

# 公開企業の資金調達と投資銀行

— アジア株式市場 2001 ~ 2005 年 —

小原 篤次

1. はじめに
2. 通貨危機後のアジア株式市場
  - (1) 市場規模：公開企業数・時価総額
  - (2) グローバル化した企業分類
3. アジア株式市場と外国人投資家
  - (1) 流通市場のグローバル化
  - (2) IMF証券投資残高調査
4. 株式による資金調達と投資銀行
  - (1) 株式による資金調達
  - (2) データベース
  - (3) 株式調達における欧米投資銀行占有率
  - (4) 株式調達の欧米占有：東アジア8市場
  - (5) 株式調達の欧米占有：危機4市場
  - (6) 東アジア8市場と危機4市場の比較
  - (7) 上位投資銀行：危機4市場
5. おわりに

キーワード：グローバル化のセグメント

財務戦略 エクイティファイナンス  
機関投資家 投資銀行 アジア  
通貨危機

## 1. はじめに

アジア通貨危機から10年が経過しようとしている。この間、1999年1月にユーロが誕生し、アジアでも東アジア共同体の構想やアジア債券

市場の整備が議論されるようになった。2001年から2005年までの期間は、米国、日本の世界1、2位の経済大国が記録的な低金利政策を採用した。しかも、米国の経常収支赤字が拡大する一方、日本のほか、中国、シンガポール、マレーシアなどアジアや中東が資本輸出国となり、過剰流動性が、金利、為替、株式、原油、不動産など資産価格に及ぼす影響についての議論が盛んである。米連邦準備制度(FRB)議長に就任したバーナンキ<sup>(1)</sup>は、貯蓄過剰(Global Saving Glut)と表現している。

企業の財務戦略上、銀行からの借り入れや社債・借入金、返済義務のある他人資本であるのに対して、株式による資金調達は、返済義務のない自己資本の充実とされる。過剰流動性の中で、流通市場としての株式市場の株価が単に上昇しただけではない。東アジアでは<sup>(2)</sup>、株式形態による資金調達が活発化している。時価総額ベースでは、世界に占める東アジア8市場(香港・中国、韓国、台湾、マレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン)の割合は、アジア通貨危機当時(1997、1998年末)で5%前後、危機直後の株価水準から回復した2001年でも6.7%に過ぎない。しかしながら、株

(1) Bernanke, Ben S., "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," a speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm> (2006年9月22日)

(2) 米国の資金循環では、株式発行は資金調達機能を果たしていないとの指摘もある。小倉将志郎「米国における金融部門の収益拡大と資金循環構造の変化」『証券経済研究』第55号、2006年、118ページを参照。

式による資金調達（エクイティファイナンス）<sup>(3)</sup>では、世界に占める割合が9%に近づいている。株式の発行市場、つまり株式による資金調達規模では、日本とほぼ並ぶようになった。東アジアの領域をインドまで含めれば、10%を超す巨大株式市場となる。一方、1990年代には、時価総額で一時50%を占めた米国が、発行市場では30%台の存在となっている。株式市場でも、米国一極集中から、欧州、アジアと多極化の方向に向かっていくのだろうか。経済発展や金融蓄積の多極化が進んだとしても、企業の財務戦略が各国単位で多様化していくのだろうか。こうした関心への回答を模索していく試みである。

本報告では、流通市場と発行市場の両面で、アジア通貨危機以降のアジア株式市場の変化を整理したい。さらに、グローバル化のなか、各国企業の財務戦略を取り巻く環境の変化について、大規模公開企業中心に、外国人機関投資家、資金調達を担う欧米投資銀行を視座としてデータを読み解き、グローバル化が深化しつつある2000年前半の状況を提示することを目的とする。

第2節では、アジア通貨危機の影響が深刻だった韓国、マレーシア、タイ、インドネシア中心として、株式市場の規模やグローバル化した企業分類の状況を報告する。

第3節では、アジア株式の外国人投資家の保有状況を確認したい。国際通貨基金(IMF)の証券投資残高調査（The Coordinated Portfolio Investment Survey、CPIS）を利用する。同調査は、2001年から各年で発表している。国際収支の資

金フローではなく調査時点でのストックデータである。

第4節では、株式による資金調達で、アジアが世界に占める割合、新規株式公開と既存公開企業による公募増資・株式売り出し、さらに、株式引受業務を担う欧米投資銀行の占有度を示す。そして最後に、本報告で確認できたことを要約し、欧米の金融サービス会社、投資銀行による金融市場のグローバル化、アジア企業のセグメンテーションについて考察する。

## 2. 通貨危機後のアジア株式市場

### （1）市場規模：公開企業数・時価総額

アジア通貨危機の影響が深刻だった韓国、マレーシア、タイ、インドネシアについて、株式市場の特徴を整理したい（表1）。株式公開企業数は、1997年末と2005年末を比較すると、4市場とも増加している。特に目立つのは、韓国である。1997年末の776社から2005年末には1616社に2.1倍に増加している。マレーシアが1997年末の703社から2005年末には1019社と45.0%の増加となっている。

韓国では、1997年にシステム取引<sup>(4)</sup>を開始したベンチャー市場のKOSDAQが公開企業数で、韓国証券取引所を上回っている。なお、韓国は資金循環表分析<sup>(5)</sup>でも1999年から3年間は、銀行融資を上回り、2002年以降も、銀行融資について重要な資金調達源となっている<sup>(6)</sup>。

株式市場の相対比較のため、時価総額のGDP比が使われる。時価総額は株価変動に伴い大きく変動するため、2005年については公開企業の

（3）株式による資金調達は2001～2005年間の累計。Bloombergによる。データの詳細は第4節で説明している。

（4）KOSDAQの前身の店頭市場は1987年4月に創設されている。財団法人日本証券経済研究所『図説アジア・オーストラリアの証券市場1994年版』、1993年、18ページ

（5）銀行を中心とする金融構造は、マネーサプライのGDP比、民間信用(private credit)のGDP比、債務・株式比率(debt-equity)などでも確認できる。

（6）韓国、タイ、中国の資金循環については、経済産業省『通商白書2005』182～184ページで整理されている。

売上高総額のGDP比で、4カ国の経済規模と株式市場の役割を傍観できるようにした。絶対的な規模では韓国が大きい、GDP比を用いた4カ国の比較では、マレーシアにおいて株式市場の役割は大きい。

## (2) グローバル化した企業分類

債券格付け会社として知られるスタンダード・amp・プアーズ (S&P) と、世界的な機関投資家向け株価指数で知られるモルガン・スタンレー・キャピタル・インターナショナル (MSCI) は1999年から、世界の業種分類の共同開発に着手した。各国で異なる産業分類を統一し、その産業分類に従い、株価指数などの金融情報を提供するのが目的である。異なる証券市場を投資対象とする機関投資家にとっては、簡便に異なる市場を比較することを可能とする。世界産業分

