東アジア研究（大阪経済法科大学アジア研究所）
第35号，2002年，53－63ページ

アジア通貨危機後の米国のアジア株式投資
――民間セクターによる新たな制度選択の事例報告――

小原　篤次

1．はじめに
2．国際分散投資とアジア株式市場
(1)　米国機関投資家の国際分散投資
(2)　1990年代以降のアジア株式市場
3．アジア通貨危機後の株式投資制度選択
(1)　株価指数の改定
(2)　年金基金の投資ガイドライン策定
(3)　アジア株式の米国内での取引
4．結　語

キーワード：アジア通貨危機、民間セクターの制度選択、国際分散投資、年金、新興株式市場、グローバル・スタンダード

1．はじめに

1994年のメキシコ危機、1997年のアジア通貨危機、そして1998年のロシア危機などと、1990年代に入り、途上国の金融市場を震源とする国際通貨・金融危機が勃発している。金融市場の自由化、情報・通信分野の技術進歩などから、オフショア市場や先進国市場での外国株式取引だけでなく、途上国の各国市場も、ボーダレスな取引の進展で、グローバルに統合された金融市場に組入れられた。とくにアジア通貨危機では、先進国の市場、金融セクター、投資家にも伝染し、途上国だけの問題ではなく、先進国も含めたグローバルな重要課題として認識され、国際機関、先進国政府中心に、政策、制度面の新たな枠組み、対処について議論がなされている。彼らは途上国側に透明性、コーポレート・ガバナンスなどを求めているが(1)、自らに対してはモニタリング、情報開示などの進展を除いて、新たな枠組みの合意形成を21世紀に持ち越すことになった(2)。たとえば、大蔵省（現財務省）財務官や国際金融局長として、国際金融交渉に携わってきた榊原は、「国際金融市場の変化に、公的セクターのルールや規制は大きく遅れをとっている」と指摘している(3)。

アジア通貨危機は、金融市場だけではなく、アジアの実体経済に深刻な影響を与えた。グローバルな金融取引とは、投資家ではないという点で、直接的には全く無縁な貧困層にも多大な影響を与えた。統合された金融市場のなかでは、金融工学を駆使しながら投資する機関投資家であっても、途上国を震源とする危機が、決して対岸の火事ではないことを痛感したことであろ

(1)木村福成編『アジアの構造改革はどこまで進んだか－自立的な経済発展をめざして』日本貿易振興会、2000年、末廣昭編『タイの制度改革と企業再編』日本貿易振興会アジア経済研究所、2002年参照。
(2)日本を含むアジア独自の取り組みとしては、ASEAN＋3蔵相会議は2000年5月6日、ASEAN、中国、日本、韓国との間の二国間のスワップ及びレポ取極を結んでいくことが合意され、日本はすでに韓国、タイ、フィリピン、マレーシア、中国と締結している。財務省ホームページ(http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame.html)
(3)榊原英資『日本と世界が震えた日』中央公論新社、2000年、4～5ページ。

う。

通貨危機から5年が経過し、通貨危機の教訓はいかに今後の金融市場の制度、システムに生かされていくのか。こうした関心のなかで、本稿は、主体として主に米国の機関投資家と金融サービスを中心とする民間セクターに、さらに金融市場のなかでは株式市場に注目する。アジア通貨危機後に起きた民間セクターによる制度選択の事例を明らかにすることを主眼とし、アジア市場は、通貨危機に関連したインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5市場を中心とする(4)。

金融市場のなかで、株式市場を選んだのは、政府の介入、規制がほかの金融市場より相対的に緩やかで、民間セクターの制度選択が顕在化しやすいと考えたためである。

2．国際分散投資とアジア株式市場

(1)　米国機関投資家の国際分散投資

最近でこそ、米国はグローバルな金融取引の代表格として評されることが多いが、米国における国際分散投資、自国以外の海外への投資の普及は、欧州に遅れて始まる(5)。米国の投資家、とりわけ年金基金をはじめとする機関投資家(6)は、1980年代に入り、まずは米国市場以外の国際株式投資を拡大し、1990年代に入ると、アジアをはじめとする途上国、いわゆる新興株式市場（emerging stock market）を運用資産の一部に加える動きが活発化した。イートウェルとテイラーは、機関投資家について「資本市場のグローバル化を進めた一番の推進力である」と評している(7)。

