

途上国企業の金融グローバル化と 資本市場

—— ラテンアメリカのケース ——

加速する途上国の金融グローバル化

世銀が5月末に出版した「世界開発金融 2007」によると、途上国への純民間資本フローは06年に過去最高の6,470億ドルを記録した。中でも、新興市場国へのエクイティ・フローの伸びが顕著で、株式市場への純流入は940億ドルと02年の15倍に膨らみ、直接投資の純流入額は過去最高となる3,250億ドルに達した。また、中東欧を中心に、新興市場国企業によるデット・ファイナンス（銀行借り入れ、債券発行）も急増し、総額3,330億ドルに達した。途上国企業による金融のグローバル化は、ここ数年急速に進んでおり、今後もしばらく続くと思われる。

国際資本市場へのアクセスにより、企業は長期で低コストの資金調達、資金源の多様化、リスク管理の向上といったメリットを享受できるわけだが、金融グローバル化（政府・民間部門による国際金融市場・外国金融機関の利用、各国の対外資産・負債の増加、国内投資家による海外市場への参加、外国投資家の国内市場への参加、金融商品の価格や収益性の海外市場への収斂など）が、国内金融セクター、さらには経済全体にもたらし得るデメリットに警鐘を鳴らす向きもある。

例えば、中国では、企業の海外上場をめぐる、慎重派と推進派の間で、論争が展開されているという。慎重派は、国有企業の海外上場の増加は、国有資産の流失、経済安全保障への脅威、国内資本市場の発展の阻害等につながるとの懸念を表明している（「中国企業の海外上場を巡る大論争」（関志雄、『中国経済新論』独立行政法人 経済産業研究所 07年7月17日付）。

R. LevineとS.L.Schmukerは、株式市場の国際化について、89～00年間の新興市場国55カ

国3,000社のサンプルを使った実証研究を行い、国内企業の海外上場や海外証券市場での資金調達の増加が、国内株式市場空洞化の要因となった、と結論付けている。実際、ラテンアメリカでは、海外市場に上場するが増えるにつれて、国内市場におけるこれらの企業の株の取引量が低下し（migration）、それにつれて国内株式市場での取引コストが上昇、国内企業の株の取引量が海外市場に上場する企業より大きく低下し（spillover）、国内株式市場において、海外市場にも上場している企業の株式の取引シェアが高まる（trade diversion）傾向が見られた。中国の論争では、慎重派の論拠として、このような90年代のラテンアメリカ諸国の例が挙げられている。以下では、ラテンアメリカの事情を少々詳しく見ることにする。

ラテンアメリカの金融セクター

ラテンアメリカ諸国は80年代まで多くの途上国で見られたように、「金融抑圧（政府介入により金利が実質マイナスとなり、金融機関の収益が圧迫され、金融深化が欠如する）」の状態に置かれていた。90年代初め頃から、多くの国が国内金融市場の規制緩和と国際資本取引の自由化を急速に進めたが、拙速な自由化は金融危機をもたらすなどの問題を生じさせた。危機後、金融再建の進展に、欧米銀行の進出があいまって、銀行部門の再編・統合が進むとともに、監督行政・ブルーデンス規制の強化も図られた結果、銀行システムの健全性・収益性は格段に改善した。

一方、資本市場に関しても、ラテンアメリカ諸国は、法や規制の整備を進め、会計基準やディスクロージャー規則の改正を通じたコーポレートガバナンスの向上を図ってきた。また、証券取引所の統合や取引の電子化に加え、清算・決済システ

ム、カスタディアンといった金融インフラの整備も進めてきた。

様々な改革が進められてきたにもかかわらず、金融深化は進んでいない。銀行の対民間貸出/GDP比率は、05年で、G7が126%、東アジアが76%であったのに対し、ラテンアメリカは25%にとどまった（世銀、世界開発指標2007）。ラテンアメリカの資本市場の発展速度は極めて緩慢なばかりか、一部の国では後退も見られ、先進国というまでもなく、東アジア諸国に大きく遅れをとっている。債券市場は、国債が残高、売買高とも圧倒的シェアを占め、企業の資金調達とはなっていない。株式市場は時価総額、取引高とも通信、エネルギー、素材などの少数銘柄への集中度が高く、流動性は低い。例えば、アルゼンチンとチリでは時価総額上位3銘柄合計でマーケットシェアが50%を超える。メキシコでは通信のテルメックスが時価総額で25%、取引高で20~40%を占める。

グローバル化と株式市場の空洞化

テレフォニカ・チリが90年7月にニューヨーク証券取引所にアメリカ預託証券(ADR)を上場したのを皮切りに、ラテンアメリカ企業によるADRの上場が拡大した。07年10月現在、ニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場している企業の数(銘柄)は、アルゼンチン12、ブラジル31、チリ15、メキシコ16等となっており、中国(27)、日本(19)と同水準にある。NYSEでは、ラテンアメリカ主要企業株に相当の需要があり、05年にはADRの取引高の20%をラテンアメリカ企業の株・預託証券が占めたとされる。代表的な銘柄は、移动通信のアメリカモバイル(メキシコ)、ブラジル石油公社ペトロプラス、鉄鉱石会社リオドセ(ブラジル)で、3社合計でラテンアメリカ銘柄の時価総額の3割を占め、取引高も突出して大きい。

一方、海外上場の増加と反比例して、国内上場企業数は減少傾向を辿った。国境を越えた合併・買収の増加も、上場企業数減少の要因となった。

買収サイドの外国企業は、買収した企業を主要な金融センターに上場する傾向があるからである。例えば、レプソル(西)が買収したアルゼンチンのYPFは、99年にブエノスアイレス証券取引所での上場を廃止した。また、プラクスエア(米)が買収した産業用ガスのホワイトマーティンス(ブラジル)は、00年にサンパウロ証券取引所での上場を廃止した。他方、アジア諸国では上場企業数が90年代を通じて緩やかな増加傾向を辿り、00年代に入ってから中国を中心に急増している。ロシア・東欧諸国でも、チェコを除いて概ね上場企業数が増えている。ラテンアメリカでは、上場企業数の減少に加え、98年の国際金融危機を契機に、新規株式公開(IPO)や増資も大幅に減少した。

しかし、03~04年頃からの新興市場国株式ブームを背景に、ラテンアメリカ諸国の株式市場にも外資が流入し、取引高、時価総額、株価の上昇が顕著になった。例えば、地域最大のサンパウロ証券取引所の株式時価総額は、02年の1,240億ドルから06年末には7,230億ドルへと6倍に増え、07年6月末には1兆ドルを超えた。また、07年上半年期のIPOは26件(全て海外上場していない企業)、調達金額は94億ドルに上った。外国人投資家のプレゼンスは高まっており、売買高に占める比率は02年の26%から06~07年には36%に上昇し、07年上半年期のIPOでは1件当たり発行総額の7割程度を外国人投資家が買っている。他方、上場基準・規制の厳格化や上場維持のコストの高さを嫌って、海外市場から撤退し、本国市場へ回帰するケースが散見される。ニューヨーク株式市場(NYSE、ナスダック)では、ADRの上場を廃止した外国企業が05年に53社あったが、この中にはメキシコ7社、チリ3社が含まれていた。

このように、ラテンアメリカの場合、この一両年はグローバル化が国内株式市場の活性化に貢献しているように思われる。グローバル化のデメリットを警戒するよりも、国内資本市場の改革を推し進めて、さらに外資を惹きつけ、発展につなげていくプラス思考が一段と必要になってこよう。

(竜舌蘭)