類基準(Global Industry Classification Standard、GICS)と呼ばれ、10のセクター、24の産業グループ、67の産業、および147の産業サブグループから構成される。各国の代表的標準化機関から構成される国際標準化機構 (ISO) も、産業分類の標準化を検討していたが、こうした民間ベースのGICSなどの誕生で、標準化の検討を中止したほどである<sup>(7)</sup>。世界銀行傘下の国際金融公社 (IFC) が1999年末、開発途上国を対象とした株価指数をS&Pに売却しているが、証券市場では民間企業主体の世界標準化競争が行われている。

(1) で見たように、アジアの公開企業は増加している。外国の機関投資家の投資対象候補として、MSCIやS&Pの株価指数が利用される<sup>(8)</sup>。MSCIの株価指数採用基準<sup>(9)</sup>を参考にして企業を分類すると、韓国では137社<sup>(10)</sup>、タイで125

表1 アジア通貨危機4市場の概要

		韓国	マレーシア	タイ	インドネシア
公開企業数(1)	2005年	1,616	1,019	504	336
	1997年	776	703	431	281
時価総額GDP比(2)	2005年	90.6%	138.6%	73.2%	29.5%
	1997年	8.9%	93.5%	15.6%	12.2%
売上高GDP比(3)	2005年	137.9%	300.1%	89.7%	20.0%
	11社～	91	42	41	27
アナリスト調査 カバレッジ(4)	6～10社	49	32	35	12
	1～5社	273	286	119	45
	0	1,247	680	246	253
	MSCI時価総額以上企業(5)	137	39	125	51
S&P債券格付 (6)	外貨建長期	23	13	18	20
	自国建長期	30	14	19	25
	外貨建短期	9	5	7	3
	自国建短期	9	5	7	3
預託証券(7)	1998～2005年	38	7	7	6
	～1997年	17	7	8	10

注1:世界証券取引所連合 <http://www.world-exchanges.org/> の Historical Data による。注3-6のBloombergデータの企業数とは一致しない。

注2:時価総額は、Standard&Poors' (2001, 2006)。GDPは世界銀行。

注3:売上高は、BloombergのQSRC、RV機能で集計(2006年10月14日)。GDPは注2と同じ。為替はIMFのIFSの2005年12月値。

注4:Bloomberg検索対象は、韓国、タイ、インドネシアは上場全銘柄対象の各株価指数ベース、マレーシアは、取引所ベースで検索。

注5:MSCIはMSCI Barra社が算出・販売する機関投資家向け株価指数。MSCI採用基準の最低時価総額以上の上場企業数を示す。MSCIが採用する浮動株ベースの時価総額ではなく、2006年10月13日現在の時価総額で算出。韓国は6億ドル、マレーシア、タイ、インドネシアはそれぞれ2億5000万ドル以上。対象企業は注4と同じ。

注6:BloombergのS&P格付け情報。対象企業は注2と同じ。

注7:Bank of New Yorkサイトによる。<http://www.adrbny.com/> (2005年10月14日)

出所:世界証券取引所連合、Bloomberg、Bank of New Yorkデータから筆者作成

(7) 日本証券業協会「国際標準化機構 (ISO) 証券業務及び関連金融商品に関する分科委員会の開催結果について」<http://www.jsda.or.jp/html/gyouhou/0311/0301.pdf>(2006年10月15日)

(8) アジア通貨危機後の株価指数の動向については、拙稿「国際株式ベンチマーク改定と年金基金の投資

国選定基準」『国際開発研究』第12巻1号、2003年、88～91ページを参照。

(9) MSCI, "MSCI Standard Index Series Methodology," May 10 2006, p45, 54, 55や表1の注5を参照

(10) KOSADQで時価総額6億ドルを超える企業は9社しか含まれない。

社、インドネシアで51社、株価が低迷しているマレーシアでは39社しかない。株価指数採用の候補、つまり世界の機関投資家の投資対象候補となる可能性を示している。4市場で約3500社の公開企業に対して約10%が、世界の機関投資家が注目する企業と考えることができる。

アナリスト調査のカバレッジとは、いくつかの投資銀行の企業投資調査担当者から調査を受けているかを示している。公開企業の業績を分析して、投資家に情報を提供し、情報の非対称性を埋める役割が期待されている。

1社でも調査アナリストがカバーしている割合は、タイで44.2%、マレーシアで34.6%、韓国とインドネシアはともに24.9%である。逆に言えば、半分から4分の3の企業は、投資調査の専門職による業績評価を受けていないことになる。投資銀行側としては、費用と便益で調査企業数が決められる。売上高や資本金など大規模企業であるだけでなく、財務内容や市場要因も考慮される。調査アナリスト1人でカバーできる企業数は5~20社が目安と考えている。三星電子のような大企業で世界の機関投資家から注目されるような企業の担当数は絞られ、逆に中小型株式の担当の場合は、企業数が増加する傾向がある。1人10社カバーとして500社の調査に対して50人が必要になる。調査に関する費用に対する便益は、機関投資家からの株式委託手数料である。4市場で6社以上がカバーしている企業数は329社である。先に見たMSCIの株価指数の採用対象銘柄数と、ほぼ一致する数字となっている。

一方、S&Pの債券格付けの付与状況では、対象企業が厳選される。債券格付けは、通貨（外貨建て、自国通貨建て）による分類のほか、普通社債、無担保の約束手形であるコマーシャル

ペーパー（CP）など短期債務によっても異なる格付けがなされる。債券格付けは、デフォルトリスク、つまり満期で元本や金利を返済する能力を簡単な記号で、投資家に示す役割をもっている。デフォルトリスクは、事業リスクと財務リスクで構成される。財務リスクは使用している資本のうち、社債や借入金などがどの程度占めているかで決まる。一方、事業は利益やキャッシュフローの水準の成長性、安定性が重視される。社債発行残高や銀行からの借入金が多くても、利益やキャッシュフローの水準が元利払いの額に比べて十分に高く、しかも減益やキャッシュフローが減少する危険性が少ないと判断されれば、格付けも高くなる。

表1で示した格付けの4分類のうち、最も格付け付与が多いのが、自国通貨建て長期価格付けだった。それでも韓国で30社、インドネシアで25社、タイで19社、マレーシアで14社しか付与されていない。アジア債券市場<sup>(11)</sup>の整備が議論されているが、証券市場の現状では、株式より債券による資金調達機会が極めて限定的であることを示唆している。

最後に、預託証券（Depository Receipt、DR）の発行状況を確認しておく。代表的なものは米国預託証券（American Depositary Receipt、ADR）である。自国の株式市場で発行された株式を原資産にして、その原資産と交換ルールを決め発行する証書を海外の銀行に保管しておく。その証書が株式など有価証券のように、価格変動を伴い、取引される。先進国の投資信託や年金基金にとっては、主に3つの利点が考えられる。①先進国の取引時間が適用される。②先進国通貨で、先進国の決済制度が利用できる。③先進国の情報開示ルールが適用され、英語で入手可能となる。