米国の機関投資家は巨大な資産を有し、日本とは異なり、債券だけでなく株式にも積極的に投資している。米国連邦準備制度（FRB）統計(8)によると、2000年12月末で、米国の年金基金の資産規模は7.7兆ドルで、投資信託（6.4兆ドル）、保険（4.0兆ドル）を上回り、世界第2位のＧＤＰをもつ日本の経済規模をも超える巨大な存在である。各資産総額に占める株式・出損金の割合は、年金基金では51.3%、投資信託では51.2%、保険では27.9%を占めている。年金基金、投資信託では、最大の資産割合を構成し、保険では債券に次いで大きな資産となっている。米国の機関投資家は、日本の機関投資家とは異なり、株式に積極的に投資しているわけだ(9)。

この巨大な米国投資家の資金は、株式投資の形で途上国へと資金が流れるわけだが、途上国の発展を標榜する国際金融機関や先進国政府の政府開発援助など公的資金フローなどとはおのずと性格が異なる。もちろん投資家である以上、リターン（利益）を追求する投資である。

---

(4)アジア株式市場は、注釈のない限りインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、タイの5市場を指す。

(5)ブルーノ・ソルニック『国際証券投資』（住友信託銀行、NTTデータ通信訳）東洋経済新報社、1991年、39ページ（原著 Bruno Solnik, *International Investments*, Addison-Wesley Publishing Company）。

(6)機関投資家には、年金基金のほか、生命保険、銀行、投資信託、大学はじめ財団基金などが含まれる。International Monetary Fund, Result of the 1997 Coordinated Portfolio Investment Survey, 1999によると、調査対象29か国中、9カ国の政府、6カ国（米国含む）の中央銀行が、機関投資家として調査対象に含められている。投資信託は、個人投資家の小口資金を集めた金融商品で、本来の資金の出し手は個人ではあるが、投資判断は投資信託を運用する資産運用会社に一任される。この意味で、個人投資家が購入する投資信託も、機関投資家の資金となる。

(7)Ｊ．Ｌ．イートウェル、Ｌ．Ｊ．テイラー『金融グローバル化の危機：国際金融規制の経済学』（岩本武和、伊豆久訳）、岩波書店、2001年、240ページ（原著：John Eatwell and Lance Taylor, *Global Finance at Risk*, New York: The New Press, 2000）。

(8)日本銀行調査統計局「資金循環の日米比較：2000年4Ｑ」2001年。

(9)日本の年金基金の資産構成は2000年12月末で、債券34.4%、株式・出資金27.8%、対外証券投資19.3%となっている。

米国では、機関投資家については、受託者の注意義務に関する規範としてプルーデント・マン（prudent man）・ルールがある。プルーデント・マン・ルールとは、信託財産の投資に際して年金基金、資産運用会社など受託者に課される「注意義務」の基準であり、受託者は、思慮深い人が行うように信託財産を運用しなければならないという内容である。

このルールは、米エリサ法に採用され、現在では、年金基金などで投資・運用業務に従事する者の基本的な注意義務規範となっている。エリサ法の主管官庁である労働省は、1979年には「投資に関する義務」と題する規則を制定し、「プルーデンス（思慮深さ）」の判断基準を示した。ある投資が思慮深いとされるには、ポートフォリオ全体にもたらすリスクとリターンを考慮し、さらに、ポートフォリオ投資の分散、キャッシュフローの必要性に応じた流動性と経常収入、積立の必要性に応じた計画的収入を図ることが必要となった。科学的な投資理論に従い、適切なプロセスを踏んで投資を実行することが、受託者責任の一つの内容であることを明確にしている(10)。

つまり、アジアの株式市場への投資も、受託者責任に則って、あくまで受託者のために、リスクとリターンを考慮しポートフォリオ投資を分散させた結果として説明できるわけだ。機関投資家がコーポレート・ガバナンスを唱えるのも、企業改革で収益性の向上を求めること、つまり受託者への責任で説明ができる行動であり、アジア株式投資も、当該地域の株式市場や企業を育成するという目的など微塵もない。あくまでアジア株式への投資の目的は、受託者への責任を果たすため、分散投資によりリスクを分散し、リターンを追及することである。

