,094.61 | 416,106.00 | 1,581,639.00 | 17,417.93 | 661,023.00 | 299,152.65 | 268,618.45 | 19,454.67 |
| 2014 | 119,286.26 | 115,112.62 | 4,173.64 | 72,850.52 | 71,358.08 | 1,492.44 | 403,565.00 | 2,244,226.00 | 28,021.20 | 907,166.25 | 352,840.25 | 318,988.07 | 25,720.48 |

[出所] 中国統計局ホームページ

2. 分割された中国の債券市場

発行管理監督体制の混乱 中国債券市場の管理監督体制は、スタート時期から歪みが生じていた。現在、右上表に示されるように、中国の債券市場において、発行・管理・監督部門は主に財政部、国家發展開発委員会、中国人民銀行（及び中国銀行間市場取引協会）、中国証券監督管理委員会、中国銀行監督管理委員会の5つがある。①財政部は、国債及び地方政府債の発行、そして人民銀行と証券監督委員と協同で国債の取引・流通を管理監督する、②人民銀行は、金融債の発行を行い、③また人民銀行が管轄する中国銀行間市場取引協会は、単独に短期融資債券、中期手形、超短期融資債券、私募債などを管理監督する、④中国証券監督管理委員会は、普通公司債、転換社債などを発行管理監督する、⑤国家發展開発委員会は、企業債及び城市投資債を発行管理監督する、⑥中国銀行監督管理委員会は、商業銀行の劣後債や混合資本債などの融資ツールを発行管理監督する。これら5つの部門による債券発行管理体制には、審査、発行、取引、情報開示などに様々な差があるため、中国債券市場の統一性を損ない、その管理監督及びその協調的な発展を阻害する要因となっている。

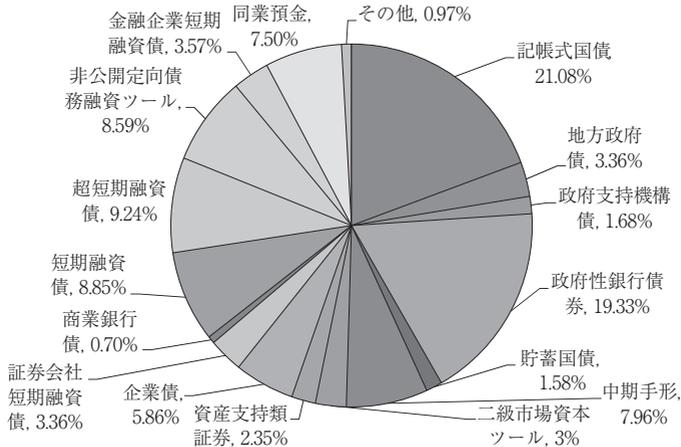
債券取引市場の分割 中国の債券市場は銀行間市場と取引所の2つがあり、前者は店頭市場である。上述のように発行管理監督の分割状態にあるため、5つの部門の間に激しい競争があり、2つの市場も分割されている。債券の取引所は、1991年に上海証券取引所の誕生と共に設立された非金融機関及び個人投資家を中心とする市場で、2014年の預り金額は3兆元、発行総額は5,898億円で全国発行規模の約9%である。銀行間市場は、1997年の設立後急成長しており、公司債、転換社債、株式分割転換社債以外のすべての債券が取引されている。各種類の銀行、信用社、保険会社、証券会社、ファンドなどの金融機関投資家、及び多数の非金融機関投資家が参加する中国債券市場の主力となっており、全体の約91%を占めている。2015年の銀行間市場の預り金額は31.35兆元、また2014年の発行総額と取引金額はそれぞれ5.95兆元と31兆元となっている。また、銀行間市場の取引が引合方式に対して、取引所は連続オークション方式を採用し、銀行間市場の審査が登録制を採用しているのに対して、取引所は比較的厳しく、コストが高い審査制を採用している。

中国債券発行市場のメカニズム

| 発行監督管理機関 | 債券名 | 備考 |
|-------------|-----------|--|
| 中国財政部 | 国債 | |
| | 地方政府債 | 財政部代理発行、一部の地方の自分発行可能 |
| 国家発展開発委員会 | 企業債 | 銀行間市場・取引所市場・店頭市場で取引、審査制、主に非上場大型国有企業が発行 |
| | 都市投資債 | 一部企業債の名義で発行したものを指す |
| 中国人民銀行 | 中央銀行手形 | 銀行間市場で取引 |
| | 金融債 | 銀行間市場で取引、政策性銀行、商業銀行、財務公司及びその他非金融機関が発行 |
| | 中期手形 | 銀行間市場で取引、登録制、銀行間市場交易商協会登録 |
| | 短期融資債券 | 銀行間市場で取引、登録制、銀行間市場交易商協会登録 |
| 中国証券監督管理委員会 | 普通公司債 | 取引所市場と店頭市場で取引、許可制 |
| | 転換社債 | 取引所市場で取引、許可制 |
| | 株式分割転換社債 | 取引所市場で取引、許可制 |
| 中国銀行監督管理委員会 | 商業銀行劣後債 | |
| | 商業銀行混合資本債 | |
| 証券取引所 | 中小企業私募債 | 登録制 |

〔出所〕 上海証券取引所など『資本市場マクロ運行環境研究』2015、一部補充

銀行間市場における各種類債券の発行状況



〔出所〕 中国中央結算公司「2014年債券市場統計分析報告」2015年1月

第5章 資産運用市場

1. 中国アセット・マネジメント業界の概略 近年、個人の富が急速に増加しており、中国政府もアセット・マネジメントに対する規制を徐々に緩和している。アセット・マネジメントの需要に応じて、伝統的な信託会社以外にも、証券、保険、銀行などの機関投資家が、この市場に進出している。現在、中国の資産運用業界には、公募ファンド、私募ファンド、資金信託計画、証券会社アセット・マネジメント、保険会社アセット・マネジメント、先物会社アセット・マネジメント、銀行理財などがある。

2014年末現在で、中国アセット・マネジメントの規模や業務内容をみると、①公募ファンド管理人が101社（その内管理資格のある証券会社が6社）、管理資産（公募ファンドと特別取扱資産を含む）が6兆6,654億元、②私募で証券会社が120社、7兆9,463億元、③信託会社は68社、単一資金信託と集合資金ファンドの合計は13兆405億元、④保険資産管理会社は18社、1.1兆元、先物資産管理会社は30社、125億元、⑤中国証券投資基金業協会（AMAC）に登録済みの私募投資ファンド管理人は5,052社、2兆506億元。その内、私募証券投資ファンド、私募株式（PE）投資ファンド、創業投資ファンドはそれぞれ1,471社、4,881.8億元、2,953社、1兆3,549.3億元、474社、1,393.6億元、⑥保険業界では保険類とアセット・マネジメント類にはっきり区分されていないので、まだ統計がない、⑦公募ファンドと私募投資ファンド及び各種の私募資産管理計画の合計は20.42兆元になり、中国全体資産管理規模の42.1%にも及んでいる。

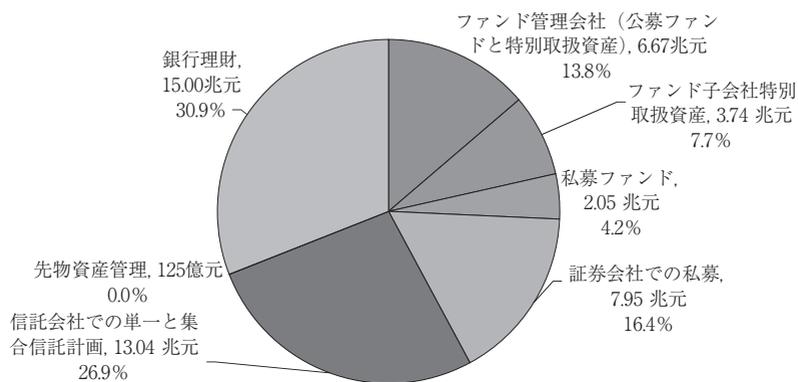
中国のアセット・マネジメント業界は、2010年以後急速に拡大し（右下表参照）、その規模は、機関投資家の拡大とともに大きくなっている。中国の機関投資家の規模は小さく、株式市場の半分以上は個人投資家が占めているとよく言われるが、近年、様々な種類の機関投資家が急速に増加している。様々な種類の機関投資家が市場に参入し、影響力を徐々に拡大していくことは、バランスのとれた市場の長期的な発展を促進するほか、特に株式市場において、売買回転率の高い傾向や短期投資の目的が強い性質などを改善する役割も期待されている。

資産運用業界における機関投資家とその業務内容

| 機関投資家の種類 | 業務内容 |
|---------------|---|
| ファンド管理会社及び子会社 | 公募のファンドと各種類の非公募アセット・マネジメント計画 |
| 私募会社 | 私募証券投資ファンド、私募株式投資ファンド（PE）、創業投資ファンド（PE&VC） |
| 信託会社 | 単一資金信託、集合資金ファンド |
| 証券資産管理会社 | 集合資産管理計画、専門資産管理計画、特別資産管理計画 |
| 先物資産管理会社 | 先物の資産管理業務 |
| 保険会社、保険資産管理会社 | 保険資産管理計画、第三者資産管理計画、投資＋保険型口座管理 |
| 商業銀行 | 銀行理財商品、プライベート銀行業務 |

〔出所〕 中国証券投資基金業協会

アセット・マネジメントの構成と規模（2014年）



〔出所〕 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

機関投資家のアセット・マネジメント規模の推移

(単位：兆元)

| 年 | 信託 | 証券 | 保険 | 公募ファンド | 陽光私募 |
|------|-------|------|------|--------|--------|
| 2010 | 3.04 | 0.15 | 4.60 | 2.50 | 0.1000 |
| 2011 | 4.81 | 0.12 | 5.54 | 2.13 | 0.1420 |
| 2012 | 6.31 | 1.89 | 6.85 | 2.80 | 0.2226 |
| 2013 | 10.13 | 5.20 | 8.29 | 3.00 | 0.3017 |
| 2014 | 13.98 | 7.96 | 9.82 | 4.49 | 0.4000 |

〔出所〕 中国証券業協会『中国証券業発展報告2015』

2. 公募ファンド 公募ファンドがマクロ経済や金融資本市場に占める比率は徐々に拡大し、重要な役割を果たしている。2014年の中国公募ファンドの投入本数は、13年比22.4%の増加、その金額は、51.2%の増加となっている。クローズドエンド型の投入本数の昨年比は、3.9%、金額は△31.2%で、オープンエンド型の投入本数と金額の昨年比は、それぞれ24.2%と57.0%である。クローズドエンド型が若干後退したのに対し、オープンエンド型の成長は、著しかった。

各種類の公募ファンドの純利益をみると、貨幣市場型のパフォーマンスが非常に良かった。QDIIは92.48%の赤字であり、海外市場は、中国系機関投資家にとって魅力的なものの、まだリスクが大きくなじめないマーケットだと思われる。

中国の株式市場は、個人投資家が半分以上を占めており、オープンエンド型ファンド市場でも同様である。14年にオープンエンド型ファンドの有効口座は、個人が全体の99.94%を占め、機関投資家はわずか0.06%である。その残高は、個人が70.27%、機関投資家は29.73%である。機関投資家の占有率は、13年より2.5%を増加したが、まだ中国の個人投資家の需要を満たしているとは言えず、中国の金融資本市場が未発達であるとも言える。

07年以後の、公募ファンドのもう1つの特徴は、オープンエンド型ファンドにおけるA株の割合が、連続して下がっていることで、07年、13年、14年のA株式市場での占有率は、それぞれ25.7%、6.4%、4.8%である。

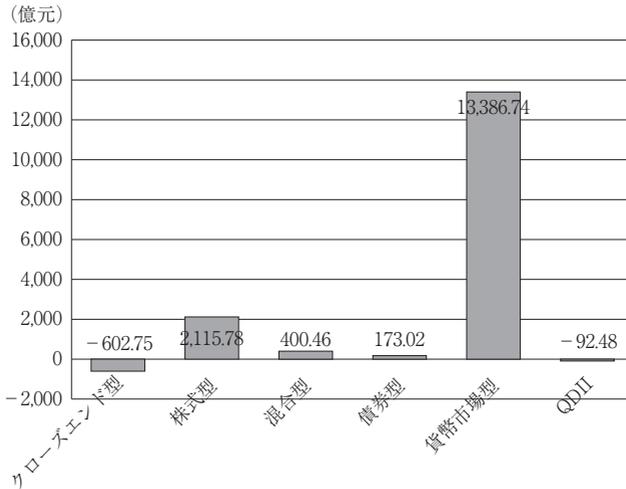
中国の公募ファンドは、世界の第10位（2014年）であり、アメリカ、ルクセンブルク、日本などに次ぐものであるが、全体のわずか2.3%を占めるにすぎない。GDPが世界第2位の経済大国であるのに対し、この分野は、非常に遅れていると言えよう。一般的に、家庭資産の重要な運用手段と言われており、中国家庭の資産運用の需要もますます増加している。しかし、公募ファンドを中心とするファンド業界の対応は進んでおらず公募を含むファンドは、14年末に、家庭の資産投資のわずか3.7%、2.86兆元であった。

公募ファンドの規模

| 年 | 数（本） | | | 金額（億元） | | |
|------|-----------|----------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | クローズドエンド型 | オープンエンド型 | 合計 | クローズドエンド型 | オープンエンド型 | 合計 |
| 2014 | 135 | 1,764 | 1,899 | 1,366.81 | 44,007.49 | 45,374.30 |
| 2013 | 130 | 1,420 | 1,551 | 1,987.56 | 28,023.98 | 30,011.54 |

〔出所〕 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』により整理

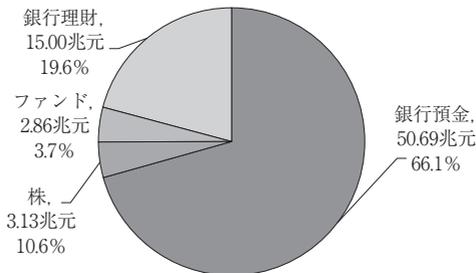
公募ファンドの純利益増加額2014年末



(注) 対前年比

〔出所〕 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

家庭金融資産の主な構成（2014年末）



〔出所〕 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

3. 非公募ファンド 中国証券投資基金業協会（AMAC）によれば、非公募証券投資ファンドは、次の4つからなる。①ファンド管理会社の非公募資産、②ファンド管理会社の子会社が持つ特定顧客の資産管理、③機関投資家が持つ私募証券投資ファンド、④その他のアセット・マネジメント運営会社が持つ非公募証券投資。

その成長発展は非常に速く、2014年末までに総額15.88兆元に達している。そのうち、①ファンド管理会社が持つ普通専門口座の規模が1兆2,240億元、②ファンド管理会社が持つ全国社会保障基金と企業年金基金の規模が9,060億元、③ファンド管理会社の子会社は持つ特定顧客の資産管理が3兆7,390億元、④証券会社が持つ私募資産管理の規模が7兆9,463億元、などとなっている。私募等の非公募ファンドは、アセット・マネジメントの重要な位置を占めており、その規模は大きく、中国のマクロ経済や資本市場において、非常に重要な役割を果たしている。

中国社会保障理事会は、02年、04年、10年の3回、社会保障基金の委託投資管理人資格を公募し、現在は、計16社のファンド管理会社と計2社の証券会社はその資格を有している。また、中国人力資源と社会保障部が認めた企業年金ファンド投資管理人資格を有する会社は、計20社、その内ファンド管理会社11社、保険会社5社、その他の金融機関が4社である。14年に中国社会保障基金が管理する資産総額のうち、ファンド管理会社が39.8%を占めており、13年より3.4%上昇している。

ファンド管理会社が管理する社会保障基金の規模は、毎年増加し、14年には9,085億元と全体の3分の1を占めており、社会保障基金の委託額7,638億元の80%となっている。近年の年間収益率は8%を越しており、国際的なレベルで見ればよい数字である。また企業年金についてみると、機関投資家が運用したものは、合計2,740本で7,402.86億元である。

また、中国の私募投資ファンドの成長が著しく、2014年末で、計5,052社のファンド会社が、2兆506億元の資産を運用している。その内、私募証券投資が4,772億円、23.3%、私募株式投資（PE）が1兆2,411億元、60.5%、などとなっている。

中国マクロ金融における公募と非公募ファンドの位置づけ

| 年 | | 公募 ファンド | 非公募 ファンド | マクロ 経済 | 貨幣金融 | | | 資本市場 | |
|------|-----------|------------|-------------|-----------|--------|--------------|------------|---------------|------------|
| | | | | GDP | M2 | 金融機関 預金残高 | 金融業総 資産 | 株式市場総 債券市場 | 時価総額 残高 |
| 2014 | 資産規模・兆元 | 4.54 | 15.88 | 63.64 | 122.84 | 117.37 | 235.13 | 37.11 | 29.41 |
| | 公募の占め率・% | 100.00 | 100.00 | 7.13 | 3.70 | 3.87 | 1.93 | 12.23 | 15.44 |
| | 非公募の占め率・% | 100.00 | 100.00 | 24.95 | 12.93 | 13.53 | 6.75 | 42.79 | 54.00 |
| 2013 | 資産規模・兆元 | 3.00 | 8.40 | 58.80 | 110.70 | 107.10 | 203.75 | 23.91 | 30.00 |
| | 公募の占め率・% | 100.00 | 100.00 | 5.10 | 2.71 | 2.80 | 1.47 | 12.55 | 10.00 |
| | 非公募の占め率・% | 100.00 | 100.00 | 14.34 | 7.62 | 7.87 | 4.14 | 35.26 | 28.10 |

(注) 金融業総資産は銀行業金融機関総資産172.34兆元、証券会社総資産4.09兆元、アセット・マネジメント業界総規模の48.54兆元、保険会社総資産10.16兆元を含む。

[出所] 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

社会保障基金の現状

(単位：億元%)

| 年 | 総規模 | ファンド管理会 社保有 | 社会保障基金より委託 | | |
|------|--------|----------------|------------|--------|-------|
| | | | 委託額 | 全体での割合 | 年間収益率 |
| 2011 | 8,688 | 3,017 | 3,647 | 40.0 | 8.4 |
| 2012 | 11,060 | 3,778 | 4,554 | 41.2 | 8.3 |
| 2013 | 12,416 | 4,519 | 5,716 | 46.1 | 8.1 |
| 2014 | 15,290 | 6,085 | 7,638 | 50.0 | — |

[出所] 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

企業年金に関する委託投資管理の現状

| 委託された機関投 資家 | 2014年 | | | | 2013年 | | | |
|----------------|-------|--------|----------|--------|-------|--------|----------|--------|
| | 組合せ数 | | 資産規模 | | 組合せ数 | | 資産規模 | |
| | 本数 | 比率 | 億元 | 比率 | 本数 | 比率 | 億元 | 比率 |
| ファンド管理会社 | 869 | 31.70 | 2,972.75 | 40.20 | 881 | 35.00 | 2,444.96 | 42.30 |
| 保険会社 | 1,648 | 60.10 | 3,689.01 | 49.80 | 1,442 | 57.20 | 2,788.77 | 48.20 |
| 証券会社 | 223 | 8.10 | 741.09 | 10.00 | 196 | 7.80 | 549.86 | 9.50 |
| 合計 | 2,740 | 100.00 | 7,402.86 | 100.00 | 2,519 | 100.00 | 5,783.60 | 100.00 |

[出所] 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

私募投資ファンドの現状2014年末

| | 私募投資 ファンド合計 | 私募証券投資 ファンド | 私募株式投資 ファンド | 創業投資 ファンド | その他 |
|----------|----------------|----------------|----------------|--------------|-------|
| 会社数(社) | 5,052 | 1,471 | 2,953 | 474 | 154 |
| ファンド数(本) | 7,514 | 3,741 | 2,679 | 692 | 402 |
| 規模(億元) | 20,506 | 4,772 | 12,411 | 1,397 | 1,926 |

[出所] 中国証券投資基金業協会『中国証券投資基金業年報2014』

第3編 香港の証券市場

香港の証券市場

1. 証券市場の発展経緯 1891年に証券ブローカー協会（Association of Stockbrokers）が設立されたことが香港における株式市場の礎である。香港ブローカー協会は1914年に香港証券取引所（Hong Kong Stock Exchange）に改称され、その後21年に香港証券ブローカー協会（Hong Kong Stockbrokers' Association）が設立されたことによって、2つの株式市場が併存する形となった。47年になって両者は合併し、新たに香港証券取引所として発足した。その後、69年に遠東取引所（Far East Exchange）、71年に金銀証券取引所（Kam Ngan Stock Exchange）、72年に九龍証券取引所（Kowloon Stock Exchange）が設立され、再び複数の証券取引所が存在する状態となったが、香港証券取引所は4つの取引所を統合させるべく80年にSEHK（Stock Exchange of Hong Kong）と改称し、86年に統合を実現した。

この間、香港市場は規制の少ない自由なマーケットという点を特色かつ強みとして発展を遂げてきた。資本・為替の移動が自由な香港市場には外資の証券会社や投資家が多く集まり、1990年代にはアジアを代表する証券市場の一つに成長した。

2000年代に入ると、SEHKは証券取引所から総合取引所への転換を進めた。00年3月に香港先物取引所（Hong Kong Futures Exchange: HKFE）、香港証券清算（Hong Kong Securities Clearing Company: HKSCC）と経営統合し、持株会社としてHKEx（Hong Kong Exchanges and Clearing）が発足した。さらに、12年にはHKExはロンドン金属取引所（London Metal Exchange）を買収し、株式市場・デリバティブ市場に加えて、商品市場も併せ持つ取引所となった。

なお、HKExは香港市場に株式を上場させており、15年11月12日末時点の時価総額は2,535億HKドルである。HKExは高収益の取引所として成長しており、税前列利益率は60%超と高い。また配当性向が90%と高いことでも知られている。

香港株式市場のデータ

(単位：10億HKドル)

| 年 | 市場売買代金 | 株式売買代金 | 上場企業数 | 資金調達額 | 時価総額 |
|------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 1991 | 334 | 300 | 357 | 39 | 949 |
| 1992 | 701 | 608 | 413 | 105 | 1,332 |
| 1993 | 1,223 | 1,022 | 477 | 90 | 2,975 |
| 1994 | 1,137 | 974 | 529 | 52 | 2,085 |
| 1995 | 827 | 741 | 542 | 39 | 2,348 |
| 1996 | 1,412 | 1,287 | 583 | 100 | 3,476 |
| 1997 | 3,789 | 3,511 | 658 | 248 | 3,203 |
| 1998 | 1,701 | 1,597 | 680 | 38 | 2,662 |
| 1999 | 1,916 | 1,773 | 701 | 148 | 4,728 |
| 2000 | 3,048 | 2,859 | 736 | 451 | 4,795 |
| 2001 | 1,950 | 1,821 | 756 | 59 | 3,885 |
| 2002 | 1,599 | 1,471 | 812 | 101 | 3,559 |
| 2003 | 2,546 | 2,267 | 852 | 209 | 5,478 |
| 2004 | 3,948 | 3,397 | 892 | 277 | 6,629 |
| 2005 | 4,498 | 3,587 | 934 | 299 | 8,113 |
| 2006 | 8,333 | 6,423 | 975 | 516 | 13,249 |
| 2007 | 21,506 | 16,510 | 1,048 | 571 | 20,536 |
| 2008 | 17,601 | 12,631 | 1,087 | 418 | 10,254 |
| 2009 | 15,439 | 11,555 | 1,145 | 638 | 17,769 |
| 2010 | 17,076 | 12,270 | 1,244 | 845 | 20,942 |
| 2011 | 17,091 | 12,003 | 1,326 | 483 | 17,453 |
| 2012 | 13,268 | 9,494 | 1,368 | 300 | 21,872 |
| 2013 | 15,186 | 11,142 | 1,451 | 370 | 23,909 |
| 2014 | 16,990 | 12,471 | 1,548 | 929 | 24,892 |

〔出所〕 HKEx

HKExの業績推移

(単位：100万HKドル)

| 年 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 営業収益 | 2,694 | 4,147 | 8,390 | 7,549 | 7,035 | 7,566 | 7,855 | 7,211 | 8,723 | 9,849 |
| 税前利益 | 1,567 | 2,963 | 7,190 | 5,928 | 5,542 | 5,954 | 6,032 | 4,845 | 5,246 | 6,038 |
| 純利益 | 1,340 | 2,518 | 6,169 | 5,129 | 4,704 | 5,037 | 5,093 | 4,084 | 4,552 | 5,165 |
| 流動資産 | 21,236 | 40,207 | 87,070 | 62,397 | 42,695 | 45,534 | 52,448 | 60,577 | 65,146 | 232,188 |
| 固定資産 | 1,710 | 454 | 884 | 425 | 2,637 | 2,350 | 1,580 | 20,260 | 20,797 | 19,672 |
| 総資産 | 22,946 | 40,661 | 87,954 | 62,822 | 45,332 | 47,884 | 54,028 | 80,837 | 85,943 | 251,860 |
| 流動負債 | 18,336 | 35,134 | 79,273 | 55,220 | 36,985 | 39,160 | 44,809 | 55,337 | 57,538 | 222,564 |
| 長期負債 | 273 | 270 | 305 | 308 | 320 | 47 | 60 | 7,736 | 7,887 | 7,937 |
| 株主資本 | 4,337 | 5,257 | 8,376 | 7,294 | 8,027 | 8,677 | 9,159 | 17,764 | 20,518 | 21,359 |
| 負債・株主資本 | 22,946 | 40,661 | 87,954 | 62,822 | 45,332 | 47,884 | 54,028 | 80,837 | 85,943 | 251,860 |
| 配当性向 | 90% | 90% | 90% | 90% | 90% | 90% | 90% | 90% | 90% | 90% |
| 税前利益率 | 58% | 71% | 84% | 79% | 79% | 79% | 77% | 67% | 60% | 61% |
| ROE | 31% | 48% | 74% | 70% | 59% | 58% | 56% | 23% | 22% | 24% |

〔出所〕 HKEx

2. 監督機関 証券市場の規制・監督を行うのは1989年に設立された証券先物委員会（Securities and Futures Commission）である。銀行は香港金融管理局（Hong Kong Monetary Authority）が、保険業は保険業監督処（Office of the Commissioner Insurance）によって規制・監督されている。

証券先物委員会は主として以下の7つの業務を行う。

- ①規則違反・不公正取引の捜査，適切な執行と市場ルールの設定・実行
- ②証券仲介業者の免許付与と監督
- ③取引所，清算機関，オルタナティブ取引プラットフォーム（alternative trading platforms）を含む市場運用者の監視と市場インフラの強化
- ④投資商品や個人投資家への商品販売前の申請書類の認可
- ⑤企業（public companies）の買収や合併を管理する規制の管理や，香港交易所の上場企業に関する規制の監督
- ⑥国内外の監督官庁との協力と支援
- ⑦投資家の市場動向や投資リスク，権利，責任に関する理解の促進

2003年には証券市場の法規制として証券先物条例（Securities and Futures Ordinance）を施行している。証券先物委員会は証券関連業務免許の発行権限を持っており，2015年6月末時点で証券会社・証券金融会社数は960社である。

証券先物条例が定める証券関連免許は，以下の10種類がある。①証券取引（Dealing in securities），②先物取引（Dealing in futures contracts），③FX取引（Leveraged foreign exchange trading），④証券に対する助言（Advising on securities），⑤先物取引に対する助言（Advising on futures contracts），⑥企業財務に対する助言（Advising on corporate finance），⑦自動取引システムの提供（Providing automated trading services），⑧信用取引（Securities margin financing），⑨投資顧問（Asset management），⑩信用格付けの提供（Providing credit rating services）。

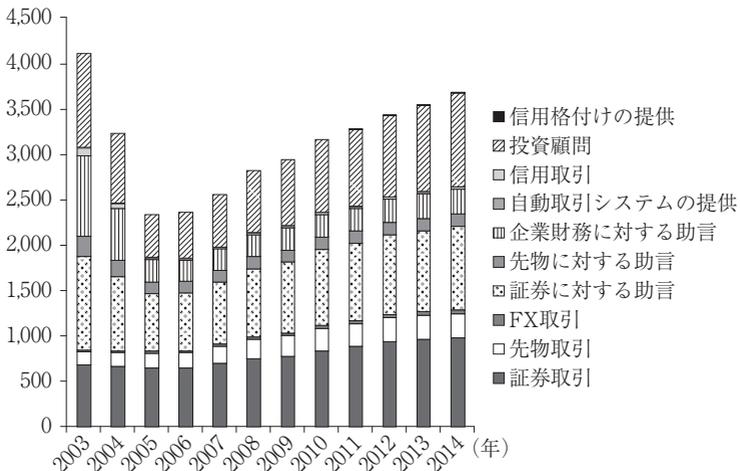
証券先物委員会は市場との対話を重視する証券監督機関といわれている。民間からの職員採用も頻繁に行っており，ウェブサイト上では常に人材を募集している。求める人材はさまざまだが，金融分野での一定の年数以上の実務経験のある人材を採用するケースも少なくない。

香港証券市場発展の経緯

| | |
|-------|---|
| 1891年 | 証券ブローカー協会（Association of Stockbrokers）設立 |
| 1914 | 証券ブローカー協会が香港証券取引所（Hong Kong Stock Exchange）に改称 |
| 1921 | 香港証券ブローカー協会（Hong Kong Stockbrokers' Association）設立 |
| 1947 | 香港証券取引所（Hong Kong Stock Exchange）設立 |
| 1969 | 遠東取引所（Far East Exchange）設立 |
| 1971 | 金銀証券取引所（Kam Ngan Stock Exchange）設立 |
| 1972 | 九龍証券取引所（Kowloon Stock Exchange）設立 |
| 1976 | 香港商品取引所（Hong Kong Commodity Exchange）設立 |
| 1980 | 香港証券取引所（Stock Exchange of Hong Kong：SEHK）に改称 |
| 1985 | 香港商品取引所が香港先物取引所（Hong Kong Futures Exchange：HKFE）に改称 |
| 1986 | SEHKと遠東取引所・金銀証券取引所・九龍証券取引所が合併 HKFEにハンセン株価指数先物上場 |
| 1989 | 香港証券清算（Hong Kong Securities Clearing Company：HKSCC）設立 証券先物委員会（Securities and Futures Commission）設立 |
| 2000 | SEHKとHKFE、HKSCCが経営統合、HKEx設立 HKExがSEHKに上場 |
| 2003 | 証券先物条例（Securities and Futures Ordinance）施行 |
| 2012 | OTC清算香港（OTC Clearing Hong Kong）をHKEx 75%、金融機関12社25%の合弁として設立 HKExがロンドン金属取引所（London Metal Exchange）を買収 |

〔出所〕 HKEx

証券関連免許発行数



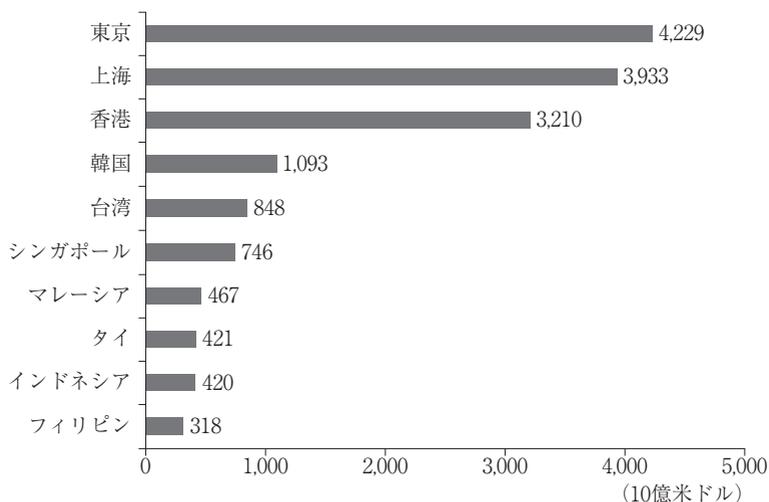
〔出所〕 証券先物委員会

3. 時価総額と上場企業 HKExにはメインボード (Main Board) と、新興企業向けの創業板 (Growth Enterprise Market: GEM) が開設されている。2014年12月末時点でメインボードには1,548社が上場しており、時価総額は24兆HKドル (約3.2兆ドル) とアジアでは東京、上海に次ぐ第3位の規模である。時価総額の対GDP比は1,000%を超え、これは世界で最も高い水準と見られている。一方、GEMの時価総額は1,794億HKドル、上場企業数は204社である。

香港市場は従来、不動産を中心とするサービス業の上場企業が中核を占める株式市場として知られてきた。1990年代に香港を代表する上場企業といえば、コングロマリットのハチソンワンポア (Hutchison Whampoa) や不動産大手のサンフンカイプロパティーズ (Sun Hung Kai Properties)、長江実業 (Cheung Kong) などが知られていた。しかし、近年は様々な業種の中国関連銘柄が上場するようになったため、香港市場は中国本土との関係がより深くなってきている。これは、上海と深圳という中国本土の証券取引所が外国投資家による投資が規制されているのに対して、香港は前述の通り中国への返還以前から規制の少ない自由な市場であり、外国投資家の資金を呼び込みやすかったためである。中国企業も香港市場を通じた資金調達を積極的に行い、投資家は香港市場で中国企業への株式投資を行った。

この結果、現在では香港市場において時価総額で上位の企業は、中国本土の企業が多くなっている。たとえば、時価総額で香港市場最大の上場企業は中国本土の通信キャリア中国移動 (China Mobile) であり、第2位と第6位はいずれも中国の国有銀行である中国建設銀行 (China Construction Bank Corporation) と中国工商銀行 (Industrial and Commercial Bank of China) である。また、第4位のテンセント (Tencent Holdings) は、QQ (インスタントメッセージ) や微信 (インスタントメッセージ・SNS) といったサービスを提供する中国の代表的なインターネット関連企業であり、8位のCNOOC (中国海洋石油) も中国の国有石油・天然ガス開発企業として知られている。伝統的な香港企業として時価総額が最も大きいのは第10位のハチソンワンポアである。

アジアの主要証券取引所の時価総額（2014年末）



〔出所〕 各証券取引所のデータより作成

HKExの時価総額上位20社（2014年末）

| 企業名 | 本社所在地/ 種類など | 時価総額 (10億HKドル) | シェア (%) |
|--|----------------|-------------------|------------|
| China Mobile Ltd. | レッドチップ | 1,846 | 7.40 |
| China Construction Bank Corporation | H株 | 1,531 | 6.20 |
| HSBC Holdings plc | 英国 | 1,422 | 5.70 |
| Tencent Holdings Ltd. | 広東省 | 1,054 | 4.20 |
| AIA Group Ltd. | 旧AIG | 520 | 2.10 |
| Industrial and Commercial Bank of China Ltd. | H株 | 491 | 2.00 |
| Glencore plc | スイス | 482 | - |
| CNOOC Ltd. | レッドチップ | 466 | 1.90 |
| Prudential plc | 英国 | 466 | - |
| Hutchison Whampoa Ltd. | 香港 | 381 | 1.50 |
| Bank of China Ltd. | H株 | 365 | 1.50 |
| Sun Hung Kai Properties Ltd. | 香港 | 334 | 1.30 |
| CITIC Ltd. | レッドチップ | 329 | 1.30 |
| Sands China Ltd. | 米国 | 308 | 1.20 |
| Cheung Kong (Holdings) Ltd. | 香港 | 302 | 1.20 |
| Ping An Insurance (Group) Co. of China Ltd. | H株 | 295 | 1.20 |
| Standard Chartered PLC | 英国 | 287 | 1.20 |
| Manulife Financial Corporation | 米国 | 279 | - |
| BOC Hong Kong (Holdings) Ltd. | レッドチップ | 274 | 1.10 |
| Bank of Communications Co., Ltd. | H株 | 253 | 1.00 |

〔出所〕 HKEx

4. 中国銘柄と海外企業 香港市場に上場する中国関連銘柄には、H株（H shares）とレッドチップ（red chips）がある。いずれも中国本土で事業を展開する企業だが、大雑把にいうと登記場所の違いによって呼び名が異なる。中国本土で登記された企業でHKExに上場するものがH株であり、1993年の青島ビールの香港上場がH株の第1号である。これに対して、中国政府が実質的に経営権を握っている国有企業で、中国本土以外（香港やケイマン諸島など）で登記され、香港で上場した企業をレッドチップと呼ぶ。

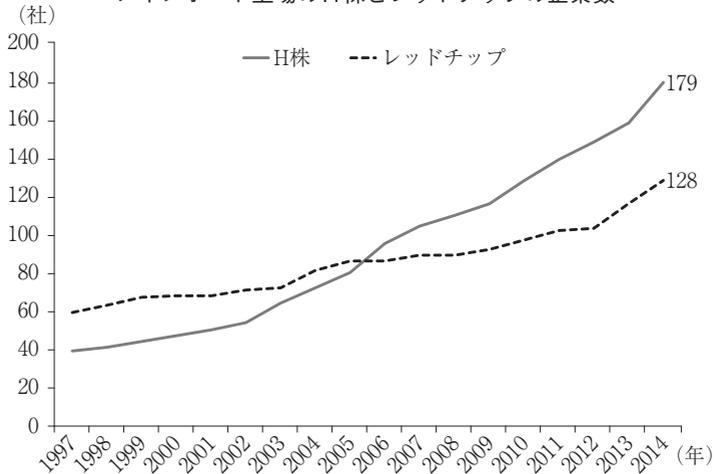
2014年末時点でH株は179社、レッドチップは128社である。HKExのメインボードにおいて、H株とレッドチップの合計が上場企業数に占める割合は約2割だが、時価総額と売買代金は4割前後に達しており、過去には売買代金の約7割、時価総額で全体の5割以上を占めたこともある。H株とレッドチップ以外にも中国本土の民間企業で香港に上場しているケースも含めると、香港市場における中国銘柄の比重はさらに大きくなる。

また、中国以外の海外企業が香港に上場するケースも近年はしばしば見られるようになった。香港に上場する海外企業の多くは、中国での事業展開を成長のけん引役としていることが多い。10～11年は、化粧品のリクシタン（L'Occitane）やプラダ（Prada）、コーチ（Coach）といった日本でも馴染みのあるブランドが香港に上場した。いずれも中国の国内消費拡大に伴う収益拡大を期待された上でのHKEx上場であった。

10-11年頃は資源ブームであったことから、香港に海外の資源関連企業が上場するケースも相次いだ。カザフスタンで銅鉱山開発を行うカザフミス（Kazakhmys）、モンゴルで石炭開発を行うサウスゴビ（SouthGobi Resources）、モンゴルの石炭を中国向けに輸出するMMC（Mongolian Mining Corporation）などが上場している。

日本企業が香港に上場しているケースもある。11年4月のSBIホールディングスが第1号であり、その後ダイナム、ファーストリテイリング、ニラクと続いた。ただし、SBIホールディングスについては2014年6月に香港での上場を廃止している。

メインボード上場のH株とレッドチップの企業数



〔出所〕 HKEx

HKEx上場の主な海外企業

| 登記場所 | 証券コード | 企業名 | 事業地域・内容 | 上場日 |
|---------|-------|---|------------|----------|
| 英国 | 5 | HSBC | 金融 | n.a. |
| 英国 | 2888 | Standard Chartered | 金融 | 2002年10月 |
| 英国 | 2378 | Prudential | 金融 | 2010年5月 |
| 英国 | 847 | Kazakhmys | カザフスタン・銅 | 2011年6月 |
| カナダ | 1878 | SouthGobi Resources | モンゴル・石炭 | 2010年1月 |
| カナダ | 2099 | China Gold International Resources Corp | 中国・金 | 2010年12月 |
| カナダ | 2012 | Sunshine Oilsands | カナダ・オイルサンド | 2012年3月 |
| ケイマン諸島 | 975 | Mongolian Mining Corporation | モンゴル・石炭 | 2010年10月 |
| 日本 | 6889 | ダイナム | パチンコホール | 2012年8月 |
| 日本 | 6288 | ファーストリテイリング | 小売 | 2014年3月 |
| 日本 | 1245 | ニラク | パチンコホール | 2015年4月 |
| ルクセンブルク | 973 | L'Occitane | 化粧品 | 2010年5月 |
| ルクセンブルク | 1910 | Samsonite International | 旅行用品 | 2011年6月 |
| イタリア | 1913 | PRADA | ファッション | 2011年6月 |
| ブラジル | 6210 | Vale | ブラジル・鉄鉱石 | 2010年12月 |
| 米国 | 6388 | Coach | 皮革製品 | 2011年12月 |

〔出所〕 HKEx

5. 株式売買と投資家 メインボードの売買代金は2014年実績で約16.9兆HKドル、このうち株式の売買代金は12.4兆HKドルであった。2014年の売買回転率は51%であり、アジアの中ではさほど高い方ではない。上海や東京、台湾、韓国などは近年、売買回転率が100%を超えることも珍しくない。

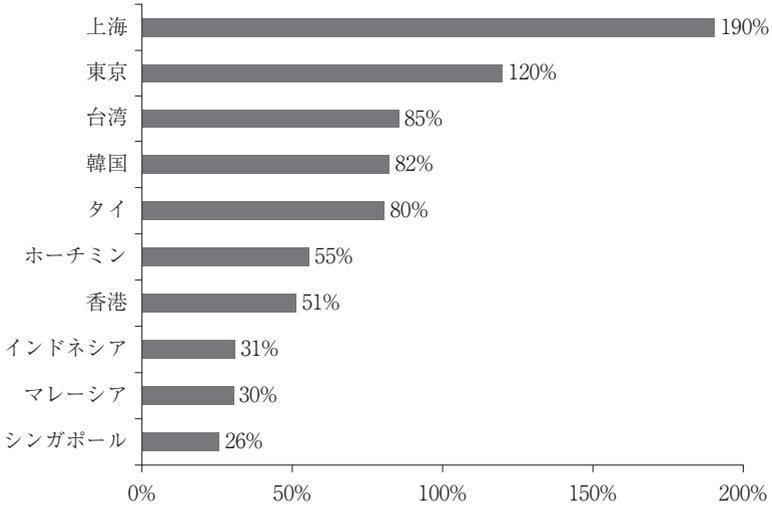
香港株式市場で最も影響力の大きい投資主体は外国機関投資家である。HKExの年次投資家主体別動向調査によれば、売買代金に占める外国機関投資家のシェアは概ね30~40%程度で推移している。これに次ぐのが香港の機関投資家で2014年度（14年9月期）は24%を占めた。また、証券会社の自己売買部門は年々シェアが拡大しており、14年度は16%となっている。これに対して香港の個人投資家の売買代金シェアは低下が続いており、2000年度には49%に達していたものが14年度は20%にとどまった。

個人投資家の売買構成比が低下しているのは、香港の人口が約700万人にすぎず、一方で香港はアジアの金融センターの一つとなっており、香港に拠点を持つ海外の機関投資家が多数存在すること、中国の高成長が続いていたため海外から株式投資の資金が流入していたことを考えれば、当然ともいえよう。香港の個人が株式投資に関心がないわけではなく、むしろ株式投資への意欲は強いとされる。実際、香港の株式市場を舞台にしたテレビドラマは過去に何度か放映されており、香港の個人にとって株式市場は馴染みが薄いわけではない。また、金融教育の一環として初等教育の段階から株式投資を取り上げるケースもあり、香港政府は個人が株式投資に関心を向くような取り組みを積極的に行っている。実際、HKExの調査によれば、14年末時点で210万人が株式を保有しており、これは香港の成人人口の34.5%に相当する。なお、香港でも個人投資家によるオンライントレードは一般的になっており、14年度は個人投資家の売買の38%がオンライン経由であった。

外国投資家（機関投資家と個人の合算）の地域別内訳を見ると、14年度は英国が28%で最大、米国は26%、中国本土13%、欧州（除く英国）とシンガポールがともに10%で続く。日本の投資家は例年1~2%と少ない。

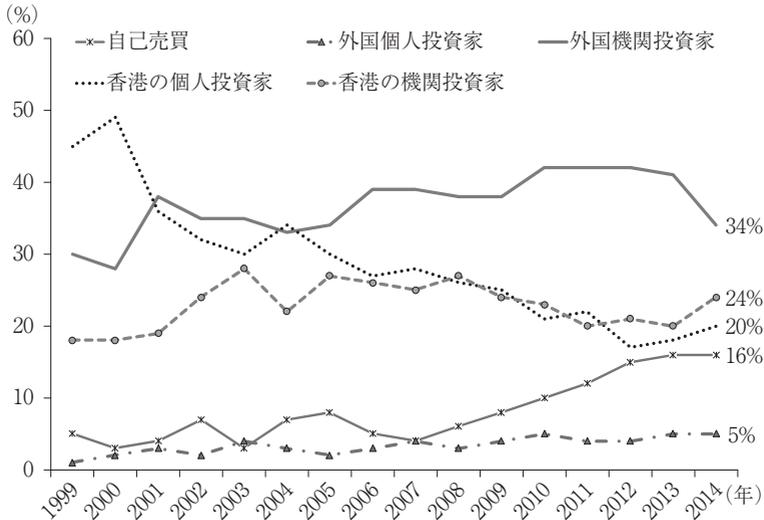
また、香港における投資信託の設定本数は14年末で2,045本、純資産総額は1.3兆米ドルであった。

主要なアジアの証券取引所の売買回転率



[出所] 各取引所のデータを元に作成

HKExにおける投資家主体別の株式売買構成比



(注) 各年とも10月から翌年9月の期間のデータ

[出所] HKEx

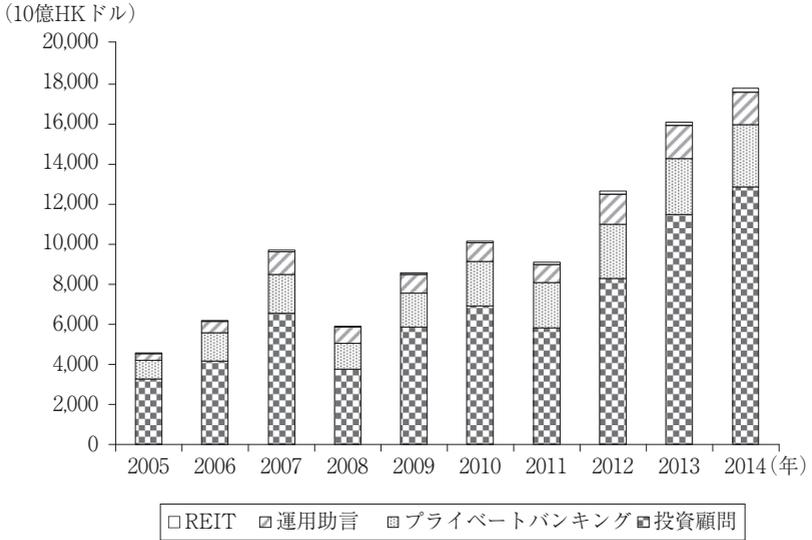
6. HKExと上海の双方向投資と資産運用業 2014年11月17日からHKExと上海証券取引所の間で双方向の株式投資が可能になった（Shanghai-Hong Kong Stock Connect）。中国証券監督管理委員会（China Securities Regulatory Commission：CSRC）と証券先物委員会が導入した制度であり、中国の投資家はHKExのハンセン総合大型株価指数とハンセン総合中型株価指数の構成銘柄、A株・H株を重複上場している銘柄のH株を売買することができる。一方、香港の投資家は上海の上証180指数と上証380指数の構成銘柄と、A株・H株を重複上場している銘柄のA株を売買できる。

HKExと上海の双方向株式投資では、1日当たりの売買と投資残高に上限が設けられている。中国の投資家が上海からHKExに投資する場合は、1日当たり105億元、投資残高2,500億元が上限であり、香港から上海市場へは1日当たり130億元、保有残高は3,000億元が上限である。双方向株式投資によって中国本土からHKExへの資金流入が期待されたが、上海からの投資はHKExの売買代金の1～4%程度にとどまっている。また、投資残高の上限2,500億元に対して、まだ1,586億元の投資枠が残っており（15年11月13日時点）、今のところ当初の期待ほどの規模にはなっていない。

近年、香港は資産運用の場としても急速に成長を遂げている。証券先物委員会が毎年実施している調査によれば、香港に拠点を置く資産運用機関の運用総額は2014年末時点で17.7兆HKドルに達し、05年と比較すると約4倍の規模になった。運用資金のうち香港のものは全体の約3割であり、海外からの資金が全体の71%を占めている。また、運用資金のうち香港の運用機関が実際に運用しているのは54%で、46%は海外に委託されている。香港から運用している資金（海外に委託していない資金）の内訳を見ると、全体の51%が香港・中国本土に振り向けられており、その他アジア（除く日本）が15%、北米14%、欧州7%と続いている。日本での運用は全体の6%である。