(11) 拙稿「アジア債券市場と日本の金融資産選択」『東アジア研究』第39号、2004年を参照。



要約すれば、米国など先進国のルールに近い形で、開発途上国の株式でも売買できる仕組みである。もちろん、情報開示など企業側にも負担が伴い、審査も厳しい。

韓国企業の預託証券は1998から2005年末までに38証券が発行され、1997年末までの発行実績(17証券)を上回った。このほか3市場の企業は、ほぼ危機前と同数の証券を新たに発行している。なお、東アジアでは、中国系企業<sup>(12)</sup>の預託証券発行が活発である。61証券の発行実績があり、このうち44証券が1998年以降に発行されたものだ。

### 3. アジアの株式市場と外国人投資家

#### (1) 流通市場のグローバル化

国境を越えた株式や債券ポートフォリオ投資の資金の源流を明らかにする作業は困難が伴う。国際間の金融取引が複雑化して、捕捉しにくいのは、資金の匿名性、秘密主義という否定的な理由に限らない。リスク管理やコンプライアンスといったアジア通貨危機でも、IMFなどが指摘した金融アーキテクチャーの強化の観点を厳密化することでも、金融業態内の役割分担が進み、各国政府、中央銀行や国際機関も含めたアウトサイダーからは、却って国際間の金融取引の実態捕捉を困難にするというジレンマも抱えている。

以下に、国際間の取引の複雑性を例示する。

ケース①アジア系の政府資金が、米国内のアジア系銀行の支店や現地法人に預金される。米国内に限って、株式や債券投資が行われる場合でも、米国内の証券口座に保管される。ケース②運用と資金管理を分離するのが、リスク管理

やコンプライアンスの基本である。アジア系の政府資金が米国での証券運用のノウハウがない場合、米国系の投資顧問会社に運用を委託する。すると、資金管理は投資顧問会社<sup>(13)</sup>ではなく、信託銀行(カストディアン)に分別管理される。

ケース①の場合、資金の源流を明らかにすることは、報告する金融機関にとっても、容易であろう。ケース②の場合、アジア系の資金として報告するのかどうか。金融機関としては、司法調査は別として、金融当局の行政的なガイドラインに基づく通常の報告に対しては、判断に迷うところだろう。世界の資金フローや保有の統計整備への協力が、金融機関の報告のモチベーションとして十分かどうか。しかし、このケースも捕捉できる。

ケース③アジアの政府資金が、国内の地場の信託銀行に分別管理されている。複数の海外市場の株式や債券運用を、ケース②同様、米国系投資顧問会社に委託する。投資顧問会社は、海外運用の拠点であるロンドンで運用を指示する。資金は地場の信託銀行から、海外店舗が充実しているグローバルな信託銀行に再委託される。

ケース④グローバルな信託銀行に保管されている資金のうち、株式や債券を直接購入するのではなく、投資信託やヘッジファンドに投資して間接的に株式や債券に投資される。

ケース③のスキームで、ロンドンから資金の源流のアジア市場に投資することも可能である。英国の対外投資には、こうした名目上の「外国人投資家」の資金が含まれる可能性がある<sup>(14)</sup>。

ケース④の投資信託やヘッジファンドでは、さらに、運用を担当する投資顧問会社と資金管

(12) 中国本土で登記されている企業と香港を含む本土以外で登記され、中国資本が主な出資者の企業が含まれる。この統計の中国には香港で登記された香港資本の企業は含まれない。

(13) 投資顧問会社は、運用会社やファンドマネジャーと呼ばれることもある。

(14) ロンドンからの日本投資については、代田純『ロンドンの機関投資家と証券市場』法律文化社、1995

理の信託銀行が必要となるため、実態の把握はさらに困難となる。

ケースを主体別に整理すると、①資金の源流、②信託銀行、③投資顧問会社(直接的投資)、④投資信託やヘッジファンド(間接的投資)、⑤投資対象市場になる。

## (2) IMF 証券投資残高調査

こうした複雑化した証券投資の捕捉を試みているのが、IMF証券投資残高調査(CPIS)<sup>(15)</sup>である。参加国は1997年の第1回では29カ国<sup>(16)</sup>、2001年の第2回では67カ国<sup>(17)</sup>に増加している。

過剰流動性の中で、資産価格が世界的に上昇した。世界の株式市場の時価総額は2005年末で、43兆6420億ドルにのぼり、1990年末と比較して46.4倍にのぼる<sup>(18)</sup>。

Standard & Poor's (2006)の各株式市場の時価総額とIMF証券投資残高調査で外国人投資家の保有状況を比較してみる。IMF証券投資残高調査は1997年に一回目、2001年後毎年公表されるようになったため、期間はこれに従う。対象とする株式市場は、アジア通貨危機が特に深刻だった韓国、マレーシア、タイ、インドネシアの4市場と、相対的な比較のため、香港・中国、米国、英国、日本とする。その結果が、表

2で整理されている。

4市場で、時価総額に対する外国人投資家の比率が高いのが韓国である。1997年で13.3%、その後、上昇を続け、2004年で29.1%となっている。国際化された市場のシンボルである英国に近い水準となっている。

続いて特徴的なのが、インドネシアである。1997年、2001年では、14.7%、15.6%という10%台にとどまっていたが、2002年には25.4%に大幅上昇し、その後も、ほぼ4分の1の水準にある。

タイについては、1997年19.3%の後、2001年に21.4%に上昇し、その後、やや低下しているが、20%近い水準を保っている。

日本の株式市場における外国人投資家の保有割合が上昇している傾向が知られている。ただ、このデータで比較する限りでは、アジア通貨危機に見舞われた韓国、タイ、インドネシアよりも、外国人投資家の割合は低くなっている。

一方、明らかに低下傾向を示したのが、マレーシアである。1997年の15.6%から、2001年には10.7%、2003年には9.6%と10%台を割り込んでいる。アジア通貨危機後、資本規制を実施した影響が、外国人投資家には残っているものと考えられる。

年、同『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社、2002年が詳しい。取越達哉「米国を巡る資金フローの把握～日米の関係を中心として～」日経リサーチ『最近の資金フローに関する研究会』(財務省委嘱調査)、2006年、77～87ページは、IMF証券投資残高調査(CPIS)で、英国の対外証券投資が他の既存統計と比較して、過小な可能性を指摘している。

(15) 調査方法については、IMF, Coordinated Portfolio Investment Survey Guide Second Edition, IMF, 2002で公表されている。

(16) 1997年調査参加、アルゼンチン、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、バミューダ諸島、カナダ、チリ、デンマーク、フィンランド、フランス、アイスランド、インドネシア、アイルランド、イスラエル、イタリア、日本、韓国、マレーシア、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、ポルトガル、

シンガポール、スペイン、スウェーデン、タイ、英国、米国、ベネズエラ。

(17) 2001年調査新規参加、アルバニア、バハマ諸島、バーレーン、ブラジル、ブルガリア、ケイマン諸島、コロンビア、コスタリカ、キプロス、チェコ、エジプト、エストニア、ドイツ、ギリシャ、英王室直轄ガーンジー行政区、香港、ハンガリー、英王室直轄マン島、英領ジャージーン島、カザクスタン、レバノン、ルクセンブルグ、マカオ、マルタ、モーリシャス、オランダ領アンチル、パナマ、フィリピン、ポーランド、ルーマニア、ロシア、スロバキア、南アフリカ、スイス、トルコ、ウクライナ、ウルグアイ、バヌアツ。