(2) 1990年代以降のアジア株式市場

年金基金をはじめ米国機関投資家は、高齢化の進展、間接金融から直接金融へのシフトなどで運用資金を増大させてきた。先進国の低金利、安定成長のなか、米国機関投資家は、アジアなど途上国の株式市場に対して、ハイリスクながらもハイリターンを期待し、さらには、株価の相関関係、つまり連動性の低さを考慮して分散効果による運用資産全体のリスク抑制も期待した(11)。

アジア５市場の株価指数は、1990年代前半の年間騰落率（**表１**）を見ると、1992年と1993年の２年間は、アジア５市場すべてがＳ＆Ｐ500を大きく上回り、インドネシアが２年連続、インドネシア以外の４市場は３年連続で上昇している。世界銀行は1993年、*The East Asian Miracle* を発表しているが、米国の投資家から見れば、株式市場も「東アジアの奇跡の市場」と映ったのかもしれない。

アジアの株価は1994年、1995年といったん停滞した後も、1996年は、マレーシア、インドネシア、フィリピンがＳ＆Ｐ500を上回っている。しかし、通貨危機の震源地となったタイは1994年から下落を続けていた。シーラはこの株価の下落を、アジア通貨危機を生み出す雰囲気の一部となっていたと指摘している(12)。

---

(10) ニッセイ基礎研究所「年金法制：受託者責任を考えるヒント－米国エリサ法に学ぶ(3)」年金ストラテジー、1996年。

(11) 米国の対外証券投資統計の問題点については、Francis E. Warnock and Molly Mason, "The Geography of Capital flows: What We can learn from Benchmark Survey of Foreign Equity Holdings," *International Finance Discussion Papers No.988, Board of Governors of the Federal Reserve System,* December 2000、米国のアジア株式保有状況、アジア株式市場の規模、取引量などは、拙稿「金融市場の国際化とアジア通貨危機」、平川均・石川幸一編『新・東アジア経済論』ミネルヴァ書房、2001年参照。

(12) ロバート・J・シーラ『投機バブル根拠なき熱狂』（植草一秀監訳）ダイヤモンド社、2001年（原著 ↗

表１　アジア５市場と米国の株価指数の年間騰落率（1990－2000年）

単位：％

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	平均
インドネシア	4.5	−40.8	10.9	114.7	−20.2	9.4	24.1	−37.0	−0.9	70.1	−38.5	8.8
韓国	−23.5	−12.2	11.1	27.7	18.6	−14.1	−26.2	−42.2	49.5	82.8	−50.9	1.9
マレーシア	−10.5	9.9	15.8	98.0	−23.9	2.5	24.4	−52.0	−1.4	38.6	−16.3	7.7
フィリピン	−45.1	32.4	9.1	154.4	−12.8	−6.9	22.2	−41.0	5.3	8.8	−30.3	8.7
タイ	−30.3	16.1	25.6	88.4	−19.2	−5.8	−35.1	−55.2	−4.5	35.4	−44.1	−2.6
Ｓ＆Ｐ500	−6.6	26.3	4.5	7.1	−1.5	34.1	20.3	31.0	26.7	19.5	−10.1	13.7
ナスダック	−17.8	56.8	15.5	14.8	−3.2	39.9	22.7	21.6	39.6	85.6	−39.3	21.5

注：下線は、アジア５市場でＳ＆Ｐ500の騰落率を上回った年。
出所：Standard & Poor's, Emerging Stock Markets Factbook 2000, 2001 and Yahoo Finance (http://finance.yahoo.com/)

アジア通貨危機の1997年には、アジア５市場の株価指数は大幅に下落したが、Ｓ＆Ｐ500が31.0％の上昇を記録している。ナスダックが大幅上昇するなど世界的なＩＴ相場となった1999年には、アジア５市場もともにプラスとなっている。1990年以降で、年間154.4％の上昇（1993年のフィリピン）から同55.2％下落（1997年のタイ）までと、まさにハイリスク・ハイリターンの市場と言える。しかし、1990年から2000年各年の騰落率を平均すると、アジア５市場はいずれもＳ＆Ｐ500を下回ることとなった。結果的には、アジア株式市場は、記録的な上昇相場のアメリカ株式相場と比較されてしまえば、投資家にとってはハイリスクの割に魅力に乏しい市場とさえ映るだろう。