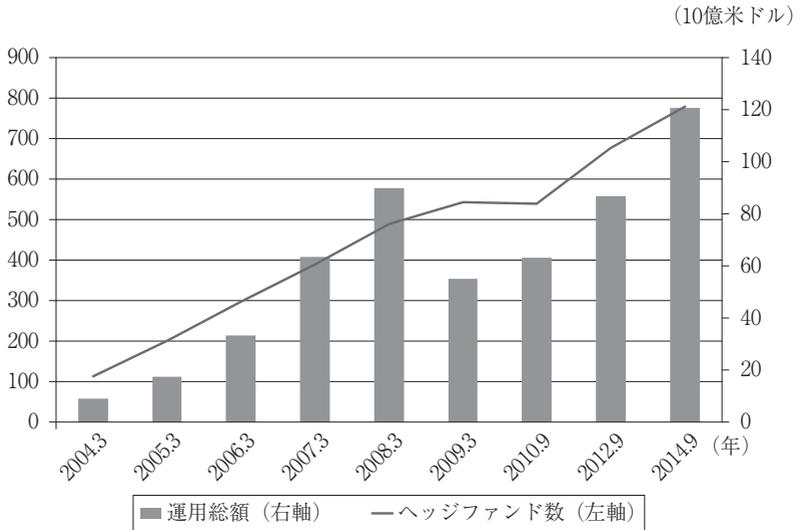
香港はヘッジファンドの誘致にも積極的である。05年以降、設立要件の緩和や登録プロセスの簡素化を行い、海外のヘッジファンドが香港に拠点を設立するケースが増えている。14年9月末時点で香港のヘッジファンドは778本で、運用総額は1,200億米ドルと2004年3月末と比較すると10倍以上の規模になった。

香港の資産運用業規模



〔出所〕 証券先物委員会

香港のヘッジファンド



〔出所〕 証券先物委員会

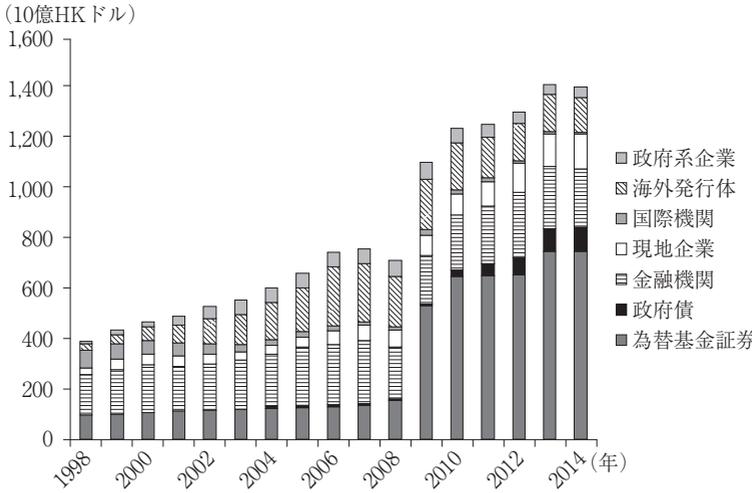
7. 債券市場概要 株式市場が早い時期から発展を遂げたのに比べると、香港の債券市場の発展は遅れ気味であった。これは、香港が英国領であった時代に財政均衡が優先されたことで公債があまり発行されなかったためである。香港返還後は債券の決済・保管機関のインフラ整備が進み、また香港市場の国際化によって起債しやすい環境が整い、外貨建て債券が多く発行されるようになってきている。2007年以降は中国政府から香港における人民元建て債券の発行が認可され、香港債券市場の拡大に寄与している。HKドル建ての債券についても、市場育成を図って計画的に政府債が発行されるようになってきている。

香港で発行されたHKドル建て債券の発行残高は、15年末時点で約1.4兆HKドルである。これは日本・中国・韓国だけでなく、マレーシア、シンガポール、タイといったアジアの他国に比べても少ない水準である。HKドル建て債券でもっとも多いのは香港金融管理局が発行する為替基金証券（Exchange Fund Bills and Notes）で、全体の半分以上を占めている。公開市場操作で利用される債券であり、香港の金利のベンチマークともなっている。15年から2年以下の物のみとされ、償還までの期限が3年以上の債券は政府債（government bonds）である。政府債は最長15年物まで発行されているものの、15年9月末時点の発行残高は約1億HKドル程度にとどまっている。

07年以降、中国当局は香港における人民元建て債券の発行を承認した。この香港で起債する人民元建て債券は点心債（Dim Sum bonds）と呼ばれている。10年以降は非居住者による発行が可能となり、点心債市場の規模は急拡大した。非居住者による点心債発行の第一号は米マクドナルドである。中国大陸では当時、外国企業が中国事業拡大のための人民元を十分に調達できないケースが少なからずあったと見られており、これが点心債の人気化を呼ぶ背景の一つとなっている。マクドナルドによる点心債の発行以降も点心債の起債は相次いだ。11年には上海宝鋼集団が中国本土の非金融機関としては初めて香港で点心債を発行し、その後日本企業もオリックスや三菱UFJリースが発行している。

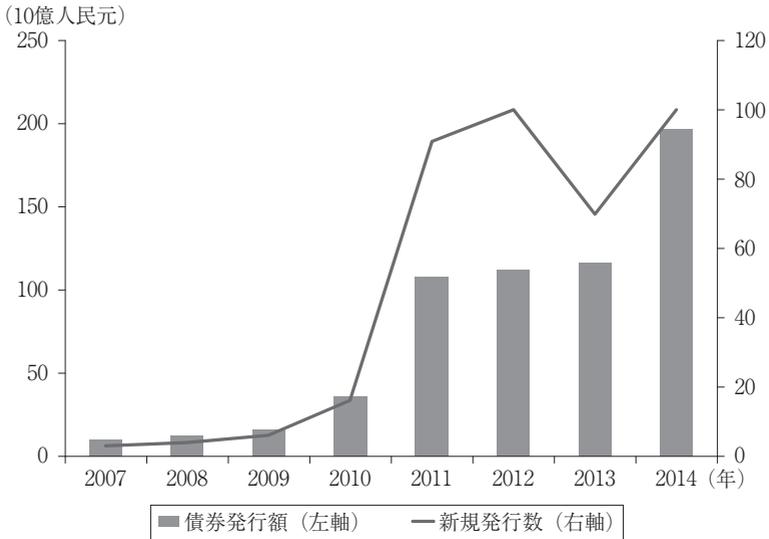
点心債は、香港における人民元の運用手段として人気を集めている。14年は100件以上の点心債の起債があり、14年末の発行残高は3,800億人民元である。

香港ドル建て政府債発行残高



[出所] 香港金融管理局

人民元建て債券（点心債）の発行数と発行金額



[出所] 香港金融管理局

第4編 韓国の証券市場

第1章 金融制度

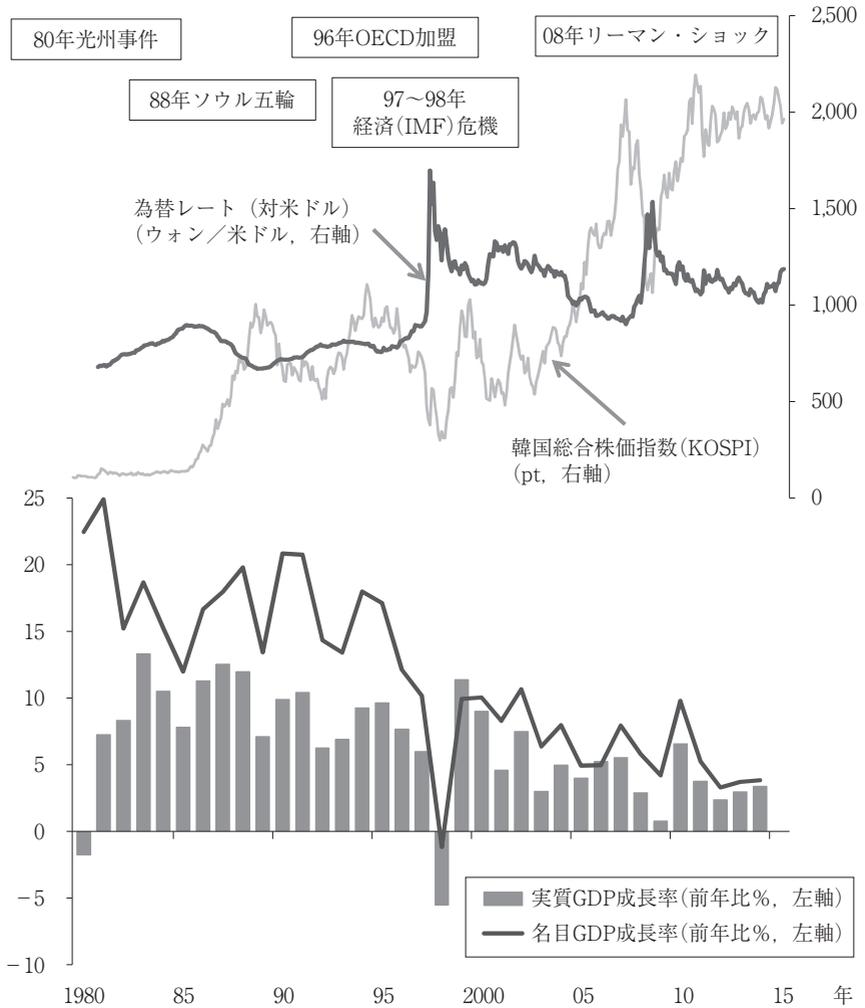
1. 韓国経済の歴史と金融危機 1961年、軍事クーデターにより政権についた朴正熙大統領は、朝鮮戦争で国土が荒廃し、どん底にあった経済を再生するべく、輸出拡大と重化学工業化を柱とする経済開発5ヵ年計画を策定。「開発独裁」といわれる強引なスタンスながらも70年代にかけて高経済成長を達成した。79-80年代にかけては第2次オイルショック、朴大統領暗殺、光州事件、北朝鮮の軍事侵入事件などが相次いで発生し、80年の経済成長率は前年比マイナスとなった。しかし81年に全斗煥大統領が就任すると、88年のソウル五輪に向けた建設需要拡大や「3低（原油安・ウォン安・金利安）」などが追い風となり、86-88年にかけて「漢江の奇跡」とよばれる高成長を遂げた。

90年代に入り、政府はOECDへの加盟を目指すべく、国内金融自由化や証券市場の国際化を加速させた一方、財閥企業は経営多角化を進め、国内外で投資を積極化させた。そして95年に1人あたり名目GDPが1万ドルを突破し、96年には悲願のOECD加盟を果たしたが、その後、まもなくして韓国は経済危機に陥った。97年初から中小財閥倒産が相次ぎ、東南アジア各国が通貨暴落に晒されるなか、同年秋には韓国でも急激な資金流出が発生。97年11月、当時の金泳三大統領はIMF（国際通貨基金）に金融支援を正式要請し、同年12月に韓国はIMF管理下に置かれた。

97年末に野党から当選した金大中大統領は、就任するや矢継ぎ早に4大経済改革（金融・財閥・公共部門・労働）を実行。経済は緊急財政により98年こそ大きなマイナス成長となった。しかし、99年以降は、目を見張るスピードで経済改革が進んだことに加え、世界的なITブームという追い風のなか輸出拡大と消費拡大に支えられ、韓国経済は再び息を吹き返した。

2000年代は、02年サッカーWカップ後の消費の反動などにより、経済が一時的に低迷したものの、03年の下期以降は、中国などの新興国経済の拡大を背景に、半導体や携帯電話等の主力産業を中心に輸出主導の景気回復を遂げた。2010年代はギリシャ危機や、世界的な景気減速など、外部環境の悪化に加え、ウォン高傾向などを背景に輸出の伸びが鈍化。加えて、14年の旅客船沈没事故の影響で民間消費も鈍化するなか、韓国経済はやや低成長が続いている。

経済成長率・株価・為替レートの推移



[出所] 各種資料

2. 金融制度 経済危機前までの韓国経済は、高成長時代の日本と同様、潤沢な国民の貯蓄資金を重点産業に優先的に配分することで高成長を達成してきた。この家計から企業への資金循環を円滑にするため、政府は金融システムをその配下に置き、銀行を中心としたいわゆる「官治金融」体制を敷いていたのである。財閥の銀行株式保有を厳しく制限してきたため、現在でも財閥銀行は少なく、財閥企業は証券、保険、カード会社など非銀行金融機関を保有している。企業の資金調達に占める直接金融と間接金融を比較すると、1980年代前半までは銀行借入を中心とした間接金融の割合が大きかった。しかし、80年代後半から2000年代初頭にかけては、政府の証券市場育成策や企業側の資金調達多様化ニーズを背景に直接金融が急成長を遂げた。

金融機関は、中央銀行である韓国銀行のほか、預金を受け入れて運営する預金銀行と、預金に依存しない非銀行金融機関（「第2金融圏」）に分類される。韓国銀行は経済危機発生後の1998年に独立性がようやく確保された。それまで担当していた銀行監督機能は金融監督院に移管され、現在では主に通貨発行と金融政策決定を担当している。韓国銀行は98年からインフレ・ターゲット制を採用しており、毎月開催される金融通貨政策会議で基準金利を決定する。ちなみに、金融行政担当機関は金融委員会である。

銀行は預金銀行と特殊銀行からなる。預金銀行は市中銀行と地方銀行に分かれるが、経済危機後の金融再編で銀行数が激減。特殊銀行は政府系金融機関が中心。韓国産業銀行は、政府資金・債券発行・外資などを財源とし、政府の政策に沿って巨額の開発投融資を行う。企業銀行は日本の中小企業金融公庫に相当する中小企業向け融資機関である。伝統的に韓国では非制度的な私債市場に流れがちな貯蓄を制度金融に吸収すべく対策を講じた。そうした資金の受け皿として70年代に整備・設立されたのが相互信用金庫（現在は相互貯蓄銀行）、信用協同組合、セマウル金庫などの貯蓄機関である。76年に預金・保険を除く幅広い金融業務を行うマーチャント・バンクとして法制化された総合金融会社は、90年代半ばにかけて財閥企業向け貸出を急増させたが、調達を対外短期借入に頼っていたことが経済危機の直接的な要因となった。

韓国の金融機関

| | | | | | | |
|-------------|--------|--------|-------|--------------|----------|-----|
| 中央銀行 | 韓国銀行 | | 1 | 金融投資 業務関連 | 証券会社 | 62 |
| 銀行 | 商業銀行 | 市中銀行 | 7 | | 先物会社 | 7 |
| | | 地方銀行 | 6 | | 資産運用会社 | 85 |
| | | 外国銀行支店 | 39 | | 投資顧問会社 | 157 |
| | 特殊銀行 | 5 | | 保険 | 生命保険 | 24 |
| 非銀行 金融機関 | 相互貯蓄銀行 | | 91 | | 損害保険 | 31 |
| | 信用共同機構 | 信用共同組合 | 982 | | 郵便保険 | 1 |
| | | セマウル金庫 | 1,525 | その他 金融 | 金融持株会社 | 13 |
| | | 相互金融 | 1,374 | | 信用専門金融会社 | 67 |
| 郵便預金 | | 1 | | | | |
| 総合金融会社 | | 1 | | | | |

(注) 2013年6月末時点

〔出所〕 韓国銀行

企業部門の資金調達状況

(単位：兆ウォン)

| 年 | 1996-2000 | 01-05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 資金調達額 | 383.0 | 400.0 | 190.0 | 199.2 | 230.4 | 152.3 | 117.1 | 151.5 | 115.0 | 117.0 | 101.0 |
| 間接金融 (間接金融比率) | 74.5 (19.5%) | 110.9 (27.7%) | 68.1 (35.8%) | 101.8 (51.1%) | 115.0 (49.9%) | 19.4 (12.7%) | 23.4 (20.0%) | 48.1 (31.7%) | 33.0 (28.7%) | 40.0 (34.2%) | 68.0 (67.3%) |
| 預金銀行 | 70.7 | 120.8 | 68.1 | 101.8 | 107.0 | 11.2 | 4.9 | 33.8 | 9.0 | 25.0 | 39.0 |
| 非銀行金融機関 | 3.8 | -10.5 | -0.0 | 0.0 | 8.1 | 8.2 | 18.5 | 14.3 | 24.0 | 15.0 | 29.0 |
| 直接金融 (直接金融比率) | 191.7 (50.1%) | 171.7 (42.9%) | 84.1 (44.3%) | 55.3 (27.8%) | 66.9 (29.0%) | 95.4 (62.6%) | 61.5 (52.5%) | 64.0 (42.2%) | 55.0 (47.8%) | 41.0 (35.0%) | 11.0 (10.9%) |
| 国外調達 | 38.8 | 58.5 | 18.4 | 19.1 | 8.4 | 6.1 | 4.3 | 15.2 | 20.0 | 22.0 | 9.0 |
| その他 | 78.0 | 56.5 | 19.4 | 23.0 | 40.0 | 31.4 | 27.9 | 24.2 | 7.0 | 14.0 | 14.0 |

〔出所〕 韓国銀行 『資金循環統計』

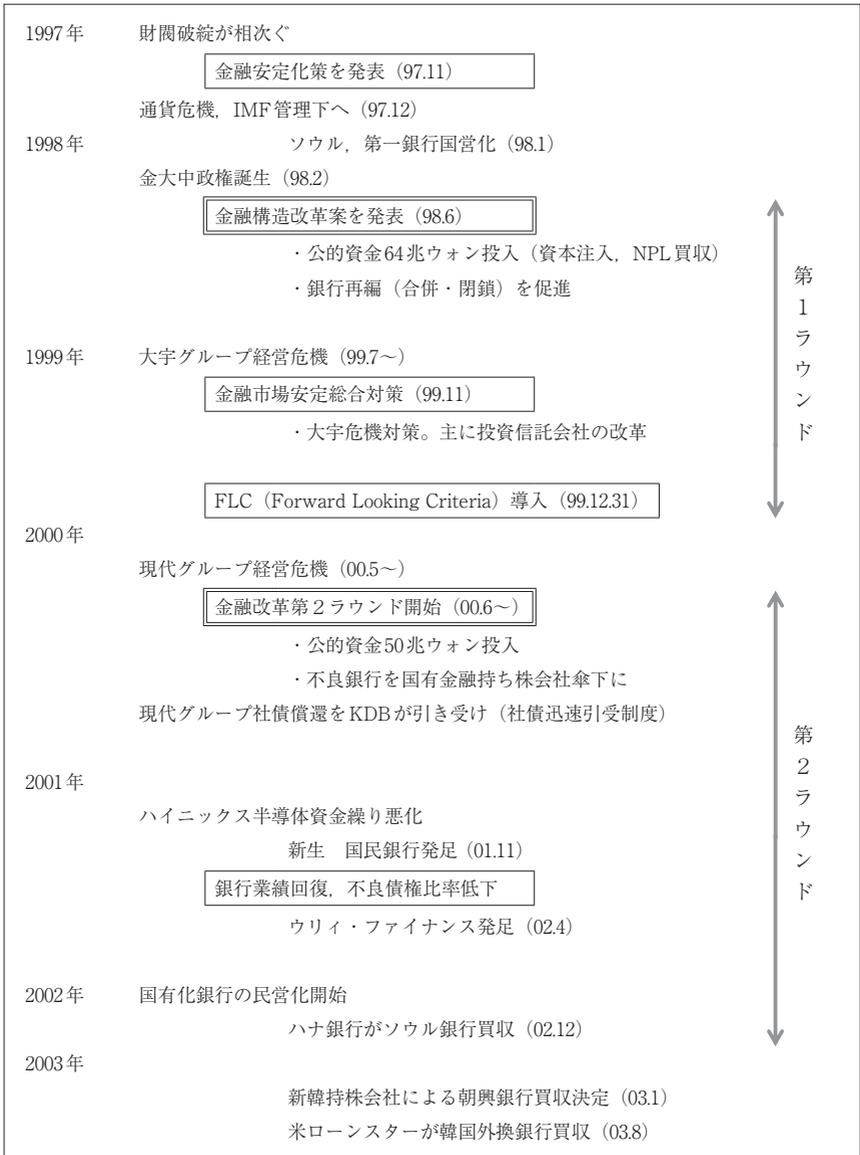
3. 金大中政権による金融改革 経済危機後の構造改革のなかでも国際的に最も高い評価を受けているのが金融改革である。通貨危機発生後の1998年3月時点で16.9%に達していた銀行全体ベースの不良債権比率（3ヵ月延滞基準）は、2002年末には2.3%まで低下した。銀行再編も大きく進展しており、1997年末時点16行あった市中銀行は国民銀行、ウリィ金融銀行グループ、新韓金融グループなど実質7グループに集約されている。

韓国の金融改革が成功を取めた最大の理由はそのスピードである。IMFのバックアップを受けた金大中政権は、政府主導型で一気に金融改革を推し進めた。驚くべきことに、98年2月に金大中政権が発足してから1年を経たずして、98年末までの間に、銀行再編・資本注入・不良債権買取り・金融監督機能の強化といった金融改革全般にわたる政策の道筋がつけられ、かなりの部分が実行されたのである。具体的には、BIS比率に基づいて銀行を健全行と不良銀行に分類、不良銀行に対しては5行が健全銀行への強制移管となり7行が経営改善プログラム入り（経営陣辞任、公的資金注入など）とされた。

公的資金を積極的に活用したことも韓国金融改革の特徴のひとつである。97年以降2002年末までに159兆ウォン（名目GDP比で約3割）が、資産管理公社（KAMCO：不良債権買取機関）や預金保険公社（KDIC：金融機関への公的資金注入機関）などを通じて投入された。このうち54%にあたる86.1兆ウォンが銀行向け、残りが証券・投信・保険など非銀行金融機関向けである。また、政府は厳しいリストラを銀行に要求すると同時に、規制緩和による銀行収益基盤の強化に努めた。それまで国民銀行、住宅銀行にしか原則認められていなかった不動産担保ローン等の個人向け貸出をほかの銀行にも認可したほか、クレジットカード利用振興策により金融機関のカード事業収入は大きく増えた。ペイオフは01年1月に解禁（5,000万ウォン以上の預金対象）されている。

第2金融圏では、まず経済危機の元凶であった総合金融公社について大部分を閉鎖すると同時に、その預金者を保護した。1999年に破たんした大宇グループの社債を大量に保有していた投資信託会社は、政府から元本保証をするように指導されていたため、多額の損失を被った。政府は、99年に投信会社大手3社を国有化したほか、99年8月には生保第3位（当時）の大韓生命を国有化している（大韓生命は2002年末にハンファグループに売却された）。

金大中政権下での銀行改革の流れ



[出所] 各種資料

4. 証券市場の歴史 株式市場の本格的発展は1960年代後半からである。

政府は69年に市場育成策を制定，新規上場の促進や株主育成を急いだ。また，投機色を薄めるために清算取引を廃止，代わって普通取引（約定成立から3営業日に受渡し決済）を導入。折からの金融緩和と不動産投機規制により株式市場に大量の資金が流入した。さらに，73年制定の企業公開促進法の中で政府は上場適確財閥企業に上場を強制，この年，新たに47社が上場された。一方，市場の急激な拡大に伴い証券行政の再調整も進んだ。77年には証券管理委員会（SEC）と証券監督委員，それと証券取引の自動化促進の目的で韓国証券電算が設立され，現在の証券行政の基礎が築かれた。

79年から80年代前半にかけての株式市場は，経済環境悪化や政情不安により長期低迷を余儀なくされた。相場が立ち直るのは80年代後半である。「3低」景気に恵まれた株式市場は，民営化も含めた新規上場ブームの中，85年下期から騰勢を強めた。80年代は証券市場の国際化も進んだ。81年1月に発表された証券市場の段階的自由化計画に基づき同年11月には韓国投資信託と大韓投資信託が外国人専用受益証券を発行，間接的ながら外国人投資家による韓国市場へのアクセスが可能となった。84年8月にはクローズド・エンド型の投資信託であるコリア・ファンドがニューヨーク市場に上場され，また85年11月には海外転換社債と海外預託証券の発行ガイドラインが発表された。

政府は88年12月，80年代後半の株式市場発展や経済環境の変化を背景に，「資本市場の段階的拡大推進計画」を発表。92年1月からは制限付きながらも非居住者による韓国株式への直接的な投資も認められ，韓国証券市場の対外自由化が本格的にスタートした。IMF管理体制におかれたことを契機に，98年からは証券市場に関する規制緩和と改革も急速に進んだ。まず，金融業務全般の監督機関として金融監督委員会（FSC）が98年4月に発足，次いで98年5月には外国人の株式投資制限が完全撤廃された（一部公益銘柄を除く）。また，企業の情報開示拡充（連結財務諸表開示義務，四半期報告書の導入），少数株主権利の強化，社外取締役の導入が進められ，オンライン取引（97年1月認可），個別株オプション（2002年1月），上場株式連動投信（ETF）（02年10月上場）なども順次，開始された。また，年金基金整備と年金基金による株式投資推進策，産業運用業育成策などへの取り組みも強化されている。

韓国の証券市場関連指標

| 年 | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------|------------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| I. 株式市場 | | | | | | | | | | | | | |
| (1) 上場会社数(社) | 669 | 721 | 704 | 702 | 731 | 745 | 763 | 770 | 777 | 791 | 784 | 777 | 773 |
| (2) 時価総額(兆ウォン) | 79 | 141 | 188 | 655 | 705 | 952 | 577 | 888 | 1,142 | 1,042 | 1,154 | 1,186 | 1,192 |
| (3) 売買代金(兆ウォン) | 54 | 143 | 627 | 786 | 849 | 1,363 | 1,287 | 1,466 | 1,411 | 1,702 | 1,196 | 9,864 | 9,760 |
| (4) 外国人保有比率 (時価総額ベース) | - | 11.9% | 27.0% | 37.2% | 35.2% | 30.9% | 27.3% | 30.4% | 31.2% | 30.6% | 32.4% | 32.9% | - |
| II. 債券市場 | | | | | | | | | | | | | |
| (1) 上場銘柄数(銘柄 うち社債) | 6,891 (4,243) | 12,721 (8,050) | 7,466 (2,436) | 8,344 (4,616) | 8,141 (4,439) | 8,515 (4,556) | 9,283 (4,768) | 9,518 (5,031) | 9,514 (4,931) | 9,783 (5,278) | 10,216 (5,606) | 11,255 (6,235) | 11,850 (6,678) |
| (2) 上場残高(兆ウォン) | 51 | 126 | 425 | 720 | 778 | 828 | 864 | 1,014 | 1,115 | 1,201 | 1,291 | 1,396 | 1,456 |
| (3) 取引金額(兆ウォン) (OTC+取引所) | - | 223 | 1,898 | 3,447 | 2,978 | 2,722 | 3,191 | 4,652 | 6,151 | 6,597 | 7,239 | 7,401 | - |

- (注) 1. 株式市場の上場会社数, 時価総額, 売買代金は有価証券市場のみで, コスダック市場は含まれない
 2. 年末
 3. 債券市場上場の社債銘柄数は, 資本市場統合法施行により一部区分変更あり。
 2002年末週及済み。それ以前は連動性がない

〔出所〕 韓国取引所, 韓国銀行

証券市場における資金調達動向

(単位: 10億ウォン)

| 年 | 株式 | | | 社債 | 合計 |
|----|-------|--------|--------|---------|---------|
| | 企業公開 | 公募増資等 | 計 | | |
| 80 | 0 | 171 | 171 | 964 | 1,135 |
| 85 | 35 | 260 | 295 | 3,177 | 3,472 |
| 90 | 336 | 2,582 | 2,918 | 11,084 | 14,001 |
| 95 | 580 | 5,687 | 6,267 | 23,581 | 29,848 |
| 00 | - | 14,369 | 14,369 | 58,663 | 73,032 |
| 05 | 449 | 6,314 | 6,763 | 48,103 | 54,866 |
| 06 | 1,117 | 5,383 | 6,500 | 41,678 | 48,178 |
| 07 | 1,525 | 15,733 | 17,258 | 45,160 | 62,418 |
| 08 | 320 | 4,760 | 5,080 | 74,116 | 79,196 |
| 09 | 473 | 9,972 | 10,445 | 114,940 | 126,557 |
| 10 | 4,304 | 7,259 | 11,563 | 112,919 | 123,258 |
| 11 | 2,438 | 11,542 | 13,980 | 130,492 | 143,394 |
| 12 | 466 | 2,157 | 2,623 | 9,882 | 131,056 |
| 13 | 1,096 | 4,106 | 5,202 | 116,295 | 121,497 |
| 14 | 1,753 | 4,013 | 5,766 | 116,172 | 121,938 |

〔出所〕 金融監督院『金融統計月報』

第2章 証券発行・流通市場

1. 株式発行市場 資金調達を行う新株発行は主に、韓国取引所への新規上場およびKOSDAQ登録時の公募と株主割当有償増資に分けられる。韓国の株式発行市場の歴史を振り返ると、これまでに3度（1970年代、80年代後半、経済危機後）のブームを経験してきた。

最初のブームでは、60年代から70年代にかけて資本市場育成を目指す政府が、税制や金融政策を通じて財閥企業に対して半ば強制的に株式上場を迫ったことでもたらされた。その結果、株式上場企業数は65年の17社から80年には352社まで急拡大した。2度目のブームは、証券会社、銀行、保険会社などを中心に総額11兆1,245億ウォンにのぼる増資が実施された89年頃であった。この頃は、経営権の分散回避を目的とした優先株発行も急増。また、浦項製鉄など公営企業の民営化策の一環として一般投資家に放出された「国民株」の気も上々であった。

そして経済危機による株価大暴落後は、政府の金融緩和策などにより98年後半から株価が急回復を見せると、大財閥グループ企業を中心にバランスシート改善のための有償増資が急増した。また、ITブームに乗ってKOSDAQ市場への企業公開も急増したことから、株式発行による資金調達は99年に過去最高の41兆ウォンに達したのである。

しかし、2000年以降の株式発行による資金調達は、低迷を余儀なくされている。この背景としては、ITバブル崩壊により設備投資需要が停滞したことや、経済危機後の構造改革により財務内容が大幅に改善した優良企業において資金的余裕が出てきて資金調達の必要性が薄れたこと、あるいは経済危機後に上場・登録企業の倒産が相次いだことで、政府が株式上場・登録基準や上場・登録廃止基準の厳格化を進めたこと、などが挙げられる。ITバブル崩壊後、03年頃までは年間100社を上回る企業がKOSDAQ市場に新規登録されていたが、2000年代後半にかけて減少傾向を辿った。08年のリーマン・ショックの後、09年から11年にかけて、企業公開件数は、一旦、回復に転じたものの、12年以降は再び低調に推移している。

韓国取引所（有価証券市場本部）上場基準

| | | |
|----------------------|--|---|
| 規模 の条件 | 株式数 自己資本 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 上場株式数100万株以上 ・ 300億ウォン以上 |
| 財務 の条件 | 右のいずれかの 選択適用 | <p>A. 売上高と利益</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 売上高 直近年度の売上高が1,000億ウォン以上、且つ最近3年平均が700億ウォン以上 ・ 利益 <ul style="list-style-type: none"> - ROE：直近年度5%以上かつ直近3年累計10%以上 - 利益：直近年度30億ウォンかつ直近3年累計60億ウォン - 自己資本1,000億ウォン以上の場合、直近年度のROE3%以上、あるいは利益額50億ウォン以上かつ営業キャッシュフローが黒字 <p>B. 売上高と公募額</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 直近年度の売上高が2,000億ウォン以上、且つ時価総額が4,000億ウォン以上 |
| 株式 分散 の条件 | 一般株主の所有 株数など 一般株主数 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 選択適用 <ul style="list-style-type: none"> - 一般株主の持分比率が25%以上もしくは一般株主が500万株以上を保有 - 25%以上もしくは500万株以上が公募 - 予備上場審査請求後10%以上公募した株数が、以下のようであること <ul style="list-style-type: none"> a) 自己資本基準 <ul style="list-style-type: none"> 自己資本500億ウォン～1,000億ウォン : 100万株以上 自己資本1,000億ウォン～2,500億ウォン : 200万株以上 自己資本2,500億ウォン以上 : 500万株以上 b) 時価総額基準 <ul style="list-style-type: none"> 時価総額1,000億ウォン～2,000億ウォン : 100万株以上 時価総額2,000億ウォン～5,000億ウォン : 200万株以上 時価総額5,000億ウォン以上 : 500万株以上 - 韓国内外の同時公募株数が10%以上で、韓国内公募株数100万株以上 ・ 一般株主が700名以上 |
| 健全 安全 性の 条件 | 経過年数 有償増資限度 無償増資限度 監査意見 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 設立から3年以上経過かつ継続営業中であること ・ 過去1年間の有償増資総額が2年前事業年度末の資本金の50%以下 ・ 過去1年間の再評価積立金や利益剰余金の繰り入れ金額が2年前事業過去1年間の再評価積立金や利益剰余金の繰り入れ金額が2年前事業年度末の資本金の50%以下 ・ 直近年度は「適正」かつ2年前事業年度は「適正」または「限定」 |
| その 他の 条件 | 経営の継続性 経営の透明性 企業公示および 株主の利益保護 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 営業の安定性：経営の独立性、主な営業の継続性、安定的な営業基盤 ・ 経営基盤および収益構造：主な営業の成長展望、最近の利益水準、財務的な安定性 ・ 経営陣の構成：大株主の特殊関係人の会社の役員で忠実であること、監査の独立性 ・ 企業支配構造：経営関連規定の整備、内部統制制度の確立、企業集団などからの独立性 ・ 会計処理などの透明性 ・ 大株主などとの取引関係 ・ 公示体制の確立 |

(注意) 大型企業：自己資本1,000億ウォン以上の企業

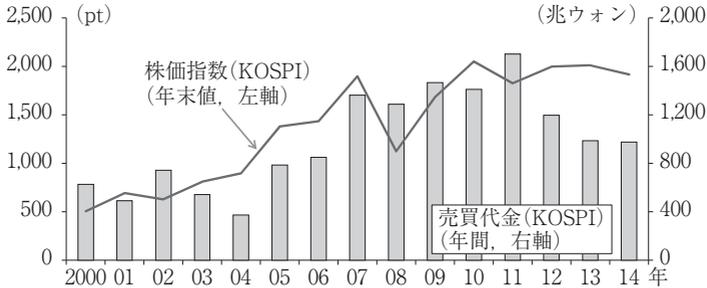
(出所) 韓国取引所

2. 株式流通市場 韓国における株式取引は主に、有価証券市場本部（旧KSE）と店頭市場であるKOSDAQ市場本部（KOSDAQ）で行われている。有価証券市場本部の株式売買代金（2014年ベース）は976兆ウォンである。韓国取引所（KRX）には、15年7月末現在、765社が上場、時価総額は1,269兆ウォンである。このほか、取引金額はわずかであるが、韓国金融投資協会が指定した銘柄を相対で取引する「第3市場」、非制度下で相対取引を行う「場外取引市場」がある。

韓国の株式流通市場の最大の特徴は個人投資家の比率が高いことである。日々の売買代金の約5割を個人投資家が占める（取引所市場ベース）。また、13年末現在、株数ベースでの上場株式保有比率（有価証券市場）は、個人投資家38%、機関投資家14%、外国人16%、一般法人26%となっており個人投資家の比率が最も高い。ただし、時価総額ベースで見た上場株式保有率（同）は、個人投資家20%、機関投資家17%、外国人35%、一般法人24%となっており、外国人投資家が個人投資家を上回っている。インターネットによるインフラ整備が進み、個人向けネット取引サービスが拡充したこともあり、オンライン・トレーディングが株式売買金額のうち半分超を占めている。

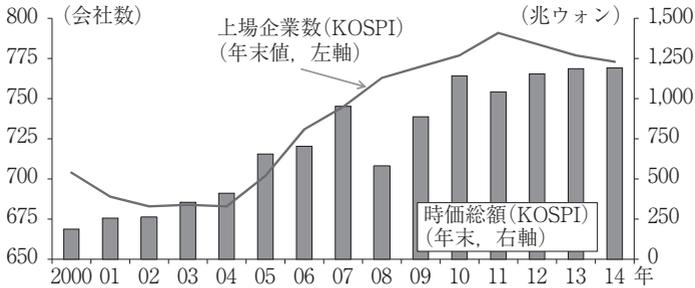
韓国で最も広く利用されている株価指数は韓国取引所の発表する総合株価指数（KOSPI）である。KOSPIは、全上場銘柄（優先株を除く）の比較時点の時価総額を基準点（1980年1月4日＝100）の時価総額で割って算出する。新規上場、有償・無償増資、上場廃止などで上場株式数が変化する場合は基準時価総額の修正によって連続性を保っている。株価動向の特徴としては、①激しい値動き、②影響力の高まる外国人の動向、③歴史的に大きなボックス圏を切り上げへ、の3点が挙げられよう。個人投資家主導の市場であるため株価のボラティリティが非常に大きく、むしろこの傾向は経済危機以降に強まっている。また、株式流通市場の完全開放に伴い、外国人投資家の動向が株価形成に大きな影響を及ぼすようになっている。外国人投資家は、時価総額の大きい優良銘柄に集中的に投資しており、その投資単位も大きいため、大型銘柄の比重の高いKOSPIは外国人投資家の投資動向の影響を受けやすい。近年では株価上昇局面を外国人投資家の買いが主導するケースも多い。

株式市場の推移① (株価指数・売買代金)



〔出所〕 韓国取引所

株式市場の推移② (上場企業数・時価総額)



〔出所〕 韓国取引所

セクター別データ (KOSPI, 2015年7月末時点)

| | 会社数 | 株式数 (百万株) | 時価総額 | | 配当利回り (%) |
|----------|-----|--------------|-------------|---------|--------------|
| | | | 金額 (10億ウォン) | 構成比 (%) | |
| 食品・飲料 | 36 | 642 | 40,517 | 3.19 | 0.66 |
| 繊維・アパレル | 26 | 696 | 30,439 | 2.40 | 0.15 |
| 紙・木材 | 23 | 842 | 3,566 | 0.28 | 1.09 |
| 化学 | 91 | 2,629 | 136,077 | 10.72 | 0.82 |
| 医薬 | 39 | 1,187 | 25,828 | 2.04 | 0.50 |
| 非鉄金属 | 21 | 625 | 9,166 | 0.72 | 0.75 |
| 鉄鋼・金属 | 43 | 1,383 | 45,207 | 3.56 | 2.33 |
| 機械 | 42 | 1,329 | 16,514 | 1.30 | 1.56 |
| エレクトロニクス | 54 | 3,085 | 262,525 | 20.69 | 1.53 |
| 医療精密 | 4 | 527 | 956 | 0.08 | 0.91 |
| 輸送機器 | 49 | 2,856 | 113,441 | 8.94 | 1.50 |
| 流通 | 59 | 2,415 | 74,415 | 5.86 | 0.74 |
| 電力・ガス | 11 | 849 | 40,322 | 3.18 | 1.04 |
| 建設 | 31 | 1,633 | 27,233 | 2.15 | 0.64 |
| 運輸・倉庫 | 21 | 1,565 | 22,622 | 1.78 | 0.42 |
| 通信 | 3 | 778 | 33,179 | 2.61 | 2.49 |
| 金融 | 57 | 9,217 | 162,713 | 12.82 | 2.04 |
| 銀行 | 4 | 1,306 | 14,811 | 1.17 | 3.91 |
| 証券 | 21 | 2,497 | 25,595 | 2.02 | 1.33 |
| 保険 | 13 | 2,109 | 58,246 | 4.59 | 1.85 |
| サービス | 137 | 4,216 | 202,864 | 15.99 | 0.83 |
| 合計 | 765 | 37,011 | 1,268,863 | 100.00 | 1.30 |

(注) 配当利回りは韓国取引所公表の実績ベース

〔出所〕 韓国取引所

3. 債券発行市場 韓国の債券市場は、発行残高ベースで日本、中国に次ぐアジア第3位の規模を誇る。債券の種類は、政府債・特殊債（通貨安定証券など）といった公共債と社債に大別できるが、韓国銀行が市中流動性の調整手段として発行する通貨安定証券と社債の比重が大きい。また、非居住者によるウォン建て債券発行も1995年に解禁され、ADB、IMFなど国際機関を中心にウォン債が発行されたが、債券発行市場全体に占める割合は非常に小さい。

90年代半ばまで公共債の発行はそれほど多くなく、発行残高は社債を下回っていた。民間企業が社債発行による資金調達を積極的に行っていたことや、97年頃までは政府の均衡財政政策により政府債の発行が僅かだったことが背景として挙げられる。しかし、経済危機以降、経済改革のための財政資金の確保や、政府の債券市場育成方針が示され、国家債務管理基金を通じて、国債の発行銘柄や発行スケジュールの調整、競争入札制度（プライマリーディーラー制度）などが整備された。そうした中、国債発行は98年以降、増加傾向を辿っている。

また、政府は国債金利のベンチマーク化と利回りカーブ形成を目指しており、多様な年限の国債を定期的に発行している。90年代までは、5年物国債が最長であったが、2000年10月から10年物国債発行が始まった。更に、2000年には国債の追加発行制度（fungible issue）を導入、入札方法も複数金利決定方式（conventional）から単一金利決定方式（Dutch）へ変更するなどの対策が採られた。2000年代前半こそ10年超の国債の発行はなかなか伸びなかったが、2010年代に入り、徐々に発行残高に占めるウェイトが高まっている。

特殊債の中では、韓国銀行がマネーサプライ調整のために発行する通貨安定証券が最も重要である。通貨安定証券は通常、割引債で発行され、満期は14日物から546日物まで10種類あるが、うち364日物の流動性が最も高い。

社債発行は公募の形で行われ、発行金額上限は発行会社の純資産の4倍までとなっている。最近では、無保証債が社債発行総額の99%を占めているが、1997年の経済危機まで金融機関の保証付き社債が大部分であった。固定利付き債で、満期は3年物が多い。格付け会社2社以上からの格付けが必要な無保証債発行が主流になるにつれて格付け機関の重要性が増している。国内格付け会社は韓国信用評価、韓国企業評価、韓国信用情報の3社。また、2000年にABS発行規制が緩和された後には、カード会社などを中心にABS発行が活発化した。

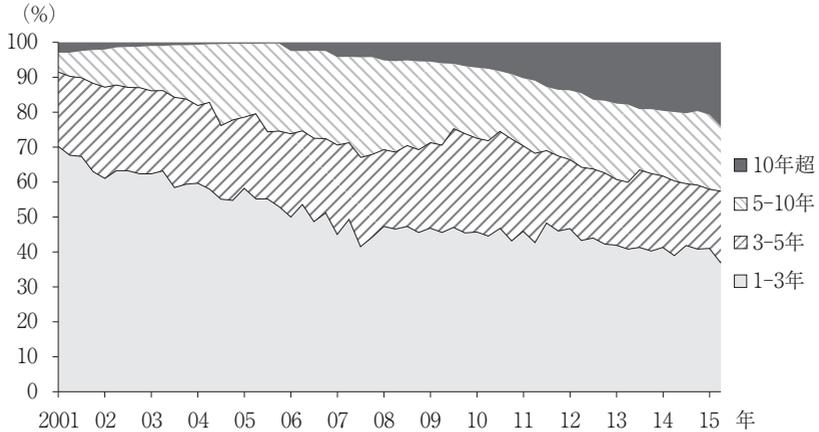
主な債券の発行額と発行残高

(単位：兆ウォン)

| 年 | 2003 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 発行額 | | | | | | | | | | | | |
| 国債 | 34.5 | 56.0 | 62.6 | 60.7 | 48.3 | 52.1 | 85.0 | 77.7 | 81.3 | 79.7 | 88.4 | 97.5 |
| 社債 | 61.8 | 50.4 | 48.1 | 41.7 | 45.3 | 52.8 | 84.2 | 83.6 | 101.7 | 101.8 | 90.3 | 92.0 |
| 通貨安定債 | 91.7 | 134.7 | 165.1 | 150.0 | 156.7 | 151.4 | 375.5 | 248.2 | 197.1 | 167.2 | 175.0 | 189.9 |
| 発行残高 | | | | | | | | | | | | |
| 国債 | 81.5 | 123.1 | 170.5 | 206.8 | 227.4 | 239.3 | 280.9 | 310.1 | 340.1 | 362.9 | 400.7 | 438.3 |
| 社債 | 187.4 | 153.3 | 142.5 | 134.4 | 135.7 | 149.8 | 188.7 | 201.7 | 217.3 | 216.9 | 212.1 | 199.3 |
| 通貨安定債 | 105.5 | 142.8 | 155.2 | 158.4 | 150.3 | 126.9 | 149.2 | 163.5 | 164.8 | 163.1 | 163.7 | 178.0 |

[出所] 韓国銀行

国債の年限別発行残高



[出所] アジア開発銀行

4. 債券流通市場 経済危機以降、韓国の債券流通市場は急成長してきた。上場債券の取引金額は、1997年の4兆ウォンから、14年には1,322兆ウォンにまで増加している。97年末から98年にかけては外国人による債券投資が完全自由化されたほか、レポ取引制度の改善やMark-to-market制適用など債券流通市場の改革を発行市場改革と同時に推進している。

債券流通市場は取引所市場と店頭取引に分かれる。従来から、証券会社と投資家の中で直接取引する店頭取引の比重が圧倒的に高い。店頭市場では上場・非上場債券が仲介業者間や仲介業者と投資家の中で相対取引され、決済期間はT+1あるいはT+30以内（交渉可能）である。取引時間、取引単位や呼び値単位に関する取り決めはない。韓国金融投資協会が債券店頭取引に関する情報公開を担当しており、韓国証券電算を通じて取引情報が発表されている。

韓国取引所の債券流通市場は、①一般債券市場、②ディーラー間国債市場、③レポ市場（02年2月開始）の3部分から成る。1999年4月にディーラー間国債取引市場が当時の証券先物取引所に整備され、99年7月には競争入札制度が導入された。これをきっかけに、取引所が国債取引の主流市場となると思われたが、実際には、依然として国債市場でも店頭取引が大宗を占めている。国債の取引所取引は、全ての債券ディーラーが参加できるため店頭市場と実質的な区分がない上、注文量など事前取引情報が公開され透明性が過度に高すぎるのが、敬遠された背景と見られる。債券流通市場は銀行など機関投資家によるブロック取引が大半を占めること、社債の場合は商品別に標準化しにくいことなども、自由度の高い店頭取引がより好まれる理由である。

経済危機後に急発展した韓国の債券市場であるが、99年の大宇グループ破綻時や2000年の現代グループ経営危機時には会社債の流動性が大きく低下したため、政府保証債（Primary CBO）発行や産業銀行による早期引き受けスキームが存在感を高めていった。また、03年3月にはSKグローバル粉飾会計発覚を受けて債券価格が急落し、経営不安がささやかれていたカード会社の債券にも波及して償還が困難になったため、政府は強制満期延長などの緊急措置を発動した。その後、04年以降の債券市場は安定を取り戻した。金融危機に破綻した企業の再生や、企業や金融機関の金融危機以降に残っていた負の遺産の処理の進展が、債券市場の安定に寄与したと見られる。

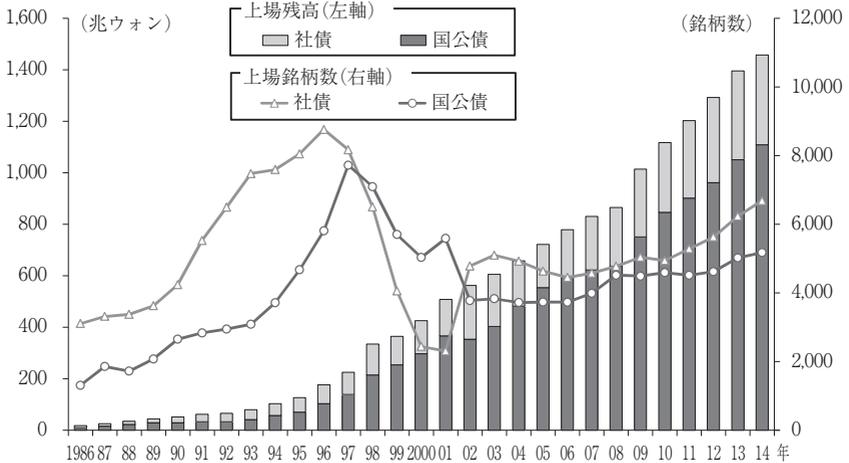
債券取引金額の推移

(単位：兆ウォン)

| 年 | 店頭取引 | | | | 取引所取引 | 合計 |
|------|---------|------|---------|-------|---------|---------|
| | 国債 | 地方債 | 特殊債 | 会社債 | | |
| 1996 | 12.0 | 7.9 | 27.6 | 140.5 | 1.4 | 189.4 |
| 97 | 17.6 | 6.8 | 37.0 | 159.5 | 4.0 | 224.9 |
| 98 | 44.6 | 6.5 | 206.5 | 428.8 | 15.5 | 701.9 |
| 99 | 402.0 | 20.6 | 546.9 | 521.0 | 293.6 | 1,784.1 |
| 2000 | 584.6 | 15.4 | 874.9 | 394.0 | 27.4 | 1,896.3 |
| 01 | 978.4 | 7.9 | 1,367.3 | 448.9 | 13.9 | 2,816.4 |
| 02 | 730.7 | 6.0 | 890.2 | 531.9 | 48.0 | 2,206.8 |
| 03 | 991.3 | 6.2 | 1,007.4 | 461.1 | 284.8 | 2,750.8 |
| 04 | 1,529.7 | 5.7 | 937.6 | 404.7 | 377.4 | 3,255.1 |
| 05 | 1,672.0 | 6.7 | 1,044.8 | 358.5 | 365.3 | 3,447.3 |
| 06 | 1,388.2 | 6.9 | 895.4 | 392.0 | 295.5 | 2,978.0 |
| 07 | 1,173.2 | 7.1 | 826.0 | 359.7 | 355.9 | 2,721.9 |
| 08 | 1,251.8 | 9.4 | 1,018.0 | 537.5 | 374.2 | 3,190.9 |
| 09 | 2,166.1 | 13.6 | 1,273.0 | 694.6 | 504.3 | 4,651.6 |
| 10 | 3,149.6 | 14.4 | 1,623.5 | 779.2 | 584.4 | 6,151.1 |
| 11 | 3,146.0 | 11.7 | 1,835.0 | 788.7 | 815.1 | 6,596.5 |
| 12 | 3,310.1 | 14.4 | 1,835.7 | 730.8 | 1,347.7 | 7,238.7 |
| 13 | 3,611.1 | 14.9 | 1,720.8 | 741.7 | 1,312.8 | 7,401.3 |
| 14 | 2,903.4 | 14.7 | 1,510.1 | 767.2 | 1,322.2 | 6,517.6 |