(18) Standard & Poor's, Standard & Poor's emerging stock markets factbook 2001, Standard & Poor's, 2001とStandard & Poor's global stock markets factbook 2006による。

この10%の水準は、米国と香港・中国と同程度である。

また、アジア通貨危機に見舞われた4市場で、外国人投資家の上位には欧米の投資家が並び、アジア最大の経済国、金融資産を誇る日本が、上位5位以内に入っていない<sup>(19)</sup>。カストディアンは、IMF証券投資調査報告の中核を担っている。そのカストディアン業務が、日本の信託銀行によって、アジアではほとんど業務がなされていないことも、日本の保有高を押し下げている可能性も否定できない<sup>(20)</sup>。

図1～図4は、1997～2004年までの保有累計で、上位10カ国を抽出し、グラフ化している。4市場の中では、外国人保有比率が最も高い韓国では、米国の保有が1997年の72.4%から2001年には57.0%に低下している。しかし、2002年の54.4%から2004年の53.4%まで過半数を維持し、外国人保有合計に占める米国の保有割合はほぼ変わっていない。一方、英国は13%台から15%台と安定している。2001年以降、英米2カ国を合計すると、70%前後と高い割合になる。このため、3位であるが、ルクセンブルグの割合は10%に達していない。

インドネシアの保有状況は、韓国に比べる

と、分散的である。米国の保有状況については、韓国同様、1997年から2002年にかけて保有割合が減少し、その後の割合は安定的である。米国で30%台、英国で10%前後と、英米の合計で2002年以降では、わずかに過半数を割り込む水準で推移している。インドネシア隣国のシンガポールが5位に入っている。モーリシャス、ルクセンブルグ、香港が順次、統計に反映されるようになった。

ルクセンブルグやシンガポール、香港は、単なる各国の資金の運用拠点ではなく、世界や地域の運用拠点で、多数の投資顧問会社やカストディアンが存在する。インド洋に位置するモーリシャスも、インドやインドネシアなどへの投資では、同様の役割を担っている。英米の保有割合の低下は、こうした運用拠点での保有割合の上昇や統計の反映に符合している。例えば、インドネシアで、モーリシャスは米国に次ぐ保有割合の高さを記録し、20%台で推移していた。東京都とほぼ同じ面積で、人口が200万人にも満たない小さな島国で、OECDからタックス・ヘイブンに該当すると分類されている。自国資金ではなく、先進国から欧米投資顧問会社によって集められた資金が主なものとなってい

表2 株式時価総額に占める外国人投資家の保有割合(1997、2001～2004年)

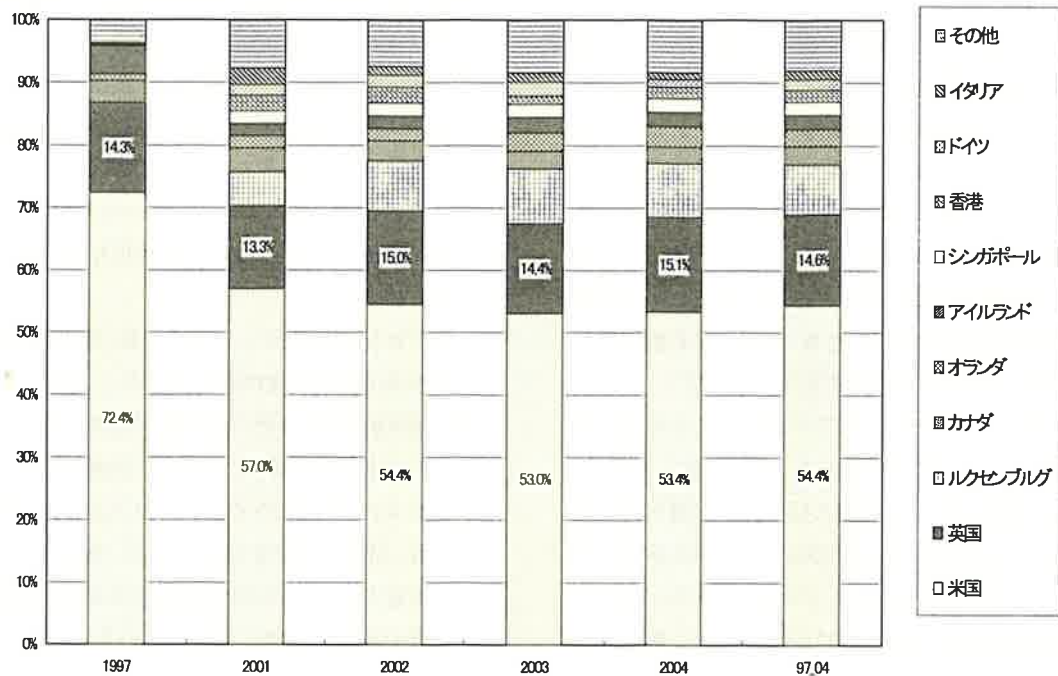
	1997		2001		2002		2003		2004	
	時価総額	割合	時価総額	割合	時価総額	割合	時価総額	割合	時価総額	割合
韓国	46,052	13.3%	220,046	23.6%	249,639	24.5%	329,616	28.1%	428,649	29.1%
マレーシア	93,608	15.6%	120,007	10.7%	123,872	10.2%	168,376	9.6%	190,011	11.8%
タイ	23,538	19.3%	36,349	21.4%	46,172	20.3%	119,051	18.8%	115,400	18.6%
インドネシア	29,105	14.7%	23,006	15.6%	29,991	25.4%	54,659	24.3%	73,251	24.8%
危機4市場	192,303	15.4%	399,408	19.1%	449,674	20.2%	671,702	21.5%	807,311	23.2%
香港・中国	619,689	11.0%	1,030,025	9.1%	926,165	8.2%	1,395,801	10.4%	1,501,228	10.9%
米国	11,308,779	4.0%	13,854,616	7.4%	11,098,102	8.2%	14,266,266	9.0%	16,323,726	9.1%
英国	1,996,225	15.9%	2,164,716	32.9%	1,864,262	35.6%	2,460,064	36.6%	2,815,928	37.2%
日本	2,216,699	11.0%	2,251,814	14.8%	2,126,075	14.3%	3,040,665	16.3%	3,678,262	17.6%

出所：IMF証券投資残高調査とStandard & Poor's(2006)

(19) 拙稿「アジア債券市場における日本の機関投資家の課題」『国際開発研究』第13巻第1号、2004年は、日本の機関投資家が株式より債券投資ウエイトが高い背景を説明している。