次に米国投資家にとっての分散効果の変化を簡単に押さえておきたい。Ｓ＆Ｐ500とアジア５市場、それに参考として東京証券取引所のＴＯＰＩＸの週間騰落率を基に相関係数を算出した。1980年代後半（1986年１月－1990年12月）、1990年代前半（1991年１月－1995年12月）、アジア通貨危機前後（1996年１月－1998年８月）の３期間に分けると、1980年代後半では、マレーシアの0.33を除いて0.1台以下で相関関係は低く、1990年代前半に上昇傾向が見られるが、最高でもフィリピンとタイの0.19であった。しかし、アジア通貨危機前後の時期には、フィリピン、インドネシア、マレーシアが0.3台となり、日本をも上回っている。米国のアジア株式投資の活発化とともに、米国株式市場との連動性が高まったことがうかがえる(13)。**（図１）**

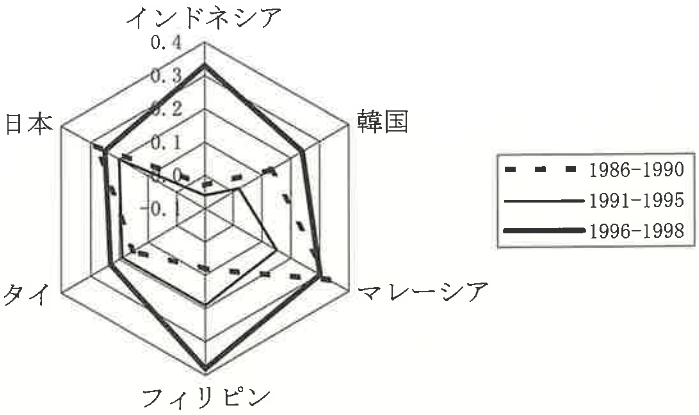
巨大な米国機関投資家によるわずかな投資によって、機関投資家の投資根拠のひとつである分散効果も、ちっぽけなアジア市場においては短期間のうちに低下してしまったのである。

2000年以降の米国株式市場の低迷のなか、機関投資家の運用成績が低迷し、アジアなど新興市場に対する見方は厳しさを増している。米国系投資顧問会社の運用・調査責任者であるスピーデルは、アジア通貨危機後の５年間を振り返り、新興株式市場に対して、投資家は、変動性の上昇、流動性の低下、相関係数の上昇の悪循環に

↘ Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000)。

(13)Froot, Kenneth A., Paul G.J. O' Connell and Mark S. Seasholes, "The Portfolio Flows of International Investors," *Journal of Financial Economics*, Vol.59,No.2 は、機関投資家の投資を管理する信託銀行の日次データを利用し、米国投資家の国際分散投資とその影響について定量分析を試みている。

図１　Ｓ＆Ｐ500とアジアの株価指数との相関係数



注：経済・金融データーベース Datastream を使い、現地通貨ベースの各株式指数を米ドルに換算したうえで、週末終値の騰落率を基に相関係数を算出。

失望しているとコメントしている(14)。

３．アジア通貨危機後の株式投資制度選択

(1)　株価指数の改定

株価指数（stock index）は、指標としての使用目的の面でベンチマーク（benchmark）とも呼ばれ、機関投資家の株式投資にとって極めて重要な存在である。たとえば米国市場では、ニューヨーク工業株30種平均が一般になじみのあるベンチマーク、株価指数である。しかし、機関投資家は、米国株式運用のベンチマークとして、Ｓ＆Ｐ500や Russell 1000など時価総額ベースで構成銘柄数も多い指数を運用の目標や評価基準に採用している。

年金運用や投資信託運用を手がける資産運用会社は、ベンチマークを運用の目標とする。年金基金や投資信託の顧客も、このベンチマークを運用成績の基準に使用する。かりにある機関投資家の運用成績がマイナスを記録しても、その下落率がベンチマークとして決められた株価指数の下落率を下回ってなければ、運用成績は良いとされるのである。さらに、機関投資家の一部では、ベンチマークに含まれている銘柄を投資対象とする運用ガイドラインを儲けており、機関投資家の投資対象を規定するなど影響力は大きい。最近では、株価指数はそれ自身が金融商品としても注目され、株価指数を実際の株式運用にする「インデックス型運用」も広まり、インデックス型の投資信託（ETF）が上場されたり、先物、オプション取引の対象となるなど、指標から金融商品としての傾向も強めている。

また年金基金や投資顧問の担当者にとっては、報酬評価の基準に使用される場合もある。運用成績の評価だけでなく、金融商品や人事評価などと、株価指数の用途は拡大し、株式投資にとって、重要性が高まっている。株価指数は、国際分散投資を規定するある種の制度と位置づけることができる。