〔出所〕 韓国取引所『証券統計年報』、韓国金融投資協会

上場債券の売買状況



(注) 基本市場統合法施行により国債の一部が会社債へ区分変更あり
2002年まで週及修正済みだが、それ以前との連動性はない

〔出所〕 韓国証券取引所

第3章 デリバティブ取引と投資信託

1. **デリバティブ取引** 韓国でのデリバティブ（金融派生商品）取引の歴史はまだ短い。1996年5月に株価指数先物の取引が、翌97年7月には株価指数オプションの取引が当時の韓国証券取引所（KSE）で開始された。株価指数先物・オプション取引は、主要上場企業200社の90年1月3日の時価総額を100として指数化したコリア・ストック・インデックス200（KOSPI200）を対象としたものである。投資家の利便性を考慮し、取引単位、限月、売買時間なども統一されており、先物とオプション取引の連携性を高めている。

99年4月に発足した韓国先物取引所（KOFEX）では、金利先物や国債先物、KOSDAQ50指数先物・オプションなど、証券取引所に上場していないデリバティブ取引が行われていた。2003年に韓国証券取引所と韓国先物取引所はデリバティブ取引市場を統合することで合意。04年1月、株価指数先物・オプション取引が韓国証券取引所から韓国先物取引所に移管され、韓国先物取引所自体もソウルから釜山に移転した。

その後、韓国の株価先物・オプション市場は急成長を遂げ、11年にKOSPI200先物およびオプションの1日平均出来高は、それぞれ34.7万契約・44.8兆ウォン、1,481万契約・1.8兆ウォン（KOSPI200オプションはコールとプットの合計）に到達した。しかし、12年以降は取引が減少に転じており、14年のKOSPI200先物およびKOSPI200オプションの1日平均出来高は、それぞれ14.9万契約・19.1兆ウォン、208.9万契約・0.8兆ウォンに留まっている。地場証券会社各社がオンラインでの取引サービスを提供していることもあり、11年頃までは個人投資家の取引参加比率が最も高かった。但し、14年の主要投資家別の売買シェアは、KOSPI200先物の場合、個人投資家28%、証券会社17%、外国人51%、KOSPI200オプションの場合、個人投資家32%、証券会社12%、外国人55%であり、外国人が個人投資家にとって代わっている。

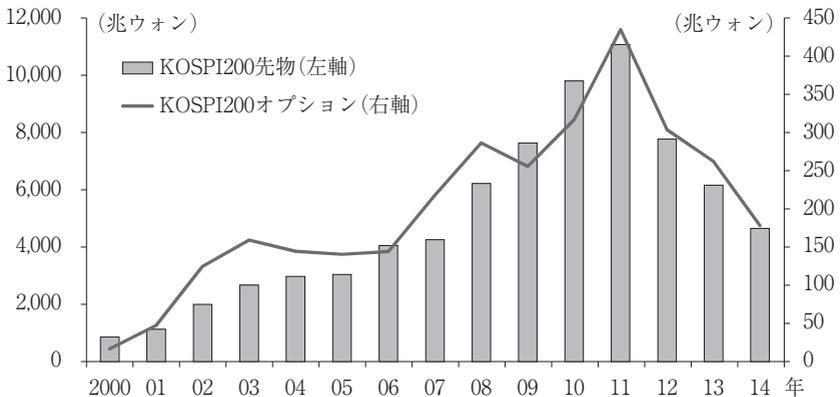
02年1月末には、当時の韓国証券取引所で個別株オプション取引がスタート。取引対象銘柄は、サムスン電子、現代自動車など時価総額の大きいものを中心に取引されているが、これまでのところ、いずれの銘柄も取引量は極端に少ないのが現状である。

KOSPI200先物、オプション取引の概要

| | 先物取引 | オプション取引 |
|----------|--|--|
| 取引対象 | KOSPI200株価指数 | |
| オプションの種類 | - | コールオプション及びプットオプション |
| 取引所 | 韓国取引所（先物市場本部） | |
| 取引単位 | KOSPI200×50万ウォン | KOSPI200×50万ウォン |
| 呼び値 | 0.05ポイント（25,000ウォン） | プレミアムが10ポイント以上は0.05ポイント 10ポイント未満は0.01ポイント |
| 値幅制限 | 基準価格の±8%、±15%、±20% | KOSPI200前日終値比±15% |
| 限月 | 3月、6月、9月、12月 | 3月、6月、9月、12月のうち近いほうから 3つの月とそれ以外の最新月（4つの決済月） |
| 取引最終日 | 各限月の第2木曜日（当日が休日の場合は順延） | |
| 権利行使日 | - | 最終取引日のみ（ヨーロピアン・タイプ） |
| 決済方法 | 取引日ごとに差金決済 最終決済日は取引最終日の翌営業日 | 反対売買（決済は売買翌日） 取引最終日の翌営業日に現物受渡し 決済（権利行使） |
| 取引時間 | 9：00～15：15 取引最終日：9：00～14：50 (CME GlobexにおけるKOSPI200先物の取引時間：18：00～5：00) | |
| 外国人限度枠 | なし | |

〔出所〕 韓国取引所

KOSPI200先物、オプションの取引金額



〔注〕 KOSPI200オプションはコールとプットの合計

〔出所〕 韓国取引所

2. 投資信託 1969年に証券投資信託法が制定され、韓国投資公社が1億ウォンの基金を設定したのが韓国の投資信託の始まりである。1974年9月には証券会社27社により韓国投資信託(株)が設立され、初めて公社債型の投資信託が販売された。また、81年には外国人専用韓国投資ファンドが初めて設定され、その後も、「コリア・ファンド」(94年NY上場)、「コリア・ヨーロッパ・ファンド」(87年ロンドン上場)などが海外市場で人気を集めた。政府は投信会社をしばしば株式浮揚手段として利用し、89年12月には株価対策として総額2.7兆ウォンを三大投信(大韓、韓国、国民)に支給して株式買い入れを強要(いわゆる「12・12措置」)したが、結果的に3社は莫大な損失を被った。

2014年末の投資信託設定残高は377兆ウォン。80年代前半までは債券型投資信託が全体の設定残高の過半を占めていたが、14年末時点における債券型のシェアは19%に低下している。一方、株式型のシェアは、1985年末の15%から、07年にかけて39%へ上昇したが、その後はシェアがダウンしており14年末時点で21%に留まっている。また、98年に解禁された会社型投信の総設定残高に占めるシェアは高くない。しかしながら、クローズ型投信に続き2001年にオープンエンド投信も認められたことや、収益が比較的安定していることなどから、着実にその残高を伸ばしていると見られる。近年における大きな動きでは、03年における銀行預金からファンドへの資金流入活性化があった。しかしながら、同年のSKグループの会計スキandal、クレジットカード会社の信用危機などを契機として、翌年にかけて大幅な資金流出が起こることとなった。その後、順調にファンド数は増加したが、1990年代のピーク時における1.3万本には及ばない水準である。ただし、大型ファンドの設立が増加したことにより、設定残高では当時を上回る水準に達している。

韓国では、日本と違い投資信託会社が直接窓口販売を行っている。また、銀行による投信販売は98年に解禁されて以降、販売シェアは07年にかけて4割超と急成長を遂げた。しかし、08年以降はやや伸び悩んでおり、14年末時点の販売シェアは25%程度とシェアを落としている。一方、04年には保険会社による投資信託販売も解禁されたが、14年末時点におけるシェアは2.3%に留まっている。

投資信託の設定残高推移

(単位：10億ウォン)

| 年 | | 2006 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
|-----|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 契約型 | 株式 | 46,491 | 116,353 | 140,214 | 126,232 | 100,992 | 104,201 | 94,551 | 85,479 | 79,302 |
| | 混合型株式 | 8,891 | 12,878 | 13,592 | 13,436 | 12,272 | 11,974 | 10,045 | 9,892 | 10,381 |
| | 混合型債券 | 39,121 | 31,786 | 25,659 | 18,003 | 20,493 | 18,226 | 19,184 | 22,715 | 27,290 |
| | 債券 | 50,417 | 40,862 | 30,342 | 46,108 | 52,569 | 44,844 | 46,885 | 56,070 | 70,863 |
| | MMF | 57,154 | 46,739 | 88,903 | 71,691 | 66,918 | 53,127 | 63,138 | 66,401 | 82,368 |
| | 派生商品 | 16,846 | 22,393 | 27,880 | 19,335 | 18,249 | 22,928 | 31,468 | 32,449 | 34,189 |
| | 不動産 | 4,098 | 6,818 | 8,398 | 11,255 | 14,023 | 16,370 | 19,905 | 24,294 | 29,610 |
| | コモディティ | - | 5 | 37 | 37 | 37 | - | - | - | - |
| | ファンドオブファンズ | 7,663 | 9,348 | 12,444 | 11,978 | 13,028 | 7,527 | 8,750 | 10,427 | 11,716 |
| | 特別資産 | 3,935 | 9,279 | 2,020 | 3,807 | 6,604 | 9,284 | 3,348 | 7,170 | 31,559 |
| | 計 | 234,615 | 296,460 | 359,487 | 331,880 | 296,460 | 298,480 | 317,273 | 334,896 | 377,279 |

〔出所〕 韓国金融投資協会

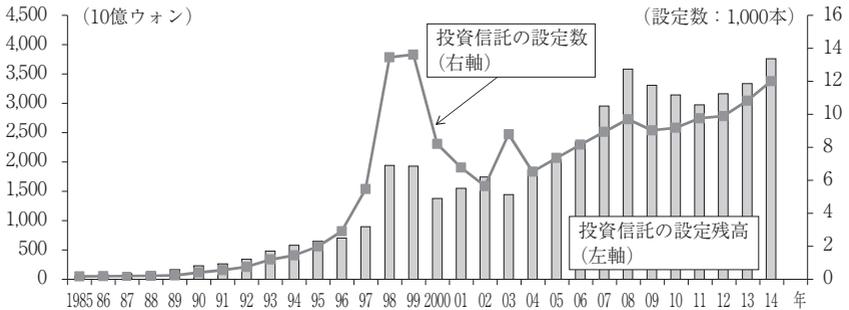
投信の販売機関別の販売残高とシェア推移

(上段の単位は兆ウォン, 下段は販売シェア)

| 年 | 2006 | 07 | 08 | 09 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 |
|------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 証券会社 | 134.1 (58.1%) | 151.9 (51.9%) | 164.5 (46.6%) | 176.0 (54.0%) | 182.8 (60.0%) | 164.3 (58.0%) | 183.1 (61.4%) | 196.2 (63.2%) | 235.0 (65.5%) |
| 銀行 | 87.7 (38.0%) | 126.7 (43.3%) | 136.7 (38.7%) | 121.2 (37.2%) | 96.6 (31.7%) | 91.6 (32.3%) | 86.3 (28.9%) | 86.0 (27.7%) | 88.3 (24.6%) |
| 保険 | 5.2 (2.3%) | 9.0 (3.1%) | 12.7 (3.6%) | 13.7 (4.2%) | 12.7 (4.2%) | 11.4 (4.0%) | 12.9 (4.3%) | 11.6 (3.7%) | 8.4 (2.3%) |
| その他 | 3.7 (1.6%) | 4.9 (1.7%) | 39.1 (11.1%) | 14.8 (4.5%) | 12.6 (4.1%) | 16.1 (5.7%) | 15.9 (5.3%) | 16.6 (5.3%) | 26.9 (7.5%) |
| 合計 | 230.7 | 292.4 | 352.9 | 325.7 | 304.8 | 283.3 | 298.3 | 310.4 | 358.6 |

〔出所〕 韓国金融投資協会

ファンドの設定数と残高の推移



〔出所〕 韓国金融投資協会

第4章 証券取引システム

1. 取引所概要 国内唯一の証券取引所である韓国取引所（KRX）は、1956年に大韓証券取引所としてスタート。63年に株式会社組織から公営化に移行したが、88年に会員制の民間組織になった。2004年8月、韓国証券取引所（旧KSE）と韓国先物取引所、韓国証券業協会が運営していたKOSDAQ市場の3つが合併し、韓国証券先物取引所が誕生、09年2月の資本市場統合法施行により韓国取引所に名称変更となった。本部、先物市場本部が釜山にあり、市場監視本部、有価証券市場本部とKOSDAQ市場本部、債券市場本部はソウルに残っている。

06年7月には東京証券取引所との連携を発表した。日韓の証券取引所に関する全般的なプロモーション活動の支援、両取引所の上場企業によるIR活動の支援、双方のホームページにおいて、お互いの取引所に上場する株価情報の閲覧が可能となり、さらに両取引所間のクロス・アクセスに関する共同研究などを進められている。

韓国取引所の関連組織としては1974年に設立された韓国証券預託院（KSD、当時は証券振替決済）と77年に設立された韓国証券電算（KOSCOM）がある。売買注文は、証券電算の株式市場取引システムによって自動処理され、韓国預託決済院による振替を通じて自動的に決済される。

KOSDAQ市場本部の前身である店頭市場は資本市場の育成・強化の一環として当時の韓国証券業協会の後押しで87年4月に設立された。設立当初は市場の未整備もあって取引は低調だったが、その後の活性化措置により92年以降に市場は急拡大した。96年には米NASDAQ市場などをモデルにKOSDAQ市場として整備された。92年末には77社に過ぎなかった店頭上場企業数は2015年9月末現在1,109社にまで拡大しており、韓国ベンチャー企業の資金調達場として大きな役割を果たしている。

なお、韓国政府はベンチャー企業を育成するために、05年3月より実質的に上場基準を緩和した。これまでのベンチャー企業に加え、成長ベンチャーという区分を新たに作り、高い技術力を持っているが利益が赤字の企業でもKOSDAQ市場において資金調達ができるようになった。

有価証券市場本部とKOSDAQ市場本部

| | KOSDAQ市場本部 | 有価証券市場本部 |
|------------------------------|---|--|
| 設立 | 1996年7月(旧KOSDAQ市場) (05年1月26日KRXに統合) | 1956年3月(旧韓国証券取引所) (05年1月26日KRXに統合) |
| 運営母体 取引参加者 | 韓国取引所(KRX) 旧韓国証券業協会(KSDA)の会員 | 韓国取引所(KRX) 旧韓国証券取引所の会員 |
| 基本取引時間 | 9:00~15:00 前場、後場の区別なし | |
| 時間外取引 | 7:30~9:00, 15:10~18:00 終値取引 15:10~15:30 単一価格取引 15:30~18:00 | |
| 電算管理 | 韓国証券電算 | |
| 決済担当機関 | 韓国預託決済院 | |
| 注意喚起銘柄 | 管理銘柄及び整理銘柄 | |
| 売買手数料 | 自由化 | |
| 有価証券取引税 | 0.30% | |
| 決済期間 | T+2 | |
| 信用取引 | 可能 | |
| 1日価格制限幅 | 15% | |
| 売買取引中断制度 (サーキットブ レーカー) | あり | |
| 売買株式単位 | 1株 | 基本:10株 10株未満可能 (基準価格5万ウォン以上の銘柄) |
| 売買呼び値単位 | 5,000ウォン未満: 5ウォン 10,000ウォン未満: 10ウォン 50,000ウォン未満: 50ウォン 100,000ウォン未満: 100ウォン 500,000ウォン未満: 500ウォン 500,000ウォン以上:1,000ウォン | 1,000ウォン未満: 1ウォン 5,000~10,000ウォン: 5ウォン 5,000~9,990ウォン: 10ウォン 10,000~49,950ウォン: 50ウォン 50,000~99,900ウォン: 100ウォン 100,000~499,500ウォン: 500ウォン 500,000ウォン以上:1,000ウォン |

〔出所〕 韓国金融投資協会、韓国取引所

2. 株式売買手法および取引所 韓国取引所における売買は一定の資格、要件を備えた会員に限定される。会員数は2015年10月現在、90社を数える。会員資格は資本市場統合法第12条1項により投資売買業（ディーリング業務）または投資仲介業（ブローカー業務）の認可を受けた会社となる。したがって、一般投資家は取引所での有価証券売買には取引所会員である証券会社に委託しなければならない。顧客からの注文は韓国取引所（KRX）で集中売買され、全面的にコンピュータ化されている。注文は当日のみ有効であるため、当日の値幅制限を超えた指値注文はできない。注文方式は、以前は指値注文だけであったが、1996年11月から①成り行き注文制度、②条件付き指し値注文制度、③時間外終値注文制度、④時間外大量売買制度が導入された。なお、投資家が取引を開始するときは証券会社に取引口座を開設する。売買注文を出すときは取引所の定める一定の委託証拠金を払い込む。また、外国人投資家が韓国で株式投資をする場合には必ずID（外国人投資登録証）を取得しなければならない。

通常取引時間は月曜から金曜の午前9時から午後3時までだが（昼休みなし）、時間外取引セッションが設けられている。時間外取引では前日および当日の通常取引終値での売買、ないしは相対の大量売買が可能。

売買単位は有価市場本部が原則10株、KOSDAQは1株。呼び値単位も両市場で異なる。また、極端な株価変動を防ぐために、個別株式の株価変動値幅制限とサーキット・ブレーカー制が採られている。株式の受け渡し決済はすべて約定日から起算して3営業日目（T+2）で行われている。

売買委託手数料は88年の証券自由化措置により自由化され、株式に関しては0.6%以内で証券会社が自由に設定できることになっていたが、実際には自由化が進まず、固定手数料体系となっていた。しかし、オンライン取引の普及によって手数料の引き下げ競争が行われたため、通常取引でも低下傾向となっている。

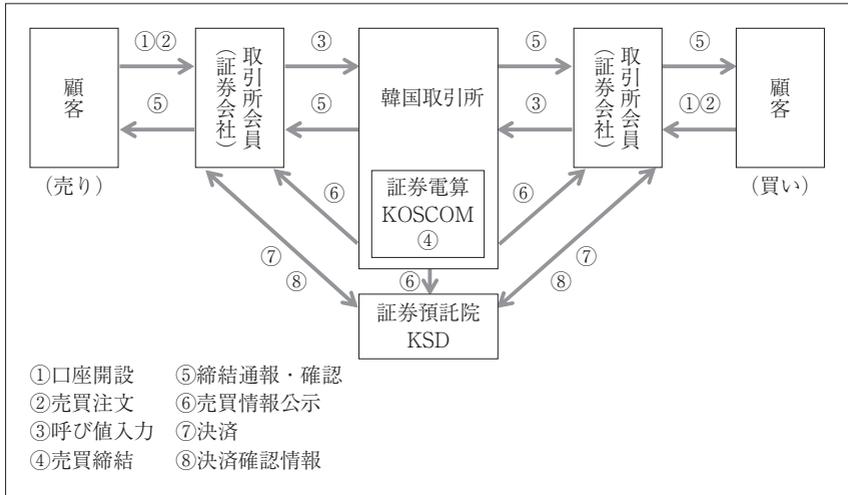
71年には信用取引が導入された。対象は当時の第1部上場銘柄（証券会社株は例外）に限定されていたが、96年9月から第2部上場銘柄（当時）にも適用され、全上場株式の信用取引が可能となった。KOSDAQ銘柄も2002年4月から信用取引が解禁された。

韓国の証券取引形態

| | 正規の証券市場 | | 場外市場 | |
|------|----------------------|-------------------------------|--------------------|----------------------------|
| | 有価証券市場 (旧KSE) | KOSDAQ市場 | 第3市場 (フリーボード) | 場外市場 (OTC) |
| 概念 | いわゆる 1部上場市場 | ベンチャー企業中 心の店頭市場 | 金融投資協会が組 織化した市場 | KSE, KOSDAQ, OTCBB以外の市場 |
| 取引対象 | 有価証券市場に上 場された有価証券 | KOSDAQ市場に 上場の上場された 有価証券 | 金融投資協会が指 定した銘柄 | 制限なし |
| 取引形態 | 競争売買 | 競争売買 | 相対売買 | 相対売買 |

〔出所〕 韓国取引所、韓国金融投資協会

取引所での株式売買の流れ



〔出所〕 各種資料

3. 為替制度 韓国の外国為替取引は長らく厳しい為替管理制度のもとに置かれてきた。為替レートは、1970年代までは固定為替制度であったが、80年代には複数通貨バスケット制、90年からは市場平均レート制（変動幅制限付き）となり、通貨危機発生直後の97年12月に完全変動相場制に移行した。

88年にIMF8条国入りしてからは為替取引自由化も進められており、92年には經常取引が原則自由化、99年には資本取引も原則自由化された。また、政府は2002年4月に「外国為替市場の中長期発展方向」を示し、為替市場の完全自由化に向けて段階的な規制緩和を進める方針を発表。06年5月には、金融ハブ育成のためのインフラ構築を支援して外国為替市場の深みを進展させることを目的に、前出の中長期発展方向の完了時期を繰り上げた「外国為替自由化推進方案」が発表された。同方案のもと、ウォンの国際化、対外投資の自由化、対外債権に関する規制の緩和、外国為替市場の発展などが進められた。もっとも、国外でのウォン口座開設・ウォン取引はまだ認められておらず、韓国ウォン取引は韓国内の外為公認金融機関の間に限られていることなど、完全自由化に向けた更なる取り組みが注目されている。

為替取引時間は午前9時から午後3時まで。市場参加者は外為公認金融機関に限られる。なお、02年7月より証券会社、保険会社への外国為替取引業務が解放された。直物取引の決済は、従来は当日物、翌日物、2営業日物の3つの決済日が並存していたが、02年8月より2営業日決済（T+2）に統一された。

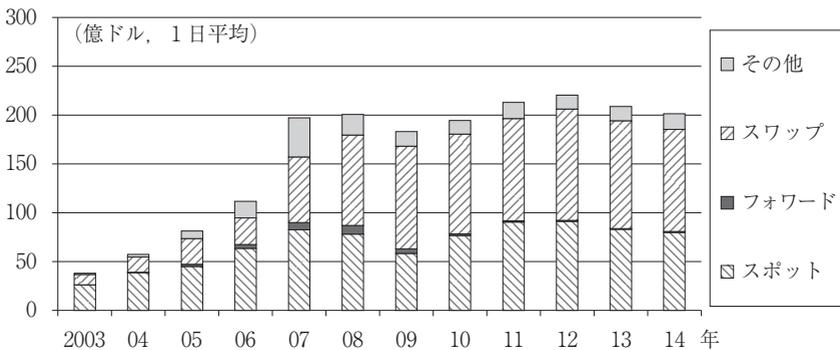
また、関連金融派生商品は豊富で、先物為替取引のほかにもNDF、通貨オプション、通貨スワップなどがある。韓国為替市場のひとつの特徴として直物取引の比率が高いことが挙げられるが、今後は為替ヘッジのニーズが高まるにつれ先物取引へ金融手法の高度化によるスワップ取引量も拡大していくものとみられる。14年の韓国外為市場規模201億ドル（1日平均、銀行間取引）となっており、近年の傾向としては、スワップ取引が105億ドル/日と、03年の同11億ドル/日から約10倍の規模まで拡大している。また08年以降は、スワップ取引規模がスポット取引規模を上回って推移している。

韓国為替制度・政策の変遷

| | |
|----------|---|
| 1980年 | ドルベッグ制から通貨バスケット制へ移行 |
| 1990年 | 通貨バスケット制から、市場平均レート制（変動幅制限付き）へ移行 為替変動幅は、金融機関の取引レートを加重平均した基準レートから上下2.25%以内 |
| 1992年 | 經常取引の原則自由化 |
| 1997年11月 | 1日の為替変動幅を10%に拡大 |
| 1997年12月 | 変動幅制限を廃止。完全変動相場制へ移行 |
| 1999年 | 外国為替取引法施行 ・企業、金融機関による外国為替取引の自由化 ・企業の經常取引に関する支払い上限の撤廃 ・国内企業の短期対外借入の自由化（不健全企業、非居住者の借入規制は除く） |
| 2001年 | 自由化（第二段階） ・居住者による対外支払い上限の撤廃 ・海外預金、信託、外債購入等資本取引の自由化 ・非居住者と居住者間の外貨売買の自由化 ・非居住者によるウォン建て短期預金の自由化 |
| 2002年 | 「外国為替市場の中長期発展方向」発表 ・第一段階：非居住者のウォン建て調達限度の拡大 ・第二段階：資本取引許可制の廃止、金融機関の外国為替業務の取り扱い範囲制限の廃止 ・第三段階：外国為替取引法の廃止による外国為替取引の完全自由化、等 |
| 2006年 | 「外国為替自由化推進方案」発表 ・非居住者のウォン保有拡大 ・ウォン取引の報告義務の緩和、投資目的海外不動産取得の自由化 ・ウォン建て金融事業の自由化、等 |

〔出所〕 各種資料

韓国為替市場規模の変遷



〔出所〕 韓国銀行

第5章 証券規制と税制

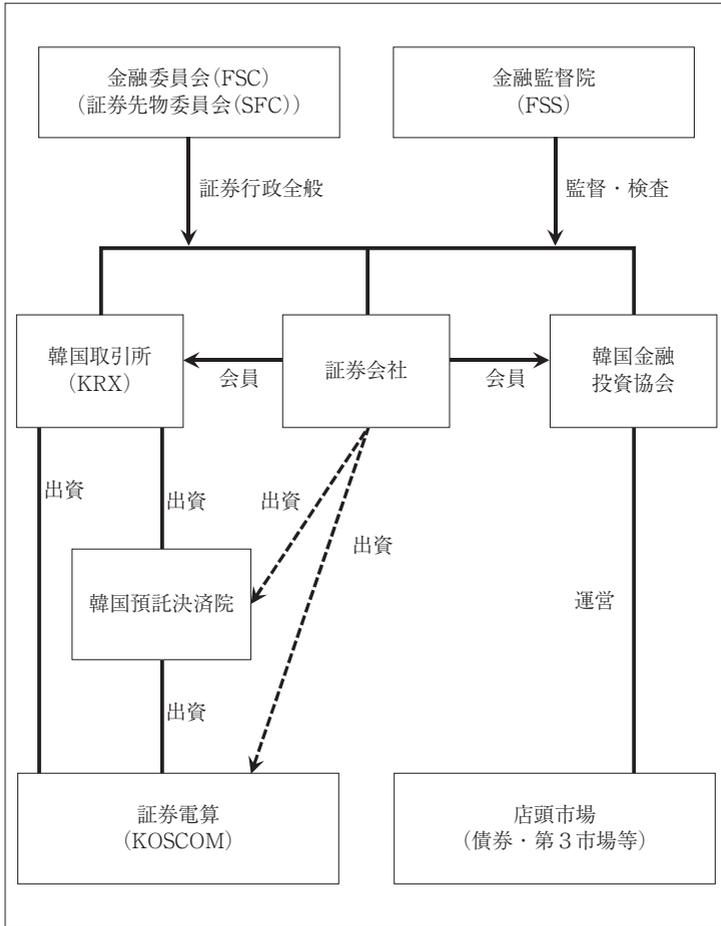
1. 証券関連規制 2009年2月、韓国資本市場の国際競争力強化とアジアでの金融ハブ化を目的とした「資本市場と金融投資業に関する法律（資本市場統合法）」が施行された。同法律の施行によりそれまで厳格に区別されていた証券、先物、信託、資産運用などの金融業における業務規制が撤廃された。また、既存の証券取引法、先物取引法など関連法が同法律に一本化された。行政担当政府機関は金融委員会（FSC）と金融監督院（FSS）である。関連法律の改正・制定、資本市場育成策の策定など金融市場全般に関する責任は金融委員会が有し、金融監督業務は金融監督院が担当している。

金融委員会は08年2月に、李明博の「小さく効率的な政府」志向のもと、第17代大統領職引継ぎ委員会によって設立された。財政經濟部（現、企画財政部）、金融監督委員会（現、金融委員会）、金融監督院の3つに分かれていた権限が、金融監督委員会に財政經濟部の金融政策部門が統合されてスリム化した構図。

金融委員会の主な業務は、金融規制法律の策定および改正、金融機関の業務認可、すべての金融機関に対する検査および制裁、証券・デリバティブ市場の監督などである。また、有価証券の発行および取引を規制する権限を有するほか、上場企業、投資銀行、機関投資家・個人投資家などあらゆる市場参加者の活動を規制・監督することができる。

資本市場統合法および韓国取引所の情報開示に関する規則により上場企業の情報開示は以下の要項を義務付けられている。2000年3月より、金融委員会と韓国取引所は電子ディスクロージャー・システムを開始しており、上場企業の各種報告書はインターネット上での閲覧が可能となっている。また、金融監督院は02年11月1日から「公正公示制度」を導入。個人投資家保護とインサイダー取引防止を目的に、上場企業が証券アナリストや投資家に情報発信する際の平等性を強く求めている。「公正公示制度」では、企業が株価に影響を与える重要な情報を特定の人（アナリストを含む）に提供することが禁止されており、抵触した場合は直ちに公示しなければならないとされた。

韓国証券行政の仕組み



〔出所〕 韓国金融投資協会

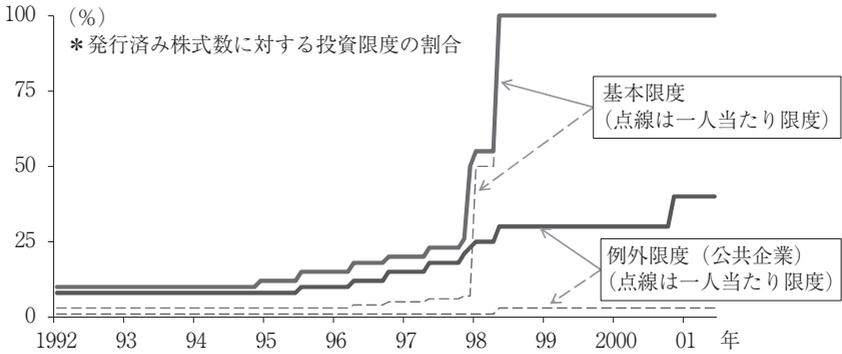
2. 証券市場の対外開放 現在、外国人投資家による韓国内証券、居住者による対外証券投資は、ともに完全自由化されている。韓国の証券市場の国際化は、1981年に外国人専用韓国投資ファンド設立が許可されたのがスタートである。90年代に入ると、経常収支の赤字増加に苦しむ韓国政府は、OECD加盟という国家的な目標を見据えて、92年1月、外国人の株式市場での上場株式投資を制限付きながら解禁した。その後、株式市場への外国人投資制限は段階的に緩和されていった。

しかし、韓国証券市場の対外開放に決定的な影響を与えたのは97年末のIMF（国際通貨基金）管理体制下入りである。これにより予想以上の速度で市場開放が進んだ。株式については、97年4月に外国人投資限度枠が発行済み株数の20%に過ぎなかったものの、以降数回にわたり限度枠拡大が実施され、98年5月には完全開放されている（ただし、公共企業への外国人投資制限は残る）。KOSDAQ登録銘柄についても同時に完全自由化された。また、株式市場に比べて対外開放が遅れていた債券市場についても、97年12月にほぼ完全開放されている。さらに、株式先物・オプション市場でも98年5月に外国人投資限度枠は完全撤廃された。

この他、海外の投資家にとって最大の障壁であった韓国内でのキャピタル・ゲイン課税も、ほとんどの国・地域と租税条約が結ばれた結果、免税となっている。こうした規制緩和を背景に、株式や先物・オプション市場における外国人投資家の比重は年々増加しているが、国内債券市場では外国人の参加率はまだ低い。

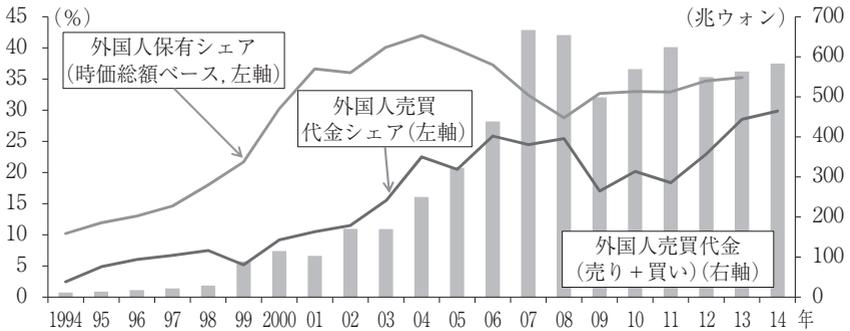
一方、居住者による対外投資自由化は、1998年の機関投資家による対外投資解禁以降、慎重かつ段階的に進められてきた。95年の機関投資家に続いて96年には一般投資家の海外上場証券が自由化。今では、海外の非上場証券やCPなど短期金融商品、ジャンク・ボンド、ミューチュアル・ファンドへの投資も認められている。ただし、これまでのところ韓国人は対外証券に対してあまり積極的ではない。これは内外金利差の面で海外債券投資が魅力的でなかったことなどが背景として考えられる。

上場株式に対する外国人投資限度枠の拡大推移



[出所] 韓国取引所

上場株式に対する外国人投資家動向



[出所] 韓国取引所

債券に対する外国人投資限度枠自由化推移

| 年 月 (日) | | 1994/7 | 97/1 | 97/6 | 97/11 | 97/12/12 | 97/12/23 | 97/12/30 | 98/5 | 98/7 |
|----------|-------|--------|-------|--------|--------|----------|----------|----------|------|------|
| 社債 | 中小企業債 | 普通 | 30(5) | 50(10) | 50 | 50 | 100 | 100 | 100 | |
| | | CB | | | 50(10) | 100 | 100 | 100 | 100 | |
| | | BW/EB | | | 50(10) | 100 | 100 | 100 | 100 | |
| | | 保証 | | | | 30(10) | 30 | 100 | | |
| | 大企業債 | 普通 | | | | 30(10) | 30 | 100 | | |
| | CB | | 30(6) | 30(7) | 50(10) | 50 | 100 | 100 | | |
| | BW/EB | | | | 50(10) | 50 | 100 | 100 | | |
| | 保証 | | | | 30(10) | 30 | 100 | | | |
| 政府債・特殊債 | | | | | | | 30 | 100 | | |
| 上場株の店頭取引 | | | | | | | | | 100 | |
| 短期金融商品 | | | | | | | | | 100 | |
| 非上場債 | | | | | | | | | | 100 |

(注) 括弧内の数値は1投資家当たりの投資限度

[出所] 韓国金融投資協会

3. 証券税制 証券投資に課せられる税金は主に、債券利子・株式配当金に課せられる所得税・住民税と、株式売却時に売り手に課せられる有価証券取引税の2つ。キャピタル・ゲイン税は、居住者の場合、上場株式を売却する時は原則非課税となり、非居住者もほとんどの国が租税条約により免除されている。

非居住者に対する課税は、配当・利子所得に対しては原則22%（含む住民税）が源泉徴収されるが、日本など多くの国は韓国と租税条約を結んでいるため、韓国での源泉徴収は軽減されている（日本人投資家は配当課税16.39%、利子課税10.91%、住民税込み）。ただし、例外事項として、特定法人の証券を6ヵ月以上かつ25%以上保有している場合、当該法人からの配当所得に対しては5.45%（含む住民税）に軽減される。

非居住者に対するキャピタル・ゲイン税は原則として売買代金の11%、あるいは売買益の22%のうち少ない金額が源泉課税される（住民税を含むベース）。日本から投資する場合は、両国間の租税協約により韓国内では免税となり、自国で課税される。ただし、当該株式を売却した課税年度中に、当該企業の発行済株式数の25%以上を所得していたことのある外国人投資家が、そのうち5%以上売却した場合は、売却代金の11%もしくは売却益の22%のうち小さい金額に相当するキャピタル・ゲイン税が課税される（住民税を含むベース）。

居住者（居住外国人も含む）に対する税率は、キャピタル・ゲイン税は、上場株式の場合、原則として非課税。利子・配当所得は通常、15.4%（住民税込み）の源泉分離課税。ただし、保有株式比率2%以上もしくは保有資本金50億ウォン以上の大株主の場合の配当所得は総合課税。

有価証券取引税は上場株式・非上場株式に関わらず、原則すべての投資家が株式売却時に払わなければならない。税率は、韓国取引所で取引する場合は約定代金の0.15%（ただし、農・漁村特別税0.15%が加算されるため実質0.30%）、KOSDAQ本部の場合は、同0.30%、上場・非上場株式を場外で取引する場合は同0.50%となる。ただし、政府機関、証券取引を目的に設立された投資信託会社や年金基金などは有価証券取引税が免除される。なお、韓国の課税年度は1月1日から12月31日までである。

居住者および非居住者に対する証券関連税制

| | 居住者 | 非居住者 |
|---|---|---|
| 利子所得 小額債権者 | 15.4%（住民税込み） の源泉分離課税 | 原則22.0%（住民税込み）の源泉 分離課税 ＊租税条約締結国は低減 <日本の投資家の場合は10.91% に低減（住民税込み）> |
| 配当所得 | 15.4%（住民税込み） の源泉分離課税 | 原則22.0%（住民税込み）の源泉 分離課税 ＊租税条約締結国は低減 <日本の投資家の場合は16.39% に低減（住民税込み）> <事業年度終了直前6ヵ月間、議 決権株式を25%以上所有してい る法人の場合 5.45%（住民税 0.45%込み）> |
| キャピタル・ゲイン 債券 上場・KOSDAQ 少数株主 大株主 非上場株式 少数株主 大株主 | なし 非課税 10-30%（+住民税1-3%） 10-20%（+住民税1-2%） 10-30%（+住民税1-3%） | <債券・株式ともに> ほとんどの国が租税条約により非 課税となる。 原則は売買代金の11%、あるい は売買益の22%のうち少ない方 の金額（住民税を含むベース） |
| 有価証券取引税 債券 株式売却時 上場 KOSDAQ 非上場（上場株 の場外取引を含 む） | 非課税 0.15% + 農漁村特別税0.15% 0.3% 0.5% | 非課税 0.15% + 農漁村特別税0.15% 0.3% 0.5% |

(注) 配当課税、キャピタル・ゲイン課税の「少数株主」は保有株比率2%もしくはは保有資本金50億ウォン未満
 年間の利子・配当所得の合計が、2,000万ウォンを超える場合は総合課税

〔出所〕 企画財政部、および各種資料

第5編 シンガポールの証券市場

第1章 証券市場

1. 証券市場の歴史 シンガポールは19世紀以来イギリスの東インド会社が周辺地域との取引拠点としたことにより発展した。1910年ゴム・ブーム、続くスズ採掘ブームによる産業発展に伴い関連株式が盛んに売買されるようになった。世界恐慌後の30年には証券ブローカーの規制・競争の調整や株主保護を目的として主要15社の証券ブローカーによりシンガポール株式仲買人協会が設立された。その後60年にシンガポール証券取引所のルーツであるマラヤ証券取引所が設立された。マラヤ証券取引所はシンガポールとクアラルンプールの2ヵ所に立会場が置かれたが、両所を電話回線で接続することで実質的に1つの市場として機能していた。その後63年のマレーシア独立国家樹立、65年のシンガポールのマレーシアからの独立を経て73年にシンガポールドルとマレーシアリングの等価交換制度が廃止された後に2ヵ所の取引所はシンガポール証券取引所とクアラルンプール証券取引所とに分離した。シンガポール証券取引所は71年設立のシンガポール通貨庁の監督下で運営されるものの、両市場間での重複上場が続き、実質的には両市場の関係は維持されていた。

90年にマレーシア政府は自国の証券市場の一層の発展を狙い重複上場の廃止に踏み切り、シンガポールも対抗措置として国内株式のマレーシア市場への上場禁止を決定したことで両市場は独立した市場となった。政府はマレーシア株との重複上場制度廃止で減少した取引所の規模を復旧し活性化させるためにシンガポール・テレコム社等公営企業の民営化・上場を積極的に進めた。アジアの景気拡大に伴い民間企業上場も相次ぎ、個人投資家育成策・啓蒙活動も進めることで市場は活性化した。

97年アジア通貨危機を経て、アジアの金融センターとして存在感を増すために証券市場改革を加速させている。債券市場の育成、またシンガポール証券取引所と国際金融取引所の合併、シカゴ商品取引所とのジョイントベンチャーでデリバティブ取引所を創設（その後シンガポール証券取引所に取引移管）、また各種規制緩和を進めるなど総合的な競争力維持に向けた対応を行っている。

シンガポール証券市場の変遷

| 年号 | 事 例 |
|-------|--|
| 1930年 | 15社の証券ブローカーによりシンガポール株式仲買人協会設立 |
| 1960年 | シンガポールとクアラルンプールの2カ所にマラヤ証券取引所設立 |
| 1963年 | マレーシア連邦成立, マラヤ証券取引所はマレーシア証券取引所へ名称変更 |
| 1965年 | シンガポールがマレーシア連邦から分離独立。マレーシア証券取引所はマレーシア・シンガポール証券取引所 (SEMS) へ名称変更 |
| 1967年 | 投資信託スタート |
| 1968年 | アジア初のオフショア市場設立 |
| 1971年 | シンガポール通貨庁設立 |
| 1973年 | SEMS, クアラルンプール証券取引所とシンガポール証券取引所 (SES) に分離 |
| 1978年 | シンガポール金取引所 (GES) 設立 |
| 1984年 | GESを改組, アジア初の金融先物取引所となるシンガポール国際金融取引所 (SIMEX) 設立 |
| 1986年 | 公的セクター整理委員会設置, 翌年から公的企業の民営化開始 |
| 1987年 | 高い成長が見込まれる企業向け市場である SESDAQ 市場創設 |
| 1990年 | マレーシア・シンガポール両市場の完全分離・独立 外国株式専用の店頭市場 CLOB インターナショナル創設 |
| 1999年 | シンガポール証券取引所 (SGX) 設立, SES と SIMEX を完全子会社として傘下に収める |
| 2000年 | SGX, アジア太平洋地域初の証券取引所株式の自市場への上場 |
| 2006年 | シカゴ商品取引所とのジョイントベンチャーとなるアジア・デリバティブ取引所を創設, その後2007年にSGXに取引移管 |
| 2007年 | SESDAQ に変わり新興企業向け市場としてカタリスト創設 |

[出所] 日本証券経済研究所『証券経済研究』第14号

2. 株式発行市場 株式発行市場では、新株の発行形態として新規上場を含む公募増資、株主割当、私募販売の3つの発行方式が行われている。

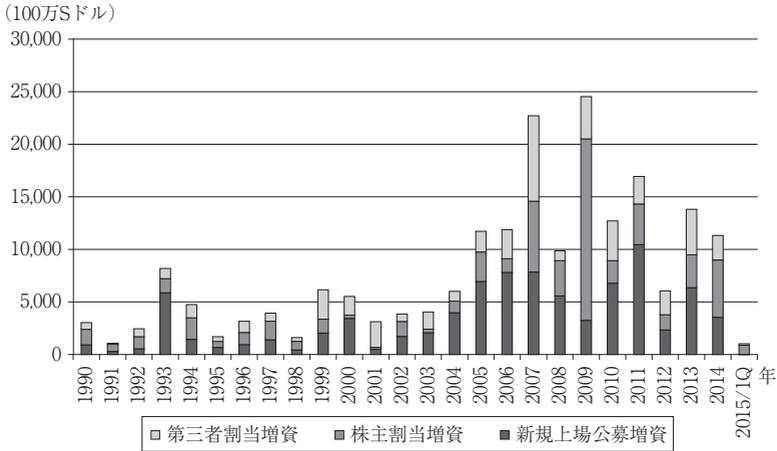
1987年から公営企業の民営化が本格的に開始され、1993年にはASEAN最大の企業であるシンガポール・テレコム社が民営化されたことで同年の公募増資額が急増した。その後97年のアジア通貨危機を経て99年から2000年のIPOブームでの資金調達額が急増したが、2000年以降はITバブル崩壊と景気後退により株式市場の資金調達は急速に落ち込んだ。05年以降は株式市場の上昇、不動産投資信託、中国企業の相次ぐ新規公開によって増加基調となったが、08年の世界的な信用収縮の影響を受け株式発行による資金調達額は急減した。その後は中国の大規模な景気刺激策を受け景気や株式市場が回復基調をたどる中で株式発行額は回復したものの、14年の水準は05年頃に収斂しつつある。民営化企業の上場や民間企業に対する政府の上場が奨励される一方で、金融危機後10年に前年比で実質15%のGDP成長を示した以降の成長率鈍化基調に沿う形で資金調達額も推移している。

債券発行による資金調達も2000年以降増加基調となり、08年の信用収縮により減少が見られたものの、高水準の起債が継続している。

09年を除き1997年以降は債券発行による資金調達額が株式発行による資金調達額を上回っている。一因として企業が資金調達を行う際、不安定な株式市場を避け、債券市場へシフトしたことが挙げられる。なお、債券発行による資金調達額は近年安定的に推移し、2014年には上場債券を中心に260億ドルの調達となっており、同年の株式発行による資金調達額113億ドルの倍以上の規模となっている。

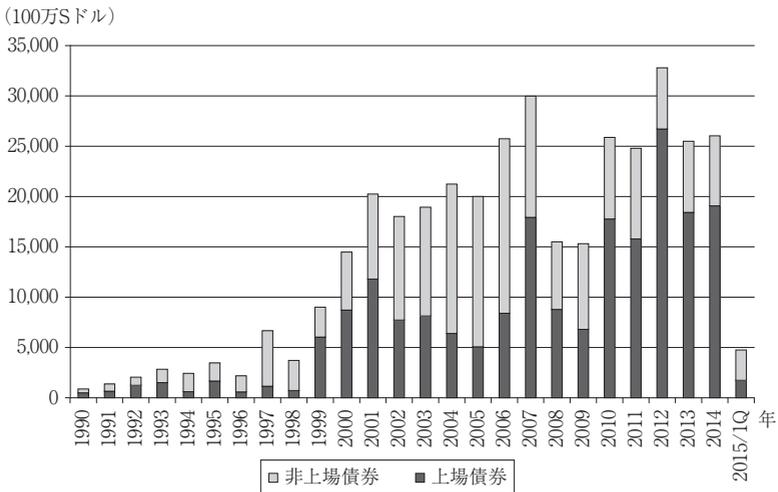
上場企業数は15年8月時点で771社と08年の金融危機以降は概ね横ばいで推移している。その背景として、シンガポール証券取引所は新規上場を積極的に受け入れる一方、業績や株式流動性が低い場合には一定のルールに基づいて退出させていることが挙げられる。また、景気の繋がりが強い中国関連企業の多くが近年香港取引所への上場を選択していることも影響しているものと考えられる。

株式発行による資金調達



〔出所〕 Monetary Authority of Singapore, Annual Report より三菱UFJモルガンスタンレーPB証券作成

債券発行による資金調達（政府発行分除く）



〔出所〕 Monetary Authority of Singapore, Annual Report より三菱UFJモルガンスタンレーPB証券作成

3. 株式流通市場（1） シンガポールにおける株式の売買は、持ち株会社であるシンガポール取引所（SGX：Singapore Exchange Limited）の傘下にて現物市場であるシンガポール証券取引所（SGX-ST：Singapore Exchange Securities Trading Limited）と、デリバティブ市場（SGX-DT：Singapore Exchange Derivatives Trading Limited）にて運営されている。また、清算機関は現物市場ではCDP（The Central Depository Pte Limited）が、デリバティブ市場ではSGX-DC（Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited）が担っている。市場での売買注文の執行は、すべてコンピュータ・システム上で行われており、ソフトウェア、メンテナンス等サービスをSGX-ITS（Singapore Exchange IT solutions Pte Limited）が担っている。

シンガポール証券取引所はメインボードとカタリストの2種類に分けられる。メインボードは第1部に相当し、有力企業が上場している。メインボードの出来高、売買代金は2007年まで増勢基調となった後、08年に入ると金融市場の信用収縮・株価低迷により大きく減少し、その後戻り歩調となったものの14年以降は繋がりが強い中国景気の不透明感を受けて低迷している。メインボードの上場企業数を見ると、エレクトロニクス関連企業が多い製造業が最大となっている。時価総額では金融セクターが大きい。15年8月末時点で上場シンガポール企業は483社、中国以外の外国企業は165社、中国企業は123社の計771社となっている。

メインボードは上場の形態としてプライマリー上場もしくはセカンダリー上場があり、原株や預託証券の上場、もしくはイントロダクション方式が可能となっている。プライマリー上場はシンガポール取引所を主要取引所として上場するSGXの規制を受ける上場形態であり、セカンダリー上場はシンガポール以外の国の取引所に上場している企業が、さらにシンガポール取引所にも上場する形態でありSGXの規制に完全に準拠することなく資金調達を行うことが可能な上場形態となっている。イントロダクション方式とは、上場に際して新株の発行等が行われない形態で、資金調達の必要がない企業により活用される。

シンガポール取引所 (SGX: Singapore Exchange Limited)

現物市場

SGX-ST: Singapore Exchange Securities Trading Limited (シンガポール証券取引所)