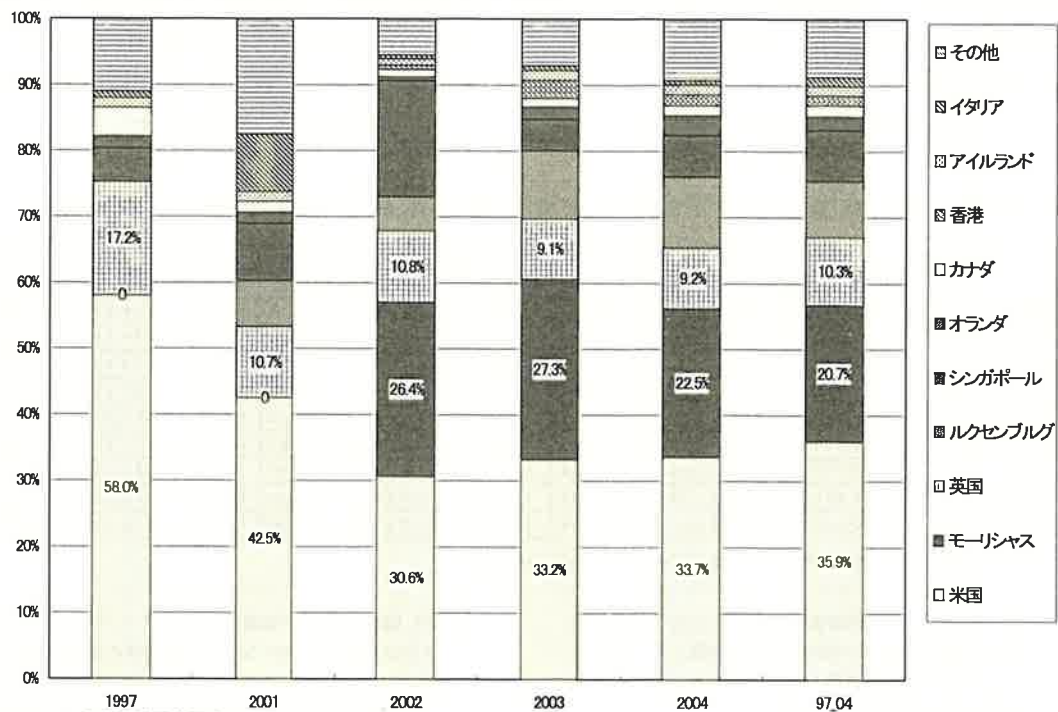
(20) 財団法人国際金融情報センター「中国・韓国・ASEAN 諸国における欧米金融機関の進出分野の鳥瞰図」日本銀行、2006年、42～45ページに、「有価証券カストディアン業務」について書かれている。