株価指数は、格付け会社、投資銀行、年金コンサルタント会社などによって算定され、影響

(14)Lawrence S. Speidell, "What's Emerging in Emerging Markets?", *The Journal of Investing*, Summer 2002, p.5

表2　アジア関係を中心としたMSCIの沿革

1986	モルガン・スタンレー、キャピタル・インターナショナル・パースペクティブS. A（ジュネーブ）を買収
1987	エマージング市場シリーズ Emerging Market Series (EM)
1995	オールカントリーシリーズ All Country Series (DM+EM counties)
1996	時価総額ベースの例外として、浮動株ベースでの組入れ開始
1997	バリュー株・グロス株シリーズ Value & Growth Indices for DM & EM Series
1998	小型株 Small Cap and Extended Indices; 債券指数 Fixed Income Indices; リアルタイム指標 Real Time Indices（台湾、シンガポール）
1999/8	MSCI と S&P、グローバル産業標準分類と共同開発
1998/9	マレーシア、EAFE（欧州・オーストラリア・ファーイースト）から除外
1998/9	シンガポール・デリバティブ取引所（SGX-DT）で SGX MSCI シンガポール先物取引開始
2000/1	ヘッジファンド指数を設定
2000/6	米国商品先物取引委員会（CFTC）、米国機関投資家による SGX MSCI シンガポール先物（SiMSCI）の売買を認可。
2000/6	中国・香港対象の MSCI チョン・フワォ（Zhong Hua）と中国・香港・台湾対象の MSCI ゴールデン・ドラゴン指数追加
2000/6	香港取引所、MSCI 中国 FREE 指数に基づく先物・オプション商品開発バークレイズ・グローバル・インベスターズ（BGI）、韓国ファンド上場投信へ
2000/11	台湾指数ウエイトを60%から80%にー外国機関投資家の投資上限アップなどで
2000/12	香港先物取引所（HKFE）、MSCI 中国フリーのライセンス契約
2001/11	MSCI標準指数シリーズ浮動株ベースへの切り替え前半
2002/5	MSCI標準指数シリーズ浮動株ベースへの切り替え後半

出所：MSCI ホームページ（http://www.msci.com/、http://www.msci.jp）を基に筆者作成。

力のあるベンチマークの座を巡って競争が繰り広げられている。国際分散投資に適した株価指数の開発、運営・管理には、コンピュータシステムのほか、グローバルな調査・情報収集体制、営業、バックアップ体制と巨大な組織、資金を必要とする。

株価指数は、各株式市場の時価総額をベースに作成されてきたが、アジア通貨危機前後から、企業間の持ち合い株式、政府保有など流動性に乏しい、つまり市場で自由に売買されない株式を除き、浮動株（free float）部分の時価総額をベースにした方式が広まりつつある。民営化しながら政府保有が残る旧国営企業は各国市場で時価総額上位に位置するが、浮動株ベースになれば、アジアはじめ新興株式市場への投資ウエイトが引き下げられることとなった。

国際分散投資の代表的な株価指数、ベンチマークは、米国の大手投資銀行のモルガン・スタンレーのグループ企業が算出する MSCI (Morgan Stanley Capital International) である[(15)]。（**表2**）MSCI 指数は、各国、各地域別の指数群の総称である。この株価指数は通常四半期ごとに見直される。つまり実際の運用のように銘柄を組み替えていく、運用のモデルとも言え、新興市場に限らず世界の市場に対して極めて影響力のある株価指数である。

まず MSCI は22カ国を先進国市場、28カ国を新興市場として分類している。アジアでは、

(15)世界で3兆ドル相当の運用がベンチマークとして採用し、さらに5,000億ドルがインデックス型の運用しているとの報道がある。Mcgeever, James, "MSCI Index Overhaul Will Impact Forex market By End-Nov," *Dow Jones Newswires*, October, 11 2001.