…メインボード

…カタリスト

CDP: The Central Depository Pte Limited (清算機関)

デリバティブ市場

SGX-DT: Singapore Exchange Derivatives Trading Limited

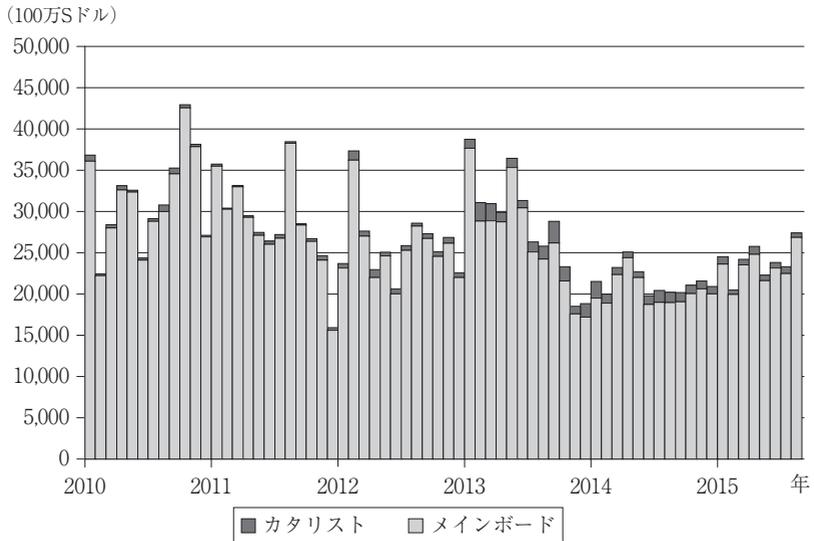
SGX-DC: Singapore Exchange Derivatives Clearing Limited (清算機関)

ITソリューション

SGX-ITS: Singapore Exchange IT solutions Pte Limited

[出所] 三菱UFJモルガンスタンレーPB証券作成

売買代金推移



[出所] CEIC

4. 株式流通市場(2) カタリストは2007年12月に新興企業向け市場として誕生している。元々は1987年に開設されたSESDAQが発展途上の中小企業に資金調達の間を提供する役割を担い、開設10年で時価総額を約4倍に拡大させる等一定の役割を果たしてきた。しかし他国の新興企業向け市場に比べると成長が遅れていたことや、メインボードの上場基準が緩和されたことから明確な違いがなくなる中でカタリストが新たに創設され、SESDAQ上場の企業約160社はカタリストに自動的に移行された。監督機能をSGXに変わりスポンサーと呼ばれる第三者の財務アドバイザーにより実施される点が主な特徴となっている。スポンサーの主な役割は企業の上場審査、上場支援、上場後の継続的な監督、IR等の情報開示にかかる助言、上場企業と取引所の監督部門との間の連絡・調整である。カタリストに上場する企業はスポンサーを常時起用する必要があり、スポンサーを起用しないと上場廃止事由となる。

なお、スポンサーは基準によりフルスポンサー (Full Sponsors) と継続スポンサー (Continuing Sponsors) に分けられ、2015年8月末現在SGXホームページに記載されている認定スポンサーは両社併せて16社となっている。

また、新興企業の上場を促進するために上場基準がメインボードに比べ大幅に緩和されている。メインボードでは3年以上の事業実績及び直近会計年度に一定以上の利益計上等財務要件が求められるが、カタリストでは上場申請時に上場後12ヵ月間の十分な運転資本が確保されれば事業実績は問われず利益等の定量基準もない。募集書類の作成が必要ではあるが、目論見書の提出を不要とするなど上場手続きを簡素化し、上場までに要する期間を短縮させている。

SGXはシンガポール市場へ外国人投資家の参加や外国企業のシンガポール市場上場を促すために、世界との連携強化を進めており、多くの外国企業が上場するようになってきている。また北京に駐在員事務所を設置し、景気の繋がりが強い中国籍企業のSGXへの上場勧誘にも積極的である。

また近年個人投資家の株式売買への参加を促す一方、合理的な価格形成と安定した流動性確保のための市場環境の整備や、上場企業に対して内部管理やリスク管理体制の強化を求める規則改正案を発表するなど、市場の透明性向上、安定性確保への対応を進めている。

上場企業数

| | |
|------------|-----|
| メインボード | 607 |
| －プライマリー上場 | 576 |
| －セカンダリー上場 | 31 |
| －IPO | 0 |
| －上場廃止 | 1 |
| カタリスト | 164 |
| －プライマリー上場 | 164 |
| －セカンダリー上場 | 0 |
| －IPO | 2 |
| －上場廃止 | 0 |
| 計 | 771 |
| シンガポール企業 | 483 |
| 外国企業（中国除く） | 165 |
| 中国企業 | 123 |

SGX 上場企業業種構成

| | 企業数 | 時価総額 |
|--------|-----|------|
| 素材 | 8% | 1% |
| 消費財 | 13% | 7% |
| 消費サービス | 10% | 11% |
| 金融 | 16% | 46% |
| ヘルスケア | 3% | 3% |
| 産業 | 35% | 19% |
| オイル・ガス | 5% | 3% |
| テクノロジー | 8% | 1% |
| 通信 | 1% | 8% |
| 公益 | 1% | 1% |

時価総額上位10社

| 企業名 | 時価総額（100万ドル） |
|--------------------------------|--------------|
| Prudential Plc | 79,180 |
| Singtel | 59,629 |
| Jardine Matheson Hldgs Ltd | 49,290 |
| Jardine Strategic Hldgs Ltd | 45,172 |
| DBS Group Holdings Ltd | 44,464 |
| Oversea-Chinese Banking Corp | 36,175 |
| United Overseas Bank Ltd | 31,052 |
| Hongkong Land Holdings Limited | 23,000 |
| Wilmar International Limited | 18,125 |
| Thai Beverage Public Co Ltd | 17,828 |

(注) 2015年8月末

〔出所〕 SGX

5. 債券発行市場 債券市場には政府証券市場と社債市場がある。

政府証券は主にTBと国債からなる。シンガポールは均衡財政での運営がなされ、また多額の財政黒字を計上していることからファイナンスのために国債を発行する必要はなかったが、政府証券は銀行のポートフォリオ構築につきリスクフリー資産へのニーズを満たすものとして発行された。1997年の通貨危機を経てシンガポールの資本市場育成の必要性が唱えられ、政府証券及びTBの発行は①社債証券市場の価格設定に対して健全な政府債のイールドカーブを供給する、②現金取引やデリバティブ市場のためにも活発な流通市場を育成し、効率的なリスク管理の実施、③国内外の発行体や投資家にとってシンガポール債券市場への参加を促す、ことに資するものと位置づけられている。また、非市場性政府証券として個人向けに長期貯蓄手段を提供するために貯蓄債券が発行されている。シンガポール政府の代理機関としてシンガポール金融管理局(MAS)が発行や証券管理を担っている。政府証券の発行量は議会及び大統領により決定され、MASは新規財政年度の証券発行量について財務大臣の認可を得る。MASはプライマリーディーラーとの協議のうえで発行タイミング等を決定する。

TBは2013年に3ヵ月と6ヵ月の発行が停止されており、現状は12ヵ月のみでクーポンはない。発行サイズは通常20~40億シンガポールドル。国債は、現在2, 5, 10, 15, 20, 30年物が発行される。クーポンは半年に1回、発行サイズは20~30億シンガポールドルとなっている。

社債はシンガポールドル建てでは外国銀行を含む金融機関が主要発行体である。また、外国企業の発行体としてはアジア企業が過半を占めている。

社債は固定利付が多いがストラクチャード物も増加している。2013年のシンガポールドル建ての24% (63億シンガポールドル) を占め、そのうち11億シンガポールドルはイスラム債であり、その残高は急速に伸びている。外貨建てストラクチャード物は株絡み債や転換社債等を主体に外貨建て全体の10%程度を占めている。

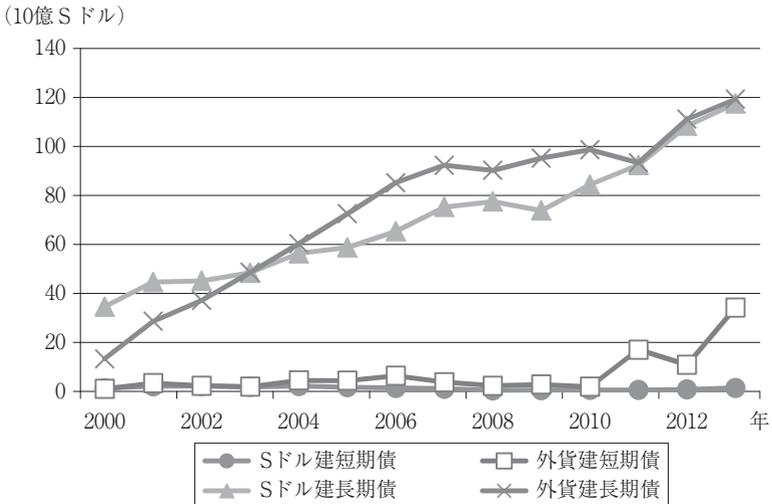
政府証券の発行残高

(単位：10億Sドル)

| 年 | 発行 | | 償還 | | 残高 | |
|------|-------|------|-------|------|-------|-------|
| | TB | 国債 | TB | 国債 | TB | 国債 |
| 2000 | 41.85 | 12.1 | 40.63 | 5.38 | 13.38 | 29.86 |
| 2001 | 44.43 | 14.2 | 43.16 | 5.08 | 14.65 | 38.98 |
| 2002 | 50.9 | 8.4 | 48.8 | 6.08 | 16.75 | 41.3 |
| 2003 | 53.9 | 9.6 | 53.45 | 5.05 | 17.2 | 45.85 |
| 2004 | 63 | 13.9 | 60 | 7.75 | 20.2 | 52 |
| 2005 | 70.9 | 12.9 | 69.8 | 8.2 | 21.3 | 56.7 |
| 2006 | 81.8 | 8.6 | 77.3 | 5.3 | 25.8 | 60 |
| 2007 | 105.6 | 15.4 | 98.5 | 10.2 | 32.9 | 65.2 |
| 2008 | 128.8 | 12.1 | 125.8 | 8.6 | 35.9 | 68.7 |
| 2009 | 174 | 12.8 | 157.8 | 9.9 | 52.1 | 71.6 |
| 2010 | 196.1 | 13.4 | 191.1 | 9.8 | 57.1 | 75.2 |
| 2011 | 211.2 | 15.7 | 209.2 | 11.5 | 59.1 | 79.4 |
| 2012 | 203 | 16.4 | 202.1 | 13.2 | 60 | 82.6 |
| 2013 | 108.4 | 14.8 | 129.6 | 11.4 | 38.8 | 86 |
| 2014 | 8 | 18.8 | 38.8 | 14.7 | 8 | 90.1 |

〔出所〕 MAS

社債発行残高の推移



6. 債券流通市場 シンガポールの債券市場は大半の投資家が満期保有を
選好していることから、発行市場に比べて流通市場の規模拡大ペースは緩やか
であったが、シンガポール金融管理局（MAS）は流通市場育成のために様々
な対策を行っている。具体的には有価証券貸借機関（Centralised security
lending facility）によってマーケットメーカーの証券貸借を手助けしたり、社
債プライシング機関が日々の時価評価の信頼性向上に寄与するなどである。そ
のなかで近年は取引額が拡大し流通市場は活発化してきている。

プライマリーディーラーは①あらゆる状況下でも債券の値付けを行うことで
流動性を供給する、②社債発行の引き受けを行う、③市場フィードバックを
MAS宛に実施する、④債券市場の発達を支援する、ことで市場全体の成長と
発達に重要な役割を担っている。2015年9月時点のプライマリーディーラー
は13社となっている。また、セカンダリーディーラーは自己代理を問わず国
債やTBの流通市場での売買を認められた主体である。15年9月時点のセカン
ダリーディーラーは18社となっている。

プライマリーディーラー及びセカンダリーディーラーが投資家に対して国債
やTBの価格を提示し、9時から16時30分（11時30分から14時まで休場）の
間にOTC取引、一部の国債はSGXでの取引がなされる。SGS E-Trading Plat-
formが取引時間前後のプライマリーディーラー間の取引情報を提示すること
で透明性が提供されている。なお決済は国債とTBは取引日の翌日（T+1）と
なっている。社債は、プライマリーディーラーが債券の在庫管理を行い投資家
へのマーケットメイクに備えている。社債の一部にはシンガポール取引所に上
場しており、売買可能なものもある。時間の制約なくOTC取引がなされる、
またはSGXで取引可能なものもある。決済は（T+3）でなされる。

近年MASは発行市場同様に流通市場においてもイスラム金融市場の取り込
みに積極的なスタンスを示している。イスラム金融業務支援のための指針や税
制の整備等制度面だけでなく、シンガポール経営大学（SMU）がイスラム法
とイスラム金融の修士課程修了者を輩出しているなど、イスラム金融産業を人
材育成からも支援している。

プライマリーディーラー

AUSTRALIA AND NEW ZEALAND BANKING GROUP LIMITED
 BANK OF AMERICA, NATIONAL ASSOCIATION
 BARCLAYS BANK PLC
 BNP PARIBAS
 CITIBANK N.A.
 CREDIT SUISSE AG
 DBS BANK LTD
 DEUTSCHE BANK AG
 MALAYAN BANKING BHD
 OVERSEA-CHINESE BANKING CORPORATION LTD
 STANDARD CHARTERED BANK
 THE HONGKONG AND SHANGHAI BANKING CORPORATION LIMITED
 UNITED OVERSEAS BANK LTD

(注) 2015年9月末

[出所] MAS

セカンダリーディーラー

BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
 BANK OF CHINA LIMITED
 COMMERZBANK AKTIENGESELLSCHAFT
 CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK
 CREDIT SUISSE (SINGAPORE) LIMITED
 ING BANK N.V.
 INTESA SANPAOLO S.P.A.
 JPMORGAN CHASE BANK, N.A.
 NOMURA SINGAPORE LIMITED
 PORTIGON AG
 PT BANK MANDIRI (PERSERO) TBK
 RHB BANK BERHAD
 ROYAL BANK OF CANADA
 ROYAL BANK OF CANADA (ASIA) LIMITED
 SOCIETE GENERALE
 THE BANK OF TOKYO-MITSUBISHI UFJ, LTD
 THE TORONTO-DOMINION BANK
 UBS AG

(注) 2015年9月末

[出所] MAS

7. 先物・オプション市場 シンガポールの先物・オプション取引はシンガポール金融派生商品取引所（SGX-DT）で行われている。前身はアジアで最初の金融先物取引所として1984年に設立されたシンガポール国際金融取引所（SIMEX）である。

SGX-DTでは中国、インド、インドネシア、日本、台湾などアジア各国幅広くデリバティブ商品を取り扱っており、アジア経済の80%以上をカバーしている。2013年のオフショア先物取引額は中国1,700億ドル、インド1,900億ドル、日本2.8兆ドル、台湾5,300億ドル、インドネシア36億ドルとなっている。

SGX-DT商品はQUESTと呼ばれるNASDAQ OMXグループにより開発された高速売買取引システムを通じて取引される。また清算機関であるSGX-DCにより日々の値洗いが行われているが、その清算システムであるSGX-ClearingもNASDAQ OMXのシステムに基づいたものであり、それまでのSTARシステムとよばれる内製で開発されたシステムに代わるものとして2009年12月から導入されている。現在はQUESTとSGXClearがトレーディング及び清算における共通のインターフェースとなっている。

政府の市場育成方針の中で取引は年々活発化している。株価指数先物ではFTSE中国A50指数の取引が多く、2014年の取引枚数は株価指数先物全体の4割程度を占めており、次いで日経225先物が2割強となっている。他にインド株関連であるCNX Nifty指数先物やMSCI台湾指数先物が多く取引されている。その他にはフィリピンやタイ、インドネシア、シンガポール等東南アジア各国の株価指数先物も上場されているが、取引規模は大きくない。また株価指数では日経配当指数先物がある。金利先物ではミニ日本国債が取引される一方、シンガポール金利先物等その他商品は取引されていない状況となっている。オプション市場においては、株価指数オプションでは先物同様に日経225指数の取引が多く、その他インドCNX NIFTY指数等取引されているが取引規模は大きくない。また金利オプションも取引がなされていない状況である。為替取引ではインドルピー／米ドル取引が活況となっている。その他コモディティ商品やOTCスワップ取引としてAsiaClearが機能している。

SGXデリバティブ市場の原資産と取引時間

| 原資産 | 取引時間 |
|---|-------------------|
| SGX MSCI Asia APEX 50 Index Futures | 7.55am to 5.05pm |
| SGX AUD/JPY FX Futures | 7.40am to 7.30pm |
| SGX AUD/USD FX Futures | 7.40am to 7.30pm |
| SGX FTSE China A50 Index Futures | 9.00am to 3.55pm |
| SGX CNY/USD FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX Eurodollar Futures/SGX Eurodollar Options | 7.45am to 7.00pm |
| SGX Euroyen TIBOR Futures/SGX Euroyen TIBOR Options/SGX Euroyen LIBOR Futures/SGX Euroyen LIBOR Options | 7.40am to 7.05pm |
| Fuel Oil 380cst Futures | 9.30am to 6.30pm |
| SGX MSCI Hong Kong + Index Futures | 9.45am to 12.30pm |
| | 2.30pm to 4.10pm |
| SGX MSCI India Index Futures | 9.00am to 6.10pm |
| SGX MSCI Indonesia Index Futures | 8.30am to 5.30pm |
| SGX INR/USD FX Futures | 7.40am to 7.30pm |
| SGX KRW/JPY FX Futures | 7.40am to 7.30pm |
| SGX KRW/USD FX Futures | 7.40am to 7.30pm |
| SGX MSCI Malaysia Index Futures | 8.30am to 5.30pm |
| SGX CNX Nifty Index Futures | 9.00am to 6.10pm |
| SGX CNX Nifty Index Options | 9.00am to 6.15pm |
| SGX 10-Year Mini/Full Sized Japanese Government Bond Futures | 7.45am to 5.10pm |
| SGX 10-Year Mini Japanese Government Bond Options | 7.45am to 5.15pm |
| SGX Nikkei 225 Dividend Futures | 7.45am to 5.55pm |
| SGX Nikkei 225 Index Futures/SGX USD Nikkei 225 Index Futures | 7.45am to 2.25pm |
| SGX Nikkei 225 Index Options | 7.45am to 2.30pm |
| SGX Mini Nikkei 225 Index Futures | 7.45am to 3.25pm |
| SGX-PSE MSCI Philippines Index Futures | 9.00am to 3.40pm |
| RSS3 Rubber Futures/TSR20 Rubber Futures | 7.55am to 6.00pm |
| SGX 5-Year Singapore Government Bond Futures | 9.00am to 5.00pm |
| SGX Singapore Dollar Interest Rate Futures | 8.45am to 5.00pm |
| SGX MSCI Singapore Index Futures/SGX Straits Times Index Futures | 8.30am to 5.10pm |
| MSCI Singapore Index Options | 8.30am to 5.15pm |
| SGX MSCI Taiwan Index Futures | 8.45am to 1.45pm |
| SGX MSCI Taiwan Index Options | 8.45am to 1.50pm |
| SGX MSCI Thailand Index Futures | 9.00am to 6.05pm |
| SGX THB/USD FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX USD/CNH FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX USD/JPY (Standard) FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX USD/JPY (Titan) FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX USD/SGD FX Futures | 7.40am to 7.30pm |
| SGX CNY/SGD FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX EUR/CNH FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX SGD/CNH FX Futures | 7.40am to 5.55pm |
| SGX TWD/USD FX Futures | 7.40am to 5.55pm |

〔出所〕 SGX

デリバティブ市場取引推移

(単位：枚数)

| 年 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 取引合計 | 60,718,618 | 72,055,491 | 80,210,617 | 112,077,267 | 120,398,368 |
| 1日平均取引 | 245,364 | 293,358 | 326,595 | 459,362 | 492,544 |

〔出所〕 SGX

8. 政府系企業群とテマセク・ホールディングス 政府系企業（GLC）は「政府が、政府の持ち株会社であるテマセク・ホールディングスあるいは他の行政機関、法定機関を通して20%以上の議決権株を保有する企業」と定義される。

シンガポール政府はマレーシア連邦から独立した後、産業育成・市場形成を目的に政府系企業（GLC）を設立し、国内産業の発展及び海外企業を誘致する機能を担わせていったが、それらを集中的に管理するために政府は1974年に財務省の傘下にテマセクを設立した。当初はGLC企業群のモニタリングと財務省への報告であったが、1979年にM&Aによる投資計画を掲げ、設立時は国内GLC36社で構成されていたポートフォリオは、その後海外企業への投資も進めることで変遷し、アジア市場へのプレゼンスを高めている。

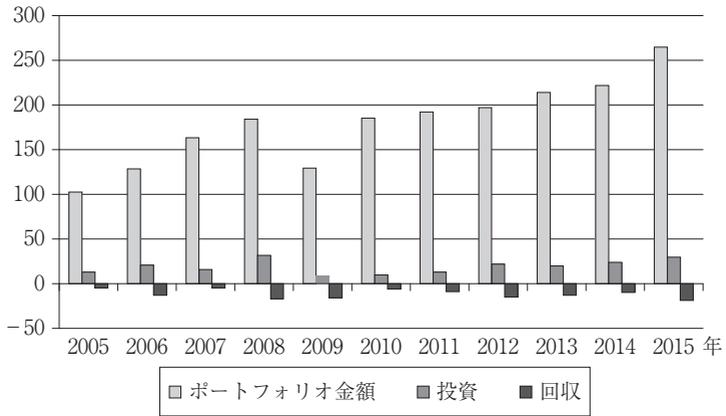
テマセクは経営スタイルには、公的企業であっても独立採算制を求め積極的なリスクテイクを求めるなど企業を競争環境にさらす方針、株主権利により取締役等人事面での管理を実施、グローバルな事業展開を奨励、またポートフォリオの編成において株式売買やIPOの実施による投資収益等を通じた運用資産額の積み上げを行う、といった特徴が挙げられる。

テマセクの投資先としてグローバルに事業展開している国内企業ではASEAN諸国への通信事業展開を進めるシンガポール・テレコムや、世界的に不動産開発事業を手掛けるキャピタランド、また国際的な評価を得ているシンガポール航空等が挙げられるが、国家が小国であることが競争力や国際展開が奨励される背景の一つと指摘できる。

株式売買やIPOの実施については、シンガポール証券市場の活性化や流動性に寄与するものであり、また企業が国際展開のために他社と戦略的な提携を企図する際には、株式比率を下げるなどオープンな方針をとっており、シンガポール・ナショナル・プリンターズなどの株式売却が実施されてきた。

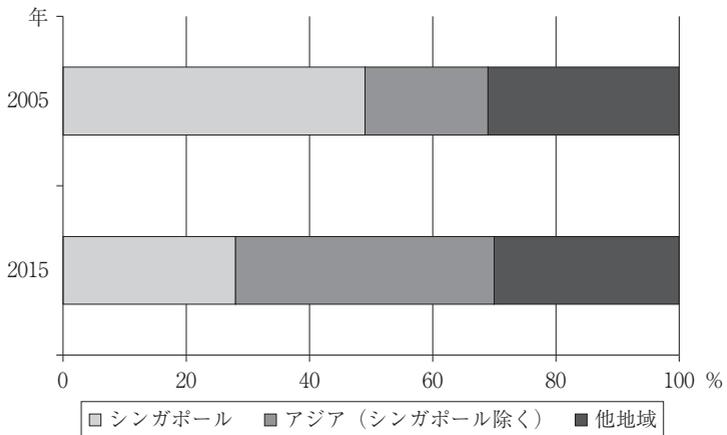
テマセクによる株式売却によってGLCの民営化が推進される。このことによって政府による民業圧迫を回避し、また政府としても民間主導による新産業・人材の育成に向けた支援策を提供している。

ポートフォリオ推移



〔出所〕 Temasek

投資地域内訳



〔出所〕 Temasek

9. 株価指数 シンガポール株式市場で使用されている代表的な株価指数はST指数 (Straits Times Index) である。

シンガポール証券取引所に上場する銘柄のうち、上位30銘柄で構成される時価総額加重平均型株価指数となっている。算出はFTSEグループが行い、FTSEグループとシンガポール証券取引所、SPH Data Services Pte Ltdの共同名義で公表されている。

1966年にST工業指数 (Straits Times Industrial Index) の名称で算出が開始されたが、同指数はダウ式修正株価平均方式の株価指数であったため、値高株に指数全体の動きが影響されやすいものであった。また、採用銘柄が製造業中心であり、シンガポール市場全体の動向を必ずしも反映していないという面もあった。そこで98年8月から現在の方式の指数が開発され使用されることになった。なお同指数の過去データは85年まで遡及されている。当初の採用銘柄数は55銘柄で旧来の製造業偏重ではなく、商業や金融、不動産などセクターは万遍なく広がり、取引所の時価総額の6割程度、日々の取引量の78%を占める銘柄群で構成された。

ST指数は2001年9月に21銘柄が取り除かれ14銘柄が新たに採用されるという大幅な変更が加えられたほか、定期的に銘柄入れ替えが行われてきている。07年8月には現在の共同名義であるSPHとSGX、FTSEグループとの間でFTSEの算出方式に基づく指数に再計算され、構成銘柄もメインボード上場の優良銘柄30銘柄での構成となり、08年1月から導入されている。また、ST指数に加えてST配当指数や規模別指数などの特定指数や業種指数が開発された。

ほかにMSCIによるMSCIシンガポール指数が利用されており、SGX-DTでは先物指数の取引もされている。MSCIは2000年12月に、これまでの時価総額加重平均による作成方法から浮動株比率を考慮した時価総額加重平均で作成する方法へ移行することを発表し、02年5月末から新方式による指数算出がされている。なお、FT指数はFTSEグループにより規定される産業分類ベンチマークであるICB (Industry Classification Benchmark) 方式に基づいて指数計算がなされている。

ST 指数採用銘柄

| 名 称 | 業種 (GICS分類) | ウェイト (%) |
|------------------------|-------------|-------------|
| DBSグループ・ホールディングス | 銀行 | 12.89 |
| オーバーシー・チャイニーズ銀行 | 銀行 | 12.54 |
| シンガポール・テレコム | 各種電気通信サービス | 11.75 |
| ユナイテッド・オーバーシーズ銀行 | 銀行 | 9.95 |
| 香港ランド・ホールディングス | 不動産管理・開発 | 4.93 |
| ケッペル | コングロマリット | 4.31 |
| キャピタランド | 不動産管理・開発 | 3.03 |
| タイ・ビバレッジ | 飲料 | 2.99 |
| グローバル・ロジスティック・プロパティーズ | 不動産管理・開発 | 2.78 |
| シンガポール・プレス・ホールディングス | メディア | 2.73 |
| コンフォートデルグロ | 陸運・鉄道 | 2.61 |
| シンガポール取引所 | 各種金融サービス | 2.58 |
| ウィルマー・インターナショナル | 食品 | 2.41 |
| シンガポール航空 | 旅客航空輸送業 | 2.41 |
| キャピタランド・モール・トラスト | 不動産投資信託 | 2.20 |
| シンガポール・テクノロジーエンジニアリング | 航空宇宙・防衛 | 2.06 |
| アセダス REIT | 不動産投資信託 | 2.05 |
| シティ・デベロップメンツ | 不動産管理・開発 | 2.03 |
| ゲンティン・シンガポール | ホテル・レストラン | 1.97 |
| ハチソン・ポート・ホールディングス・トラスト | 運送インフラ | 1.77 |
| セムコープ・インダストリーズ | コングロマリット | 1.38 |
| ジャーディン・サイクル&キャリッジ | 販売 | 1.33 |
| UOLグループ | 不動産管理・開発 | 1.26 |
| SATS | 運送インフラ | 1.08 |
| ヤンジジャン・シップビルディングHldg | 機械 | 1.05 |
| ゴールデン・アグリリソース | 食品 | 0.95 |
| スターハブ | 無線通信サービス | 0.91 |
| セムコープ・マリン | 機械 | 0.85 |
| ノーブル・グループ | 商社・流通業 | 0.82 |
| SIA エンジニアリング・カンパニー | 運送インフラ | 0.37 |

(注) 2015年9月末時点

[出所] Bloomberg

第2章 証券取引システム

1. 証券取引所 シンガポール取引所は1999年12月に株式会社形態へ移行している。それまでのSESとSIMEX、証券清算機関（SCCS）の会員が廃止され、新規株式がこの3社の会員に発行されることとなった。こうして3社に保有されていたすべての試算はSGXに移管されている。2000年11月にはSGX自身がアジア太平洋地域では1998年のオーストラリア証券取引所に次いで2番目の株式上場証券取引所となっている。メインボードへの上場によってSGXはST指数やMSCIシンガポール指数の構成銘柄となっている。SGX-STは現在25社の会員で、SGX-DTは48社で構成されている。2002年10月には証券取引と先物取引とにかかると法律を先物証券取引法として一本化し、シンガポール金融管理局（MAS）はSGX-STとSGX-DT会員に対して一つのライセンスで現物及び先物の両業務を行えるCMSライセンスを発行、先物取引・決済、現物株取引・決済、ファンドマネジメント業務、引受業務が出来るようになってきている。現物市場と先物市場の統合は、国際的に競争力のある商品開発や費用共有によるコスト削減に寄与するものと期待される。

SGXは外国人投資家の参加や外国企業のSGX上場を促すため、世界との連携強化を進めている。シカゴ商品取引所とは1984年以来提携しており、2006年にはジョイントベンチャーとしてアジア・デリバティブ取引所を創設（その後07年にSGXに取引移管）した。また09年にはChi-X Global社との間にジョイントベンチャーとなるChi-X Asiaを設立、10年にはMASから取引所外取引の一種であるダークプール取引のプラットフォーム運営認可を得ている。その他2000年にはインドのNSEと提携しS&P CNX Nifty株価指数の先物・オプション取引を導入、ナスダックOMXグループとはシステム面等で連携を深めている。また、08年には北京に駐在員事務所を設置し、積極的に中国籍企業の上場勧誘に乗り出している。他にもオーストラリア証券取引所との相互接続の実現や、東京証券取引所との連携強化の意欲を示すなど、近隣諸国との連携に意欲的である。また、上場企業のサステナビリティ報告の透明性強化の計画を示すなど、高いコーポレートガバナンス基準の実践を促進し、投資家向け情報開示と透明性強化に積極的な姿勢を示している。

SGX-STの法人会員

| | |
|---|--|
| ABN Amro Clearing Singapore | KGI Fraser Securities |
| BNP Paribas Securities (Singapore) | Lim & Tan Securities |
| CIMB Securities (Singapore) | Macquarie Capital Securities (Singapore) |
| Citigroup Global Markets Singapore Securities | Maybank Kim Eng Securities |
| CLSA Singapore | Merrill Lynch (Singapore) |
| Credit Suisse Securities (Singapore) | Morgan Stanley Asia (Singapore) |
| Daiwa Capital Markets Investment Services | OCBC Securities |
| DBS Vickers Securities (Singapore) | Phillip Securities |
| Goldman Sachs Futures | RHB Securities Singapore |
| Haitong International Securities (singapore) | UBS Securities |
| HSBC Securities (singapore) | UOB Bullion And Futures |
| Instinet Singapore Services Private Limited | UOB Kay Hian |
| JP Morgan Securities Singapore | |

SGX-DTの法人会員

| | |
|---|-----------------------------------|
| ABN Amro Clearing Bank N.V | KGI Ong Capital |
| Barclays Capital Futures (singapore) | Lim & Tan Securities |
| BNP Paribas Securities (singapore) | Marigold International Securities |
| Bright Smart Futures & Commodities Company | Masterlink Futures Corporation |
| Capital Futures Corporation | Maybank Kim Eng Securities |
| Celestial Commodities | Merrill Lynch (Singapore) |
| China Xin Yongan Futures Company | Mizuho Securities (singapore) |
| CIMB Securities (singapore) | Morgan Stanley Asia (singapore) |
| Citigroup Global Markets Singapore Securities | Newedge Financial Singapore |
| CLSA Singapore | Nomura Securities Singapore |
| Concord Futures Corp | OCBC Securities |
| Credit Suisse Securities (singapore) | Phillip Futures |
| DBS Vickers Securities (singapore) | President Futures Corporation |
| Deutsche Futures Singapore | Quam Securities |
| Emperor Futures | Rakuten Securities |
| Fubon Futures | RHB Securities Singapore |
| G.H. Financials | Sinopac Futures |
| GF Futures (Hong Kong) | Sunrise Brokers (Hong Kong) |
| Goldman Sachs Futures | The HongKong And Shanghai Banking |
| Haitong International Securities (singapore) | UBS Futures Singapore |
| HGNH International Futures | UBS Securities |
| JP Morgan Securities Singapore | UOB Bullion And Futures |
| KGI Fraser Securities | UOB Kay Hian |
| KGI Futures | Yuanta Futures |

〔出所〕 SGX

2. 取引所上場基準 シンガポール取引所ではメインボードとカタリストとで2つの上場基準が存在する。企業にとっては上場によってアジアでの事業展開における資金調達や知名度向上に向けた選択肢として注目される。

シンガポール取引所はこれまで市場の活性化やMASが目指す資産運用機能の育成に沿う形で上場基準についての規制緩和を進めてきている。

メインボード メインボードは目論見書の作成をもって取引所による上場審査が行われる。上場はプライマリー上場、セカンダリー上場の2つの形態がある。財務等要件としては3つの基準が設けられており、いずれかを満たすことが求められる。また、上場時の株主数の基準においても必要とする株主数が500名とされているが、高成長が期待される新規上場企業を考慮し、2009年に従来の1,000人から引き下げられている。その他時価総額に応じた一定の浮動株比率の必要性が求められており、また上場時における株式の売却制限は無いが、上場後における売却制限が課されている。

カタリスト カタリストは07年に創設された新興・成長企業向け市場であり、創業間もない新興企業でも上場できるように、上場基準はメインボードに比べて緩和されている。申請時は目論見書に代わり募集書類を作成し、上場審査もSGXではなく認定スポンサーがSGXに変わり上場適格性などを審査し、説明責任を負う。またメインボードのような利益基準はなく、上場申請時に上場後12ヵ月間の十分な運転資本を有すればその事業実績等は問われない形となっている。このように上場に際した制限が少ない一方で、大株主による上場時の株式売却制限を課すことで、意図的に質の悪い企業を上場させる等の事態を回避することが意図されている。

上場の審査期間はメインボードでは10週間程度、カタリストは5～6週間となっている。なお、カタリストに上場する企業がメインボードへ移行することも認められている。メインボードへの移行は、①カタリストに2年以上上場し、②メインボードの財務基準をクリアし、③株主総会の特別決議によりメインボードへの移行についての承認を得る等の要件を満たすことが求められている。

メインボードとカタリスト市場の上場基準

| | メインボード | カタリスト |
|----------|--|--|
| 申請時 | <ul style="list-style-type: none"> ・目論見書の作成が必要 ・取引所による上場審査 | <ul style="list-style-type: none"> ・募集書類の作成が必要 ・スポンサーによる上場審査 |
| 上場形態 | <ul style="list-style-type: none"> ・プライマリー上場もしくはセカンダリー上場 ・原株、預託証券での上場が可能。イントロダクション方式も可能 | <ul style="list-style-type: none"> ・プライマリー上場のみ ・原株の上場のみ可能 |
| 財務等要件 | <p>以下3つのうちいずれかの基準を満たす必要</p> <ol style="list-style-type: none"> ① 3年以上の事業実績、かつ直近会計年度に3,000万Sドル以上の連結税前利益を計上すること ② 3年以上の事業実績、かつ直近会計年度に連結税前利益を計上、上場時の時価総額が1.5億Sドル以上あること ③ 1年以上の事業実績、かつ直近会計年度に営業収益を計上、上場時の時価総額が3億Sドル以上あること | <p>利益基準はない。</p> <p>ただし、上場申請時に上場後12ヵ月間の十分な運転資本を有すること</p> |
| 株主数 | <ul style="list-style-type: none"> ・プライマリー上場では500名以上の株主が必要 ・セカンダリー上場では全世界で500名以上の株主が必要。ただし上場市場間で株式移転の仕組みがない場合はシンガポールに500名以上または全世界で1,000名以上の株主が必要 | 200名以上の株主が必要 |
| 浮動株比率 | 時価総額に応じて12～25%以上の浮動株比率が必要 | 15%以上の浮動株比率が必要 |
| 上場時の売却制限 | 無し | 上場時に発起人全員の株式保有比率が50%超の場合、50%を超える部分の株式の未売却可能。同比率が50%未満の場合売却不可 |
| 上場後の売却制限 | <ul style="list-style-type: none"> ・発起人は上場後6ヵ月間保有株式を売却できない。またその後6ヵ月間も保有株式の50%までしか売却できない ・上場前12ヵ月以内に株式を取得した株主は値上がり益部分については上場後6ヵ月間は売却できない | <ul style="list-style-type: none"> ・発起人は上場後6ヵ月間保有株式を売却出来ない。またその後6ヵ月間も保有株式の50%までしか売却できない ・上場前12ヵ月以内に株式を取得した株主は、値上がり益部分については上場後12ヵ月間売却できない |

〔出所〕 SGXより三菱UFJモルガンスタンレーPB証券作成

3. 売 買 売買は、月曜日から金曜日の午前9時から午後5時となっている。加えて午前8時半から9時までの30分間はプレオープン、午後5時から5時6分まではプレクローズとして開かれている。シンガポールの祝日に売買は行われず、日曜日が祝日となる場合には翌月曜日が祝日として休場となる。その他クリスマスイブや新年、中国の旧正月時期は9時から12時半までの短縮取引となっている。

取引は2015年1月からこれまでの1,000株単位から100株単位に変更されており、単位株市場では大半の株式や証券が100株単位で取引されている。単位株市場における端株については別途個別単元市場（Unit Share Market）が利用されるが、両市場での取引は一つの約定として取引可能となっている。またSGXは11年7月から投資家のコスト低減及び投資機会向上のために売値と買値のスプレッドを縮小させる呼び値の単位変更を実施している。またスプレッドの縮小と共にすべての証券の注文価格レンジが拡大された。15年3月からは新たな制度としてSGXはメインボード上場企業に最低取引価格として0.2Sドルを要求している。一定のタイミングでレビューされることになるが、レビュー時点までの6ヵ月間の売買高加重平均価格で0.2Sドルを維持できないとウォッチリスト入りし、36ヵ月以内には是正されないと上場廃止とされる。これは、投資家が低位な価格では大量の売買が可能となる中で、同銘柄の価格変動性が高くなることで、投機や市場操作のリスクを勘案した措置とされている。

なお、2008年7月からより迅速な取引が可能なクエストST（Quest-ST）に証券取引システムが切り替えられている。同システムで売買が執行されると、次に中央預託機構（CDP：Central Depository Pte Ltd）による振替決済が行われる。全株式がCDPを通じ口座間の残高振替により決済されるため、株券が物理的に移動することはない（スクリップレスシステム）。受渡しまでの期間は、(T+3)となっている。

株式の取引コストについては2000年10月に委託手数料が完全自由化された。その他コストとして清算代金が約定代金の0.0325%（最高600Sドルまで）、取引代金が約定代金の0.0075%、消費税（委託手数料、清算代金の7%・非居住者は免除）がある。

取引時間

| | | |
|--------|-------------------|-------------------|
| プレオープン | 8 : 30AM | 8 : 58 - 8 : 59AM |
| 取消不可 | 8 : 58 - 8 : 59AM | 9 : 00AM |
| 開始 | 9 : 00AM | 5 : 00PM |
| プレクローズ | 5 : 00PM | 5 : 04 - 5 : 05PM |
| 取消不可 | 5 : 04 - 5 : 05PM | 5 : 06PM |
| 終了 | 5 : 06PM | |

呼び値単位

株式, デリバティブ (ETF・債券除く)

| 価格レンジ | 呼び値単位 | 価格レンジ |
|---------------|--------|--------------|
| 0.2Sドル未満 | 0.1セント | + / - 20ティック |
| 0.2Sドル～1Sドル未満 | 0.5セント | |
| 1Sドル～2Sドル未満 | 0.5セント | |
| 2Sドル～10Sドル未満 | 1セント | |
| 10Sドル以上 | 1セント | |

債券

| 既発債 | | 新発債 | |
|------------|----------|---------------------|-------------|
| 価格単位 (Sドル) | 価格レンジ | 価格単位 (Sドル) | 価格レンジ |
| 0.001 | + / - 30 | 0.01か0.001 (SGXが決定) | + / - 30 |
| - | - | 0.001 | + / - 1,000 |

〔出所〕 SGX

4. ディスクロージャー SGXは投資家保護や市場の信頼性維持のために各種規制・監視を行っている。日々の取引において会社法及び証券先物法に違反する行為はMASや商務省（Commercial Affairs Department）に通知され調査対象となる。また、上場企業について上場規則や取引・清算規則に沿ったコンプライアンスの監督を行い、悪質と判断される場合は懲罰委員会の動議にかかることとなっている。

SGXは企業に対して国際基準に応じて適宜ディスクロージャーを求めている。これは公平かつ公正な証券取引市場の運営に不可欠との考えに基づいており、情報開示に関するポリシーが示されている。上場企業は子会社や関連会社を含め、取引所や株主に対して、当該企業の評価や適正な価格形成に必要で重要な情報を、可能な限り公開しなければならない。重要な情報とは、事業にかかわるものや、株価や投資家の意思決定に重要な影響を及ぼし得ると考えられるものを指し、SGXはディスクロージャーが求められる事例について具体的に示すとともに、公表内容についての明瞭さ、簡潔さ等についても要請している。

新聞、証券会社による市場レポート、または口頭で、自社の株価に影響を与える、もしくは投資家の意思決定に影響を与えると考えられる情報が流布している場合、上場企業はできる限り早くその情報の真意を明らかにしなければならない。市場において異常な取引が見られたとき、当該企業はその原因を調査し取引所への報告が求められる。

インサイダー取引については、上場企業の内部関係者は一般投資家が取得不可能な重要情報をもとに当該企業の株の売買を行ってはならず、また、上場企業の内部関係者は、重要情報が公開された後も、その情報が広く一般に広まり評価がなされるまで、取引を慎むべきであると厳格に規制が課されている。なお、SGXは上場企業の役職員の行動規範として「Best Practice Guide」を公表している。

SGXは上場企業に対し、自社証券の売買動向をモニターし、異常な取引活動が行われていないかを注視するように要請しており、その対処方法についてのポリシーが示されている。

ディスクロージャーが求められる事例

①事業合併・合併・買収、②配当や収益の発表、③短期業績見通しの大幅修正、④株式分割、⑤重要な契約の獲得・喪失、⑥重要な資産購入・売却、⑦重要な新製品及び新発見の発表、⑧公募及び私募による証券発行、⑨経営陣の交代、⑩証券の償還、⑪主要な借り入れ、⑫契約の不履行発生、⑬主な訴訟、⑭主要な投資計画の変更、⑮他企業の株式公開買い付け、⑯グループの財務状況に大きな影響を及ぼす資産査定

公表内容についての要請事項

①事実に基づき明瞭簡潔、②投資家が当該企業を評価するのに十分な定量的情報を含む、③公正であること、④過度の専門用語は避け一般に理解されるものであること、⑤発行体の将来への見通しへの影響や効果を説明すること（説明できない場合はその理由を示す）

内部関係者とは

内部関係者とは、内部情報を公表する以前にその情報を入手しうる立場にいる全てのものを指す。具体的には、重要株主、重役、役員、従業員、弁護士、会計士、銀行、投資銀行、PRコンサルタント、広告代理店、コンサルタント、評価機関（Valuers）などである。その配偶者、直接の親族、内部関係者の支配下に置かれたもの、も同じように内部関係者とみなされる。取引や買収の交渉相手も、内部関係者とみなされる場合がある。

異常情報への対処方法

市場において異常な取引が見られたとき、当該企業はその原因を調査し取引所へ報告が求められる。情報漏えいによるものであれば、当該事項を直ちに公表しなければならない。原因を明らかにできない場合、未公表の重要情報は存在しないことを明白にするのが望ましい。

第3章 証券規制と税制

1. 証券関連規制

自社株買い

SGXは自社株買いについて規則を示している。

自社株買いは事前に株主総会での承認を必要とし、市場での自社株買い（オンマーケット）と市場外自社株買い（オフザマーケット）の2通りの方法がある。オンマーケットの場合、自社株買いの承認において総発行済み普通株式数の10%までの自社株買いが認められる。株主総会での承認においては、会社法での求められる情報の開示、自社株買いの理由、企業取得にあたる場合はその旨、自社株買いが上場に影響を及ぼすか、過去12ヶ月の自社株買いの詳細、取りやめの可能性や自己株式として保有されるか、等の情報開示が必要となる。

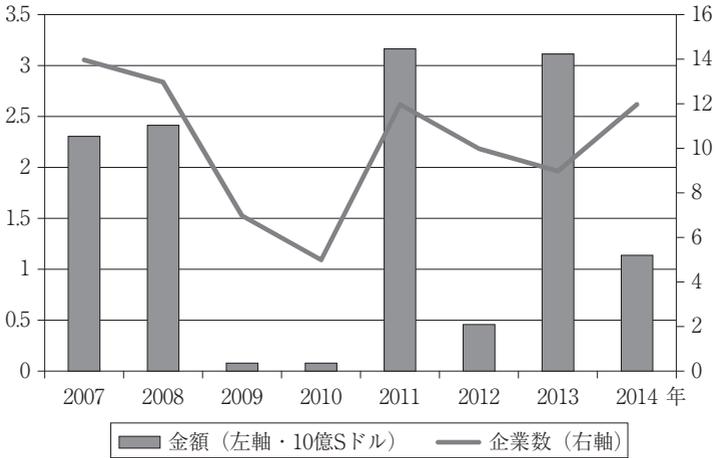
企業は過去5日間の平均終値の105%を上回らない価格で買い付けを実施する。オフザマーケットを行う場合、企業は全株主にオファーに関する規約と条件、受け入れ期間や手続きについて等を記載したオファー文書を発行しなくてはならない。

自社株買いを行った企業は、自社株買いの詳細について速やかにSGXおよび市場に知らしめる義務がある。オンマーケットの場合は、自社株買いを実施した翌営業日午前9時まで、オフマーケットの場合は第2営業日の午前9時が期限とされている。

買収・合併

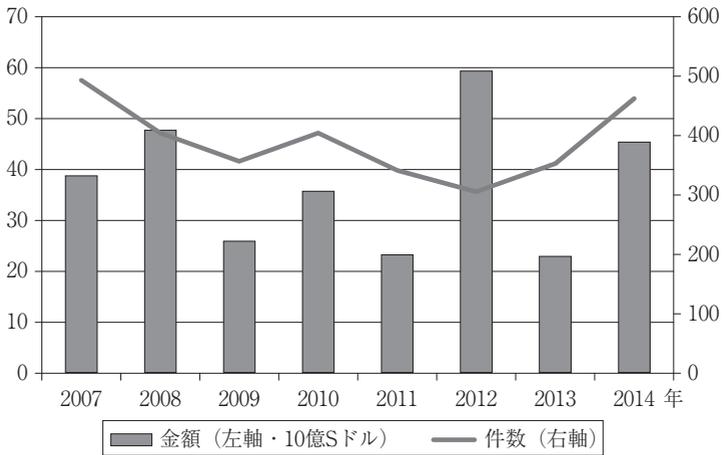
MASは買収・合併について規則を定め、すべての株主に対して公平公正となる措置、買収等について十分な情報や検討時間を提示することを求めている。この規則は、上場企業やREITに対して適用されるが、未上場企業のうち株主が50人を超える、純資産が500万Sドル以上の純資産を持つ未上場企業も規則の内容や精神を適宜順守するように求められ、その他未上場企業には適用されない。なお、2000年以降の部分買収提案の解禁によって企業再編が促進されることになっている。

自社株買い推移 (STIインデックス構成銘柄)



〔出所〕 Bloomberg

M&A金額・件数推移



〔出所〕 Bloomberg

2. 証券税制

配当課税

2008年1月から、シンガポール企業はワンティアシステム（One-Tier System）による免税の配当金を支払っている。これは課税が法人レベルで終了し、株主の受取配当金は免税されている。08年1月以降のシンガポール企業による配当、04年1月以降のシンガポールにおける外国企業からの配当、またREITやユニットトラストも配当は免税となる。なお、ワンティアシステムが適用されずに課税対象となる配当は、企業組合、シンガポールでのパートナーシップを通して個人により支払われる外国からの配当やREITの配当等がある。

そのほか、認可・免許ある銀行からの利子所得は非課税、国債のクーポン収入も原則非課税となっている。

キャピタル・ゲイン課税

原則非課税である。資本取引と損益取引は税務上の取り扱いが異なり、資本取引から発生する有価証券のキャピタル・ゲインおよびキャピタル・ロスは、税務会計上課税所得から除外される。従って、有価証券を主要事業としていない限り、キャピタル・ゲインは非課税とされる。逆にキャピタル・ロスは損金として所得排除されない。