図 1 韓国株式の外国人投資家の保有状況



出所: IMF証券投資残高調査

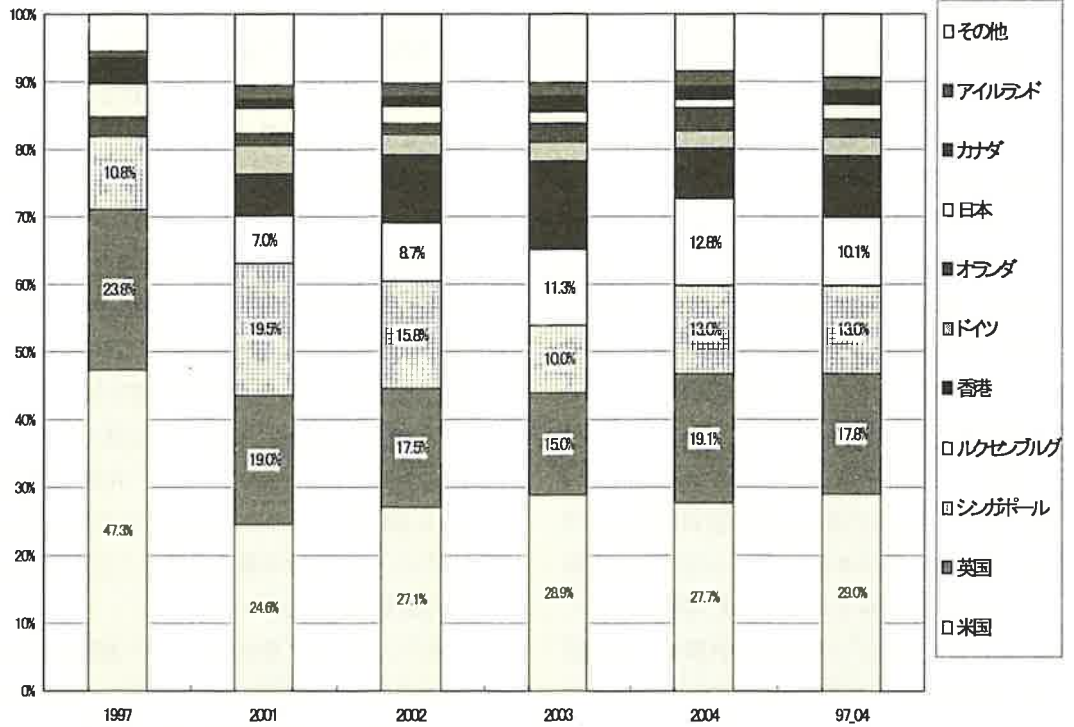
図 2 インドネシア株式の外国人投資家の保有状況



出所: IMF証券投資残高調査

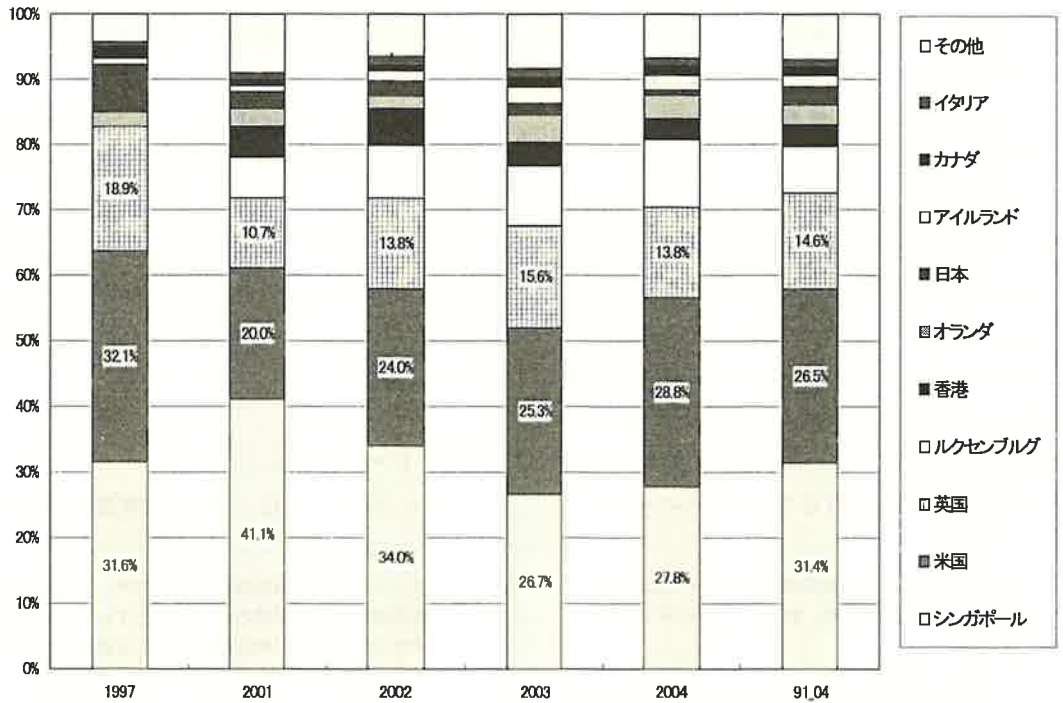


図 3 タイ株式の外国人投資家の保有状況



出所: IMF証券投資残高調査

図 4 マレーシア株式の外国人投資家の保有状況



出所: IMF証券投資残高調査

ると考える。実際の運用の担当者は、シンガポールなどの第3国の運用拠点に在籍する形態がとられている。

なお、日本が10位以内に登場するのが、タイとマレーシアである。タイに対しては8番目の外国人投資家で、1997年の4.9%、2001年の3.7%から2004年には1.3%に低下している。マレーシアでは減少傾向はより顕著で、1997年の7.3%から、2004年には0.8%にまで低下している。韓国、インドネシアもあわせて考えると、かりにカストディアン・バイアスの影響としても、日本の資金を運用する資金が、欧米や香港、シンガポールなどの第3国経由で、投資されていることになる。第3国で日系の投資顧問会社で主に運用されているか、グローバル化の進展で、日本の資金が主に欧米の投資顧問会社によって運用されているのかの判断は、投資信託、年金基金について、詳細な分析が必要となろう。

#### 4. 株式による資金調達と投資銀行

##### (1) 株式による資金調達

第2節で、とくに韓国で株式により資金調達がアジア通貨危機後、重要な役割を担っていることに言及した。

図5は、株式公開した企業の資金調達が多様化していく概念図である。メリットは、長期にリスク許容度の高い資金を提供することだと考える。このメリットが、通貨危機後の資金調達でも生かされたことになる。株式のリスク許容度は、創業期の創業者本人の預貯金、家族など創業者の理解者からの資金支援、公開の可能性が不確実な時期におけるベンチャーキャピタル

などの出資を考えれば、わかりやすいだろう。

一方、株式による資金調達にもコストがかかる。例えば、株主である投資家から、長期にわたり配当や株価の上昇を期待されるなど上場会社としての責務を負う。

公開企業の中でも、優良企業になれば、無担保のコマーシャルペーパーで銀行ローンより有利な条件で、短期資金を調達することもでき、株式公開企業だからといって、株式による資金調達を続けていくわけではない。株式市場が成長しているように見える先進国でも、成長しているのは流通市場の株価や取引高である<sup>(21)</sup>。日本や韓国のようにベンチャー市場の創設など、公開基準を大幅に緩和するなどの制度改革を伴い、資金調達の機会を開くことで、発行市場の成長を試行している。

さて、東アジア各国は、アジア通貨危機から景気回復し、世界的に総じて資金が潤沢のなか、株式による資金調達も活発化した。

株式による資金調達は、公開企業の新規公開(Initial Public Offering)、既存株式公開企業の株式による資金調達(Public Offering)に分けられる。

引受(under writing)を担当した投資銀行の2001年から2005年までの実績を米国の金融情報データベースBloombergで確認したい<sup>(22)</sup>。第2節で整理したグローバルな金融サービス会社の分類や預託証券による、アジア市場の公開企業のセグメンテーションを補強することを企図している。

##### (2) データベース

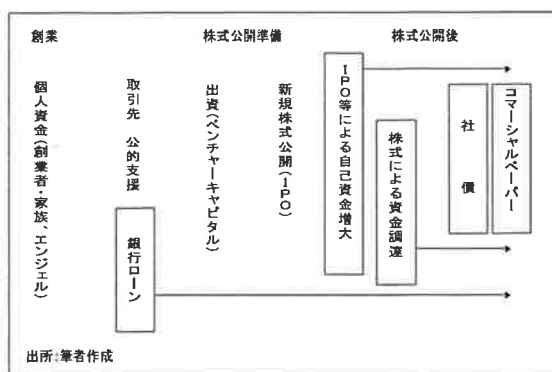
データベースは、米国金融情報会社の

(21) 広田真人「“資金調達機能”なき株式市場の存在理由」『証券経済研究』第48号、2004年、33～48ページ

(22) 日系の投資銀行は上位ランキングには登場しない。日本の金融不安、アジア通貨危機で、アジアを

はじめとする国際業務は縮小された。人材は外資系投資銀行の国内業務などに流出している。失われた10年は、アジアの株式引受業務にも影響する。回復には、それ以上の年数を要することだろう。

図5 企業の発展に伴う資金調達の多様化のイメージ



Bloomberg<sup>(23)</sup> の LEAG 機能<sup>(24)</sup> を活用した。期間は、2001 年 1 月 1 日から 2005 年 12 月 31 日までである。東アジア 8 市場で、LEAG 機能のデータの日付は株式調達の価格決定日 (Pricing Date) が用いられており、取引開始日 (Trading Date) ではない。Bloomberg によると、株式による資金調達のデータは、同社が公表情報を収集しデータベース化しているとしている。このため、データの信頼性の確認も必要と考えた。8 市場の中から、インドネシアを抽出し、世界証券取引所連合の年間統計の株式による資金調達と、データ検証をした限りでは、データカバ

レッジには、大きな問題とはならないと判断した<sup>(25)</sup>。

### (3) 株式調達における欧米投資銀行占有率

東アジア 8 市場<sup>(26)</sup> (香港、韓国、台湾+ASEAN 5) とアジア通貨危機で深刻な打撃があった韓国、タイ、マレーシア、インドネシアの 4 市場で、株式による資金調達の引受状況を確認したい。まず、株式による資金調達全体と 1 件当たり 2000 万ドル以上の調達額で、欧米投資銀行の引受占有率を示す。2000 万ドル以上という大規模案件と小規模案件も含めた調達額で、欧米投資銀行の差異をみたい。

さらに、新規公開と既存公開企業の資金調達についても、同様の欧米投資銀行の引受占有率を調べることで、欧米投資銀行の活動の考察につなげたい。

1 案件当たりの資金調達額を傍観すると、東アジア 8 市場が危機 4 市場より大規模という特徴がある(表 3)。

東アジア 8 市場の資金調達総額は合計 2443 案件で、1 案件当たりの調達額は単純平均で

(23) 同社サイトでは、米連邦準備制度 (FRB)、パチカン政府、パリ大学などの名前を挙げ、ユーザーは 23 万台。http://about.bloomberg.com/about/ourco/overview.html(2006 年 10 月 13 日)。金融市場の価格データでは 1990 年代後半以降、世界銀行や IMF の報告書でも引用が増えている。創設者は、ニューヨーク市長を務めるマイケル・ブルームバーグ。同社については、マイケル・ブルームバーグ (荒木則之訳) 『メディア界に旋風を起こす男 ブルームバーグ』東洋経済新報社、1997 年が詳しい。

(24) Bloomberg の LEAG 機能では、1999 年 1 月 1 日以降のデータが蓄積されている。Bloomberg の ECDR 機能データは、1991 年 1 月 1 日以降で、取引開始日で整理されている。しかし、引受の投資銀行の検索機能がない。