韓国、中国、インド、インドネシア、マレーシア、パキスタン、フィリピン、スリランカ、台湾、タイが含まれている。新興市場については、一人当たりのGDPのほか、外国人投資の自由度、証券決済制度など市場の規制や管理、政治リスクなどから、判断するとしている。さらに株価指数は、時価総額（market capitalization）ベースが主流であったが、MSCIはじめ浮動株を考慮した新たな算出方法を採用する動きが広がり始めている。時価総額は、株価に発行株式総数を掛けたものであるに対して、浮動株ベースは、政府や親会社の保有株式など流通されない株式や外国人の保有規制などを除いて、実際に自由に売買できる株式数を基準にして算出される。MSCIでは、この浮動株の割合が原則として25％以下の場合、株式指数の採用対象からは除外している。そのうえで、MSCIは、新興市場については、浮動株をベースとした指数に切り替えた(16)。

株価指数に採用される上場企業の基準や構成銘柄の変更によって、新規採用される企業の株式は新たに買われ、除外される企業の株式は売られる可能性が一時的に高まる。短期的には企業業績や投資環境などファンダメンタルズとは関係なく、市場の変動要因になる。

しかし、国際分散投資の対象から除外される企業は、長期的に見れば、各国市場に上場を維持しながら、米国機関投資家の圧力に一時さらされることなく、株主構成などを整備する準備期間が生じる。上場基準が異なる複数の市場を持たない国にとっては、最上位の１部上場予備浮動株ベースの株価指数は、外国人投資家が参加できるグローバル市場とそれ以外のローカル市場に区分する効果も期待される。

つまり、新興国株式市場に対する浮動株ベースの広がりは、急速でグローバル化な進展に対して、途上国の証券取引所や監視機関が必ずしも十分には対応できないなか、こうした影響力あるベンチマークが、それら機関の機能の一部を結果的に補完していると考えることが出来る。

また、世界銀行の国際金融公社は1999年12月30日、約15年にわたり算出してきた新興株式市場のベンチマークのひとつIFCを米国系格付け会社スタンド・アンド・プアーズに譲渡している。国際機関が、株価指数の運営・管理を民間に委ねたことは、民間セクターの制度選択という視点において、極めて象徴的な出来事である。

(2) 年金基金の投資ガイドライン策定

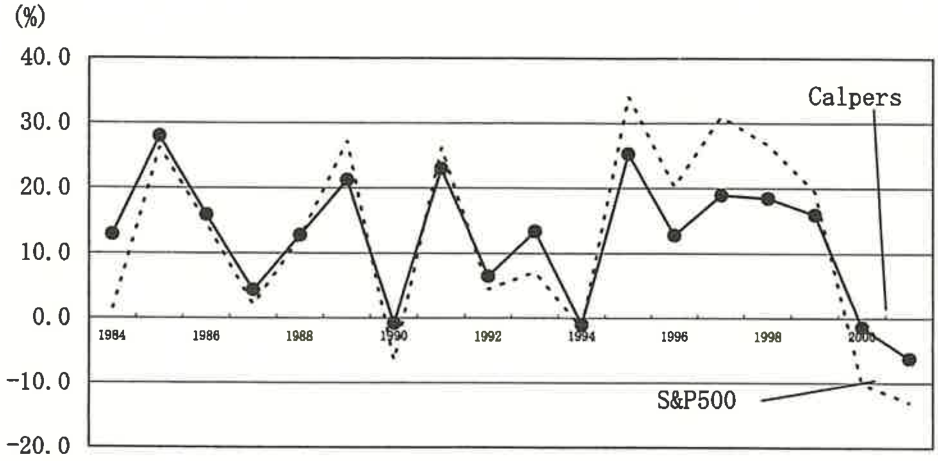
アジアなど新興国の株価指数において浮動株ベースを採用する動きに続いて、米国の機関投資家のなかで、新興国市場の投資ガイドラインを策定する動きが出てきた。米国最大の年金基金、カリフォルニア州公務員退職年金（California Public Employees' Retirement System=CalPERS）が、アジア通貨危機後に新興国の投資対象国の見直しを始め、2002年２月に新興国の株式投資ガイドラインを新たに策定したばかりだ。

カリフォルニア州公務員退職年金は、米国のほか、欧州、日本の上場企業に対するコーポレート・ガバナンスについて、米国年金基金のなかでも、その積極的姿勢で知られる(17)。資産規模は2001年６月末で1,560億ドルにのぼる。米国株式相場の長期間の上昇相場に支えられ、1997、1998年においても年間20％近い運用成績を記録した。しかしながら、IT相場の崩壊などによ

(16)Morgan Stanley Capital International, "MSCI Enhanced Methodology", May 2001, Morgan Stanley Capital International, "MSCI Index Rebalancing for November 2001, MSCI Press Release dated October 9, 2001 参照。