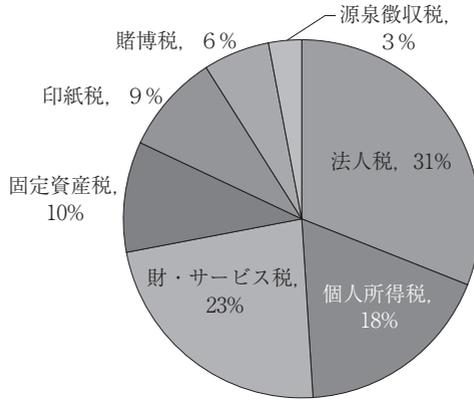
居住者と非居住者

シンガポール国内で事業の経営および管理を行っている企業は、シンガポールの居住法人とみなされる。内国歳入庁（IRAS）が判断するが、外国企業のシンガポール支店は海外にある本店によって経営および管理が掌握されていることから、通常居住法人とはみなされない。

個人は、個人がシンガポールで家族と生活しているか、シンガポールに住居があるか、個人が物理的に年間183日シンガポールに居住またはシンガポールで就労しているか、といった点などにより判断される。

なお、繰り返し発生する性質のもので所得とみなすことのできるものは所得税の課税対象となる。また企業が保有する関連会社の株式の売却時における譲渡所得は、売却前に最低24ヵ月以上にわたり、20%以上の株式保有率を維持している場合にはキャピタル・ゲインに該当することとされ、課税所得の対象から除外される。これに該当しない場合にはキャピタル・ゲイン判定を行う。

シンガポールの租税構造



〔出所〕 IRAS

税率の推移

| 賦課年度 | 法人税率 | 個人所得税率 |
|------|------|--------|
| 2006 | 20% | 21% |
| 2007 | 20% | 20% |
| 2008 | 20% | 20% |
| 2009 | 18% | 20% |
| 2010 | 18% | 20% |
| 2011 | 17% | 20% |
| 2012 | 17% | 20% |
| 2013 | 17% | 20% |
| 2014 | 17% | 20% |
| 2015 | 17% | 20% |
| 2016 | 17% | 20% |

〔出所〕 IRAS

第6編 アセアンの証券市場

- (注) アセアン加盟国 (全10ヵ国)
インドネシア, カンボジア, シンガポール, タイ, フィルピン,
ブルネイ, ベトナム, マレーシア, ミャンマー, ラオス
(インドネシア (前掲), ブルネイを除く8ヵ国を掲載)

第1章 タイの証券市場

1. 証券市場の歴史・概況 1962年、タイで初めての証券取引所となるバンコク証券取引所 (Bangkok Stock Exchange: BSE) が設立された。しかし、70年代初頭には株式取引が急激に落ち込み、同取引所は業務停止に陥った。原因としては、タイ政府のサポートが欠如していた点に加え、株式取引を理解していた投資家数が少なかった点が指摘される。

ただ、資本市場育成に向けた調査や制度設計はBSEが苦境に陥った中でも着実に進められていた。例えば、70年にコロンビア大学のロビンス教授によって作成された包括的な調査報告書は、後にタイの資本市場を発展させる上でのマスタープランとなった。このような過程を通じ、74年には「タイ証券取引所 (The Securities Exchange of Thailand: SET) の設立に係る法律」が制定され、翌75年には公式に取引が開始された。

2015年10月現在、タイの株式市場にはSET市場と99年に開設された Market for Alternative Investment (mai) 市場が存在する。SET市場に上場する銘柄の多くは大企業が多く、またタイを代表する株式指数であるSET指数はこれらの銘柄から算出されている。他方、mai市場に上場する銘柄は、中小・ベンチャー企業が中心である。SET市場とmai市場の関係は、日本の東証第一部とマザーズ (あるいはジャスダック) のそれに近い。

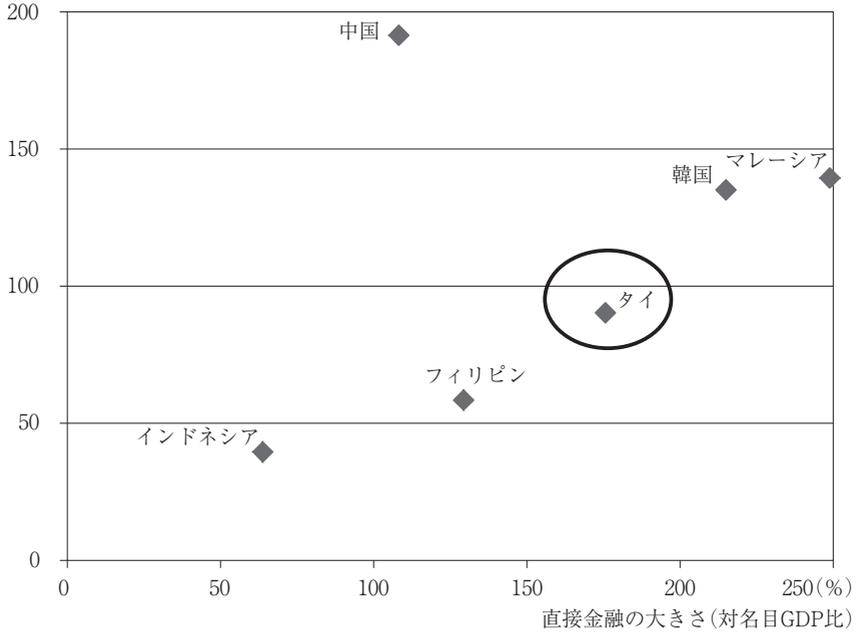
債券取引は依然として店頭取引が中心であり、03年にSET内に設立された Bond Electronic Exchange (BEX) 市場を通じた取引は限定的である。また、国債市場は、97年に発生したアジア通貨危機を契機に大きく拡大した。具体的には、中銀傘下の金融機関発展基金 (Financial Institutions Development Fund: FIDF) が同国の金融機関が被った損失を吸収し、これを補填するために債券を発行した経緯があった。

証券セクターの監督・規制機関は、92年に成立した証券取引法を受けて誕生したタイ証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission Thailand: SEC) である。SECはタイ証券取引所と協力しつつ、上場審査や財務諸表の公開、投資家保護を行っている。さらに、SECはインサイダー取引や相場操縦などといった違反行為に対し、法的措置を取る場合もある。

各国の直接金融・間接金融の規模

間接金融の大きさ(対名目GDP比)

(%)



(注) 1. 直接金融の大きさ = 株式時価総額 + 債券発行残高

2. 間接金融の大きさ = M2

[出所] Asian Bond Online, 各国統計局, 各国中央銀行, 各国証券取引所, Haver Analyticsより大和総研作成

証券市場の主な監督・監視機関

| 証券市場の主な監督・監視機関 | |
|--|--|
| 発行市場 | 流通市場 |
| <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;"> ・タイ証券取引委員会 (SEC) </div> | |
| | <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;"> ・タイ証券取引所 (SET) </div> |
| | <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content; margin: 0 auto;"> ・タイ債券市場協会 (TBMA) ※債券のみ </div> |

[出所] タイ証券取引所 (SET) 等より大和総研作成

2. 株式発行市場 タイの株式市場（SET市場、mai市場）に上場する手続きは以下のステップに分けることができる。

- ① ファイナンシャルアドバイザー等を選任する。
- ② 会社形態を公開株式会社へ転換する。
- ③ IPO及び上場を申請する。
- ④ 株式を発行して、上場に必要少数株主比率を満たす。
- ⑤ 上場手続きが完了し、取引が開始される。

また、上場基準の主な項目としては、①IPO後の払込資本金額、②直近の純利益or時価総額、③事業の継続年数、④浮動株比率、等が挙げられる。なお、中小・ベンチャー企業向けの株式市場であるmai市場の上場基準は、SET市場のそれと比較して低いハードルに設定されている。さらに、タイの資本市場に有益な影響を与える企業に関しては、SETの判断により、ケースバイケースで基準が緩和されることもある。

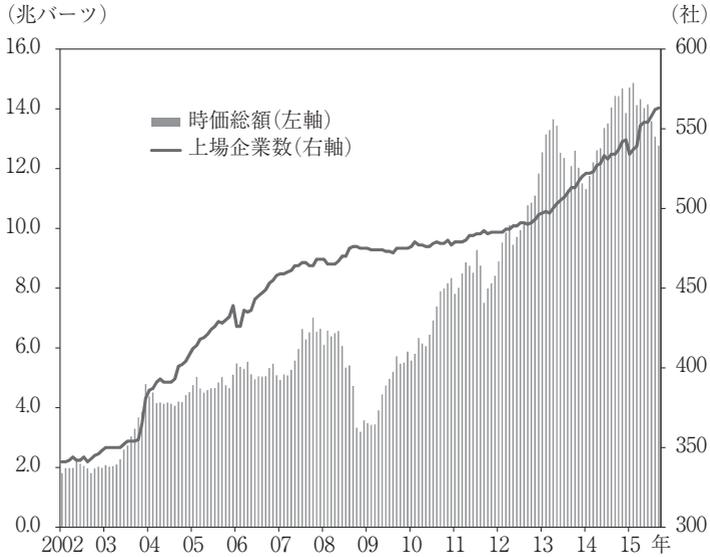
2015年9月末時点で、SET市場の上場企業数は563銘柄である。また、時価総額は12.8兆バーツ（約43.5兆円）であり、東証第一部（約509.8兆円）の8.5%に相当する規模となっている。

時価総額に占める割合が高い上位5業種は、銀行業（14.9%）、エネルギー業（10.3%）、無線通信サービス業（8.2%）、不動産管理・開発業（7.2%）、となっている。

時価総額に占める割合が高い上位5銘柄は、国有エネルギー企業であるタイ石油公社（5.4%）、通信サービス業のアドバンスト・インフォ・サービス（5.3%）、建設資材や石油化学製品等を扱うサイアム・セメント（4.4%）、タイで最も歴史が長い商業銀行であるサイアム商業銀行（3.6%）、タイでセブンイレブンを運営し、また同国最大級のコングロマリットであるチャロン・ポカパン（CP）グループの一角を占めるCPオール（3.4%）である。

上場企業は、アニュアルレポートや財務諸表等を定期的に開示する必要がある。加えて、配当の決定や取締役の変更等は適時に開示する義務が課されている。上場廃止基準としては、総資産の著しい減少、事業の停止、各種規制に対する違反、などが挙げられる。

SET市場における時価総額と上場企業数の推移



〔出所〕 Bloombergより大和総研作成

主な上場審査基準

| | SET市場 | mai市場 |
|------|--|---|
| 企業規模 | 払い込み資本金額が3億バツ以上 (IPO後) | 払い込み資本金額が2,000万バツ以上 (IPO後) |
| 事業 | 3年間以上の事業実績かつ1年間以上同一のマネジメント | 2年間以上の事業実績かつ1年間以上同一のマネジメント ※時価総額が10億バツ以上の場合、事業実績は1年間以上 |
| 利益 | 以下の①～③のすべてを満たす ※時価総額が50億バツ以上の場合、以下の利益基準は免除 ① 直近2年または3年間の累世純利益が5,000万バツ以上 ② 直近1年間の純利益が3,000万バツ以上 ③ 上場申請直前の四半期までの累積損益が黒字 | 以下の①、②双方を満たす ※時価総額が10億バツ以上の場合、以下の利益基準は免除 ① 直近1年間の純利益が黒字 ② 上場申請直前の四半期までの累積損益が黒字 |
| 浮動株 | 以下の①、②双方を満たす ① 少数株主1,000名以上 ② 以下のaまたはbの浮動株比率を満たす a. 払い込み資本金額が3億バツ～30億バツの場合：25%以上 b. 払い込み資本金額が30億バツ～の場合：20%以上 | 以下の①、②双方を満たす ① 少数株主300名以上 ② 浮動株比率が20%以上 |

〔出所〕 タイ証券取引所 (SET) より大和総研作成

3. 株式流通市場 タイを代表する株式指数はSET指数（日本のTOPIXに相当）である。SET指数はSET市場に上場する全銘柄の株価を時価総額で加重平均した指数であり、1975年4月30日の水準を100として算出される。また、時価総額が大きく、流動性の高い銘柄からSET50・100指数（日本の日経225に相当）が作成されている。その他の株式指数としては、産業・業種毎の指数や配当性向の高い銘柄から構成される指数が存在する。

また、2014年の投資家別の売買動向を見ると、個人投資家が占める割合は全体の59.1%までに達している一方、海外投資家の割合は21.9%、国内機関投資は9.5%、自己勘定取引は9.4%に留まる。

タイでは、外国人の株式保有割合を制限することを目的として、タイ人向けのL株、外国人向けのF株が発行される。外国人がL株に投資すること自体は可能であるが、議決権と配当請求権は得られない。一方、F株に投資した外国人はこれらの権利を享受できる。しかし、F株の売買はL株の売買と分離されているため、一般的に流動性が低く、また同一銘柄にもかかわらずL株より割高であるケースも多いという。

こうした問題に対処するため、2000年にはNVDR（Non-Voting Depository Receipts：無議決権預託証券）が導入された。NVDRの特徴として、株主としての議決権は持たないものの、配当請求権は保有することが挙げられる。さらに、NVDRのメリットとして、値動きはL株に連動している点や、流動性もF株よりも一般的に高いといった点、などが指摘できる。

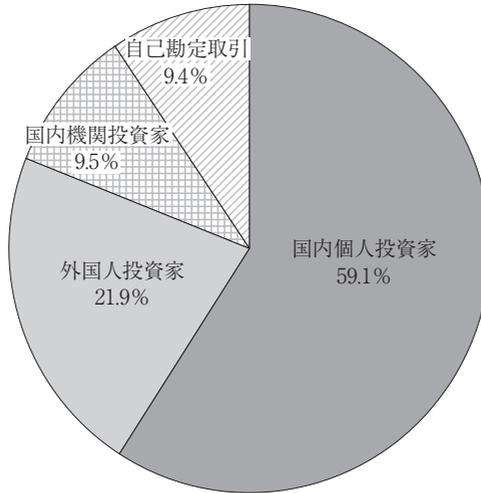
注文方式は成行・指値の双方が可能である。呼び値は株価に応じて0.01パーツ（株価が2パーツ未満の場合）から2パーツ（株価が400パーツ以上の場合）までの範囲に設定されている。決済サイクルはT+3（約定日の3日後に決済される）と定められている。

また、サーキットブレーカーは下記の2段階に分かれている。

第1段階：SET指数が前日の終値より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指数が前日の終値より20%下落した場合、全銘柄の取引が1時間停止される。

SET市場における株式売買金額の投資家別割合（2014年）



〔出所〕 タイ証券取引所（SET）より大和総研作成

L株、F株、NVDRが持つ性質の違い

| | タイ人が保有する場合 | | タイ人以外が保有する場合 | |
|------|------------|-------|--------------|-------|
| | 議決権 | 配当請求権 | 議決権 | 配当請求権 |
| L株 | ○ | ○ | × | × |
| F株 | × | × | ○ | ○ |
| NVDR | × | ○ | × | ○ |

〔出所〕 タイ証券取引所（SET）より大和総研作成

4. 債券市場 タイの国債は以下の4種類から構成されている。①財務省証券（T-Bills）：満期が1年未満の割引債。②国債（Government bonds）：財務省発行の中長期債。政府の財政赤字を補填するために発行される。③中央銀行債（BOT：Bank of Thailand bonds）：中銀が金融政策の達成に向け、流動性や金利を調整するために発行する債券。また、中銀傘下の金融機関発展基金（Financial Institutions Development Fund：FDIF）が、金融システムの安定性を維持することを目的にFDIF債（FIDF Bonds）を発行するケースもある。④国有企業債（State Owned Enterprise（SOE）bonds）：国有企業によって発行される中長期債。政府保証が付くケースと付かないケースがある。

社債の形態としては、固定利付債、変動利付債に加え、定時償還社債や転換社債等が存在する。社債を発行する際には、SECによる承認が要求される。加えて、格付機関であるフィッチ・レーティングスまたはタイ格付け・情報サービス（Thai Rating and Information Services：TRIS）から信用格付けを得ることが原則として義務付けられている。ただし、例外として①投資家が10人以下の場合、②発行額が1億バーツを超えない場合、③債権者が債務の再編を行う場合、に関しては信用格付けを取得する必要はない。

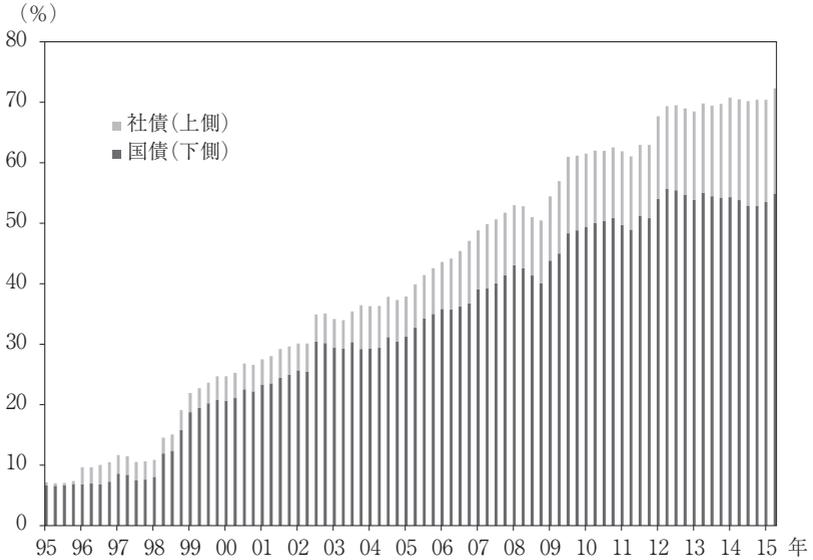
金融仲介機関はすべての債券取引をタイ債券市場協会（Thai Bond Market Association：BMA）に報告する必要がある。BMAはこの取引情報を集計し、その日の終わりに価格を公表する。この価格は市場参考価格として使用されている。

債券発行残高では国債の存在感が大きい。2015年6月に国債の発行残高は対名目GDP比で54.9%に達した一方、社債は同17.4%に留まる。なお、社債の発行残高を業種別に見ると、金融業とエネルギー業の2業種合計で50%近くに達していることが観察される。

タイの債券売買は電話や店頭で行われるケースが多く、タイ証券取引所内に設置されているBEX市場で行われる取引数はあまり多くはない。

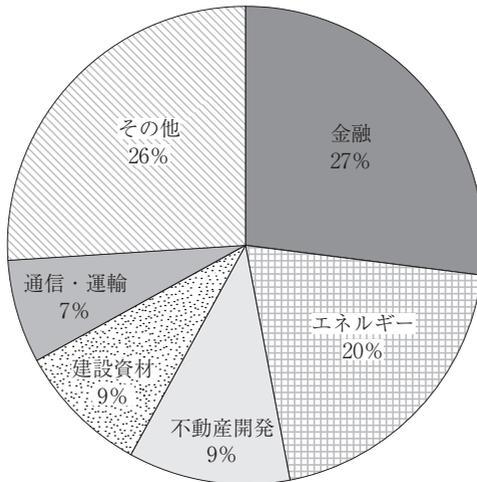
BMAによれば、14年に行われた債券取引の95%以上は国債が占めており、その内70%近くは中央銀行債の取引である。投資主体別では銀行・保険会社・政府年金基金・ミューチュアルファンド・退職年金基金、といった機関投資家を中心である。

債券の発行残高の推移（対名目GDP比）



〔出所〕 Asian Bond Online より大和総研作成

社債発行残高の業種別シェア（2014年）



〔出所〕 タイ債券市場協会（BMA）より大和総研作成

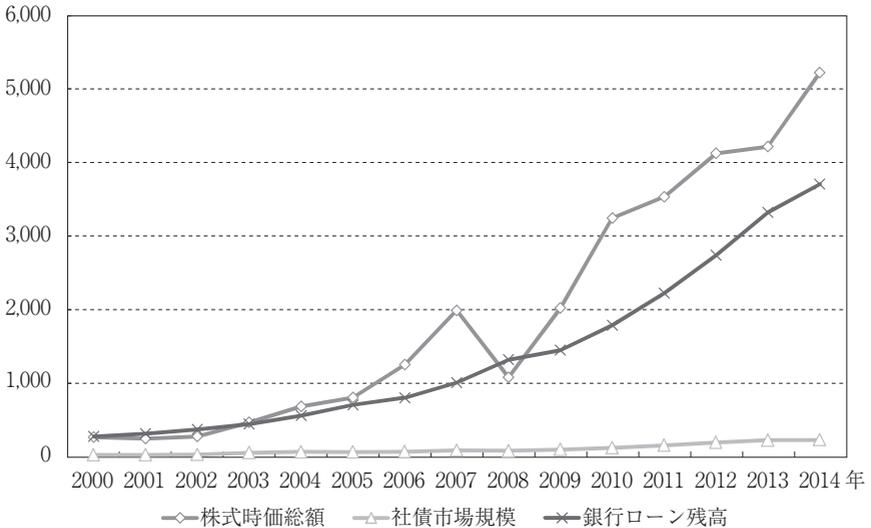
第2章 インドネシアの証券市場

1. 概説 証券市場の歴史は比較的古い。植民地時代にすでにジャカルタとスラバヤ、セマランに証券取引所が設立されていた。しかし、1960年にオランダ企業の株式取引が禁止されると、資本市場に対する民間の興味も低下し、長らく停滞期が続いた。インドネシアで本格的に証券市場が展開されたのは、80年代に入ってからである。87、88年に政府が発出した規制緩和策がその転機となった。これを機に、インドネシアの資本市場は活気を取り戻し、92年にはジャカルタ取引所（Jakarta Stock Exchange：JSX）が民営化されたほか、93年には証券決済機関、オンライン証券決済機関、格付機関が設立された。また、95年にはJSXの自動取引システムが設けられるなど、金融インフラの強化への取り組みも始まった。95年の資本市場法（1995年法律第8号）に基づき、政府は株式取引を扱うJSXと、債券・先物取引を扱うスラバヤ証券取引所（Surabaya Stock Exchange：SSX）を自主規制機関（上場企業や会員証券会社の法令順守監視を行う）と定めた。2007年には、この2つの証券取引所が合併し、インドネシア証券取引所（Indonesia Stock Exchange：IDX）が発足し、IDXは自主規制機関として機能し続けている。

1976年に、資本市場監督庁（Badan Pengawas Pasar Modal：BAPEPAM）が創設され、95年の資本市場法で監督機関となった。さらにその後、保険業の監督官庁である大蔵省金融機関総局がBAPEPAMに統合され、BAPEPAM-LKとなった。BAPEPAM-LKの監督権限は主に証券取引所、証券会社、保険、年金基金等に限定されており、銀行の監督はインドネシア中央銀行の傘下にあった。この棲み分けは監督機能の脆弱性を露呈していると指摘されることが多く、2011年には国会で金融サービス庁（Otoritas Jasa Keuangan：OJK）法が可決され、14年にはBAPEPAM-LKと中央銀行の監督権限がOJKの創設によって一元化されることとなった。OJKは、銀行部門、資本市場、保険、年金、ファイナンスカンパニーの規制・監督を執り行う独立機関である。また、OJK法に則り、金融システム安定化フォーラムが設置され、金融システムの状態について四半期に一度、監視・評価が実施されている。フォーラムのメンバーには、財務相、中銀総裁、OJK理事、預金保険機関の理事が含まれる。

インドネシアの株式時価総額、社債市場規模、銀行ローン残高の推移

(兆ルピア)



〔出所〕 ADB, IDX, BI より大和総研作成

インドネシアの証券取引所の概要

| 市場区分 | Main Board | Development Board | |
|--------|---|--|--|
| 上場基準 | <ul style="list-style-type: none"> ・正味固定資産 1,000億ルピア以上 ・営業実績 3年以上(36ヵ月) ・株主 1,000人以上 | <ul style="list-style-type: none"> ・正味固定資産 50億ルピア以上 ・営業実績 1年以上(12ヵ月) ・株主 500人以上 | |
| 取引区分 | Regular Market | Cash Market | Nagotiation Market |
| 取引時間 | 月-木 第1セッション 9:00-12:00 第2セッション 13:30-15:49:59 金 第1セッション 9:00-11:30 第2セッション 14:00-15:49:59 | 月-木 第1セッション 9:00-12:00 金 第1セッション 9:00-11:30 | 月-木 第1セッション 9:00-12:00 第2セッション 13:30-16:15 金 第1セッション 9:00-11:30 第2セッション 14:00-16:15 |
| 決済サイクル | T+3 | T+0 | - |

〔出所〕 IDX より大和総研作成

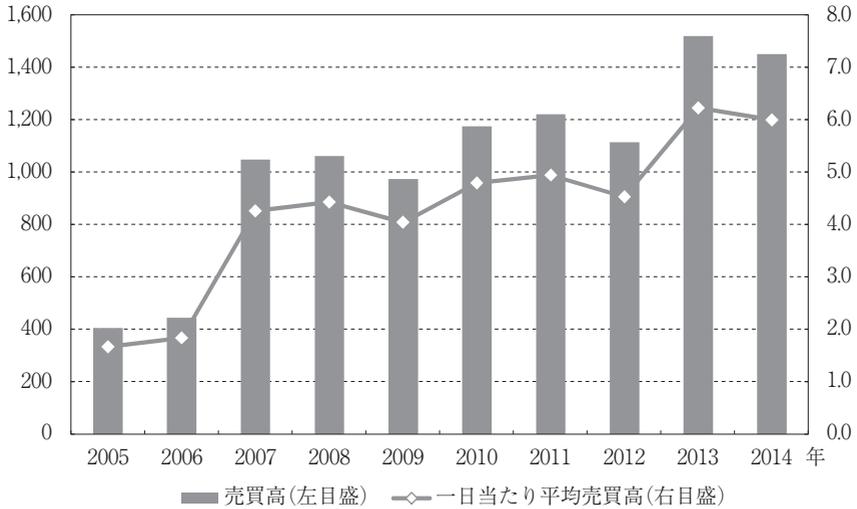
2. 証券市場 証券会社は引受業務、ブローカー・ディーラー業務、資産管理・運用業務に従事する者、と定義されている。株式はIDXで取引されているが、2014年末時点の上場企業数は506社程度とその規模は小さい。10年以降、徐々にではあるが、上場企業数、時価総額ともに伸びており、時価総額は14年12月末時点で5,228兆ルピアとGDP比49.6%程度に達した。業種別では、金融、消費財、インフラ・輸送の割合が大きい。

IDXは、大企業向けのメインボード市場と、メインボードへの上場基準を満たしていない中堅・新興企業向けのディベロプメント市場の2つで構成されている。取引形態はオーダードリブン、相対、即日受渡の3種類である。投資家からの注文を取り次ぐブローカーはIDXとインドネシア中央清算機関に登録する必要がある。ジャカルタ総合指数は、08年のリーマン・ショックに伴い大きく下落したが、10年にはほぼショック前の水準に戻った。

債券市場は公募債市場と私募債市場に分かれる。債券発行残高の大半は国債である（15年6月末時点で国債が約86%）。インドネシアでは、1965年から98年の間、均衡財政体制が採用されており、国債発行による財政赤字のファイナンスは行われていなかった。しかしその後、2002年に政府債券法が整備されると、財政赤字補てんのための国債発行が認められた。それ以降、財務省は各期限の長期国債を発行している。07年以降は短期国債の発行も進んでおり、政府は短期金融市場の深化に努めている。また、08年にはシャリア債券法が成立し、スクーク（イスラム債）の発行が認められることとなった。同年、機関投資家向けに7年・10年のスクークが発行され、09年には個人向けにも発行された。その後、グローバル・スクークの発行にも成功しており、イスラム金融はインドネシアの債券市場育成の追い風となっている。国債は、中央銀行約束手形、ヘッジ債券、固定金利債、変動金利債の4種類である。10年以降、国債の外国人保有比率が急速に上昇している。

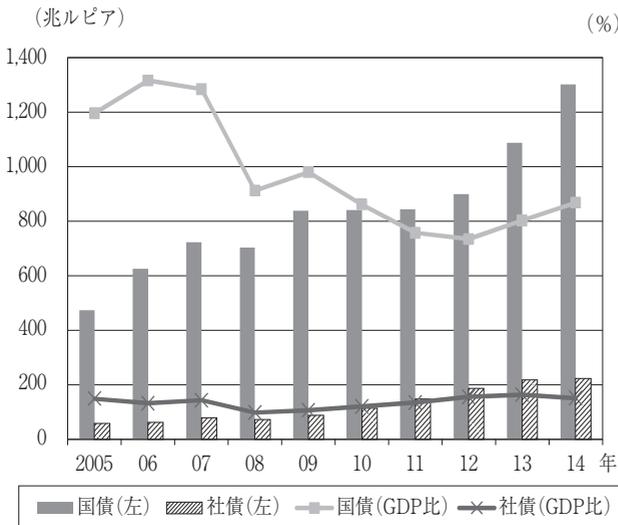
社債発行の規模は小さく、起債の大半は一部民間企業等に限られている。大半の社債はIDXに上場されている。保有者割合では、保険・投資信託・金融機関・年金ファンドが全体の約8割（13年6月時点）を占めており、外国人保有比率は約8%に留まる。債券市場の規模が小さい理由に、短期資金の調達手段としてコマーシャル・ペーパー市場が活用されている点も指摘されている。

インドネシア証券取引所売買高の推移 (兆ルピア)



〔出所〕 IDX より大和総研作成

インドネシアの現地通貨建て債券市場規模



〔出所〕 ADB より大和総研作成

インドネシアの社債保有者構造

(2013年6月末時点)

| 機関 | (%) |
|------|------|
| 保険 | 25.0 |
| 投資信託 | 20.3 |
| 金融機関 | 18.5 |
| 年金 | 18.0 |
| 事業会社 | 6.4 |
| 個人 | 2.2 |
| 財団 | 1.5 |
| 証券会社 | 0.4 |
| その他 | 0.1 |
| 海外 | 7.6 |

〔出所〕 IDX, Indonesia Bond Market Directory 2013-2014より
大和総研作成

第3章 ベトナムの証券市場

1. 証券市場の発展経緯 ベトナムの証券市場は約15年の歴史を持ち、今後の成長に期待される市場である。

ベトナム戦争が終結した1975年から全国的に計画経済機構が敷かれたが、産業・経済発展の停滞から86年に社会主義路線の見直しや市場経済への移行等を旨とするドイモイ（Đổi Mới, 日本名「刷新」）政策が開始された。

90年代から外国投資や民間企業の活動に関する法制度が相次いで制定され、特に92年から国有企業（State-Owned Enterprises: SOEs）の株式会社化が始まったことで、証券市場の環境整備が本格化し、96年に証券業務全般の規制監督機関である国家証券委員会（State Securities Commission: SSC）が設立した。98年に証券取引センター（securities trading center）の設立が決定し、2000年、05年にそれぞれホーチミンとハノイに開設され、取引を開始した。

03年に首相決定で承認された10年までのSSCの行動戦略“Strategy on Development of Vietnam's Securities Market till 2010”において、株式市場の時価総額の増大（対GDP比：05年までに2～3%、10年までに10～15%を目標）、証券取引所の設立、投資家の育成を含む包括的な行動計画が提示された。同戦略に沿って両センターは07年、09年に証券取引所（ホーチミン証券取引所（Ho Chi Minh Stock Exchange: HOSE）、ハノイ証券取引所（Hanoi Stock Exchange: HNX））へそれぞれ改組され、さらに09年にHNXで未上場公開会社市場（Unlisted Public Company Market: UPCoM）が取引を開始した。

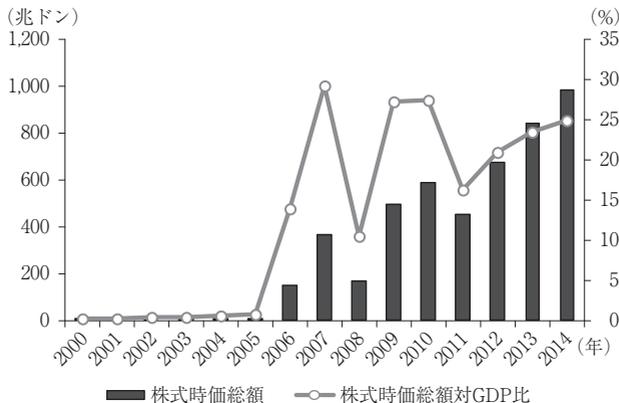
12年にはSSCの第2次行動戦略“Strategy for development of Vietnam's securities market during 2011-2020”が策定され、20年時点での債券発行額対GDP比70%が目標として掲げられた。14年末時点でHOSEの上場株式時価総額は985兆ドン（前年比17.0%増・対GDP比24.5%）、債券発行残高は890兆ドン（前年比13.7%増、対GDP比22.6%）である。

ベトナム証券市場の発展経緯

| | |
|-------|---|
| 1975年 | ベトナム戦争終結：全国的に社会主義体制へ移行 |
| 1986年 | ドイモイ（刷新）政策開始：市場経済の導入 |
| 1990年 | 企業・私営企業法（Law on Companies and Private Enterprises）の制定 |
| 1992年 | 国有企業（State-Owned Enterprises, SOEs）の株式会社化開始 |
| 1993年 | ベトナム国家銀行（State Bank of Vietnam, SBV）下に資本市場発展委員会（Capital Market Development Board）を設立：資本市場の創設を模索 |
| 1996年 | 国家証券委員会（State Securities Commission, SSC）の設立：証券市場監督機構の整備 |
| 1998年 | 首相決定によりホーチミン・ハノイの証券取引センター設立を正式決定 |
| 2000年 | ホーチミン証券取引センター（Ho Chi Minh Stock Exchange Center, HoSTC）の開設 |
| 2003年 | 証券市場と証券会社に関する政令（Decree 144/2003/ND-CP 28/11/2003 on Securities Market and Securities Companies）施行 |
| 2004年 | ベトナム証券業協会（Vietnam Securities Business Association, VSBA）活動開始 |
| 2005年 | ハノイ証券取引センター（Hanoi Stock Trading Center, Hanoi STC）開設 |
| 2006年 | ベトナム証券預託機関（Vietnamese Securities Depository, VSD）設立 |
| 2007年 | 2006年証券法（Law on Securities）施行 |
| | ホーチミン証券取引センター、ホーチミン証券取引所（Ho Chi Minh Stock Exchange, HOSE）へ改組 |
| 2009年 | ハノイ証券取引センター、ハノイ証券取引所（Hanoi Stock Exchange, HNX）へ改組 |
| | 未上場株式取引市場（Un listed Public Company Market, UPCoM）取引開始（ハノイ証券取引所） |
| 2011年 | 改正証券法施行：私募による株式発行の承認 |
| 2016年 | 上場デリバティブ市場開設予定（年末） |
| | HOSEとHNXを統合し、ベトナム証券取引所をハノイに設立予定 |

〔出所〕 レ・タン・ギエップ『ベトナム経済の発展過程』（三恵社、2005）等

上場株式時価総額（HOSE）と対GDP比（各年末）



〔出所〕 HOSE ウェブサイト、IMF

2. 規制監督制度 ベトナムでは金融機関ごとに規制監督官庁が異なる。証券市場の規制・監督を行なうのはSSCであり、銀行に代表される与信機関の監督機関は中央銀行のベトナム国家銀行（State Bank of Viet Nam: SBV）である。保険会社については財務省（MOF）傘下の保険監督庁（Insurance Supervisory Authority: ISA）が監督権限を持つ。国家金融監督委員会（National Financial Supervision Committee: NFSC）という組織も存在するが、NFSCは監督機関ではなく、首相の諮問機関である。ベトナムの金融セクター全般についての調査・分析を行なうほか、金融行政や規制監督に関して提言を行なう政府系シンクタンクのような位置づけとされる。

SSCは、証券業務免許の交付や証券会社の検査、証券関連法規制の策定といった規制監督権限を有するほか、紛争の解決や株式の上場許可、一定以上の株主数を条件とする公開会社の承認といった役割も担っている。SSCは1996年に成立した当初は独立した政府機関であったが、2004年からMOF傘下の組織となった。また、HOSEとHNXというベトナムの証券取引所の両方を傘下に持つ点がSSCの大きな特徴として挙げられる。

その他、MOFとSBVは債券に関して一部規制監督を行なう。MOFは国家予算管理の権限から国債・地方政府債・政府保証債の発行を管轄する。また、SBVは所管する銀行等の与信機関が発行する金融債の発行につき認可を行う。

証券業に関する所管法は、制度の初期段階においては1998年「証券と証券市場に関する政令」（Decree No. 48/1998/ND-CP on Securities and Securities Market）及び2003年の「証券市場と証券会社に関する政令」（Decree 144/2003/ND-CP 28/11/2003 on Securities Market and Securities Companies）と政令の形式を採っていたが、06年に証券法（Law 70/2006/QH11、施行は2007年）として発展解消した。11年に改正証券法が施行され、株式及び転換社債の私募・強制的公開買付け・不動産投資ファンド・新証券商品の「資本拠出投資契約」等について定めが設けられた。

主要な金融規制当局

| 金融機関種類 | 監督当局 | 根拠法 |
|----------|--|-------|
| 銀行・ノンバンク | ベトナム国家銀行 (State Bank of Vietnam, SBV) | 与信機関法 |
| 保険会社 | 保険監督庁 (Insurance Supervisory Authority, ISA/財務省 (Ministry of Finance, MOF) 傘下) | 保険法 |
| 証券会社 | 国家証券委員会 (State Securities Commission, SSC/財務省傘下) | 証券法 |

〔出所〕 SSCウェブサイト

証券市場に関する主な法規

| 成立年 | 法令名 | 概要 |
|------|--|--|
| 1993 | Governor's Decision No. 207/QDTCCB | 資本市場発展委員会 (The Capital Market Development Board) の設立 (ベトナム国家銀行内) |
| 1994 | Decree 72/CP 26/07/1994 | 政府債の発行 |
| 1996 | Decree No. 75/CP | 国家証券委員会 (SSC) の設立 |
| 1998 | Decree No.48/1998/ND-CP OF JULY 11, 1998 | 証券及び証券市場に関する基本的制度 |
| | Decision No. 127/1998/QDTTg | 証券取引センターの設立 |
| 1999 | Decision 172/1999/QD-TTg 19/08/1999 | 証券会社の設立 |
| 2000 | Decree 22/2000/ND-CP 10/07/2000 | 証券・証券市場における行政罰 |
| 2003 | Decree 144/2003/ND-CP 28/11/2003 | 証券及び証券市場に関する基本的制度 |
| 2004 | Circular 57/2004/TT-BTC 17/06/2004 | 証券市場における開示制度 |
| | Circular 59/2004/TT-BTC 18/06/2004 | 株式・債券の上場 |
| 2005 | Decision 189/2005/QD-TTg 27/07/2005 | ベトナム証券保管機構 (VSD) の設立 |
| 2006 | Law 70/2006/QH11 29/06/2006 | 証券法 |
| 2010 | Law 62/2010/QH12 24/11/2010 | 証券法改正 |
| 2012 | Decree No. 58/2012/ND-CP 20/07/2012 | 証券法施行細則 |
| 2015 | Decree No.42/2015/ND-CP 05/05/2015 | デリバティブ市場の創設の予定と基本的制度 |
| | Decree No. 60/2015/ND-CP 26/06/2015 | 外資規制の緩和 |

〔出所〕 ベトナム司法省 (Ministry of Justice) ウェブサイト

3. 証券関連機関の概要 国内取引所における有価証券取引及び非上場株式取引の登録、預託、清算、決済を行う唯一の公的機関としてベトナム証券保管機関（Vietnam Securities Depository：VSD）が2005年にSSCの下部組織として発足し、06年7月に公式に業務を開始した。VSDは09年に業務運営の改善等を目的として日本の証券保管振替機構（Japan Securities Depository Center, Incorporated：JASDEC）と情報交換及び相互協力に関する覚書を締結している。15年10月現在、政府認可を受けた信用格付機関（credit rating agencies：CRAs）は存在しないが、政府は14年9月の政令（No. 88/2014/ND-CP, 2014年11月施行）で信用格付業務に関する基本的なルールを策定した。また20年から国内の社債発行企業に対し、信用格付の取得を義務付ける。

ベトナムで取引所会員として業務を行う証券会社は、SSCからトレーディングないしブローカレッジ業務免許を取得し、取引所システムと接続して注文の取次ぎを行う能力を備えている必要がある。14年末時点でのHOSE（時価総額985兆ドン＝約461億ドル）における会員数は88社であり、市場規模に比して証券会社数が多い。HOSEとHNXでの株式ブローカレッジにおけるそれぞれのシェア上位10社のうち9社は重複しており、これら大手が60%前後のシェアを占める。

最後に、主な自主規制機関・業界団体にベトナム証券業協会（Vietnam Securities Business Association：VSBA）、ベトナム債券市場協会（Vietnam Bond Market Association：VBMA）、ベトナム金融投資家協会（Vietnam Association of Financial Investors：VAFI）の3団体が存在する。VSBAは2004年5月に公式に業務を開始し、証券発行業務の効率化と個人投資家保護に関する政策援助を当面の主業務とする。VBMAは09年に設立され、10年末時点で会員は59社である。自主規制の策定にも取り組み、14年に債券業務に係る行動規範（Code of Conduct）及びバックオフィス業務マニュアルを発表した。VAFIは投資環境整備や投資家保護を目的に03年に発足した非営利団体で、政府に対し上場すべき有力企業の提案等の政策提言を行っている。

証券当局一覧

| 規制監督機関 | |
|---|--------------------------|
| 国家証券委員会 (State Securities Commission, SSC) | 証券会社, 証券関連業務会社, 公開会社 |
| 財務省 (Ministry of Finance, MoF) | 政府債 (国債・地方政府債・政府保証債) 発行 |
| ベトナム国家銀行 (State Bank of Vietnam, SBV) | 金融債発行 |
| 国家金融監督委員会 (National Financial Supervisory Committee, NFSC) | 金融制度全般, マクロ経済 |
| 取引所 | |
| ホーチミン証券取引所 (Ho Chi Minh Stock Exchange, HOSE) | 主として大型株, 地方政府債, 社債 |
| ハノイ証券取引所 (Hanoi Stock Exchange, HNX) | 主として小型株, 国債 |
| 預託・決済機関 | |
| ベトナム証券保管機関 (Vietnam Securities Depository, VSD) | 登録, 預託, 清算, 決済 |
| ベトナム投資開発銀行 (Bank for Investment and Development of Vietnam, BIDV) | 資金決済 |
| 自主規制機関・業界団体 | |
| ベトナム証券業協会 (Vietnam Securities Business Association, VSBA) | 証券業務効率化, 投資家保護 |
| ベトナム債券市場協会 (Vietnam Bond Market Association, VBMA) | 債券市場政策提言, 行動規範・業務マニュアル策定 |
| ベトナム金融投資家協会 (Vietnam Association of Financial Investors, VAFI) | 投資家保護, 投資環境改善 |

[出所] World Bank “Overview of the Capital Markets in Vietnam and Directions for Development” (2006)

証券会社のブローカレッジシェア上位10社

| HOSE (株式・ファンド) | | | HNX (株式) | | |
|----------------|---|--------|----------|---|--------|
| 証券会社名 | | シェア(%) | 証券会社名 | | シェア(%) |
| 1 | Saigon Securities Incorporation | 13.5 | 1 | Saigon Securities Incorporation | 10.0 |
| 2 | Hochiminh City Securities Corporation | 12.8 | 2 | Vndirect Securities Corporation | 9.5 |
| 3 | Viet Capital Securities Joint Stock Company | 7.6 | 3 | Saigon Hanoi Securities Joint Stock Company | 8.8 |
| 4 | Vndirect Securities Corporation | 5.9 | 4 | Ho Chi Minh City Securities Corporation | 6.2 |
| 5 | MB Securities Joint Stock Company | 5.0 | 5 | MB Securities Joint Stock Company | 5.7 |
| 6 | Saigon Hanoi Securities Joint Stock Company | 4.9 | 6 | ACB Securities Company Ltd. | 4.3 |
| 7 | ACB Securities Company Ltd. | 4.5 | 7 | FPT Securities Joint Stock Company | 4.0 |
| 8 | FPT Securities Joint Stock Company | 4.1 | 8 | KIS Vietnam Securities Corporation | 3.8 |
| 9 | Baoviet Securities Joint Stock Company | 3.6 | 9 | Maritime Securities Incorporation | 3.7 |
| 10 | KIS Vietnam Securities Corporation | 3.6 | 10 | Viet Capital Securities Joint Stock Company | 3.7 |
| 計 | | 65.3 | 計 | | 59.8 |

[出所] HOSEウェブサイト, HNXウェブサイト

4. 証券取引所の概要 国内には複数の証券取引所があり、それぞれ取扱商品、取引方法、指数等の点で大きく性格が異なる。上場証券取引所としてホーチミンのHOSEとハノイのHNXがあり、HNXにはさらに未上場公開会社市場（Unlisted Public Company Market: UPCoM）がある。UPCoMは未上場の公開企業の株式を相対で取引する場として設立された。加えて、店頭市場で証券会社を介した取引や個人間・法人間の相対取引が行われている。

HOSEはホーチミン証券取引センター（Ho Chi Minh Stock Trading Center）を前身とし、2007年取引所に改組した。主に大型株、地方政府債、社債を取り扱う。2000年に上場企業2社で取引を開始し、14年末時点の上場数には株式305、債券38、ファンド1である。

HNXの前身は05年に取引を開始したハノイ証券取引センター（Hanoi Stock Trading Center）で、09年に取引所へと改組した。主に小型株、国債を取り扱う。UPCoMを除く15年10月27日時点での上場銘柄数には株式370、ファンド1・債券520である。株式の上場銘柄数はHOSEよりも多いものの、中小企業が主であることから14年末の時価総額は約136兆ドンで、HOSEの7分の1程度にとどまっている。

UPCoMは大規模な未上場公開会社の情報公開の促進と、店頭取引の集中管理のためHNXで09年に取引を開始した。15年10月27日時点で、株式236銘柄を取り扱い、時価総額は5.4兆ドンと上場証券取引所に比べて小さいが、登録銘柄数は短期間に大きく伸びている。

12年に首相決定に基づき承認されたSSCの行動戦略“Strategy for development of Vietnam's securities market during 2011-2020”では、証券市場の効率性向上を目的として国内取引所を1つに統合することが目標として掲げられている。15年4月、MOFは両証券取引所を統合して「ベトナム証券取引所」とする計画を中央政府に提出した。

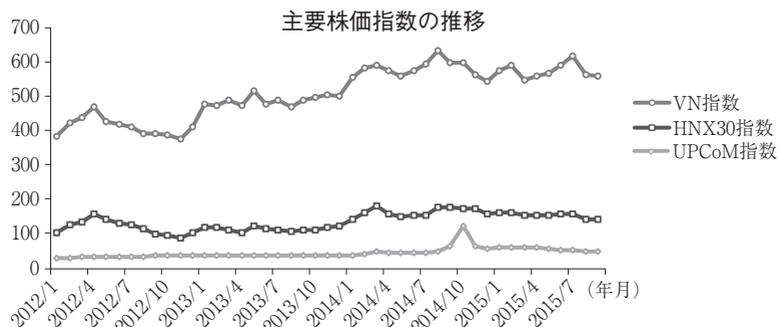
国内取引所の概要

| 名称 | ホーチミン証券取引所 Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) | ハノイ証券取引所 Hanoi Stock Exchange (HNX) | 未上場公開会社市場 Unlisted Public Company Market (UPCoM) |
|------------------------|--|---|---|
| 設立年 | 2007年 | 2009年 | 2009年 |
| 取引時間 (カッコ 内取引方法) | 月曜-金曜 (祝祭日を除く) ＜株式およびファンド＞ 09:00-09:15 (call auction) 09:15-11:30 (continuous order matching) 13:00-14:30 (continuous order matching) 14:30-14:45 (call auction) 13:00-15:00 (put through) ＜債券＞ 9:00-11:30及び13:00-15:00 (いずれも put through) | 月曜-金曜 (祝祭日を除く) 09:00-11:30 (continuous order matching及びnegotiation) 13:00-14:30 (continuous order matching) 14:30-14:45 (periodical order matching) 13:00-15:00 (negotiation) | 月曜-金曜 (祝祭日を除く) 09:00-11:30及び ^d 13:00-15:00 (continuous order matching 及びnegotiation) |
| 決済日 | 株式: 約定日 + 3営業日 (T + 3), 債券 (T + 1) | 約定日 + 3営業日 (T + 3) | |
| 株価指数 | VN指数, ほか6種類 | HNX指数, HNX30指数ほか6種類 | UPCoM指数ほか1種類 |
| 算出方法 | 時価総額加重平均 | | |
| 算出基準日 | 2000年7月28日 | 2005年7月14日 | 2005年6月24日 |
| 上場銘柄数 | 株式305, 債券38, ファンド1 | 株式370, ファンド1 | 株式236 |
| 会員証券会社数 | 88社 | 89社 | 85社 |
| 時価総額 | 985,258 (10億ドン/2014年末) | 136,017 (10億ドン/2014年末) | 5,410 (10億ドン/2014年末) |

取引方法の概要

| 取引手法 | 概要 | 採用取引所 |
|----------------------------|--|------------------|
| call auction | 特定の時間に単一の執行価格で売り注文と買い注文を確定させる | HOSE |
| put throughまたは negotiation | 事前に当事者間で合意した取引数量を取引システムに入力する | HOSE, HNX, UPCoM |
| continuous order matching | 取引システムが自動的に売り注文と買い注文を突き合わせる。日本で言うザラハ取引に該当 | HOSE, HNX, UPCoM |
| periodical order matching | 特定の時間に売り買いの総株式数が合致する水準で価格を決定する。日本で言う板寄せ取引に該当 | HNX |