(25) 2001 ~ 2005 年の 5 年間で、インドネシアの株式による資金調達総額の累計は、Bloomberg の LEAG 検索で 52 億 1000 万ドル。これに対して、世界証券取引所連合の年間統計では 47 億 7800 万ドル。項目名は、INVESTMENT FLOWS - NEW CAPITAL

RAISED BY SHARES、INVESTMENT FLOWS CHanneled THROUGH THE EXCHANGE、AMOUNT OF NEW CAPITAL RAISED BY DOMESTIC COMPANIES と各年で異なる。http://www.world-exchanges.org/

(26) 資金調達の分類は、株式発行企業の登記地ではなく、資金調達の証券取引所で実施した。登記地でも証券取引所でも現時点では、8 市場で概ね差異はない。ニューヨーク市場など海外市場での資金調達が拡大すれば、将来的には、データ取得の注意点となる。現時点でも注意を要するのは、中国と香港の関係である。香港市場には、中国に本社を置く企業 (H 株) が含まれる。H 株を発行する同一企業が中国本土の上海、深圳市場の A 株に公開する場合があるが、これは含まれない。中国本土で外資系投資銀行の設立 (外国資本の出資比率は 3 分 1 以内) が制限的で、米国大手投資銀行モルガン・スタンレーが出資し、1995 年に設立した中国国際金融 (China International Capital Corporation、CICC) を除いて、資金調達の引受実績が限られている。

表3 東アジアの株式による資金調達における欧米投資銀行の占有率

		東アジア			通貨危機4市場		
		総額	IPO	PO	総額	IPO	PO
全体調達案件	上位5位占有	38.2%	36.1%	47.0%	33.0%	14.0%	51.5%
	上位10位占有	58.5%	52.8%	68.6%	42.8%	19.4%	64.7%
大規模資金調達	上位5位占有	41.6%	40.8%	48.6%	38.2%	19.6%	51.9%
	上位10位占有	63.7%	59.8%	70.8%	49.5%	26.3%	65.1%

注：東アジアは、韓国、台湾、香港、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピンの株式市場  
通貨危機4市場は、韓国、マレーシア、タイ、インドネシアの株式市場

IPOは、新規公開に伴う資金調達、POは、既存公開企業の資金調達(additional offerings, rights offering)  
大規模資金調達は、1案件2000万ドル以上が対象。

出所：BloombergのLEAG機能データにより筆者作成

表4 アジア通貨危機4市場の株式による資金調達の上位10社(大型案件)

順位	引受投資銀行	調達額	占有率	案件	手数料		
		百万ドル	(%)	(数)	公表	最低(%)	最高(%)
1	UBS(スイス)	3,474.61	10.9	20	6	0.025	4.00
2	Morgan Stanley(米国)	2,927.29	9.2	8	1	2.250	2.25
3	JP Morgan(米国)	2,463.45	7.7	9	5	0.850	2.25
4	CIMB(マレーシア)	2,339.99	7.3	24	11	0.250	4.00
5	Samsung Securities(韓国)	1,962.70	6.2	16	13	1.500	12.00
6	Merrill Lynch & Co(米国)	1,874.46	5.9	10	6	0.025	3.25
7	Credit Suisse First Boston(スイス)	1,451.51	4.5	12	5	1.884	3.61
8	Woori Investment & Securities(韓国)	1,414.96	4.4	7	6	1.985	5.50
9	Citigroup(米国)	1,055.06	3.3	3	0	n/a	n/a
10	Hyundai Securities(韓国)	1,045.52	3.3	5	4	2.222	4.00

注：1案件2000万ドル以上を対象、合計205案件で調達総額は319億278万ドル、占有率は調達額ベース  
出所：BloombergのLEAG機能データから筆者作成

5500万ドル、危機4市場<sup>(27)</sup>の資金調達総額は合計1140案件で、1案件当たりの調達額は単純平均で3200万ドルとなっている。大規模資金調達の基準に選んだ2000万ドル<sup>(28)</sup>は、2つの単純平均よりは低い水準で、筆者が設定したものである。

#### (4) 株式調達の欧米占有：東アジア8市場

(イ) 第一に、2001～2005年までの東アジア8市場の株式による資金調達総額の累計(以下、資金調達総額)で、欧米上位5社占有率(以下、欧米上位5社占有率)は38.2%、欧米上位10社占有率(以下、欧米上位10社占有率)は58.5%と過半数を超える。1案件が2000万ドル以上の大規模株式による資金調達総額の累計

(以下、大規模資金調達)に限ると、欧米上位5社占有率は41.6%、上位10社の占有率は63.7%と、先に示した株式による資金調達全体よりも、欧米投資銀行の占有率が高まっていることがわかる。

(ロ)次に、新規株式公開と既存株式公開企業の資金調達状況に移る。新規株式公開の累計では、上位5社が36.1%、上位10社が52.8%、大規模な資金調達では、上位5社占有率は40.8%、上位10社占有率は59.8%に、資金調達全体と同様、大規模な案件で、欧米投資銀行の引受占有率が高まった。

(ハ)第3に、既存株式公開企業では、資金調達総額では、欧米上位5社占有率は47.0%、欧米上位10社占有率は68.6%となっている。さら

(27) 韓国市場には、韓国証券取引所とKOSDAQを含めている。インドネシアには、スラバヤ証券取引所を含めない。

(28) 日本では、株式公開時の資金調達額10億円以下が、公開企業ベースで7割を占める。日本を除く東

アジア市場で、2000万ドル以上を大規模案件と分類するのは、妥当性を補完する。田中文男、渡辺一博「新興株式市場の現状について」中小企業金融公庫総合研究所、2005年、11～12ページを参照。



に、大規模資金調達では、欧米上位 5 社占有率は 48.6%、欧米上位 10 社占有率は 70.8%と、(イ)、(ロ)同様に、資金調達総額より大規模資金調達で、欧米投資銀行の占有率が高まっていることが確認できる。(ロ)の新規株式公開と比べると、既存株式公開企業の方が、より欧米投資銀行の占有率が高いことが示された。

#### (5) 株式調達の欧米占有：危機 4 市場

では、アジア通貨危機の影響が深刻だった韓国、マレーシア、タイ、インドネシアに絞ってみれば、欧米投資銀行の割合が高まるのだろうか。アジア通貨危機から 3 年以上経過した 5 年間の統計整理で、景気回復や企業の財務構造再構築を確認する時期としては、適当と考えている。

(二) 第一に、2001～2005 年までのアジア通貨危機 4 市場の株式による資金調達総額の累計(以下、資金調達総額)で、欧米上位 5 社占有率は 33.0%、欧米上位 10 社占有率は 42.8%と過半数には及んでいない。大規模資金調達に限ると、欧米上位 5 社の占有率は 38.2%、上位 10 社の占有率は 49.5%と、大規模資金調達で、欧米投資銀行の占有率が高まっていることがわかる。東アジア 8 市場と同様の傾向が確認できる。

(ホ)次に、新規株式公開と既存株式公開企業の資金調達状況に移る。新規株式公開の累計では、上位 5 社が 14.0%、上位 10 社が 19.4%、大規模な資金調達では、上位 5 社占有率は 19.6%、上位 10 社占有率は 26.3%に、資金調達全体と同様、大規模な案件で、欧米投資銀行の引受占有率が高まった。ともに株式による資金調達全体の累計よりは占有率が低くなっている。

(ハ)第 3 に、既存株式公開企業では、資金調達総額では、欧米上位 5 社占有率は 51.5%、欧米上位 10 社占有率は 64.7%となっている。さら

に、大規模資金調達では、欧米上位 5 社占有率は 51.9%、欧米上位 10 社占有率は 65.1%と、(二)、(ホ)と同様に、資金調達総額より大規模資金調達で、欧米投資銀行の占有率が高まっている傾向が確認できる。また、(ホ)の新規株式公開と比べると、既存株式公開企業の方が、より欧米投資銀行の占有率が高いことが分かる。

#### (6) 東アジア 8 市場と危機 4 市場の比較

資金調達総額と大規模資金調達、新規公開企業と既存公開企業の分類で比較すると、欧米投資銀行の占有率は、概ね東アジア 8 市場でアジア通貨危機の 4 市場より高くなっている。新規公開企業では、東アジア 8 市場の占有率は、危機 4 市場より 30%以上も高く、寡占化が進んでいる。

一方、東アジア 8 市場が危機 4 市場を下回っている占有率の項目もある。それは、既存公開企業の資金調達の上位 5 社占有率で、資金調達総額、大規模資金調達ともに、この傾向が確認できた。

国有・国営企業を除くと、株式公開は既存企業の資金調達より小規模な傾向が顕著だ。4 市場で、新規公開は 1040 案件で単純平均 1589 万ドルである。対して、既存公開企業の資金調達は 100 案件で、同 2 億 394 万ドルと、新規公開の 12.8 倍の規模である。つまり、ここでも規模が大きい案件で、欧米投資銀行が引受ける傾向が確認できる。

#### (7) 上位投資銀行：危機 4 市場

表 4 は、アジア通貨危機 4 市場の株式による資金調達引受(2001～2005 年の大規模資金調達)について、投資銀行上位 10 社を整理したものである。

欧米系 6 社(米国 4 社、欧州 2 社)のほか、韓国 3 社、マレーシア 1 社の投資銀行も含まれて

いる。アジア系の株式による資金調達引受は、投資銀行の拠点である各国市場におけるもので、海外市場のものではない。例外としては、マレーシアのCIMBが、インドネシアで1件の実績があるだけである。

株式による資金調達のトップ20案件で調達額の合計は156億7700万ドルとなり、2000万ドル以上の案件の49.1%を占める。韓国が8案件で73億4400万ドルとなる。

## 5. おわりに

第2節では、公開企業数が増加し、アジア通貨危機後、リスク許容度の高い資金を株式によって提供した状況を整理した。また、グローバルな金融サービス会社の株価指数採用基準では、4市場における公開企業約3500社のうち約10%程度しかないことを示した。さらに、投資銀行が、公開企業の半分から4分の1程度しか調査対象としていない事実とも整合的であった。MSCIとS&Pの米国系金融サービス会社は共同し、世界の業種分類を作成するなど、民間主体で運用分野の国際標準化が深化していることも示した。とくに韓国において、機関投資家が先進国並みの取引を可能とする預託証券がアジア通貨危機後、1997年末の17から累計55証券まで増大していることは、発行・流通市場両面で、グローバル化が深化している事例のひとつである。

第3節のIMF証券投資残高調査の統計整理では、世界全体の外国人投資家の保有としての視点では、各国の時価総額と比べて、韓国やインドネシア、タイにおける外国人保有割合が、マレーシアより高く、日本と同等かそれ以上という割合となっていることは、実務経験を経て研

究を続ける筆者にとっても納得性が高い水準だった。

Bloombergデータを用いた第4節の株式による資金調達引受に占める欧米投資銀行の占有率は、第2節の流通市場で見たグローバルな金融サービス会社の分類や預託証券による、アジア市場の公開企業のセグメンテーションを補強した。引受案件より、大規模な案件で、欧米投資銀行の占有率が高まる傾向は、アジア危機に見舞われた4市場だけではなく、東アジア8市場でも確認された。新規公開より、既存公開企業の資金調達において、欧米投資銀行の占有率が高まる傾向も示された。

以上からアジア通貨危機後、アジア株式市場において、グローバル化が深化しつつある状況を統計整理に依拠し、明らかにすることができたと考えている。

先進国側で見れば、先進国の機関投資家、欧米投資銀行、さらに欧米金融サービス会社の順で、占有の度合いが大きくなる。第4節を中心に使用したBloomberg<sup>(29)</sup>も、上記の3分類では、MSCIやS&Pとともに、金融サービス会社に分類できる。最終的には、世界各国の公開企業に投資を決定する機関投資家は、運用資産の規模、数だけではなく経験も考慮した陣容にはばらつきがある。そのため、情報収集・分析にかかる損益分岐点も大きく異なってくる。

株式市場のグローバル化は、市場占有度が高い欧米金融サービス会社、欧米投資銀行が、幅広い投資家ニーズを収斂させながら、今後も、深化していくものと考ええる。これに対して、政府間や業界団体、既存の証券取引所ベースの多国間交渉には時間を要する。しかも、世界レベルの業種分類の実施や維持には相当のコストがかかり、財政事情が異なり、開発途上国も含め

(29) Bloombergは、ユーザーを対象とした取引システムも提供しているため、証券取引所以外で売買の機

会も提供できる金融サービス会社である。

た政府レベルでは、統一的な実施や継続性にも支障が予想される<sup>(30)</sup>。

米国では、全企業部門の純利益に占める金融部門の割合が2001年から2005年で、30～40%と高い水準になっている<sup>(31)</sup>。製造業ではなく金融が米国の中核であることを如実に示している。米国とシンガポールとの自由貿易協定(FTA)では、金融分野も含まれていた<sup>(32)</sup>。

製造業の直接投資、貿易というモノの面でアジアの域内統合は進行している。アジア通貨危機で、東アジア共同体の機運が高まったという議論も少なくない。しかしながら、本報告が対象とした株式市場分野では、欧米によるグローバル化の深化が顕著である。東アジア共同体に金融市場の統合まで含めるとしたら、日本や中国を含めたアジア各国の官民は、政策や経営戦略の優先順位のなかで、それぞれ上位に位置づける合意形成が必要となるだろう。

---

(30) 政府開発援助で提供したインフラや先進国から輸入した高額な医療機器の補修・維持コストが、開発途上国では賄いきれない事例がある。こうしたことを想像すれば、金融統計の維持管理にかかるコストと継続性の問題も理解しやすい。

(31) 小倉(2006) 114～117 ページを参照。

(32) 他のASEANとの交渉でも、シンガポールFTAの内容を基礎にしていくと、日本の外務省は分析している。外務省アジア太平洋地域政策課「米国・ASEAN・FTA 構想について」、2003年5月を参照。  
[http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/asiakeizai/pdfs/fta\\_us.pdf](http://www.mofa.go.jp/mofaj/area/asiakeizai/pdfs/fta_us.pdf)(2006年10月10日)