〔出所〕 HOSE, HNX, SSC ウェブサイト



〔出所〕 HOSE, HNX ウェブサイト

5. 株式市場の概要 企業が株式上場を行う際はHOSEかHNXのいずれかを選択し、重複上場はない。HOSEとHNXは異なる上場基準を設けており、例えばHOSEは資本金時価総額1,200億ドン以上、HNXは300億ドン以上を求める。その他主な基準に自己資本利益率（RoE）5%以上、累積損失・1年以上の延滞債務がないこと、役員保有株式に関する売却制限などがある。

ベトナムの株式発行市場では国有企業の株式会社化が重要なキーワードである。1990年代から政府は国有企業（SOEs）改革に着手したが、2004年の政令でSOEs株式会社化に関する政令とその施行規則を策定し、規模に応じて異なる株式の売出方法を定めた。さらに06～10年のSOEs改革促進プログラムで全SOEsの株式会社化を目標とし、09年末に株式会社化を完了したのは4,500社であった。また今後SOEsの事業分野に応じて国が維持すべき持株比率を分類する方針である。しかしながら改革は難航しており、15年に株式会社化が予定されたSOEsは289社であったのに対して1～9月にIPOを行った企業は95社に留まった。

また、11年に改正証券法が施行されたことで株式及び転換社債の私募が可能となった。これは100人未満の個人投資家に対して、公共メディアによる情報提供を介することなく行われる形式の発行で、購入者は最低1年間証券を移転することができない。

流通市場については、14年に入ってから回復傾向が見られる。HOSEの株式売買代金は09年に422兆ドンを記録して以降、低迷が続いていたが、14年の売買代金は533兆ドンと5年ぶりに過去最高を更新した。売買回転率も30%台から58%まで回復した。

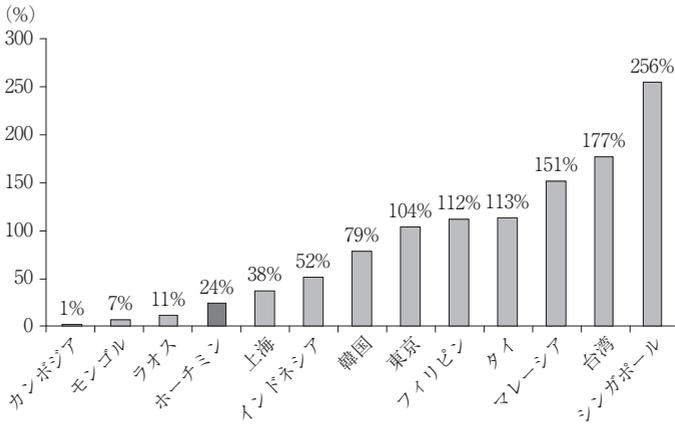
HOSEの時価総額上位の企業には国有企業・国有銀行が含まれているが、いずれも政府の株式持ち分が多く、流動性が低い。たとえば、ペトロベトナム・ガスは国有石油企業ペトロベトナムが96.7%の株式を保有している。国有銀行のベトナム外資銀行、ベトナム投資開発銀行、ベトナム産業貿易商業銀行はいずれもSBVが64～95%の株式を保有する最大株主となっている。

国有企業株式の売出方法

| 売出規模 | 売出方法 |
|---------------------|--|
| 100億ドン以上 | 証券取引所を通じた入札 |
| 10億ドン以上 100億ドン未満 | 金融機関を仲介業者とする入札 (必要があれば証券取引所を通じた入札) |
| 10億ドン以下 | 企業自身による入札 (必要があれば金融機関を仲介業者とした入札, あるいは証券取引所を通じた入札) |

〔出所〕 SOEsの株式会社化に関する政令の施行規則 (CIRCULAR No. 126/2004/TT-BTC)

アジア主要取引所の上場株式時価総額対 GDP 比 (2014年)



〔出所〕 各証券取引所統計

HOSEの時価総額上位10社 (2016年1月22日)

| 順位 | 銘柄コード | 名称 | 業種 | 価格 | 時価総額 (兆ドン・直近終値) |
|-----------------|-------|------------------------|-------|--------|-----------------|
| 1 | VNM | ベトナム乳業 (ピナミルク) | 乳製品 | 114.00 | 136.9 |
| 2 | VCB | ベトナム外資銀行 (ベトコムバンク) | 銀行 | 39.60 | 105.5 |
| 3 | VIC | ビンググループ | 不動産 | 48.30 | 90.2 |
| 4 | GAS | ベトロベトナム・ガス | 石油・ガス | 32.00 | 60.6 |
| 5 | CTG | ベトナム産業貿易商業銀行 (ベトインバンク) | 銀行 | 16.10 | 59.9 |
| 6 | MSN | マッサングループ | 食料品 | 71.00 | 53.0 |
| 7 | BID | ベトナム投資開発銀行 (BIDV) | 銀行 | 15.00 | 51.3 |
| 8 | BVH | バオ・ベト・ホールディングス | 保険 | 46.90 | 31.9 |
| 9 | MBB | 軍隊商業銀行 (ミリタリー・コマース) | 銀行 | 13.60 | 21.8 |
| 10 | HPG | ホアファットグループ | 鉄鋼 | 25.60 | 18.8 |
| HOSE 合計 (308銘柄) | | | | | 1,036.0 |
| トップ10シェア | | | | | 60.8% |

〔出所〕 HOSE

6. 債券市場・デリバティブ市場概要 ベトナムの債券市場は周辺国と比べて小規模で、2014年末の債券の発行残高は831兆ドン（410億ドル）であった。対GDP比は22.6%で、日本と比較すると発行残高では200分の1、対GDP比では10分の1程度に留まり、売買も不活発である。

ベトナムで発行される債券には以下の種類がある。

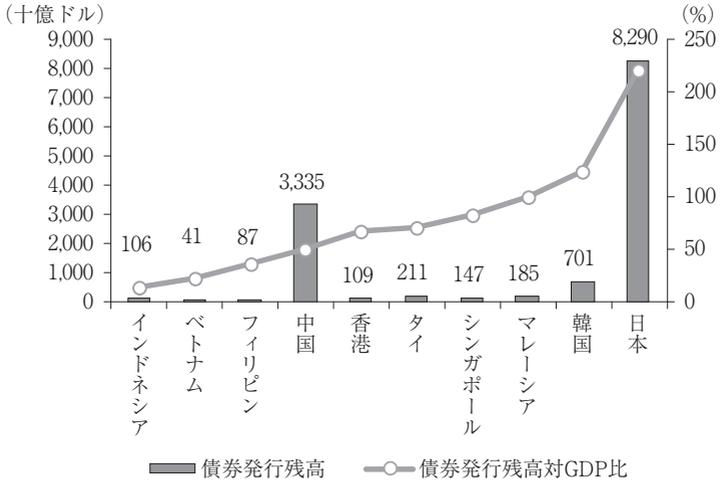
- ・国債（長期：treasury bonds，短期：treasury bills）：HNXでの上場のみ。
- ・政府保証債（government-guaranteed bonds）：社会経済政策目的の資金調達のため、ベトナム開発銀行（Vietnam Development Bank, VDB）・ベトナム社会政策銀行（Vietnam Bank for Social Policies, VBSP）及び特定のSOEsが政府保証を受けて発行する債券。
- ・地方債（municipal bonds）：地方人民委員会の発行する債券。
- ・SBV債（State Bank of Vietnam billsまたはcentral bank bills）
（以上、政府債（government bonds））
- ・社債（corporate bonds）：銀行の金融債の場合、発行にSBVの認可が必要である。

発行される債券の内訳を見ると、社債は全体の5%未満にとどまる。

ベトナムでは債券取引の市場集中義務が課されている。HOSEでは2014年末時点で39銘柄の債券が上場し、証券会社7社がブローカレッジ業務を行う。HNXでは9つの発行体による上場債券が取扱われ、発行市場の入札参加者として23機関、流通市場の会員として証券会社と銀行合わせて56社が登録されている。

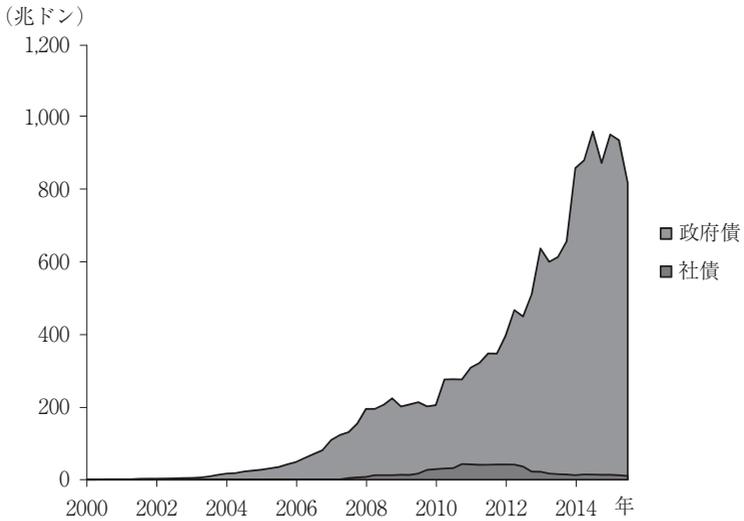
デリバティブについて、ベトナムで取引実績があるのはHNXにおける債券レポ（repurchase agreement）取引に限られていたが、政府は15年5月の政令（同年7月施行）でデリバティブ市場に関する基本的な制度枠組みを規定した。日本取引所グループによるデリバティブCCP（清算機関の設立）支援も受け、16年末のHNXでの市場開設をめざす。16～20年の市場では、5年物国債、HOSEとHNXの主力30銘柄指数の先物取引を行う計画としている。

アジア諸国の債券発行残高と対GDP比（2014年末）



〔出所〕 ADB, “Asian Bonds Online”

ベトナムの債券発行残高と政府債・社債の内訳



〔出所〕 ADB, “Asian Bonds Online”

7. 証券関連制度 ベトナムでは、①株式公開（public offering）を行った②株式を証券取引所または証券取引センターに上場した③100名以上の個人投資家が株式を保有しかつ資本金が100億ドン以上、のいずれかを満たす株式会社（joint stock company）は公開会社と定義され、SSCのウェブサイト上の発表によると、ベトナムには1,568社存在する（2015年10月26日閲覧時点）。公開会社は未上場であっても同法が規定するコーポレート・ガバナンス原則（corporate governance principles）の順守やSSCに対して定期・不定期の情報公開を行う義務を負う。

ベトナムの証券取引に係る税金として、配当・利子・キャピタルゲインに対する課税がある。配当・利子・キャピタルゲインに対する課税は10年に開始され、配当・利子に対しては一律5%、キャピタルゲインに対しては1年間の粗譲渡収入の20%または個別売却価額の0.1%のいずれかを選択する。預金及び生命保険の利息は非課税である。また証券業務に関する手数料は11年の規則で包括的に規定された。

外国人投資家の保有割合は、05年の首相決定以来、株式・ファンド投資口いずれも49%を上限としていた（債券については上限無し）が、15年9月施行の「公開会社に対する外資規制を緩和する改正証券法の施行細則」で、ベトナムが加盟する国際条約において外資保有割合の上限が定められている場合その条約の定める外資保有割合が適用されることとなった。これによって、飲食提供サービス等一部業種については保有割合100%まで緩和されることになる。HOSEの外国人投資家売買シェア（取引数）は14年末で12%に過ぎなかったが、今後伸長すると考えられる。

証券会社に対する外資規制は従来49%（銀行は30%）であったが、12年の改正証券法施行細則を定めた政令により、証券等の分野で2年以上事業経験のある外国投資家に対して外資100%の証券会社の設立や地場証券会社の買収が許可されることとなった。これを受けて大手証券会社のMaybank Kim Eng Securities Limitedやサイゴン証券（Saigon Securities Inc）がSSCから外資100%への引き上げ認可を受け、外国人投資家の保有上限を撤廃した。

情報公開制度の概要

| 事由 | 開示期限 |
|---------------------|------------------|
| 年次財務報告 | 監査から10日以内 |
| 銀行口座の凍結 | 発生から24時間以内 |
| 業務の一時停止 | |
| 事業免許の取得/更新 | |
| 特定の株主総会決議 | |
| 取締役に対する訴訟 | |
| 資本金の30%を超える借入や社債の発行 | 発生から27時間以内 |
| 経営計画の策定 | |
| 破産手続の開始 | |
| 投資家の利益に影響する情報 | 発生後、SSCの要請に応じて適時 |
| 証券価格に影響する情報 | |

〔出所〕 証券法をもとに作成

証券業務に係る手数料

| 費目 | レート |
|-----------------|------------------|
| 引受手数料 | 総引受額の0.5-2.0% |
| ブローカレッジ手数料 | |
| 株式・ファンド | 取引総額の0.15-0.5% |
| 債券 | 取引総額の0.02-0.1% |
| 資産運用手数料（投資家から） | 受託資産の平均価格の2%まで/年 |
| 資産運用手数料（ファンドから） | ファンド純資産価値の2%まで/年 |
| ファンド資産保管料 | 保管資産の0.15%まで |
| 証券保管料 | 0.4ドン/1株または1投資証券 |
| 債券の代理人手数料 | 発行債券総額の0.1%まで |
| 投資証券発行手数料 | |
| 総発行額 5,000億ドン未満 | 運用資産の2%/1証券あたり |
| 5,000億-1兆ドン | 運用資産の1.5%/1証券あたり |
| 1兆ドン以上 | 運用資産の1%/1証券あたり |
| 決済手数料 | |
| 株式・ファンド | 決済金額の0.01% |
| 債券 | 決済金額の0.001% |

〔出所〕 Circular No. 38/2011/TT-BTC, HOSE ウェブサイトをもとに作成

第4章 ミャンマーの証券市場

1. 証券市場の発展経緯 2011年1月にラオス、12年4月にはカンボジアで証券取引所の取引が開始され、15年11月時点において東アジア・東南アジアで証券取引所を持たない国はブルネイとミャンマー、北朝鮮のみとなった。歴史を紐解くと、英連邦時代にはラングーン（現ヤンゴン）に証券取引所が存在し、数社の株式が取引されていたとされる。しかし、1960年代初頭に当時のビルマは社会主義を導入し、まもなく証券取引所は閉鎖された。

90年代に入ると、ミャンマーは資本主義に舵を切り、証券取引所設立の計画が持ち上がった。ミャンマー政府は日本に証券市場育成の協力を依頼し、これに呼応した大和証券グループの大和総研と覚書を交わして証券市場育成に向けた両国の協力関係が始まった。

96年6月には株式の店頭取引の場としてミャンマー証券取引センター（Myanmar Securities Exchange Centre：MSEC）が設立された。MSECはミャンマー経済銀行（Myanma Economic Bank：MEB）と大和総研の対等出資による合弁企業として設立され、外資金融機関の現地法人としては長らくミャンマー唯一の存在であった。97年にMSECの株式銘柄第1号として木材大手のForest Products Joint Venture（FPJVC）の取引が始まった。

当時、ミャンマーはMSECを証券取引所の前身として位置づけており、株式売買が活発化した段階で公式な証券取引所に発展させる考えであったとされる。しかしながら、97年にアジア通貨危機が発生すると、周辺アジア諸国の状況を見たミャンマー政府は証券市場に対して警戒心を持つようになった。MSECでの取引開始が検討された企業は複数あったが、認可されることなく、2銘柄目のMyanmar Citizens Bankの取引が開始されたのはFPJVCから10年後の2007年のことであった。

ミャンマーの証券取引所設立の機運が再び盛り上がったのは、資本市場開発ロードマップが作成された08年頃のこと、この際に15年の証券取引所開設が目標に掲げられた。

証券市場の発展経緯

| | |
|---------|--|
| 1993 | 大和総研が証券市場育成支援のMOUをミャンマー政府と締結 |
| | ミャンマー国債発行開始 |
| 1995 | 証券取引法草案作成を大和総研が支援 |
| 1996 | ミャンマー経済銀行（MEB）と大和総研が対等出資でミャンマー証券取引センター（MSEC）設立 |
| 1997 | MSECが木材会社Myanmar Forest Products Joint Ventureの株式店頭売買を開始 |
| 2007 | MSECが銀行Myanmar Citizens Bankの株式店頭売買を開始 |
| | ミャンマー政府が資本市場開発委員会を設立 |
| 2008 | ミャンマー政府が資本市場開発ロードマップを作成、2015年の証券取引所開業が目標に掲げられる |
| | ミャンマー中央銀行（CBM）と東京証券取引所グループ（現日本取引所グループ）、大和総研が取引所設立支援のMOUを締結 |
| 2012.5 | CBMと財務省財務総合政策研究所が証券取引法令整備支援のMOUを締結 |
| 2013.7 | 新ミャンマー中央銀行法成立（CBMが財務省から独立） |
| | ミャンマー証券取引法成立 |
| 2014.1 | ミャンマー財務省と金融庁が包括的な金融技術支援でMOUを締結、官民合同プロジェクト立ち上げ |
| 2014.8 | 証券取引委員会（SECM）が活動を開始 |
| 2014.12 | ヤンゴン証券取引所（YSX）合弁契約調印 |
| 2015.1 | ミャンマー財務省と財務省財務総合政策研究所が証券取引法令整備支援のMOU締結 |
| 2015.8 | の上場基準公表 |
| 2015.10 | 証券会社の仮免許発行 |
| 2015.12 | YSXの開所 |

〔出所〕 大和総研作成

2. ヤンゴン証券取引所プロジェクト ミャンマー政府が証券取引所設立の必要性を再認識したのは、2015年末のASEAN経済共同体発足を見据えた上でのことである。10年以降、ミャンマーと日本の間で証券取引所設立に向けた協議が再開され、12年5月にはミャンマー中央銀行（Central Bank of Myanmar：CBM）と東京証券取引所グループ（現日本取引所グループ）、大和総研の3者間で資本市場開発に関する覚書が交わされた。これにより、ヤンゴン証券取引所（Yangon Stock Exchange：YSX）設立プロジェクトが本格始動した。

同年8月にCBMは、日本の財務省財務総合政策研究所とも証券取引法整備支援に関する覚書を交わし、13年7月の証券取引法（Securities and Exchange Law）の成立にこぎつけた。14年1月にはミャンマー財務省と日本の金融庁が証券市場も含む包括的な金融技術支援で覚書を締結し、証券取引法細則の策定支援や、ミャンマー証券取引員会（Securities Exchange Commission Myanmar：SECM）の運営支援も行っている。SECMは資本市場の規制・監督機関として14年後半から活動を開始している。また、15年1月には、財務総合政策研究所もCBMに代わってミャンマー財務省と証券取引法整備支援に関する覚書を締結している。

YSXは株式会社として設立され、先行して設立されたラオス・カンボジアと同様、現地政府機関と海外資本による合弁企業である。株式の51%をMEBが、49%を大和総研と日本取引所グループが保有する。売買・清算・決済のすべての機能を持つ取引所であり、無券面で取引される。値付けは当初はザラ場ではなく、板寄せ方式で行われる。上場や売買に係るルールの策定は日本取引所グループが支援し、取引所のITシステムは大和総研が構築を担当している。YSXの建物は13年までミヤワディ銀行（Myawaddy Bank）が入居しており、それ以前はミャンマー中央銀行が使用していた建物である。

15年8月には上場基準が公表され、10月にはSECMが証券会社の仮免許を交付したのに続き、12月9日にYSXの開所式が行われた。16年1月時点で取引はまだ始まっていないが、16年前半に取引が開始される見込である。

YSXとベトナム・ラオス・カンボジアの証券市場比較（2016年1月時点）

| | ベトナム (ホーチミン) | ラオス | カンボジア | ミャンマー |
|----------|--|---|---|---|
| 取引所名 | Ho Chi Minh Stock Exchange (HOSE) | Lao Securities Exchange (LSX) | Cambodia Securities Exchange (CSX) | Yangon Stock Exchange (YSX) |
| 取引開始 | 2000年7月 | 2011年1月 | 2012年4月 | 未定 |
| 取引所の組織形態 | 国有企業 | 株式会社 | 株式会社 | 株式会社 |
| 取引所の株主構成 | ベトナム財務省 100% | ラオス中銀51% 韓国取引所49% | カンボジア財経 省55% 韓国取引所45% | MEB 51% 大和総研・日本 取引所グループ 49% |
| 上場企業数 | 309 | 5 | 2 | 未定 |
| 上場商品 | 株式・債券・ ETF | 株式 | 株式 | 株式 |
| 証券会社数 | 81 | 2 | 11 | 10 |
| 清算・決済 | ベトナム証券保 管振替 | LSX | CSX | YSX |
| 外国人投資 | 上限49% (業種によっては 30%) | 可 | 可 | 不可 |
| 監督機関 | State Securities Commission | Securities and Exchange Commission Office | Securities and Exchange Commission of Cambodia | Securities Exchange Commission Myanmar |
| 証券法制 | Securities and Securities Market Law | Decree on Securities and Securities Market | Law on the Issuance and Trading of Non- government Securities | Securities and Exchange Law |

(注) ミャンマーの証券会社数は2015年10月に仮免許を取得した企業数
【出所】 大和総研作成

3. 上場企業・投資家・証券会社 YSXの上場基準は他国の証券市場と同様、形式基準と実質基準で構成されており、形式基準ではパブリックカンパニーであること、上場申請時で直近2期の黒字を計上していること、払込済み資本5億チャット以上、株主数100人以上が必要である。実質基準では、経営陣が有罪判決や訴訟を起こされた経験がないこと、公的・政府機関のブラックリストに経営陣がのっていないことなどが求められている。

上場申請は2015年11月時点でまだ始まっていない。一部の民間企業は将来の上場を検討しているとされ、このような企業はプライベートカンパニーからパブリックカンパニーに転換している。現在のミャンマーの法制上、プライベートカンパニーでは株式の売買を自由に行うことができない。また、ミャンマー政府は一部の国有企業について民営化上場の意向を持っているようである。将来的に上場が期待される企業の業種としては、金融や公共インフラ関連、運輸などが挙げられている。

YSXは当面、個人投資家中心の市場になることが予想されている。国内機関投資家はほとんど存在していない。また、外国投資家の市場参加も当初は認められない見通しとなっている。ミャンマーには外国人による株式取得を制限する法規制はないが、定款で外国人・外国企業の株式保有を禁じているミャンマー企業が多く、実質的に外国人・外国企業はミャンマーで株式投資を行うことができない。これは、会社法でミャンマー企業の株式を1株でも外国人・外国企業が保有した場合、ミャンマーの現在の法制上、当該企業は外資企業とみなされることが関係している。外資企業は公共料金が割高となる上に、外国人または外資企業は不動産を保有できないため、外国人・外国企業の株式保有を敬遠するミャンマー企業が多い。

15年10月に証券会社の仮免許が10社に対して発行された。10社はMEBと大和証券グループの合弁企業MSECのほか、国内金融機関や有力企業グループが設立した証券会社であり、このうちの一部は外資との合弁企業と見られている。資本金の払い込みやITシステムの接続テストを経て本免許が発行される運びとなる。

YSXの上場基準

| | |
|--------------------------------------|--|
| 形式基準 | パブリックカンパニーであること |
| | 株主数が100人以上であること |
| | 払込済み資本金が5億チャット以上であること |
| | 上場申請時に直近2期が黒字であること |
| 実質基準 | 安定的な事業収入があり、既存の法律を遵守していること |
| | 経営陣が高潔な人格で、有罪判決を受けたことがなく、訴訟を起こされたこともないこと。義務・責務を順法かつ適切に果たしていること。 |
| | 経営陣が自社と個人の利益のために他人を欺くような行為を行わないこと。 |
| | 株主総会で承認されないかぎり、自社と同様の分野の事業を役員が行っていないこと。 |
| | 経営陣が公的・政府組織のブラックリストに載っていないこと。 |
| | ミャンマー会計基準・ミャンマー監査基準に沿った形で財務諸表の作成と監査を行っていること。 |
| | 既存のミャンマー税法を順守して適切に納税していること。 |
| | 重要情報は公開かつSECMとYSXに提出し、また情報公開はわかりやすく、適切な方法かつ即座に行うこと。重要情報とは損失の発生見込みや事業に関する基礎情報など投資判断に影響を及ぼし得る情報のことを指す。 |
| | 内部管理者を配置し、法規制を順守する体制ができていること。 |
| | リスク要因も含む事業計画が作成されていること。 |
| インサイダー取引を防ぐ体制が構築されていること。 | |
| 適切なコーポレートガバナンスと内部統制・管理が継続的に行われていること。 | |
| 安定的な収入があり、十分に利益を上げると合理的に判断し得ること。 | |

〔出所〕 ミャンマー証券取引委員会（SECM）

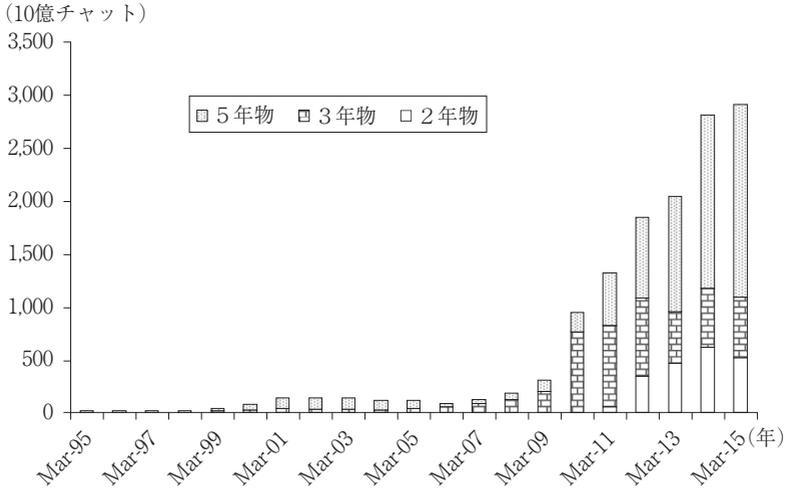
4. 債券市場概要 ミャンマーでは1993年から国債が発行されている。3ヵ月物の政府短期証券 (treasury-bills) と2, 3, 5年物の国債 (treasury bonds) である。このうち政府短期証券は4%の利率で発行され、例外的なケースを除いてミャンマー中央銀行 (CBM) が全量を購入してきた。2015年1月から2週間に1度の政府短期証券の入札が導入され、民間商業銀行が競争入札で、国有銀行が非競争入札で購入するようになっている。入札制度導入の結果、利率は4%から大きく上昇したが、発行元の財務省が予算的な制約から8%を利率の上限としている様子が伺われ、この結果ほぼ毎回札割れの状態となっている。なお、入札に参加しているのは民間銀行数行と国有銀行2行のみと見られている。

2, 3, 5年物の国債は随時発行方式ともいべき方法で発行されている。これは購入希望があるたびに国債を発行するというもので、需要があれば毎日発行されることになる。また、償還日が発行日から2, 3, 5年後となっているのも特徴的な点である。利率は固定的であり、過去6回しか変更されていない。2015年11月現在のクーポンは2, 3, 5年物がそれぞれ8.75%, 9.0%, 9.5%である。金利の支払いは3月15日と9月15日の年2回である。

国債は法人・個人とも購入が可能である。外国人の購入を制限する法律は存在していないが、現在のところ外国人は事実上購入することができない。国債の購入方法は銀行とそれ以外によって異なっている。商業銀行はCBMから直接購入することになっており、銀行以外の法人と個人は、MSECまたはMEBの指定された店舗にて購入する。既発債の売買は可能だが、流通市場はほとんど形成されておらず、償還まで保有するのが大半である。2013年以降、保険会社が国債購入を開始したが、いまのところ商業銀行の国債保有シェアが約95%と圧倒的である。発行残高は15年3月時点で2.9兆チャット (約2,800億円) である。

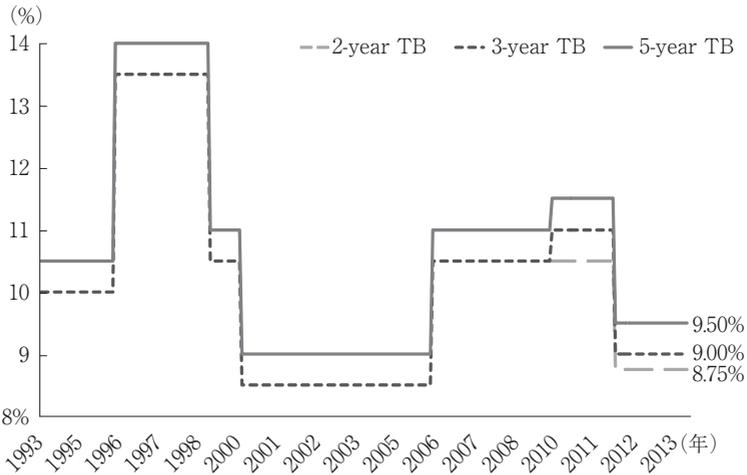
なお、国債の電子化への移行と入札制度の導入作業が進められており、15年11月末で国債の発行は一時停止されている。16年前半には入札による国債の発行が開始される見込みである。

ミャンマー国債の発行残高



〔出所〕 Central Bank of Myanmar

ミャンマー国債の利率



〔出所〕 Central Bank of Myanmar

第5章 ラオス、カンボジアの証券市場

1. 総論 タイ、ベトナム、ミャンマー、ラオス、カンボジアの5カ国が国境を接するインドシナ半島（メコン地域）は、早くから製造・物流の拠点として、その潜在性が注目されていたが、近年では特に、日本を含む各国製造業の多くが進出済みのタイや中国沿海部などにおける人件費等の急上昇により、ベトナム、ラオス、カンボジアなどが労働集約型産業にとっての新たな製造拠点として、その将来性に注目が集まるようになってきた。

各国を結ぶ幹線道路などのインフラ整備が進むなかで、日系企業もこの地域を「点」から「面」として捉えつつ、ASEAN向けから、更にはインド方面までを俯瞰した製造・物流拠点としての環境を整備しつつある。何よりもこの地域では、若年層を軸とした有利な人口構成がもたらす消費拡大の可能性などを通じて、独自の市場圏へと発展していくことが期待されている。

なかでも、「東南アジア諸国連合（ASEAN）」への後発加盟国となったラオスとカンボジアでは、加盟後、その恩恵を活かすかたちで着実に国内経済を発展軌道に乗せつつあり、並行して今後の更なる成長の礎とすべく、国内における金融制度の整備にも力を入れている。他のASEAN諸国に遅れる格好にはなったものの、両国にとって、資本市場の整備、育成はその柱のひとつと位置付けられており、一層の近代化に向けた歩を進めている。

両国における資本市場の整備は、2000年代半ばから韓国政府当局及び韓国取引所（KRX）による積極的な支援の下で進められてきた。まずラオスについては、関連法制の制定を経て、2010年10月に「ラオス証券取引所（Laos Securities Exchange, LSX）」を設立すると同時に取引を開始、今日に至っている。一方、カンボジアにおいても同じくKRXの協力の下、2011年7月に「カンボジア証券取引所（Cambodia Securities Exchange, CSX）」が設立され、後者については設立から9ヵ月後の2012年4月から取引を開始している。

取引所を中心にした両国の資本・証券市場は共にまだ歴史も浅いため、課題も山積している。このため、KRXのみならず、アジア開発銀行（ADB）、隣国・タイの証券取引所などから、人材の育成をはじめ、市場運営に必要とされる各種制度の導入などの面で支援を受けつつ、整備に取り組んでいる。

取引所を核としたラオス、カンボジアにおける証券市場制度の概要

| | ラオス証券取引所 (LSX) | カンボジア証券取引所 (CSX) |
|---------|---|---|
| 設立時期等 | 2010年10月：ラオス中央銀行(51%)と韓国取引所(KRX-49%)との合弁事業会社として設立、同時に取引を開始 | 2011年7月、カンボジア政府(55%)とKRX(45%)との合弁事業会社として設立、取引開始は2012年4月から |
| 市場規制機関 | ラオス証券委員会(LSCO) | カンボジア証券取引委員会(SECC) |
| 上場商品 | 株式のみ | 株式のみ |
| 上場会社数 | 4社(15年9月現在) >ラオス対外交渉銀行(BCEL)銀行, 11年上場 >ラオス電力開発(EDL-Gen)発電事業, 11年上場 >ラオ・ワールド(LWPC)不動産等, 13年上場 >ラオス石油交易(PTL)石油製品販売, 14年上場 | 2社(15年9月現在) >プノンペン水道公社(PPWSA)上水道供給, 12年上場 >グラント・ツイン・インターナショナル台湾系縫製メーカーの現地法人, 14年上場 |
| 取引時間 | 08:30~11:30(午前取引のみ) | 08:00~11:30(午前取引のみ) |
| 取引参加者 | 3社 | 11社 |
| 決済期間 | T+2 | T+2 |
| 証券保管機関 | ラオス中銀証券保管センター | CSX証券保管センター |
| その他(税制) | 外国人投資家に対する税制 一法人、個人を問わず、株式譲渡益並びに受取配当は共に非課税扱い | 外国人投資家に対する税制 一個人；株式譲渡益は非課税、受取り配当は原則14%の源泉徴収。ただし、15年1月8日以降、3年間に限り、更にその50%を圧縮し、7%の源泉徴収のみ |

〔出所〕 Laos Securities Exchange, Cambodia Securities Exchange, Stock Exchange of Thailand等

2. ラオスの証券市場 国内経済の農業依存度が高いラオスでは、長らく必要な資金の調達には銀行に依存しており、農村部ではマイクロ・ファイナンスを介した調達方法が定着している。このため、証券市場を核とした資本市場の役割は限界的なものに留まっており、改善、解決が必要な課題が少なくない。

まず株式市場は、「器」としての証券取引所（LSX）が設立されてはいるものの、実態はなお「道半ば」の状態にある。設立から5年経過した現在も、上場会社は4社に留まっており、日々の売買取引も、ラオス対外交易銀行（BCEL）とラオス電力開発（EDL-Gen）の国営企業2社に集中している。民間企業の間では、「上場」するために経営状況を「公」にすることには抵抗感があり、結果、株式の新規公開（IPO）増加の壁となっている。このため、LSXや当局は、既存136社の国営企業の中から有力企業の発掘に努める一方、民間企業に対しては、「新規上場」のメリットとして、法人税率の引き下げを政府に働きかけるなど、将来の上場予備軍の発掘に注力している。

国内投資家層の育成、拡大も、現状は不十分な状況にある。したがって、'15年2月現在、登録口座数が約11,000というデータをみるまでもなく、上場銘柄の市場流動性は低いと言わざるを得ない。民間企業と同様に、一般国民にも証券市場は依然として遠い存在であり、まずは広く一般国民を対象とした「投資教育の強化」など、地道な啓もう活動に取り組むことが求められている。

反面、日々の取引に占める外国人投資家の比率は、平均して約70%（'14年）と、その存在感は大きい。故に、国内勢の参画をいかに拡大していくかが積年の課題となっている。外国人投資家を国別にみると、中国、タイ、ベトナムという順序が定着、各国との関係が深いことがうかがえる。なお、他の新興国にみられるように、海外投資家には一定比率で投資先の株式取得が制限されているが、その比率は会社ごとに決められている。

外国人を含む内、外の投資家による投資を仲介する立場として、現在は3社が公認証券取引ブローカーとしてLSXにおける「会員」として参加している。

株式市場に比べ、債券市場は更に「未整備」の状態にある。政府債は、政府短期証券（期間3ヵ月～1年）と中央銀行発行による中銀債の2種類のみであり、商業銀行等が取得した後は、満期まで保有し続けるかたちが定着している。故に、既発行債券を対象とした流通市場の創設は今後の課題となっている。

ラオス証券取引所における取引状況など

| | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|
| 株価指数 | 899.46 | 1,214.77 | 1,253.33 | 1,414.19 |
| 一日平均取引高（株） | 166,357 | 93,603 | 104,966 | 108,250 |
| 一日平均売買金額（百万キープ） | 1,245.85 | 503.20 | 755.56 | 630.32 |
| 時価総額（兆キープ） | 4.64 | 8.14 | 8.83 | 10.97 |
| 上場会社数 | 2 | 2 | 3 | 4 |
| 口座数 | - | - | 9,460 | 11,406 |
| 国内投資家 | - | - | 7,633 | 1,827 |
| 国外投資家 | - | - | 9,188 | 2,218 |
| activeな口座数 | 2,000 | 1,396 | 1,810 | 1,426 |
| 外国人による対売買金額比率 | - | 58.5% | 63.4% | 68.9% |

〔注〕 最低取引単位：1株 会員証券会社：3社 空売り：禁止

〔出所〕 公益財団法人国際通貨研究所 “Newsletter No.16.2015”

ラオス証券取引所などによる市場振興策

- (1) 株式の新規上場促進に向けた税制面からの恩典付与；法人税率の緩和（未上場会社は24%の税率適用→19%に緩和）
- (2) 値付け方法の見直し；「節」取引→「ザラバ取引」へ移行（15年1月～）
- (3) （外国人投資家向け）カスタディアン・バンク業務サービスをバンコク・バンク（タイ）へ付与（ラオス初15年2月～）
- (4) 人材育成，市場規制の整備促進のため，バンコク証券との「協力関係」を模索，あわせて，バンコク証券との間で「相互上場」の可能性について検討（LSXへ45%を出資しているKRXは，証券委員会等に対する体系的な“技術支援”を行っていない模様）
- (5) 上場商品の拡充；現在は株式のみ。今後は長期国債を含む各種債券，その他の金融商品の市場可能性について検討

〔出所〕 LSX Annual Report, “The Nation”, “The Khmer Times”などを基に筆者作成

3. カンボジアの証券市場 1970年代から、長らく戦禍の中に置かれてきたこともあり、カンボジアはASEAN加盟国のなかでは、前記したラオスやミャンマーなどと並び、資本市場は未だ「黎明期」と呼べる段階にあるため、実情に即した、実効性のある政策対応がとられることが期待されている。

しかしながら、その成長性に関しては、米作などの農作物の生産と輸出、世界遺産を活かした観光産業を柱に、近年ではASEANでも顕著な実績を示しており、2010年から3年間の年率平均GDPの伸びも「7.2%」を記録している。15年夏以降の中国、タイなどの景気変動による影響が懸念されるものの、ADBではその成長力は、今後も大きく崩れないとの見通しに立っている。

このように、経済のファンダメンタルズが大きく崩れていないことが、取引開始（12年4月）以来、3年目を迎えながらも、同国株式市場を事実上の休眠状態に置いている要因と指摘する向きも少なくない。換言すれば、「成長」の波に乗り、年率30%で拡大する資金需要も、銀行等の融資でほぼ賄われており、「直接金融」に対するニーズが依然として低いという事情も見逃せない。

このため関係者は、現在2社に留まっているCSXへの上場拡大に向けた取り組みに注力している。そのために、ラオスと同様に、法人税率の軽減措置を前面に打ち出すとともに、15年夏には現行の上場基準を大幅に緩和（監査済み財務諸表の提出は、申請1年のみで受理）することで、国内の中小企業に対しても、IPOの促進とCSXへの上場勧誘に乗り出している。更に15年2月からは、取引開始以来採用してきた「節取引」から「ザラバ取引」に移行する一方、「当日決済取引」を導入するなど、市場流動性の拡大にも取り組んでいる。

カンボジアは長期にわたる「内戦」後、国連等の国際機関による復興支援を得る過程で、経済では広範囲に「ドル化」が浸透した結果、自国通貨に対する国民の信頼度は今も低いといわれており、CSXでの取引後の決済は「ドル」でも受け入れられている。反面、同国では新興国にみられる広範な「外資規制」はみられず、100%外資による銀行設立も認められている。こうした状況を踏まえ、一部には、国内株式市場の振興のために、「ドル建て」による取引や値付けを検討してはどうかとの意見もみられるが、傾聴に値するようと思われる。

なお、債券市場に関しては、関連法制は整備されているものの、ラオス同様、殆ど見るべき実績はなく、本格的な整備は今後の課題となっている。

カンボジアにおける株式取引の概要

| |
|---------------------------------------|
| (1) 売買取引 |
| > 午前9時（始値取引） ； 節立会による単一値段取引 |
| > 午前9時～同11時まで ； ザラバ取引 |
| > 午前11時30分（終値取引）； 節立会による単一値段取引 |
| (2) 会員証券（11社）の内訳 |
| > 引受業者（7社）、仲介（ブローカー）業者（4社）、ディーラー（1社） |

（時価総額：百万リエル）

| | プノンベン水道公社（PWSA） | | | | G.T.I | |
|----------|-----------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015* | 2014 | 2015* |
| 売買高（株） | 1,407,939 | 2,226,860 | 2,148,101 | 735,318 | 989,166 | 208,155 |
| 時価総額 | 539,234 | 466,176 | 382,682 | － | 276,166 | － |
| 売買回転率（％） | 59.0 | 19.0 | 6.8 | － | － | － |
| 利回り（％） | 0.45 | 1.02 | 2.39 | － | － | － |

（注）* 2015年1月から15年9月20日まで

〔出所〕 CSX, SECC

▶ 現地報道などを総合すると、今後、プノンベン経済特区、シアヌークビル港湾公社、プノンベン港湾公社等の株式公開（IPO）と上場が有力視されている

2014年度決算に基づく上場二社による配当支払い状況

| | プノンベン水道公社（PWSA） | G.T.I |
|-------------|-----------------|---------------|
| 配当金総額（リエル） | 9,149,582,200 | 7,073,754,000 |
| 一株当たり配当金（同） | 105.2 | 177.0 |
| 基準日 | 2015年4月13日 | 2015年6月15日 |
| 支払日 | 同 4月24日 | 同 6月22日 |
| 配当性向（％） | 20% | 50% |

〔出所〕 CSX

〔参考〕 関係機関 Website

—Cambodia Securities Exchange ; <http://csx.com.kh/main.do>

—Securities and Exchange Commission of Cambodia ; <http://www.secc.gov.kh>

4. 今後の課題～新興国における「市場造り」の視点～ 経済のグローバル化を背景に、近年ではラオス、カンボジアを含むいわゆる新興国でも「金融」整備の動きが加速しており、資本・証券市場を育成する動きも強まっている。

こうした国々に対しては、国際機関や各国の証券取引所等により従来から「技術協力」として、株式市場、清算・決済制度の構築など、“物理的な仕組み”に力点を置いた「支援」が進められてきた。しかし、こうした「制度造り」中心の支援だけでは、必ずしも機能し得ないことも近年では表面化しつつあり、ラオス、カンボジア両国の証券制度が、なお「黎明段階」から抜け出し得ないという現実には、KRX流の「支援の限界」といったものも垣間見せている。

中・長期的にみれば、「技術支援」と物理的な制度作りは必要であり、更には基本的な法制度等の整備支援も欠かせない。こうした視点を踏まえつつ、更に一步踏み込んで、当該国が期待する今後の経済成長の中で、国営企業の改革、産業基盤整備に向けた資金需要の適切な把握などの課題と「市場機能」をいかに結び付けていくかといった、より大きな政策的見地からの整備、育成にも努めるべきであろう。

しかしながら、相手国の実情に即した支援といっても、「最適の選択肢」は簡単には見いだせない。ラオス、カンボジアに限ってみても、「証券市場の整備」で問われているのは、今後の自国の発展に“市場が有する機能を、いかに発揮させ、かつ、活かしていくか”にほかならない。

パターン化されつつある「技術支援」との間で、ズレのようなものが生じてはいないか、当該国の政策当局はもとより、『支援』する側も当該国への無理のない支援の在り方につき、今一度、見直すことがあってもよいであろう。例えば、株式投資はおろか、「金融全般」についての知見が十分に備わっているとは言い難い国、地域については、株式市場の整備を進めるのと並行して、一般国民にその基本的な役割などを、より理解させる手立てなども併せて実施していくべきであろう。その意味では、地味にはみえるが、制度の運用に携わる人材の育成とともに、学校段階でも、また、企業経営者の立場にある者にも、それぞれ体系的なカリキュラムなどを用意し、市場制度に対する知見の醸成に努めることは、“小規模でも、使える”資本・証券市場を支える「裾野」を固めることにも繋がり、改めて焦点が当てられてしかるべきであると考えられる。

ラオス、カンボジア政府当局による今後の資本市場整備に関する政策課題

ラオスにおける残された政策課題

- 国債等、政府債市場（注）の創設及び整備
- 「国際標準」に即した市場関連諸法令、規則などの整備
- 証券仲介業者（証券会社、投資顧問業、格付け会社、カストディアン銀行等）の育成
- 現行取引制度、清算、決済、証券保管等の制度的見直し
- （行政権限の強化を柱とした）証券規制当局の機能の見直し
- 「証券監督者国際機構（IOSCO）」への加盟、ASEANとの連携、及びその他関連国際機関との協力促進
- 上場可能会社の選別及び将来の株式公開に向けたアドバイザーの紹介
- 個人を中心とした投資家層の育成と投資知識の普及を目指した啓蒙強化

（注） 現在、期間3ヵ月～1年の政府短期証券と中央銀行債券の発行のみ（流通市場は未整備）

〔出所〕 “Strategic Plan on Capital Market Development (2016-’25)” by Laos Securities Commission Office など

カンボジアにおける残された政策課題

- 上場基準を緩和した「中小企業」向け新市場の創設可能性の検討
- 株式上場の潜在的可能性を有する未公開企業に対する企業会計基準の整備及びその採用の推進、並びにコーポレート・ガバナンスの意識醸成
- （法人税の減免等による）株式の新規上場促進、投資家及び資金運用専門家を対象とした（デリバティブを含む）投資機会の拡充
- 有価証券及びその他の金融商品への投資を促す関連ルールなどの整備
- 国債等、政府債の発効促進（注）及び市場整備に向けた検討
- 「証券監督者国際機構（IOSCO）」への加盟、ASEANとの連携、及びその他関連国際機関との協力促進

（注） 政府内では、2018年を目途にバンコクにて、タイ・パーツ建て国債の発行する動きあり

〔出所〕 “Financial Sector Development Strategy (2011-’20)”, compiled by the Asian Development Bank and adopted by the Council of Ministers of Royal Government of Cambodia

第6章 マレーシアの証券市場

1. 歴史（総論） マレーシアにおける株式取引の歴史は、シンガポールが分離独立（1965年）する以前の30年代にまでさかのぼることが出来る。記録によれば、60年の「マラヤ証券取引所」設立後は、日々の取引もクアラルンプールとシンガポールの2か所に立会場が分かれる形で行われ、両者の間のやり取りは直通の電話回線を介して処理されていたとある。

73年のマレーシア・リングットの変動相場制移行（シンガポール・ドルとの等価兌換の廃止）を機に、同取引所はクアラルンプール証券取引所（KLSE）とシンガポール証券取引所（SES・当時）とに分離、以後、独自の歩みを重ねてきた。2004年4月には、このKLSEを母体に、市場業務に関連する各種関係企業を傘下に抱える包括的な証券取引持株会社としての「Bursa Malaysia」へ発展的に改組、05年3月には、自らも上場会社として今日に至っている。

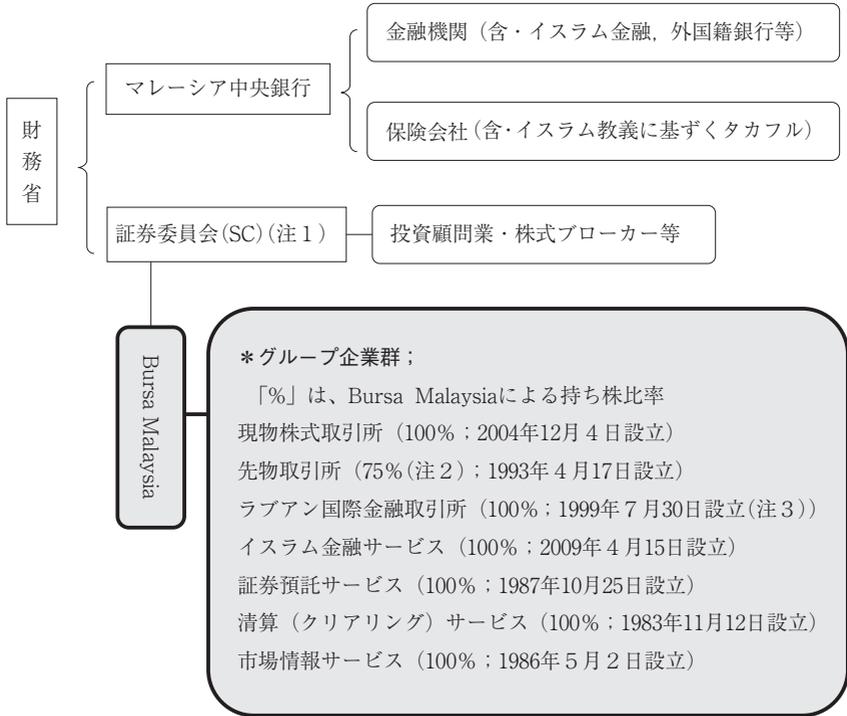
先物市場に関しては、シカゴ商品先物取引所（CME）と締結した「戦略的提携」の具体化として、同じくブルサ・マレーシア傘下の派生商品取引所の株式25%をCMEに譲渡（09年9月）するなど、独自の対応を図っている。

現在、ブルサ・マレーシアは、株式、債券、デリバティブの取引を運営する各取引所を子会社とする一方、取引後の清算・決済、証券の預託、株価情報等の外部への発信、更には、イスラム金融サービス、ラブアン島におけるオフショア取引の運営等、いわゆる「総合取引所」として、マレーシアにおける証券取引の中核的存在としての機能を担っていると言っても過言ではない。

こうした個々の取引所、関連会社などは原則として、財務省の監督下に置かれているが、実務的には、株式、債券、デリバティブの各取引、及び各取引後の清算・決済、証券の預託等については財務省との関係も深い「証券委員会（SC）」が担う一方、オフショア取引については、同じく財務省傘下の「ラブアン・オフショア金融サービス庁」が監督を行っている。

一方、マレーシアでは近年、いわゆる「イスラム金融」の分野でも、制度面を柱とした各種の整備に尽力しており、既存の証券制度とは一線を画したかたちで、イスラム教独自の教義に基づいた債券の発行、関連金融サービスの拡大などの面でも、世界的に有力なポジションを築きつつある。

マレーシアにおける金融・資本市場の基本構造



〔出所〕 Securities Commission 及びBursa Malaysiaの各Annual Report等

(注) 1. 「証券委員会法」(1993年)、「証券産業法」(83年)、「先物取引法」(93年)、「振替決済法」(91年)に基づき、国内資本市場全般にわたり規制、監督を担っている。具体的には、有価証券の新規発行時の『目論見書』の審査・登録、証券仲介業者への免許交付・監督等、規制面を中心に、証券市場全般の運営の要となっている。

2. 「戦略的パートナーシップ」関係を構築したシカゴ商品取引所(CME)に対し、持ち分の25%を譲渡(2009年9月)。現在は、CMEの基幹取引システムとされるGLOBEXを採用するなど、先物取引及び市場運営面で同取引所との関係を強めている。

3. サバ州(ボルネオ島)に開設されている、いわゆるオフショア金融センター。開設以来、その監督は、証券委員会とは別に、財務省傘下の「ラプアン・オフショア金融サービス庁(LOFSA)」が担っている。

2. 株式市場 マレーシアにおける株式市場は、債券市場とともに、東南アジア諸国の中では相対的に整備が進み、制度面、市場規模の両面から発展を遂げてきた。特に、1990年代末期に同国を含む東南アジア各国が直面した「アジア通貨危機」を機に、証券委員会（SC）を軸として、10年間にわたる新たな「市場改革案」を制定し、それに基づいて各方面で着実に実績を積んできたことが、市場運営面、各種の制度整備などで、域内有数の水準へと引き上げる要因となった。

例えば、上場会社数が隣国のシンガポールなどと比べても多いこともその特徴の一つとされ、2015年11月末現在の合計921社（メイン・マーケット812社、新興企業を含むACE市場109社）は、ASEAN諸国の中では最も多い。また、上場会社の業種別構成も、新興国に多くみられる金融、建設、インフラ関連などの特定業種に偏ることなく、早くから電気機器類の製造などの外資を受け入れてきたこともあってか、製造業及びテクノロジー関連、消費財、サービス分野に属する企業の上場が多く、バランスのとれた構成となっている。

反面、株式時価総額では、特定企業の存在感が大きく、上位20社中、7社が銀行、通信、公益企業が占めるとともに、更に上位50社まで広げると、電力、カジノ、農業関連などの企業を含めた20社で、全体のおよそ50%前後を占めるといふ、集中した状況を見ることが出来る。

一方、投資家の特性については、個人投資家による売買が全体の30～40%とされるのに対し、国営投資ファンド（SWF）とされるカザナ・ナショナル、全国勤労者などの機関投資家の比率が60～70%を占めるとされている。このため、「バイ&ホールド（長期の保有）」を基本とする機関投資家の投資姿勢に影響され、市場の流動性を図る尺度としての売買回転率は、隣国のシンガポール、タイなどに比べると見劣りする水準にあり、関係者の課題となっている。こうした構図は、間接的とはいえ、政府による基幹産業、中核企業への影響力が強いことを示しているとも言えなくもない。

しかしながら、マレーシアではSCによる前記した市場制度見直しを謡った「長期計画」に基づく各種整備策を実施する過程で、「証券監督者国際機構（IOSCO）」の定める各種市場規制との整合性を済ませており、「規制の国際的調和」という面では、ASEAN諸国の中でも先進的な地位を占めている。

マレーシア株式市場の主要指標

| | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 上場会社数（新規上場・社） | 941（27） | 921（23） | 911（12） | 906（12） |
| 売買代金（10億リンギット） | 438 | 408 | 528 | 532 |
| 株式時価総額（10億リンギット） | 1,285 | 1,466 | 1,702 | 1,651 |
| 取引参加者数（社） | 35 | 33 | 31 | 30 |

〔出所〕 Bursa Malaysia Berhad Annual Report など

時価総額上位10社

| | 社名 | 業種 | 株式時価総額 (100万リンギット) | 指数への影響度 (%) |
|----|-------------------|--------|-----------------------|----------------|
| 1 | Public Bank | 銀行 | 57,053 | 11.73 |
| 2 | Tenaga Nasional | エネルギー | 47,042 | 9.67 |
| 3 | Malayan Banking | 銀行 | 43,594 | 8.96 |
| 4 | Axiata Group | 通信（携帯） | 27,172 | 5.59 |
| 5 | Sime Darby | 複合事業 | 25,515 | 5.25 |
| 6 | CIMB Group HD | 銀行 | 24,229 | 4.98 |
| 7 | Petronas Chemical | 各種化学資材 | 19,386 | 3.99 |
| 8 | Digi.com | 通信（携帯） | 18,636 | 3.83 |
| 9 | Petronas Gas | ガス | 18,118 | 3.73 |
| 10 | IHH Healthcare | 医療サービス | 17,685 | 3.64 |
| | | 小計 | 298,429 | 61.36 |

〔出所〕 FTSE Monthly Report '15.November など

〔参考〕 マレーシア先物取引市場の主な取引指標

| | 項目 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
|----------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 取引 枚数 | パームオイル（百万枚） | 5.9 | 7.5 | 8.0 | 10.2 |
| | 株価指数先物（百万枚） | 2.5 | 2.1 | 2.7 | 2.2 |
| 建 玉 | パームオイル（枚） | 112,720 | 173,649 | 151,486 | 166,625 |
| | 株価指数先物（枚） | 23,505 | 30,550 | 40,473 | 25,476 |
| | 先物取引参加者（社） | 20 | 20 | 18 | 19 |

〔出所〕 Bursa Malaysia Berhad Annual Report など

3. 債券市場 マレーシアでは、前記した2001年策定の『資本市場マスタープラン』に基づき、債券市場についても、制度面のみならず、市場としての整備も大きく進んだ。その結果、現在では、発行、流通の両面において、ASEAN諸国の中でも水準の高い位置にあり、今後の更なる発展が期待されている。

制度面では、04年に中央銀行（Bank Negara Malaysia: BNM）による資産担保証券発行に関するルール改訂と併せ、国際機関や多国籍企業による自国通貨（リンギット）建て債券の募集を認める一方、06年には、新規発行時における電子登録システムの制度化と、それに基づく値付けに関するルール整備を図るなど、発行制度の効率化に取り組んできた。更に、07年には、いわゆる「ストラクチャード」型証券の発行についても全面的なルール改正を行うなど、より柔軟な制度の下での各種債券の発行拡大に向けた姿勢を鮮明に打ち出している。特に、東南アジア有数のイスラム国という政治的、歴史的風土を背景として「イスラム債券」市場の整備に注力しており（第1章8頁参照）、イスラムの教義に即した「スクーク」と称される債券の発行では、既に世界最大の規模を有するまでに拡大をみていることは注目されよう。ちなみに、国債、一般社債を併せた直近（15年9月末）の発行残高（約1.1兆リンギット）のうち、約53%を上記「スクーク債」が占めるという現状は、他の国にはみられない独自性を映していると言っても過言ではない。なお、社債発行企業に関しては、国内の大手企業に集中しており、発行残高に占める割合も50%を超えるなど、特定企業による存在感が大きい市場となっている。

一方、流通面での保有状況を見ると、国債では国内金融機関や年金基金などに比べ、外国人の所有比率が高い点が特徴として挙げられる。これに対し、一般社債は国内の金融機関の保有比率が最大であり、次いで国内の保険会社と続き、外資系金融機関による取得比率は、現時点ではひとけた台に留まるなど、投資家層の顔ぶれは固定化された状態にあるといえよう。

証券委員会（SC）では、「イスラム債市場」の更なる拡充を含め、市場の整備・拡大に注力していく方針を維持しているが、その姿勢は、例えば、社債発行時における「格付け取得の義務化」も当初の予定を繰り下げる（17年1月1日以降）など、漸進的、かつ、現実的な対応を採っていることは注目される。

マレーシア債券市場の主要指標

(1) 商品別発行残高

| | 発行残高 (10億リンギット, ドル) | | | | | |
|---|----------------------|---------------------|----------------------|--------------------|---------------------|-------------------|
| | 2014.1Q | | 2015.1Q | | 2015.2Q | |
| | MYR | US\$ | MYR | US\$ | MYR | US\$ |
| 計 | 1,053 | 328 | 1,073 | 290 | 1,076 | 285 |
| 政府債 | 612 | 191 | 612 | 165 | 608 | 161 |
| ・国債 (うち、スーク債) | 508 (190) | 158 (59) | 531 (195) | 143 (53) | 557 (209) | 148 (55) |
| ・中央銀行証券 (うち、スーク債) (公務員向け住宅融資資金調達スーク債) | 88 (35) (16) | 28 (11) (5) | 57 (19) (24) | 15 (5) (7) | 23 (4) (28) | 6 (1) (7) |
| 社債券 (うち、スーク債) | 442 (302) | 138 (94) | 461 (328) | 125 (89) | 468 (337) | 124 (89) |

〔出所〕「AsiaBond On Line 2015.10」など

(2) 国債及び一般社債の所有者別保有比率 (%)

国債

| | 2015年6月現在 (14年6月) |
|---------|----------------------|
| 外国人 | 33.8 (32.0) |
| 国内金融機関 | 32.3 (34.0) |
| 社会保障基金 | 27.8 (27.3) |
| 保険会社 | 5.7 (6.5) |
| マレーシア中銀 | 0.4 (0.2) |

一般社債

| | 2015年6月現在 (14年6月) |
|----------------|----------------------|
| 国内銀行 (含イスラム系) | 47.5 (46.3) |
| 生命保険 | 31.7 (31.2) |
| 企業年金基金 | 8.2 (8.7) |
| 外資系銀行 (含イスラム系) | 5.8 (6.8) |
| 投資銀行 | 4.9 (4.9) |
| 損害保険 | 1.9 (2.1) |

〔出所〕 Securities Commission, Bank Negara Malaysia など

4. 今後の課題：「資本市場マスタープラン2（CMP2）」に基づく市場整備

前記「資本市場マスタープラン」で採用された各種政策目標全152項目のうち、計画最終年度の2010年までに実施に移された割合は『95%に達する』（証券委員会）とされ、その成果は強調されている。こうした点をふまえ、11年4月には、「同マスタープラン2」が策定され、20年を最終目標とする更なる市場整備が現在も進められている。折り返し点を過ぎたところで、国内、国外情勢が激変するなか、残された期間でどこまで進展が図れるか、注目されている。

「CMP2」では、早くから取り組んできた「ガバナンス重視」に基づく市場運営の重視に加え、資本市場全体の更なる機能向上を図ることで、世界的な規模で繰り返される金融危機への対応力を高めるとともに、自国の経済成長を側面から支えることを目指している（CMP2発表時のラジブ首相スピーチ）。

その骨子は、①官僚的な対応を減らし、迅速、かつ、効率的な資金調達確保に向けた許認可のスピードアップ、②大型プロジェクト推進に必要なファイナンス手段の拡充に向けた債券市場へのアクセスの改善、③環境対応技術の開発などを含むベンチャー・キャピタルの役割拡大などが挙げられている。基本的には、長らく「マレー人優遇政策（ブミプトラ）」の下で国内勢に限られていた金融サービス関連ビジネスの門戸開放を通じて、自国の金融力を高めようとする姿勢を反映したものとなっている。

各種施策が順調に実施されれば、20年のマレーシア資本市場の規模（株式時価総額、国債発行残高等）も、「CMP2」策定時の2倍以上となる4.8兆リンギット（約150兆円）になるとしているが、計画通りに、門戸開放政策が奏功すれば、金融の国際化の進展を背景に、その規模も一気に5.8兆リンギット（同163兆円）に達するとの期待も高まっている。更に、民間企業の退職者を対象とする資産管理制度の見直しと一体となった投資運用ビジネスについても、今後の成長が期待されているが、ASEANでは16年1月以降、いわゆる「ASEAN経済共同体（AEC）」の発足も予定されており、こうした域内横断的な大きな構造変化に対しても、マーケットとしての確に対応させていく必要性が急速に高まっていることも見逃すことは出来ない。それだけに、多民族国家としても知られるマレーシアにとっては、各種政策の安定的実施を保障する『政治の安定』にも、今後、目配りをしていくことがより必要となろう。

資本市場マスタープラン2のポイント

| |
|--|
| <p>成長戦略のための資本市場の役割強化</p> <p>① 資本形成の促進</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ベンチャー・キャピタルとプライベート・エクティにおける民間セクターの関与拡大 ・中小企業の成長に果たす株式市場の役割強化 ・債券市場へのアクセスの容易化 <p>-----</p> <p>② 金融仲介の効率性の強化と範囲の拡大</p> <ul style="list-style-type: none"> ・公的機関による金融仲介の効率性の強化, 金融仲介の範囲の拡大 <p>-----</p> <p>③ 流動性とリスク仲介の深化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・価格発見機能とヘッジ機能の拡大, 各市場の廉潔性の強化 <p>-----</p> <p>④ 国際化の推進</p> <ul style="list-style-type: none"> ・世界における金融仲介能力の強化, イスラム資本市場の国際化 <p>-----</p> <p>⑤ 能力構築と情報インフラの強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・将来的な需要に合わせた能力構築 (教育など), 情報インフラの強化 |
| <p>投資家保護や市場安定のためのガバナンス戦略</p> <p>① リスク管理のための商品に対する規制の強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・資金調達や商品開発向けの効率的な仕組みの創出 ・情報開示や資金調達後の義務の強化 <p>-----</p> <p>② 金融仲介範囲拡大によるアカウントビリティ強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融仲介の範囲の拡大, 企業内のアカウントビリティやリスクマネジメントなどの強化 <p>-----</p> <p>③ 変化する市場に対して強固な規制の枠組み</p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場に対する合理的な規制 ・市場の質の向上 <p>-----</p> <p>④ リスクの効果的な監督</p> <ul style="list-style-type: none"> ・市場の安定性確保 <p>-----</p> <p>⑤ コーポレートガバナンスの強化及び利害関係者の活動促進</p> |

[出所] 神尾篤史・中田理恵『アジア金融資本市場で生じる構造変化』(「大和総研調査季報」2015年1月Vol.17)

第7章 フィリピンの証券市場

1. 総論 フィリピンは2010年以降、政治の安定、豊富な若年世代を核とした1億人を越える人口、更には歴史的な経緯から、英語が広く通用するといった強みを活かすかたちで、GDPの年平均成長率が約7%（アジア開発銀行の分析）と、アジアでは中国に次ぐ高い成長を遂げている。こうした基礎的要件が改めて評価されたことを受け、同国に対する嘗てのイメージも大幅に改善され、結果、近年では株価の上昇が続き、株式市場を中心に好調な展開が維持されてきた。

しかしながら、フィリピンにおける企業経営の形態、並びにそれらを映した産業構造は歴史的にも、少数の株主による「実質的な経営支配」という構図が色濃く残されており、とりわけ、傘下に多数の関係会社を有する財閥系企業では、特定の創業者ファミリーによる影響力の維持を可能とする支配構造が残っている。このため、フィリピンでは、上場企業であっても、いわゆるコーポレート・ガバナンスが十分に機能し得ないのではないかと指摘が絶えない。

こうした財閥を中心とした国内主要企業グループでは、傘下企業の多くがグループ内での資金移動を通じて必要とする資金を調達しているケースが多いため、証券市場を介したファイナンスなどは活発とは言い難く、株式や社債による調達も特定の企業に偏る傾向が続いている。これは、例えば社債発行の際には、関連するコストが高く、手続きも煩雑であることから、一部の大企業しか活用できていないことを要因として挙げる向きが少なくない。

こうした現状をふまえつつ、15年末の発足を目指した「ASEAN共同体（AEC）」発足などにも呼応するため、政府当局は13年、『金融資本市場発展計画ブループリント2017（Capital Market Development Plan（CMDP）Blueprint）』として、資本市場整備に向けた包括的な「戦略」を打ち出した。ここでは、債券市場の活性化、多様な金融商品の導入、更には既存税制、関連法制の見直し等に焦点をあてることで、市場全体の機能拡大につなげようとの意識が垣間見える。マレーシアやインドネシアなどの周辺国でも同様の動きがみられるため、残された時間は少ないなかで、政府当局、関係者による取り組みが続いている。

アジア主要国における金融市場の対GDP比率 (%)

| | 国債 | | 社債 | | 銀行貸出 | | 株式 | |
|--------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | '03.12 | '14.9 | '03.12 | '14.9 | '03.12 | '12.12 | '03.12 | '13.12 |
| マレーシア | 48.4 | 60.0 | 36.6 | 42.3 | 139.9 | 133.9 | 146.1 | 166.1 |
| シンガポール | 37.3 | 50.1 | 30.2 | 32.7 | 83.2 | 94.9 | 149.3 | 248.6 |
| タイ | 31.1 | 57.3 | 7.7 | 18.7 | 85.4 | 99.2 | 79.7 | 97.4 |
| インドネシア | 24.7 | 13.0 | 2.3 | 2.2 | 49.2 | 41.2 | 22.9 | 46.4 |
| ベトナム | 2.2 | 20.6 | 0.0 | 0.3 | 44.8 | 96.8 | 0.4 | 23.6 |
| フィリピン | 37.4 | 31.3 | 0.2 | 6.0 | 54.3 | 50.9 | 28.3 | 83.5 |

〔出所〕 「アジア債券市場の整備状況」(Newsletter No.12) 公益財団法人国際通貨研究所

フィリピン資本市場発展計画ブループリント 2013-2017

| | |
|---------------------------|--------------------------------|
| 1. 債券 | 3. オルタナティブ商品 |
| 1-1 債券市場の流動性向上 | 3.1-1 様々なデリバティブ商品の開発 |
| 1-2 私募市場の発展 | 3.1-2 証券化の推進 |
| 1-3 ガバナンスや規制の枠組みの強化 | 4. 資本市場に関連する税制の中立化促進 |
| 1-4 証券と資金の決済やリスクマネジメントの強化 | 4.1-1 金融資本市場における中立性の促進 |
| 1-5 ステークホルダーに対する継続的な教育 | 4.1-2 税制の強化に向けた協働と域内統合に向けた情報交換 |
| 1-6 リスクヘッジ市場の機関化 | 4.1-3 金融資本市場の発展に関する法律の目的の実現 |
| 1-7 地域への市場の拡大 | 4.1-4 金融資本市場の取引に関する租税の争点の整理 |
| 2. 株式 | 5. 制度上強靱で法的権力をもつ規制機関 |
| 2-1 証券取引所の競争力強化 | 5.1-1 組織の再構築の実施 |
| 2-2 株式市場の流動性向上 | 5.1-2 優秀な人材の育成 |
| 2-3 決済や清算システムの強化 | 5.1-3 SEC本部の移転 |
| 2-4 域内統合の支援強化 | 5.1-4 SECの財政自治権の保証 |
| 2-5 上場企業のコーポレート・ガバナンス強化 | |
| 2-6 投資家保護の強化 | |
| 2-7 規制に対する知識の獲得 | |
| 2-8 株式の引受・販売を改善するための改革 | |

〔出所〕 「アジア金融市場で生じる構造変化」(『大和総研調査季報』2015年新春号 Vol.17)

2. 株式市場 フィリピンの株式市場は、米国統治下に設立（1927年）されたマニラ証券取引所（Manila Stock Exchange, MSE）と、第二次世界大戦後の1963年に設立されたマカティ証券取引所（Makati Stock Exchange, MkSE）の二つの取引所とともに、その歴史を刻んできた。しかし、同一銘柄の取引にも拘わらず、価格や市場制度の相違などに起因する非効率性などから、1993年、両者が経営統合することで現在のフィリピン証券取引所（Philippine Stock Exchange, PSE）が誕生、以後は、堅調な成長軌道に乗った国内経済の発展とともに、比較的、順調な軌跡を描きつつ、今日に至っている。

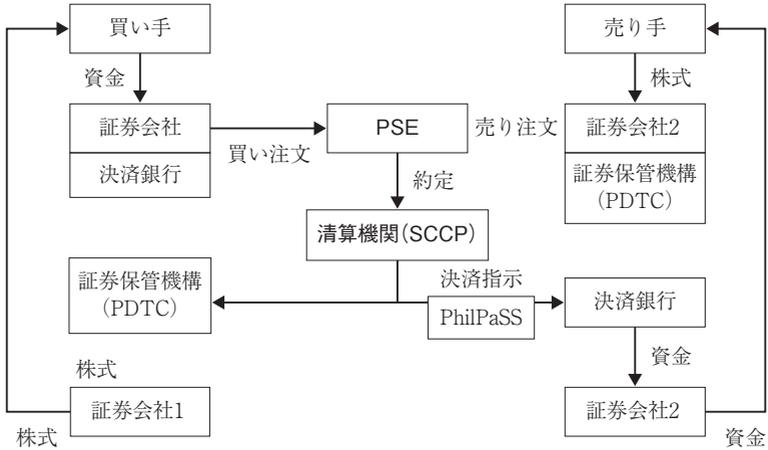
特に、2008年の「リーマン・ショック」を機とした世界金融危機が懸念されるなかでも、海外からの継続的な送金に支えられた個人消費の高まりなどが国内経済を支えたことが大きかったとされる。こうした「追い風」を受けるかたちで、株価は08年から14年まで6年連続して上昇、つれて株式時価総額も3.5倍に増加し、14年末時点では過去最高の14兆2,500億ペソにまで拡大した。

市場に流入する資金の拡大に伴う取引量の急増などに対処するため、PSEでは、13年に16年を最終年度とする『中期経営戦略』を策定、自身の市場機械化を中心とした諸制度の見直し、上場商品の拡充などの施策に取り組んでいる。

投資家向け市場情報の提供については、14年4月、携帯電話等を介しても接続可能なシステムを韓国取引所（KRX）から導入する一方、15年6月には、新たにNASDAQ製の取引システムを導入、日々の取引の効率的処理はもとより、将来の新品上場にも備え得る体制を敷いた。更に、今後予定される各種商品の開発、上場後のデータ集積とその処理から投資家への提供などについてはドイツ取引所の協力を得る目的で「覚書（MOU）」を締結している。そのほか、域内市場を横断する株価指数（FTSE ASEAN Index）へのフィリピン株の組み入れなどについても、PSEとして参画すべく取り組みも強めている。

しかし、好調を維持してきた相場環境も、15年8月に表面化した中国経済の減速懸念を契機とした「不透明感」の高まりとともに、曲がり角を迎えている。例えば、新規上場件数の低迷など、好調さの影に隠れていた構造的な問題・課題が表面化していることも、他のASEAN諸国の資本・証券市場に共通した構図でもある。自らを取り巻く環境が大きく変化しつつある中で、総合的にみていかに競争力のある市場を造っていくか、PSEの今後の対応が注目される。

PSEを通じた株式の取引、清算、決済構造



〔出所〕 『フィリピンの金融インフラに関する基礎的調査報告書』（平成26年3月大和総研）

フィリピン株式市場における売買状況 (金額：10億ペソ)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 株価指数（各年末） | 4,371.96 | 5,812.73 | 5,898.83 | 7,305.7 |
| 上場会社数（うち、外国籍） | 253(2) | 354(2) | 257(3) | 263(3) |
| 売買代金 | 1,422.59 | 1,711.71 | 2,546.18 | 2,130.12 |
| 時価総額 | 8,696.96 | 10,930.09 | 11,931.29 | 14,251.72 |
| 外国人による取引比率（%） | 37.79 | 44.88 | 51.09 | 49.10 |
| 配当利回り（%） | 2.91 | 2.33 | 2.30 | 2.31 |
| 株価収益率（PER, 倍） | 16.54 | 19.09 | 17.95 | 18.78 |

〔出所〕 Philippine Stock Exchange Annual Report

PSEによる中期経営計画（2013年決定）における政策課題骨子

- ①上場商品の多様化促進 ②投資家層の拡大 ③市場アクセスの改善 ④市場としての競争力の強化（ASEANにおける地位向上）

〔出所〕 同上

3. 債券市場 銀行資本の国内経済に対する影響力が大きいフィリピンでは、自国通貨建て債券市場の発展も限界的な状況に置かれてきた。

市場では発行、流通の両面で国債（Treasury Bond）の取引が中心となっているが、嘗ては米ドル建てによる調達を中心となっていた。しかしながら、1990年代末期の「アジア通貨危機」などを機に、為替変動による対外債務の膨張や支払い時の混乱などを避けるために、自国通貨建て債の発行と償還期限の長期化が政策の基本として位置づけられてきた。しかし、政府債でも長期国債については、発行後も取得者が長期保有の志向が強いことから、その流動性が十分に確保されているとは言い難い状況にある。なお、フィリピンのソブリン格付けは、政府財政の健全化の進展、海外からの送金に支えられた手堅い内需などが評価され、大手格付け会社などは「投資適格-BBB」のステイタスを与えている。

社債市場については、基本的にその発行を資金調達的手段としている企業が限られていることから、限定的な存在に留まっている。ADBのデータによると、国内で社債を発行している企業は2015年6月現在で51社に過ぎず、更に、その上位30社で発行総額の約90%を占めるなど、顔触れもほぼ固定している。

流通市場に関しては、フィリピン銀行協会（BAP, 28.9%）、PSE（21.0%）、シンガポール取引所（20.0%）等の出資を得て03年に設立されたPhilippine Dealing System Holdings（PDS）が、独自のオンライン取引システムを開発、規制当局から自主規制機関としての認証を得た「債券取引所（PDEx）」として、銀行や債券ブローカーなどの取引ニーズに対応している。13年には、Nasdaq製の取引システムを導入し、取引処理の迅速化と効率化に取り組んでいる。

14年からは、いわゆる「総合取引所」構想をめぐる動きが本格化しており、関係者の間では、このPDExの「去就」に注目が集まっている。特にPSEは、自らを軸とした新たな取引所への転換を企図するなか、他の大株主から株式を譲り受けることでPDExを子会社化する意向にあるとされ、積極的な動きをみせている。既に筆頭株主のBAPとの間では、その持ち株のPSEへの譲渡で合意が成立しているとされ、最終的にはPSEが70%前後を所有することで、同国における「総合金融取引」センターとなることを目指している。実現すれば、韓国、シンガポール、香港に次ぐアジアで4番目の「総合取引所」として、株式、債券、為替等を扱うマーケットとして生まれ変わることになる。

フィリピン債券市場の規模及び構造

| | 発行残高 (10億ペソ, 10億ドル) | | | | | |
|------------|---------------------|------|-------|------|-------|------|
| | 2Q'14 | | 1Q'15 | | 2Q'15 | |
| | ペソ建て | ドル建て | ペソ建て | ドル建て | ペソ建て | ドル建て |
| 政府債 | | | | | | |
| うち、利付き長期国債 | 3,415 | 78 | 3,547 | 79 | 3,541 | 79 |
| 利付き短期債券 | 288 | 7 | 278 | 6 | 275 | 6 |
| その他 | 116 | 3 | 91 | 2 | 80 | 2 |
| 社債券 | 678 | 16 | 765 | 17 | 749 | 17 |
| 合計 | 4,497 | 103 | 4,681 | 105 | 4,645 | 103 |

〔出所〕 “Asia Bond Monitor-September” (ADB) など

投資家別国債保有状況

社債発行残高上位30社の内訳 単位：10億ペソ

-15年6月-

| 業種 | 残高 | 業種 | 残高 |
|-------------------|-------|----------|----------|
| 銀行・金融 (10) | 259.0 | 水事業 (1) | 16.4 |
| 不動産 (5) | 124.7 | レジャー (1) | 15.0 |
| 複合事業 (3) | 98.3 | 石油関連 (1) | 8.4 |
| 電力供給 (3) | 44.5 | その他 (1) | 22.0 |
| 輸送事業 (3) | 40.8 | 30社計 | 673.2(a) |
| その他企業を含めた社債発行残高合計 | | 749.0(b) | |

〔出所〕 同上

(a)／(b)：89.9%

| 主な保有者 | 保有比率 |
|-----------|-------|
| 銀行及び金融機関 | 37.2% |
| 非課税法人 | 28.9 |
| 大蔵省資金運用部 | 16.6 |
| カストディアン | 8.9 |
| その他政府関係機関 | 0.7 |
| その他 | 7.6 |

〔出所〕 同上

債券売買取引状況

(単位：百万ペソ)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015* |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利付き短期債券 | 3,360,525 | 3,660,500 | 3,402,092 | 3,531,064 | 2,333,168 |
| 利付き長期国債 | 490,373 | 1,990,224 | 2,117,663 | 468,402 | 160,462 |
| 社債券 | 11,134 | 15,243 | 40,344 | 45,945 | 26,118 |

(注)* 15年8月までの実績

〔出所〕 PDEX Fact Sheet, 同 Annual Report など

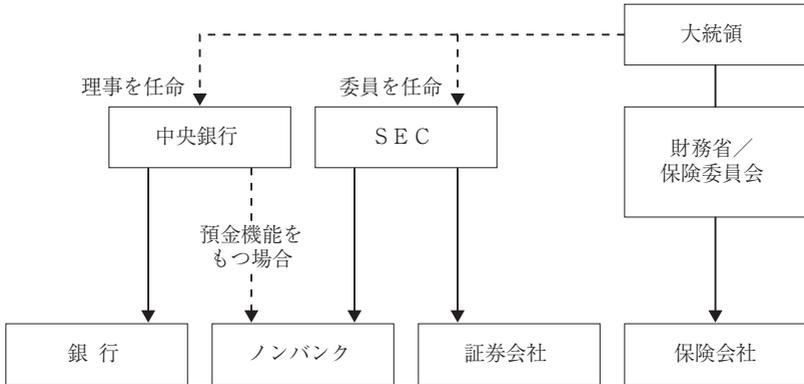
4. 証券規制・その他残された課題等 金融規制は、銀行、証券、保険の各分野について、それぞれ包括的に規制する基本法及び関連諸法規に基づき、フィリピン中央銀行、証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）、保険委員会によって個別の管轄下におかれ、監督が行われている。

証券に関しては、1990年代末のアジア通貨危機を受けた市場の混乱を教訓に、2000年に従来の規制体系を全面的に改正・改訂するかたちで「証券規制法（Securities Regulation Code, SRC）Act.8799」を新たに制定、以来、SECが市場全般に関わる政策立案から、PSE等における取引参加者たる証券会社の許認可、取引後の清算・決済・保管を行う機関に対する監理、監督を担っている。

更にSECでは、SRCによる直接的な規制が及び難いノンバンクや投資アドバイザーに、会社法、改正投資会社法等に基づき、監督、規制を行う一方、2006年には、「店頭デリバティブ取引」に関する包括的なルールも制定し、資本市場全般にわたる規制、監督体制の中心となっている。なお、PSEの株式会社化（01年）とそれに続く自市場への上場（03.12）に伴い、それまで「会員（個人、法人）」として仲介業務を行っていたブローカーは、現在では「取引参加者」としてのステイタスに変わり、SECによる監督下に置かれている。その数は15年9月末現在で「132」を数えており、うち20社は別途、SECの認可を得て、オンラインによるブローキング・サービスを行っている。

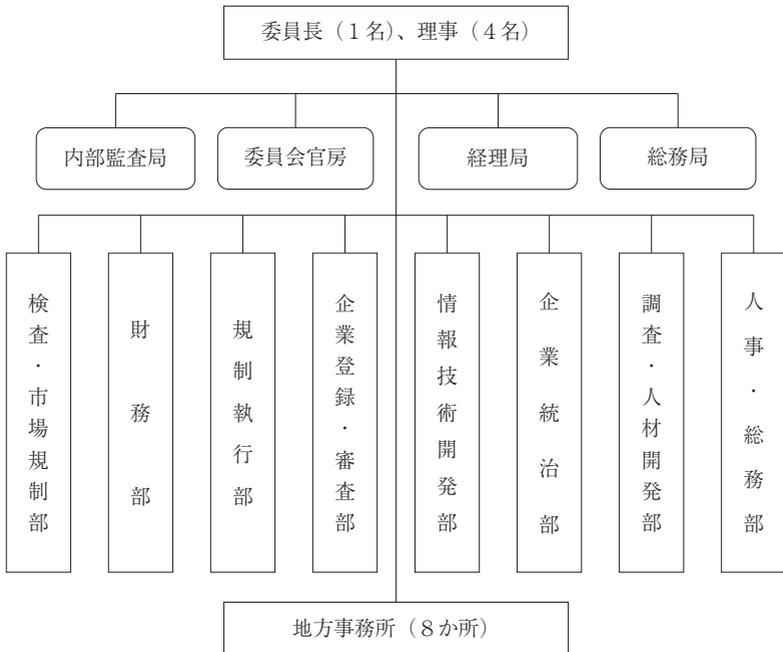
SRCを核とした規制・監督体制は整備されていても、フィリピンにおける株式、債券両市場が、国内経済の拡大ほど、目立った成長をみせていないことについては、従前より“構造的な要因”によるものとの指摘が絶えない。例えば、直近でも上場会社数が300社に満たないこと背景には、他の新興国にもみられるように、必要とされる産業資金の調達も、限られた国内大手銀行や大手財閥による融通で処理されている現実に加え、株式の新規公開（IPO）に際しては、当局による「審査」で求められる書類などの作成に膨大な時間を伴うことも、未公開企業をして、株式の上場を躊躇わせる一因になっているとの指摘が絶えない。こうした問題に関係当局がいかに柔軟に対応できるかが、今後の資本市場発展の鍵を握ると言っても過言ではない。更なる市場の発展を望むのであれば、業種により20%～60%未満と規定されている現行の外国人向け投資規制についても、早晚、見直しを求める声が高まるとの見方も少なくない。

フィリピンにおける金融規制・監督体系



〔出所〕 『フィリピンの金融インフラに関する基礎的調査報告書』（平成26年3月大和総研）

フィリピン証券取引委員会における規制・監督体制—14年12月現在／385名



〔出所〕 SEC Annual Report

第7編 インドの証券市場

第1章 インド経済の成長

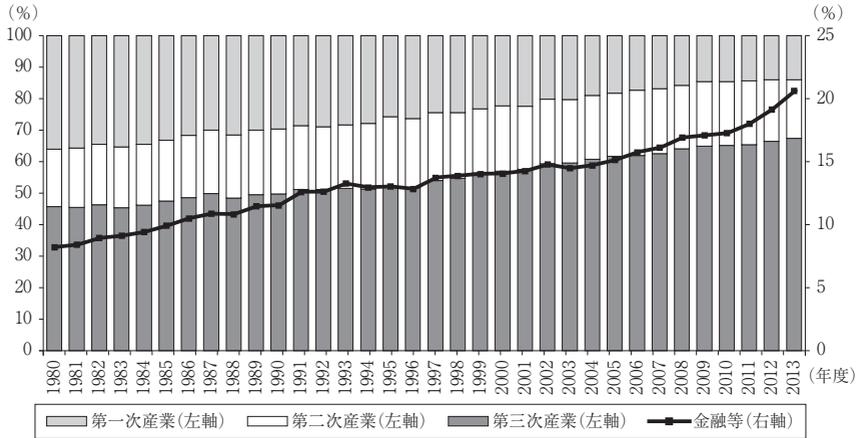
1. 経済成長の経緯 インドは1947年の英国からの独立以降、公的部門・民間部門の両輪による経済発展を標榜する混合経済体制と呼ばれる経済運営を行ってきた。60年代に入ると、許認可制や貿易統制の拡大・強化など社会主義路線が強化され、国内完結型の経済運営が志向された。このような経済運営から、インドはヒンズー成長率と呼ばれる低成長の時代を送ることとなった。

80年代に入ると、規制の自由化や公共投資の増加により、自由化・成長路線を歩むようになった。しかし、91年には外貨準備の枯渇などによる深刻な財政・経済危機に直面したことを受け、国際通貨基金からの緊急融資を受けるとともに、新経済政策に着手し、社会主義的統制経済からの脱却を目指す路線へと転換した。インド証券取引委員会（SEBI）やナショナル証券取引所（NSE）も、この新経済政策の一環で設立された。

このような経済運営の方針のシフトに伴い、インドの産業構造も大きく変化してきた。かつてインドは農業がGDPの50%以上を占める農業国家であったが、80年代から90年代にかけて開放路線が徐々に進むにつれ、サービス部門が急速な拡大を見せた。サービス部門のGDPは、80年代には全体の4割台であったが、2013年度には約7割を占めるに至っている。その中でも特に知られているのが情報技術（IT）産業の発展である。インドのIT産業は、理系に強い人材が豊富であること、安価な人件費、英語圏という強みを生かし、外国企業のアウトソーシング需要などを背景に成長してきた。また、ITとともにインドのサービス産業を牽引してきたのが金融業である。

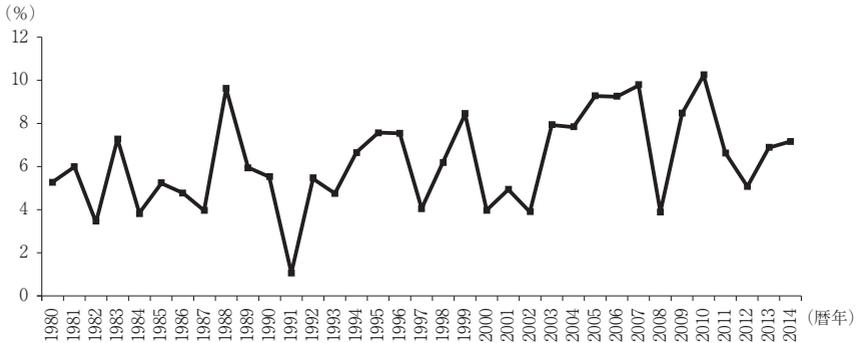
インドは長期に亘り高い経済成長を遂げてきており、2000年から14年の平均で7%の実質GDP成長率を記録した。14年5月に発足したモディ政権は、積極的な経済改革を推進しており、主なものとして、製造業の発展、外資規制の緩和、電力や道路・港湾などのインフラ整備、民間活力の有効活用、行政・税制の簡素化などが挙げられる。これらの中でも、インドが大きな課題を抱えているインフラ整備の動向が特に注目されている。外資規制の緩和については、14年8月に防衛や鉄道分野で、15年3月には保険セクターで外資出資比率の上限が引き上げられた。

産業構造の変化



- (注) 1. 年度は当年4月から翌年3月まで (以下同じ)
 2. 実質GDPベース
 3. 金融等は第三次産業の構成要素であり、金融、保険、不動産、ビジネス・サービスが含まれる。
 [出所] インド準備銀行

実質GDP成長率の推移



[出所] 国際通貨基金

2. 国内市場の成長 インドにおける国内市場の成長の牽引役の一つとなっているのが家計部門である。インドの家計金融資産は概ね増加傾向にあり、2015年3月末で12.4兆ルピーと10年間で2.8倍に増加した。その内訳を見ると、現預金が6割を占めており、株式・債券・投資信託の割合は4.6%に留まっている。

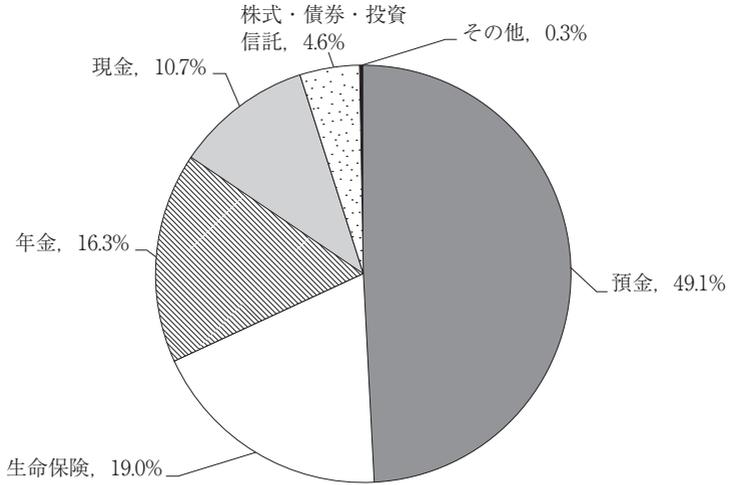
家計金融資産全体の増加に加え、所得水準の向上も国内市場の成長要因として挙げられる。例えば、2000年から14年までの国民1人当たり実質GDPの伸び率を見ると、日本と米国がともに1.1倍であるのに対し、インドは2.1倍に達する。特に顕著に見られるのが、新中間層と呼ばれる所得階層の拡大である。この所得階層は、消費活動が活発なことで知られる。マッキンゼー・グローバル・インスティテュートによると、新中間層は05年時点でインド総人口の5%程度を占めていたに過ぎないものの、25年には約4割を占めるようになると予測されている。

また、人口の多さは国内消費市場の成長にも寄与している。国連の世界人口白書によると、インドの人口は14年時点で12.7億人と中国に次いで第2位となっている。インドでは、中国のような人口抑制策が採られていないため、20年代には中国の人口を超過するものと見られている。また、全人口の約半分が25歳未満であり、豊富な労働力を将来に亘って確保することができることもインドの強みとされている。

こういった家計部門の成長は、証券市場にとって重要な意味を持つ。前述の通り、家計金融資産の多くは現預金で保有されており、証券市場に振り向けられている割合は低い。家計金融資産を証券市場に誘導することができれば、市場拡大を牽引する要因になり得る。また、インドにおける投資信託残高の対名目GDP比率は14年時点で6.6%となっており、投資信託の普及率は世界的に見ても低い水準にある。そのため、とりわけ投資信託市場にとって、家計部門の成長は重要な意味を持つものと見られる。

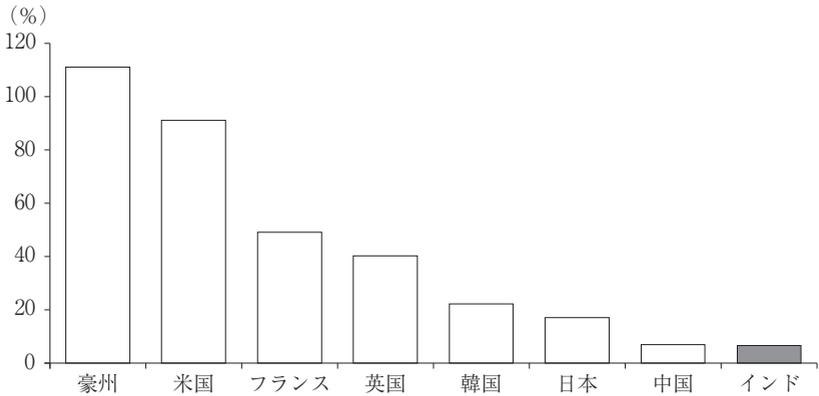
昨今、インドでは地方部を中心として、国民の金融リテラシーの向上に向けた様々な取組みが進められている。現時点ではまだ十分な成果が現れているとは言えないものの、こうした取組みは貯蓄から投資へのシフトを促すという点で重要な役割を果たしている。

家計金融資産の内訳（2015年3月末）



(注) 数値は暫定値
 [出所] インド準備銀行

投資信託の対名目GDP比率（2014年）



(注) 豪州は、投資信託より幅広い概念であるマネージド・ファンドの値であり、その大部分は主に投資信託で運用されるスーパーアニュエーションが占める。
 [出所] 米国投資会社協会, 国際通貨基金

第2章 株式市場

1. 株式流通市場 インドの株式市場の歴史は古く、19世紀半ばまで遡る。1850年代から60年代にかけて、有限責任の株式会社が増加し、株式取引が盛んになった。その取引業者が共同出資で1875年に設立したのがボンベイ証券取引所（BSE）である。その後、各地に20以上の取引所が設立された。

しかし、BSEとNSE以外では取引量が減少し、現在では取引の99.9%が両取引所に集中している。SEBIはBSE、NSE以外の取引所の認可を取り消す方針であり、将来的にはBSEとNSEに集約されていくものと思われる。

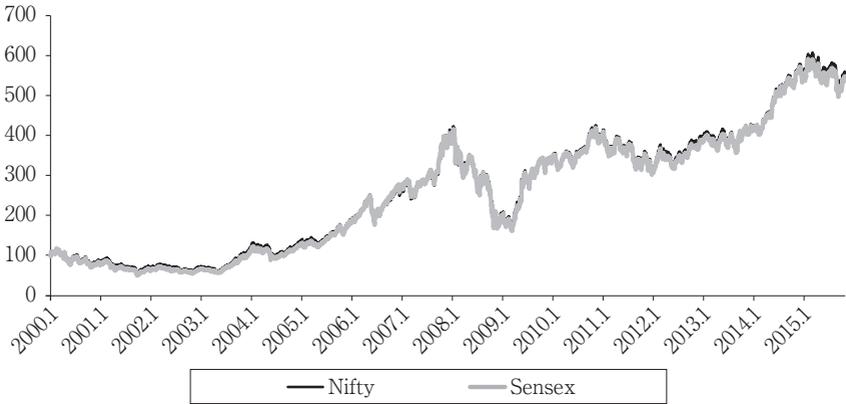
1992年まで、取引はBSEの寡占状態であったが、非効率的で取引コストが高く、株価操縦などの問題も頻発していた。そこで、91年に始まった経済改革の一環として、公的セクターの金融機関が共同出資で設立したのがNSEである。NSEは初期から電子取引システムを採用し、取引の効率化を図ってきた。

NSEの主要株価指数はNifty 50であり、NSE上場50銘柄で構成される時価総額加重平均指数となっている。BSEの主要株価指数は、S&P BSE Sensexであり、BSE上場30銘柄で構成される時価総額加重平均指数となっている。Nifty 50構成銘柄は全てBSEにも上場しているため、両者はほぼ連動している。なお、上場企業数は15年9月末でBSEが5,764社、NSEが1,779社であり、BSEの上場企業数は世界最大となっている。

両取引所の株価指数の推移を見ると、金融危機の影響を受けて08年に大幅な下落を見せたものの、その後は上昇傾向にある。特に14年は、モディ政権への積極的な経済改革への期待、原油価格の下落に伴う貿易収支の改善、インド準備銀行（RBI）による金融緩和を受けて、株価は加速的に上昇した。両取引所の時価総額は、株価指数に概ね連動して推移しており、15年9月末でBSEが1兆4,589億米ドル（世界12位）、NSEが1兆4,353億米ドル（同13位）と、BSEがNSEを僅かに上回っている。

しかし、売買代金で比較すると、NSEがBSEの5～6倍となっている。BSEも2000年代に入り、電子取引システムを導入・強化してきたが、取引システムの改善を先駆けたNSEの方が総じて市場参加者の評価は高く、BSEよりも流動性の高い市場となっている。

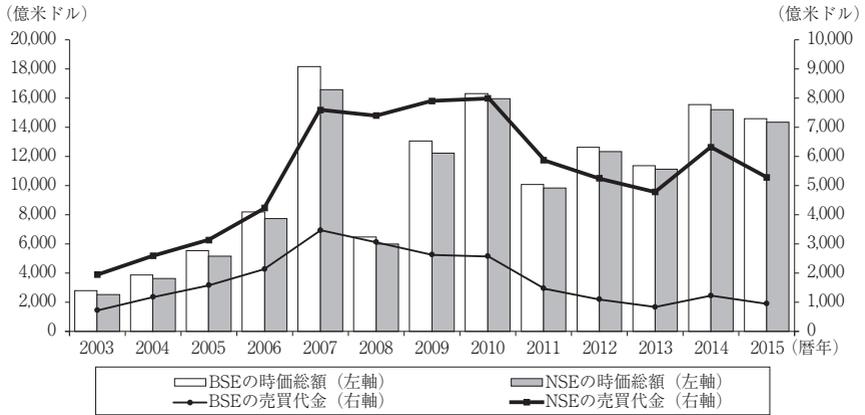
主要株価指数の推移



(注) 2000年1月1日時点の株価を100とした場合の指数

[出所] ブルームバーグ

BSE, NSEの時価総額, 売買代金の推移



(注) 2015年の数値は時価総額が9月末, 売買代金が1~9月の累計

[出所] 国際取引所連合

2. 株式発行市場 インドではかつて、企業等の資金調達について厳格な政府統制が敷かれていた。しかし、1991年以降の経済改革において、そうした体制の下では発行体や仲介業者においてモラルハザードが生じ、市場関係者の自主性やイノベーションが阻害されるという認識が持たれるようになった。

そこでSEBIは、企業の情報開示を充実させることで市場の健全性と投資者保護を図るディスクロージャー・ベース・レギュレーションのアプローチへと転換し、2000年にディスクロージャーおよび投資者保護ガイドライン（以下、DIPガイドラインとする）を策定した。DIPガイドラインには、発行体および仲介業者に係る様々な実体規定が盛り込まれているが、その要諦は投資者が十分かつ正確な情報に基づいて投資意思決定をできるようにすることである。現在では、DIPガイドラインがインドの発行市場に係る基本的なルールとなっている。

近年の株式発行市場における傾向として、私募発行が多いことが挙げられる。2014年度の上場企業による株式発行総額6,715億ルピーのうち、私募発行が85%を占めている。私募発行には優先割当と適格機関投資家割当（QIP）があり、優先割当は一定の条件の下で特定の投資家に対して株式を割り当てるものである。一方、QIPはSEBIのガイドラインに定められた適格機関投資家を割当対象としており、その中でも投資信託には発行額の10%以上を割り当てるのが義務付けられる。これは、個人投資家が間接的に増資に参加できるようにすることを政策的な狙いとしている。

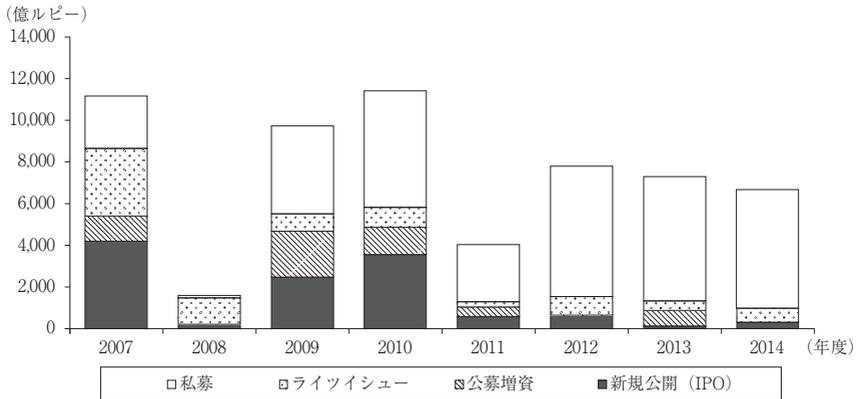
私募発行とは対照的に、公募発行は2011年以降低迷している。SEBIは、そうした状況を打開するため、公募発行の拡大に向けて様々な施策を打ち出してきた。例えば、新規公開（IPO）については、個人投資家のIPO市場への参加拡大を目的として、IPO株の販売網が拡充されるとともに、IPO株に申込んだ全ての投資家に対して一定数の株式が割り当てられる制度が設けられた。発行体側においても、IPOの促進を目的として、創業間もないテクノロジー系新興企業を対象としてIPO基準が緩和された。また、公募増資やライツイシューについても、株式発行時にSEBIの事前審査を必要としないファスト・トラック・ルートの適用基準（浮動株時価総額基準）が緩和されるなど、上場企業の株式発行を容易にする対策が講じられた。

DIPガイドラインで規定される主な項目

- ・証券の発行体に係る適格性要件
- ・発行価格
- ・プロモーターのロックイン期間
- ・募集書類の項目
- ・発行前および発行後の要件
- ・インド預託証券の発行
- ・グリーンシュエーション
- ・広告に関するガイドライン
- ・ブックビルディングに関するガイドライン
- ・オペレーショナル・ガイドライン 他

〔出所〕 インド証券取引委員会

企業の株式発行による資金調達額の推移



(注) 2009年以前の私募の数値は適格機関投資家割当のみ含まれる。

〔出所〕 インド証券取引委員会

3. 株式デリバティブ市場 インドにおける株式デリバティブ市場では、2000年6月に株価指数先物取引が開始され、以後、株価指数オプション、個別株先物、個別株オプションの取引が開始された。近年、市場規模は急速に拡大しており、10年度から14年度にかけて取引金額は2.6倍に増加した。現在では、世界でも有数のデリバティブ市場の一つである。なお、インドの株式デリバティブ取引金額は、現物取引金額の約16倍（14年度）となっている。

株式デリバティブは、BSEとNSEで取引されているが、大半の取引がNSEにおいて行われている。10年度まではBSEでの取引はほぼ皆無で、NSEの取引シェアが99.9%以上占めていたが、BSEは11年6月にSEBIが導入した流動性向上スキーム（LES）を開始して以降、取引金額が大幅に増加した。LESは、株式デリバティブ市場の流動性を高めることを目的として導入されたスキームであり、証券会社がマーケットメーカーとなる対価として、証券取引所がインセンティブを付与する。

株式デリバティブ市場の取引金額を商品別で見ると、従来は個別株先物取引が大半を占めていたが、近年では株価指数オプションが中心であり、14年度は取引額全体の79%を占めている。米国先物取引業協会（FIA）によると、NSEにおけるNifty指数オプションの取引高は、世界の株式インデックス先物・オプションの中で最大となっている。

株式デリバティブ市場の参加者については、従来は個人投資家が中心であったが、近年では自己勘定による取引が顕著に拡大している。NSEにおける取引シェアを見ると、07年度は自己勘定が25%、個人投資家が63%、機関投資家が12%であったが、14年度では各々51%、36%、13%となっている。BSEは、個人投資家の参加を更に促進するため、個人投資家との取引毎に証券会社にインセンティブを付与するスキームを14年9月に導入した。

証券取引所による個人投資家の参加拡大に向けた取組みが行われる一方で、個人投資家の保護を強化するという動きも見られる。SEBIは15年7月、株式デリバティブ取引の最低取引単位を従来の20万ルピーから50万ルピーへと引き上げることを発表した。これは、株式デリバティブ取引は株式現物取引よりもリスクが高いことから、ある程度の所得・資産を有する投資家のみ対象とすべき、という考えに基づいている。

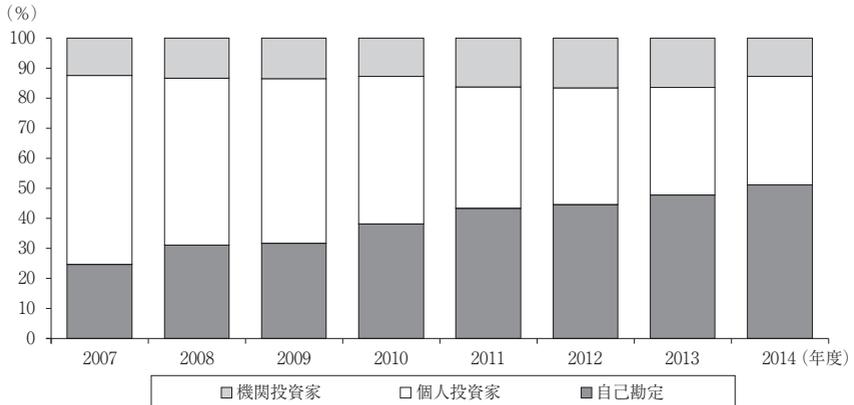
株式デリバティブ取引金額の推移

(単位：億ルーピー)

| | | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 | 2013年度 | 2014年度 |
|----------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 指数先物 | BSE | 15 | 17,845 | 12,237 | 6,349 | 4,863 |
| | NSE | 435,676 | 357,800 | 252,713 | 308,530 | 410,947 |
| 個別株先物 | BSE | 0 | 1,022 | 342 | 5,461 | 979 |
| | NSE | 549,576 | 407,467 | 422,387 | 494,928 | 829,177 |
| 指数オプション | BSE | 0 | 61,834 | 702,748 | 905,520 | 2,012,923 |
| | NSE | 1,836,537 | 2,272,003 | 2,278,157 | 2,776,734 | 3,992,266 |
| 個別株オプション | BSE | 0 | 147 | 1,025 | 4,613 | 17,509 |
| | NSE | 103,034 | 97,703 | 200,043 | 240,949 | 328,255 |
| BSE計 | | 15 | 80,848 | 716,352 | 921,943 | 2,036,274 |
| NSE計 | | 2,924,822 | 3,134,973 | 3,153,300 | 3,821,141 | 5,560,645 |
| 総計 | | 2,924,838 | 3,215,821 | 3,869,652 | 4,743,084 | 7,596,919 |

〔出所〕 インド証券取引委員会

株式デリバティブ市場における参加者の割合の推移



〔出所〕 ナショナル証券取引所

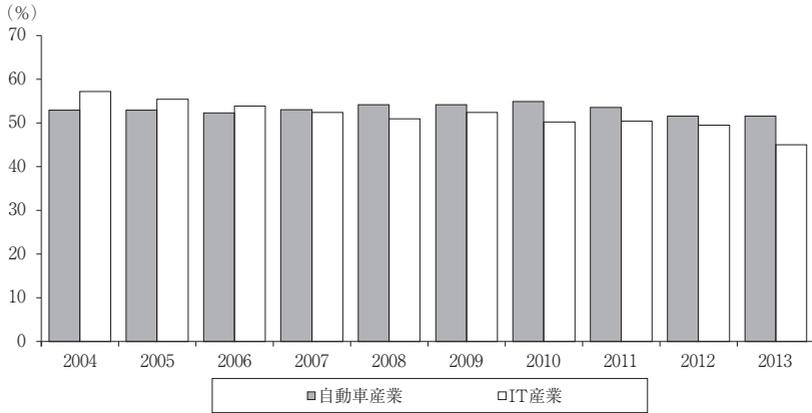
4. コーポレートガバナンス インド企業の多くは、プロモーター（創業オーナー）およびその一族が支配している。主要産業である自動車産業とIT産業においては、プロモーターの保有比率は約5割を占めるという調査結果がある。プロモーターによる企業集団支配はインド企業社会の特徴とされており、それらの企業グループでは、株主利益を害する不透明な取引がグループ企業間で行われることが問題視されてきた。

そこで、インド企業のガバナンス向上に向けて様々な取組みが行われてきたが、最も重要とされるのが、2000年に導入された上場契約（Listing Agreement）第49条である。インドの上場契約は、企業が証券取引所に上場する際に証券取引所と交わす契約であり、実質的な上場基準として機能するが、その内容はSEBIが1992年インド証券取引委員会法の授権に基づいて決定する。上場契約第49条は、2000年の導入以後、独立取締役の規定が設けられるなど、複数の改正が行われてきた。しかし、09年1月に発覚したIT大手サティヤムによる粉飾決算事件を引き金として、それまでのコーポレートガバナンスの強化が不十分であることが浮き彫りとなった。

そうした中で13年8月、1956年に制定されたインド会社法が57年ぶりに全面的に改正され、2013年会社法が成立した。会社法が改正された主な目的は、コーポレートガバナンスの実効性向上による投資家保護の強化である。新会社法は旧会社法と比較すると、項目が章毎に細分化され、各章の内容がコンパクトにまとめられており、詳細規定を施行規則に委任する体系となっている。主な変更点は、第1に取締役の責任強化である。独立取締役の選任が義務付けられた他、取締役に対する貸付も禁止された。第2に、各種委員会の設置である。上場企業は指名・報酬・監査委員会の設置が義務付けられた。第3に、より厳格な財務報告フレームワークの導入である。会計年度の統一や連結財務諸表の作成に関する規定が設けられた他、監査人の責任が強化された。第4に、企業の社会的責任の義務化である。

会社法の改正に即した形で、SEBI上場契約第49条にも様々な変更が加えられ、14年10月に適用が開始された。例えば、株主の権利やコーポレートガバナンスにおけるステークホルダーの役割などに関する条項が新設された他、独立取締役の選任が厳格化され、内部告発方針に関する規定なども定められた。

自動車産業とIT産業におけるプロモーター議決権保有割合の推移



(注) 各産業に属する企業の事業年度末の数値

〔出所〕 Vincent Konadu Tawiah et al. (2014)

上場契約第49条で規定される項目（抜粋）

1. 第49条の目的

株主の権利、ステークホルダーの役割、開示と透明性、取締役会の責任

2. 取締役会

取締役会の構成、独立取締役、非業務執行取締役の報酬と開示、取締役会と委員会に関するその他規定、行為規程、内部告発の方針

3. 監査委員会

適格・独立監査委員会、監査委員会の会議、監査委員会の権限、監査委員会の役割、監査委員会による情報の評価

4. 指名委員会と報酬委員会の構成

5. 子会社に関する情報開示

6. リスク管理体制の構築

7. 関連当事者取引に関する手続きの整備

8. 開示

関係当事者取引、会計処理、取締役の報酬、経営情報、株主への情報提供、取締役の退任、独立取締役の選任、年次報告書、株式発行により調達された資金の使途

9. 財務報告に関するCEO、CFOによる認証

10. コーポレートガバナンスに関する報告

11. 第49条の遵守

〔出所〕 インド証券取引委員会

第3章 債券市場

1. 政府債市場 インドの債券市場は、政府債と社債から構成されており、発行残高、取引金額ともに政府債が大部分を占めている。政府債は、中央政府と州政府により発行される。

政府債の発行はオークション方式で行われる。オークション参加者は、銀行、その他金融機関、ミューチュアルファンド、保険会社、プライマリー・ディーラーである。プライマリー・ディーラーは1995年にインド準備銀行（RBI）により導入された制度であり、純資産総額100億ルピー以上など一定の要件を満たす金融機関等が対象となる。2015年7月時点で21社のプライマリー・ディーラーがあり、その大半は銀行もしくは銀行子会社である。

政府債の流通市場では、銀行等がRBIにSGL（Subsidiary General Ledger）口座を開設した上で取引が行われる。取引の大部分は、取引当事者間の相対取引で行われる。そのための電子取引プラットフォームとして、RBIのNDS（Negotiated Dealing System）、NDS-オーダー・マッチング、NSEのホールセール債券市場（WDM）がある。NDSは相対取引システムであるのに対し、NDS-オーダー・マッチングは価格優先・時間優先の原則に基づく競争売買（オーダー・ドリブン）市場となっている。また、NSEのWDMは、相対取引と競争売買の両方の機能を有する。大部分の政府債取引はRBIのNDSおよびNDS-オーダー・マッチングで行われている。

政府債取引の参加者は、銀行や保険会社が主となっているが、これは制度的要因によるところが大きい。インドでは、法定流動性比率（SLR）規制により、商業銀行は負債の一定割合の政府債を保有することが義務付けられている。法定流動性比率は段階的に引き下げられており、15年9月末で21.5%となっている。また、保険会社や年金基金も総資産の一定割合に当たる金額の政府債を保有する必要がある。

海外機関投資家による政府債への投資もRBIにより規制される。従来は保有額上限が300億米ドルで、投資対象が中央政府債に限定されていたが、保有額が上限に達する中、18年3月までに保有額の上限を発行残高の5%へと引き上げるとともに、州政府債への投資を可能にすることが15年9月に発表された。

債券市場の全体像

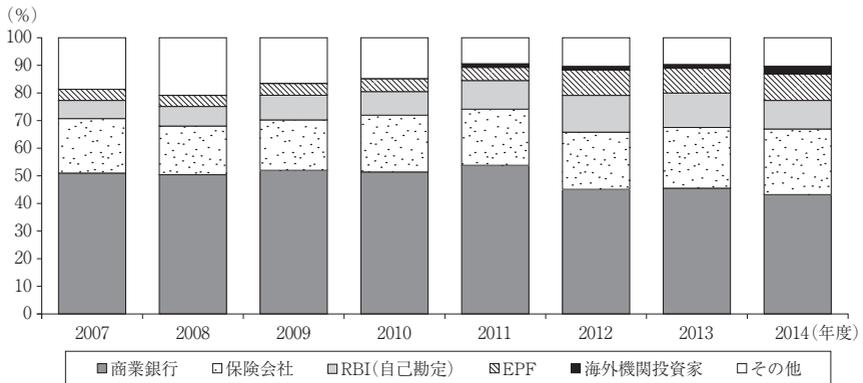
(単位：億ルピー)

| | 発行残高 | | 取引金額 | |
|-----|---------|---------|-----------|-----------|
| | 2013年度 | 2014年度 | 2013年度 | 2014年度 |
| 政府債 | 477,693 | 543,324 | 1,157,786 | 1,401,269 |
| 社債 | 146,740 | 175,032 | 97,080 | 109,130 |
| 合計 | 624,432 | 718,356 | 1,254,866 | 1,510,399 |

- (注) 1. 政府債は中央政府債と州政府債の合計値、但し満期1年未満の政府短期証券(T-bills)を含まない。
 2. 社債の取引金額について、2013年度はNSE、BSE、債券・短期金利・デリバティブ協会(FIMMDA)の合計値、2014年度はNSEとBSEの合計値を示している。

[出所] インド準備銀行、インド証券取引委員会

政府債の保有構造



(注) EPFは従業員退職準備基金を指す。

[出所] インド準備銀行

2. 社債市場 民間社債および公的機関（PSU）債から構成されるインドの社債市場は、政府債市場と比べると未発達な状態にある。インド企業の多くは、負債での資金調達を銀行借入に依存している。もっとも、企業の債券発行自体は少なくなく、株式による資金調達の約6倍（2014年度）となっている。

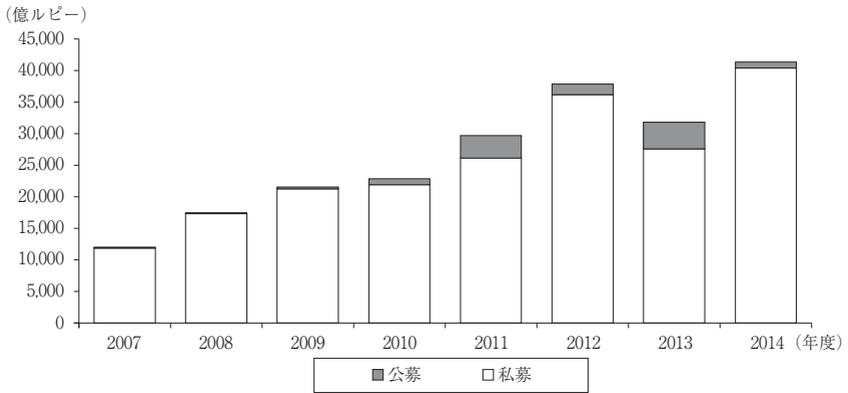
社債の発行形態については、伝統的に公募発行と比べて私募発行が圧倒的に多く、14年度における社債発行額の98%が私募債である。公募発行が敬遠される要因は、情報開示の手間・時間や費用にあると指摘されている。

近年、社債市場の規模は右肩上がりに拡大しており、発行残高は10年末の8.5兆ルピーから15年9月末には18.7兆ルピーまで増加した。しかし、他のアジア諸国と比較すると、その規模は相対的に小さい。インドの社債発行残高の対GDP比率は14年末で13%であり、フィリピンやインドネシア等は上回るものの、マレーシアやシンガポールの2分の1未満となっている。

インドの社債市場の発達が遅れている要因として、低い流動性、発行体の信用力、個人投資家の低い参加率などが指摘されている。そうした中、SEBIやRBIは社債市場の育成に向けて、社債のレポ取引や機関投資家によるクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）活用の認可、社債取引に関するデータベースの整備など、様々な施策を打ち出してきた。それらの施策の一部は社債市場の拡大に貢献したが、改善の余地は大きいと言われている。例えば、流動性の向上を目的として、証券取引所内に債券取引プラットフォームが創設され、マーケットメイク制度も導入されたが、大半の社債は市場外で取引されたままである。また、個人投資家の投資促進も引き続き課題となっており、一つの施策として、近年では受取利息に税金がかからない非課税債券が発行されている。

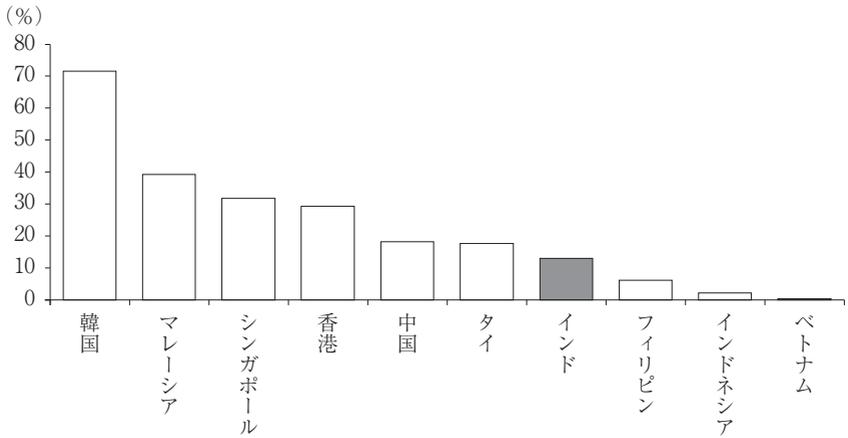
インドでは膨大なインフラ投資需要に対応するため、債券が重要な資金調達手段として期待されている。そこで、国内の銀行がインフラ向け債券の発行拡大に貢献できるよう、RBIにより規制緩和が進められている。例えば、インフラプロジェクトを手掛ける企業が発行する債券に対して、銀行が部分保証を供与することが認可された。また、銀行による長期インフラ向け債券発行の促進に資する規則も導入された。インフラ向け債券は、インド国内のインフラ投資需要に対応するだけでなく、中長期的に社債市場の発展においても重要な役割を果たすと考えられる。

社債発行額の推移



〔出所〕 インド証券取引委員会

社債発行残高の対GDP比率の比較 (2014年末)



〔出所〕 インド証券取引委員会, アジア開発銀行, 国際通貨基金

第4章 海外資金フローとM&A

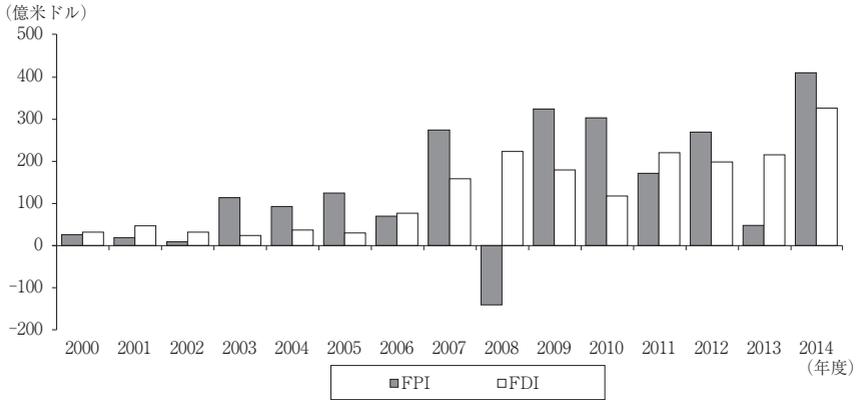
1. 海外からの資金フロー 近年、インド金融・資本市場の動向を大きく左右している要因として、海外からの資金フローが挙げられる。海外からの投資は、対内証券投資（FPI）と対内直接投資（FDI）に大別される。海外からの投資額は2000年度以降、毎年増減を繰り返して推移しているものの、概ね増加傾向にあり、FPI、FDIともに14年度に過去最高を記録した。

FPIについて、従来は外国機関投資家（FII）、FIIサブアカウント、適格外国投資家（QFI）という3つの投資家区分が存在した。FIIおよびFIIサブアカウントは、1995年SEBI（外国機関投資家）規則により規定され、QFIは2011年にインド政府により導入された投資家制度である。しかし、複数の投資家区分が存在することで、整合性や透明性が損なわれる懸念が生じた。そうした中、制度の効率化を通じてFPIを促進することを目的として、FII、FIIサブアカウント、QFIは外国ポートフォリオ投資家という新たなカテゴリーに統一された。外国ポートフォリオ投資家制度は2014年6月に開始された。

外国ポートフォリオ投資家の登録の際、本人確認が属性に応じて行われるようになり、手続きの効率化が図られた。また、登録手数料についても、従来の投資家制度より総じて低く抑えられている。但し、外国ポートフォリオ投資家はFIIと同様に、インドの企業に対して10%以上の出資を行うことはできず、また既に他の海外投資家グループが出資している企業に対しては出資比率を合計で24%以下に抑えなければならないという規制が適用される。

FDIについては、1999年外国為替管理法に基づく2000年外国為替管理規則により規制されており、自動認可ルートと政府認可ルートが定められている。自動認可ルートでは政府により定められた活動、業種について政府またはRBIの事前承認が不要であるのに対し、政府認可ルートでは個々のFDIについて財務省の外国投資促進委員会（FIPB）の認可が必要とされる。同規則において、FDIが全面的に禁止される業種、政府認可が必要な業種（自動認可ルート不可の業種）が指定されており、個別業種ごとのFDI上限も定められている。ここで定められた業種以外では、政府認可を経ずにFDIで100%取得することが可能である。

インド向けFPI, FDIの推移



(注) 数値はネットベース

[出所] インド準備銀行

FDI規制業種

| FDI不可の業種 |
|----------------------|
| 宝くじ事業 |
| 賭博 |
| チットファンド |
| ニディカンパニー |
| 譲渡可能な開発権の取引業 |
| 不動産事業 |
| たばこの製造 |
| 民間部門による投資が認可されていない業種 |

| 政府認可が必要な業種 (自動認可ルート不可の業種) |
|------------------------------|
| 農業 |
| 鉱業 |
| 防衛産業 |
| 放送 |
| 小売 |
| 銀行 |
| 出版印刷 |
| 通信サービス |
| セキュリティ |
| クーリエサービス 他 |

(注) 1. チットファンドは出資金を抽選等により賞金として分配するファンド

2. ニディカンパニーはインド会社法上の互助金融会社

3. 政府認可が必要な業種においても、自動認可ルートが適用されるサブセクターがある。

[出所] インド工商省

2. M&A市場 インドにおけるM&Aに係る法規範は、1992年インド証券取引委員会法の施行規則である2011年SEBI（大量取得および買収）規則である。同規則では、買収者（および共同買付者、以下同じ）による大量保有報告義務や強制株式公開買付義務（強制TOB）などが規定されている。

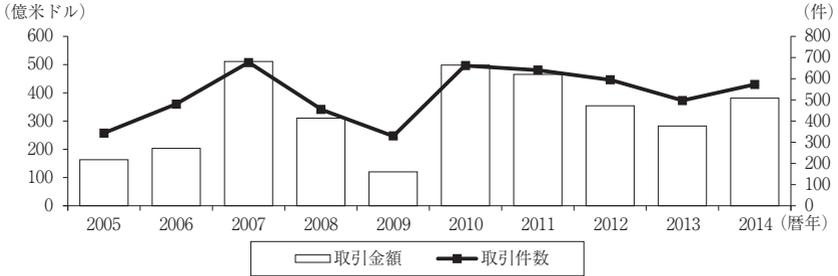
大量保有報告については、買収者が単独または共同で対象企業の株式を5%以上取得した場合や25%以上保有することになった場合、当該対象企業およびその上場取引所への報告が義務付けられる。強制TOBについては、買収者が対象企業の株式を25%以上取得した場合、25%以上75%未満の株式を保有している買収企業が対象企業の株式を追加で5%取得する場合、または対象企業の支配権を取得する場合、TOBが義務付けられる。

インドのM&A市場は、右肩上がりで拡大しているわけではなく、国内外の経済状況やイベント、大型案件の有無が影響を与えており、シクリカルな動きをしている。05年から14年の10年間を見ると、取引金額、件数ともに07年をピークとして、金融危機後に大幅に減少し、10年には07年並みの水準まで一旦回復したものの、11年以降は減少傾向となっている。

近年の大型M&A案件を見てみると、国内取引よりもクロスボーダー取引の件数が多く、その中でも特にインド企業による海外企業の買収（アウトバウンド取引）が目立っている。2000年代前半までは、インド関連のクロスボーダーM&Aと言えば、欧米先進国の企業によるインド企業の買収（インバウンド取引）が多かったが、2000年代後半以降は大型のアウトバウンド取引が目立つようになった。12～14年に発表された取引金額20億米ドル以上のアウトバウンド取引のセクターに注目すると、石油・ガスが中心となっている。

13年にインド会社法が改正されたことで、今後M&A市場に影響を及ぼす可能性があると言われている。例えば、新会社法の下では、外国企業によるインド企業の吸収合併が認められるようになった。また、小会社間の合併等において、簡便な手続きが設けられた。他にも、少数株主からの株式買収制度が導入され、買収企業が対象企業の株式を90%以上保有することとなる場合、対象企業に対して残りの株式を買い取るかどうかを通知することが必要となった。当該制度の導入により、完全子会社化案件の増加につながる可能性があると言われている。

インドM&Aの推移



〔出所〕 グラントソントン

インドM&Aの内訳

(単位：億米ドル，件)

| | 取引金額 | | | 取引件数 | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 |
| 国内取引（グループ内の再構築含む） | 209 | 102 | 203 | 333 | 276 | 290 |
| クロスボーダー取引 | 145 | 180 | 178 | 262 | 221 | 283 |
| インバウンド | 60 | 87 | 118 | 140 | 139 | 166 |
| アウトバウンド | 86 | 92 | 60 | 122 | 82 | 117 |
| 合計 | 354 | 282 | 381 | 595 | 497 | 573 |

〔出所〕 グラントソントン

近年におけるインドM&Aの主な大型案件

(単位：億米ドル)

| 買収側 | 被買収側 | 取引区分 | セクター | 取引金額 | 発表時期 |
|-------------------------|------------------|---------|-----------|------|----------|
| 石油天然ガス公社 | カシャガン油田 | アウトバウンド | 石油・ガス | 50.0 | 2012年11月 |
| サン・ファーマシューティカル・インダストリーズ | ランバクシー・ラボラトリーズ | 国内 | 医薬・ヘルスケア | 32.0 | 2014年4月 |
| コグニザント・テクノロジー・ソリューションズ | トライゼット | アウトバウンド | IT | 27.0 | 2014年9月 |
| ONGC ビデシュ | ロプマ・オフショア・エリア1鉱区 | アウトバウンド | 石油・ガス | 26.4 | 2013年8月 |
| コタック・マヒンドラ銀行 | ING ビスヤ | 国内 | 銀行・金融サービス | 25.0 | 2014年11月 |
| オイル・インドア、ONGC ビデシュ | ロプマ・オフショア・エリア1鉱区 | アウトバウンド | 石油・ガス | 24.8 | 2013年6月 |

(注) 2012～2014年に発表された取引金額20億米ドル以上の案件が対象、但しグループ内の再構築案件を除く。

〔出所〕 グラントソントン、トムソン・ロイター

第5章 資産運用業界

1. 投資信託市場の概況 インドの投資信託業界は拡大の一途を辿ってきたが、本格的に市場が拡大し始めたのは2006年であった。同時期に最も拡大が顕著であったのが、株価の急上昇の恩恵を享受した国内株式ファンドである。しかし、07年以降は債券ファンドへの資金流入が目立っている。また、インフラ資金需要の高まりを背景として、近年インフラ債券ファンドという新たな商品も導入された。投資信託残高は、12年以降右肩上がりに増加しており、15年9月末には11.9兆ルピーに達した。

投資信託の保有構造を見ると、口座数は個人が99.1%と圧倒的なシェアを占めているが（15年6月末）、保有残高では個人が45.8%、法人・機関投資家が54.2%となっている（15年9月末）。なお、法人・機関投資家の保有残高のうち85.3%が法人であり、これはインドの事業会社は余資運用の一環で債券や短期金融商品の投資信託を保有していることによるものである。法人・機関投資家の保有ファンド全体に占める割合は、債券ファンドが51%、短期金融商品ファンドが37%である。これとは対照的に、個人投資家は株式ファンドが58%、債券ファンドが37%となっている。

投資信託の販売チャネルは、ディストリビューター、銀行、独立ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）に大別される。ディストリビューターは、金融商品の販売に特化した業者であり、その多くは投資信託の販売を主力業務としている。元々銀行や証券会社であった法人が金融商品の販売に特化しようになったディストリビューターや、大手金融グループの金融商品販売部門としてのディストリビューターなど、その組織の位置付けや出自は様々である。全国展開するナショナル・ディストリビューター、特定地域に特化したリージョナル・ディストリビューターがいる。IFAは多くの場合、個人営業で、かつて証券や保険の営業担当者だった者が転職や退職によってIFAとなるケースが多いとされる。

インド金融仲介機関協会（FIAI）および格付会社クリシルによると、チャネル別構成比はディストリビューターが42%、銀行が30%、IFAが28%であり（14年）、銀行チャネルが大部分を占める他のアジア諸国とは大きく異なっている。

投資信託残高の推移

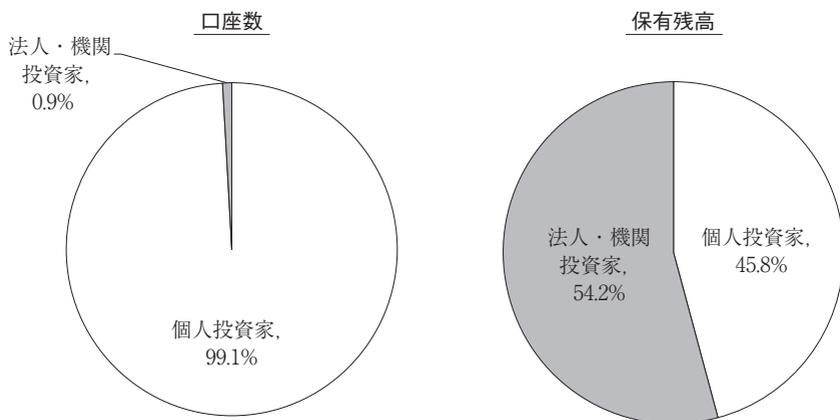
(単位：10億ルーピー)

| 年 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 債券ファンド | 475 | 529 | 864 | 1,973 | 1,971 | 3,605 | 2,979 | 2,986 | 3,782 | 4,244 | 5,022 | 5,496 |
| インフラ債券ファンド | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 4 | 11 | 15 |
| 株式ファンド | 316 | 671 | 1,195 | 1,921 | 991 | 1,747 | 1,812 | 1,406 | 1,665 | 1,584 | 2,832 | 3,470 |
| バランス型ファンド | 55 | 68 | 92 | 199 | 113 | 176 | 195 | 146 | 180 | 168 | 245 | 366 |
| 短期金融商品ファンド | 594 | 647 | 978 | 1,123 | 828 | 801 | 887 | 1,207 | 1,496 | 1,812 | 1,785 | 1,785 |
| 国債ファンド | 49 | 37 | 21 | 20 | 64 | 36 | 41 | 31 | 65 | 75 | 90 | 175 |
| 株式リンク貯蓄スキーム (ELSS) | 17 | 39 | 87 | 191 | 116 | 232 | 270 | 206 | 252 | 243 | 363 | 395 |
| 上場投資信託 (ETF) | - | - | - | 71 | 25 | 24 | 52 | 107 | 137 | 103 | 139 | 151 |
| 海外投資ファンド・ オブ・ファンズ | - | - | - | - | 26 | 31 | 26 | 25 | 23 | 25 | 27 | 20 |
| 合計 | 1,505 | 1,992 | 3,236 | 5,499 | 4,134 | 6,651 | 6,263 | 6,114 | 7,600 | 8,258 | 10,513 | 11,873 |

(注) 年末値、但し2015年は9月末の数値

【出所】 インド投資信託協会

投資信託の保有構造



(注) 口座数は2015年6月末、保有残高は2015年9月末の数値

【出所】 インド投資信託協会

2. 投資信託市場の参加者 インドの投資信託業界は、1990年代までは政府系でインド最古の運用会社であるユニット・トラスト・オブ・インディア（UTI）が大きな存在感を示していた。しかし、90年代以降、民間セクターの運用会社の参入や、外資系運用会社が単独もしくは現地金融機関との合併で進出するようになり、UTIや初期に参入したその他公的セクターの運用会社のシェアは低下していった。2000年代に入ると、外資と国内金融機関との合併運用会社が高いシェアを占めるようになった。

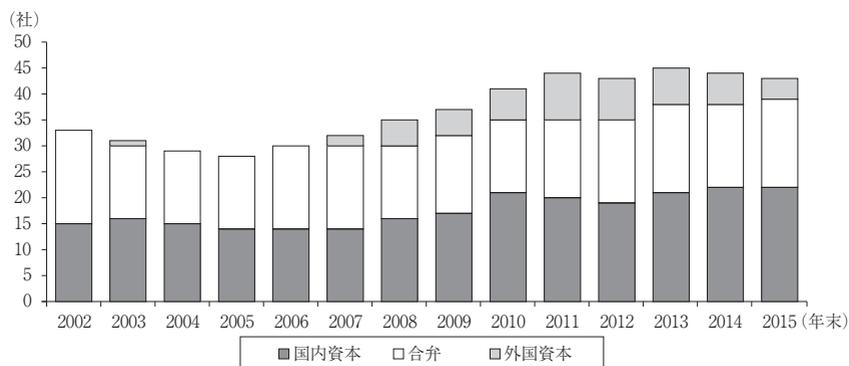
投資信託運用会社は15年9月末時点で43社あり、運用資産総額は15年7～9月平均で13.2兆ルピーである。上位5社が55%のシェア、上位10社が79%のシェアを占めており、寡占化された市場と言える。また、リライアンス、ビルラ、タタといった財閥系運用会社が上位に入っていることも特徴である。

近年では、単独または合併で業務を展開していた外資系運用会社がインドから撤退する動きも見られる。2012年にFILファンド・マネジメント、2013年に大和証券投資信託委託、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント、2014年にINGインベストメント・マネジメント、パインブリッジ・インベストメント・アセット・マネジメントが撤退し、2015年にはドイチュ・アセット・マネジメントがインド国内の資産運用ビジネスを売却することを発表した。こうしたことから、投資信託市場における厳しい競争環境が窺える。

運用会社に対する外資保有制限はなく、100%保有が可能となっている。この点は、外資保有比率が74%に制限されている銀行や、49%に制限されている保険会社とは異なる。しかし、外資保有比率に応じて所要自己資本額が異なっており、これが実質的な外資保有制限となる場合もある。具体的には、51%以下で50万米ドル、51%超75%以下で500万米ドル、75%超で5,000万米ドルとなっている。なお、国内資本の運用会社については、5億ルピーの自己資本が求められている。

投資信託による海外投資には上限が設けられており、業界全体として70億米ドルとなっている。海外の投資対象は、米国預託証券（ADR）もしくはグローバル預託証券（GDR）、上場株式、投資適格の国債および社債、ヘッジ目的のデリバティブ、REITなどである。海外ETFへの投資については、業界全体で10億米ドルの上限が定められている。

投資信託運用会社数の推移



(注) 2015年は9月末の数値

【出所】 インド投資信託協会

投資信託運用会社上位15社

| 順位 | 運用会社名 | 系列 | 運用資産残高 (億ルピー) | シェア |
|-----------|-----------------------------|--------|------------------|--------|
| 1 | HDFCアセット・マネジメント | 国内過半合併 | 17,083.8 | 13.0% |
| 2 | ICICIプルデンシャル・アセット・マネジメント | 国内過半合併 | 16,462.8 | 12.5% |
| 3 | リライアンス・キャピタル・アセット・マネジメント | 国内資本 | 15,291.9 | 11.6% |
| 4 | ビルラ・サンライフ・アセット・マネジメント | 国内過半合併 | 13,340.4 | 10.1% |
| 5 | UTIアセット・マネジメント | 国内資本 | 10,407.7 | 7.9% |
| 6 | SBIファンズ・マネジメント | 国内過半合併 | 8,862.8 | 6.7% |
| 7 | フランクリン・テンプレートン・アセット・マネジメント | 外国資本 | 7,732.8 | 5.9% |
| 8 | IDFCアセット・マネジメント | 国内過半合併 | 5,677.4 | 4.3% |
| 9 | コタック・マヒンドラ・アセット・マネジメント | 国内資本 | 5,651.1 | 4.3% |
| 10 | DSPブラックロック・インベストメント・マネージャーズ | 国内過半合併 | 3,733.9 | 2.8% |
| 11 | アクシス・アセット・マネジメント | 国内過半合併 | 3,178.9 | 2.4% |
| 12 | タタ・アセット・マネジメント | 国内資本 | 2,885.7 | 2.2% |
| 13 | ドイチェ・アセット・マネジメント (インド) | 国内資本 | 2,532.9 | 1.9% |
| 14 | L&Tインベストメント・マネジメント | 国内資本 | 2,428.0 | 1.8% |
| 15 | サンダラム・アセット・マネジメント | 国内資本 | 2,212.4 | 1.7% |
| 合計 (全43社) | | | 131,576.0 | 100.0% |

(注) 運用資産残高は2015年7～9月の平均

【出所】 インド投資信託協会

3. 年金市場 年金市場も、インドにおける運用会社の有力な事業領域となっている。インドでは、他国の年金制度の1階部分に相当する公的な基礎年金は存在せず、様々な貧困対策がその代わりとされている。年金制度では、地方自治体の年金基金、職種別年金基金（軍人基金、鉄道職員年金、鉱山労働者年金等）など様々な年金があるが、主要な年金基金としては、従業員退職準備基金（EPF）と国家年金制度（NPS）の2つが挙げられる。

インド最大の年金基金であるEPFは、従業員退職準備基金機関（EPFO）が運営する確定拠出型年金であり、2014年3月末で3.2兆ルピーの資産残高、1兆1,178万人の加入者を有する。原則として、中央政府が指定する187の業種に属し、従業員が20名以上の組織で働き、月収15,000ルピー以下の従業員は強制加入となっており、労使合計で給与の15.67%（労働者12%、使用者3.67%）を拠出する。また、EPF加入者は、EPFOが運営する確定給付型年金の従業員年金スキーム（EPS）にも加入することとなっている。EPSは、14年3月末で2.1兆ルピーの資産残高と1兆677万人の加入者を有する。

EPFOの資産運用は、長年インドステイト銀行（SBI）が独占していたが、08年に新たな運用委託先が選定され、15年3月末でICICI証券プライマリー・ディーラーシップ、リライアンス・キャピタル・アセット・マネジメント、HSBCアセット・マネジメント、UTIアセット・マネジメントを加えた5社体制となっている。EPFOの投資対象商品は政府債、社債、短期金融商品、株式、資産担保証券（ABS）等であり、カテゴリ毎に組入比率が制限されている。

NPSは、全ての国民に年金を提供することを目的として導入された確定拠出年金であり、年金基金規制開発機構（PFRDA）により運営される。04年1月より、新規採用の国家公務員向けに実施が開始され、加入者は給与の10%を拠出し、政府が同額をマッチング拠出する。09年5月からは全国民が任意で加入できるようになった。

NPSの資産運用については、制度設立当初は政府債で運用されていたが、08年4月より、SBI、ライフ・インシュアランス・コーポレーション・オブ・インド（LIC）、UTI各グループの年金運用会社3社による運用が行われ、14年3月末で8社により運用されている。NPSの規模は年々拡大しており、同年3月末の加入者は650万人、運用資産残高は4,814億ルピーとなっている。

主要年金制度

従業員退職準備基金 (EPF)

- ・従業員退職準備基金機関 (EPFO) が運営するインド最大の年金基金
- ・確定拠出年金
 - －労使合計で給与の15.67%を拠出
- ・運用資産残高：3.2兆ルピー（2014年3月末）
- ・加入者数：1兆1,178万人（2014年3月末）
- ・対象企業：政府指定の187業種に属する従業員20名以上の企業
- ・運用委託社数：5社（2015年3月末）

国家年金制度 (NPS)

- ・2004年1月より新規採用の国家公務員に導入（大部分の州も任意で実施）
- ・2009年5月より全国民が任意加入
- ・確定拠出型年金
 - －国家公務員の場合は加入者・政府が10%拠出
- ・運用資産残高：4,814億ルピー
- ・加入者数：650万人
- ・運用委託社数：8社（2014年3月末）

[出所] 従業員退職準備基金機関，年金基金規制開発機構

EPFOの投資対象商品と組入比率

| 投資対象商品 | 組入比率 |
|---|--------|
| インド政府債 | 45～50% |
| 上記以外の債券 ・上場社債 ・世界銀行やアジア開発銀行が発行するルピー建て債券 ・インフラ関連債券 他 | 35～45% |
| 短期金融商品 ・コマーシャルペーパー ・定期預金（期間1年以下） | ～5% |
| 株式および株式関連商品 ・時価総額500億ルピー以上の上場株式 ・上場投資信託（ETF） ・株式デリバティブ 他 | 5～15% |
| 資産担保証券等 ・資産担保証券（ABS） ・商業用不動産ローン担保証券（CMBS） ・不動産投資信託（REIT） 他 | ～5% |

[出所] 従業員退職準備基金機関

4. プライベート・エクイティ市場 インドにおけるプライベート・エクイティ投資は、2007年まで堅調に拡大したものの、金融危機以降は大幅に落ち込んだ。しかし、10年以降回復傾向にあり、14年の投資額は08年を上回る水準まで回復した。インド・プライベート・エクイティ&ベンチャー・キャピタル協会およびグラントソントンによると、14年の投資額は124億米ドル、投資件数は過去10年間で最高となる604件であった。

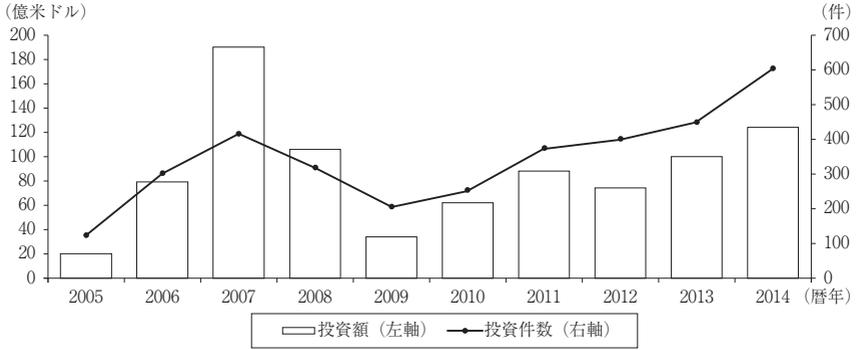
インドにおける大型バイアウト案件では、バインキャピタル、ウォーバーク・ピンカス等の海外大手プライベート・エクイティ・ファームやシンガポールのテマセク、GIC等の政府系ファンドのプレゼンスが高く、金額ベースでインドにおけるプライベート・エクイティ投資の相当部分を占めている。他方、地場系プライベート・エクイティ・ファームは、より規模の小さい企業に対するベンチャー・キャピタル投資やグロース・キャピタル投資に強みを持ち、件数ベースでは比較的高いシェアを占めている。

05年から14年までの10年間におけるセクター別の投資状況を見ると、投資額の上位3セクターはIT、エネルギー・天然資源、不動産であり、投資件数ではIT、銀行・金融サービス、医薬・ヘルスケアであった。ITセクターへの投資額は11年以降に急速に増加しており、14年は投資額、件数ともに他のセクターを圧倒した。ITをサブセクター別に見ると、ビジネス・プロセス・アウトソーシング（BPO）の構成比が最も高く、電子商取引（eコマース）が続く形となっている。

近年、新たなビジネスのアイデアを持つITセクターの起業家やベンチャー企業を支援したいと考える投資家が増加している。また、インドではスマートフォンやタブレット端末の利用者も急増している。そうした背景の下、インドにおけるプライベート・エクイティ投資において、引き続きITが最も有望なセクターと考えられている。

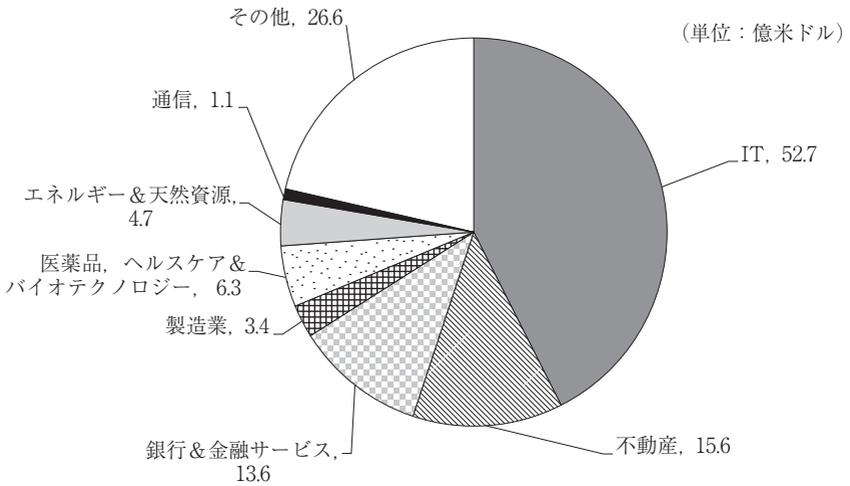
他方で、国民の所得水準の向上や国内市場の拡大を背景として、今後消費関連産業を有望視するプライベート・エクイティ・ファームもある。また、モディ政権が国内のインフラ開発を重要な政策の一つとして掲げる中、インフラ整備向けの民間資金需要を捉え、中長期的にインフラ関連産業を有望セクターと位置付ける見方も強まっている。

プライベート・エクイティの投資額、件数の推移



[出所] インド・プライベート・エクイティ&ベンチャー・キャピタル協会, グラントソントン

プライベート・エクイティ投資額のセクター別内訳 (2014年)



[出所] インド・プライベート・エクイティ&ベンチャー・キャピタル協会, グラントソントン

図説 **アジアの証券市場** 2016年版

平成28年3月1日 ©

定価（本体1,800円＋税）

編集兼
発行者 公益財団法人 日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町1-5-8
（東京証券会館内）〒103-0025
電話 03(3669)0737 代表
URL：<http://www.jsri.or.jp/>

印刷所 昭和情報プロセス株式会社
東京都港区三田5-14-3 〒108-0073

ISBN978-4-89032-518-4



9784890325184



1923033018004

ISBN978-4-89032-518-4

C3033 ¥1800E

定価（本体1,800円+税）