(17)井手正介、神田安子「アメリカにおけるインベスター・アクティビズムの展開とカルパース」『アナリストジャーナル』40巻５号、2002年、三和裕美子「アメリカ型企業ガバナンスの国際化」、『証券経済研究』第34号、2001年。

図2　Calpersの年間運用リターンの推移



注：基準は各年12月末
出所：Calpers, Investment Facts, August 2002

る2000年以降の米国株式市場低迷で、運用成績は低下している（**図2**）。最近の運用資産の配分は株式運用が債券運用を上回っているが、新興国株式市場全体への投資ウエイトはわずかで、2002年2月末現在で0.7％にすぎない。アジア株式市場では、2001年6月末現在で、韓国、マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイへ投資している（**表3**）。

カリフォルニア州公務員退職年金は1999年6月から、新興株式市場の選定基準策定に取り掛かった。カントリーファクターとマーケットファクターを50％のウエイトにし、27カ国をランク付けした（**表4**）。カントリー要因は、政治的安定性（17％）、透明性（16％）、生産的労働慣行（17％）の3つ、マーケット要因は、市場流動性と変動性（10％）、市場規制・法制度・投資家保護（15％）、市場開放性（10％）、決済日数（10％）、取引コスト（5％）の5つに分けられる。各項目は三段階で評価される。特に新興国から反発を招いているのは、カントリーファクターである。例えば、政治的安定性は1）市民の自由度、2）司法の独立・法的保護、3）ポリティカルリスク、透明性は1）報道の自由、2）会計基準、3）金融・財政政策、4）上場基準からそれぞれ構成されている。今回の基準で、27カ国のうち、アルゼンチン、ブラジル、チリ、チェコ、イスラエル、メキシコ、ペルー、南アフリカ、韓国、台湾、トルコなど13カ国の株式市場が、投資対象の新興市場と決まった。これまで投資がなされていないポーランドとハンガリーも投資対象に加えられた。その一方、アジア通貨危機に見舞れたインドネシア、マレーシア、タイ、フィリピンの東南アジア4市場が投資対象外とされた。

アジア5市場では、韓国が新興市場の総合で2位となった。カントリーファクターの3項目とも、最高の3であった。カントリーファクターがすべて3なのは、韓国のほか、4位のランクされたハンガリーと8位のチェコである。一方、中国、マレーシア、インドネシアなど6カ国はすべて1と評価され、投資対象から除外されている。ちなみに、ランキングはあくまで投資対象とするかどうかの基準で、実際の運用比率を決める基準とはならないので、上位ランキング市場への投資割合が高まることを示すものではない。

表３　カリフォルニア州公務員退職年金の国別運用資産配分

単位：ドル

～2,500万	2,500万～5,000万	5,000万～１億	１億～３億	３億～５億	５億～10億	10億～
アルゼンチン、バミューダ、ケイマン諸島、チェコ、ガボン、ギリシャ、ハンガリー、アイスランド、インドネシア、イスラエル、ルクセンブルク、パプア・ニューギニア、ペルー、フィリピン、タイ、トルコ	オーストリア、チリ、ニュージーランド	マレーシア、ポルトガル	ベルギー、ブラジル、デンマーク、アイルランド、韓国、メキシコ、ノルウェー、ポーランド、シンガポール、南アフリカ、台湾	フィンランド	オーストラリア、香港、スペイン、スウェーデン	カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、スイス、英国

注：2001年６月末現在、株式、債権含む。
出所：Calpers, June 30, 2001 Investment Report Summary

表４　投資適格新興国株式市場の選定基準と新興市場の評価スコア

要因		カントリーファクター50%			マーケットファクター50%					総合スコア
		政治的安定性	透明性	生産的労働慣行	市場流動性と変動性	市場規制・法制度・投資家保護	市場開放性	決済日数	取引コスト	
順位	評価ウエイト	17%	16%	17%	10%	15%	10%	10%	５%	100%
1	アルゼンチン	2	3	3	2	3	3	2	3	2.63
2	韓国	3	3	3	3	1	2	3	2	2.55
3	台湾	3	2	2	3	3	2	3	2	2.52
4	ハンガリー	3	3	3	3	1	3	1	3	2.50
5	チリ	3	2	3	1	3	3	2	1	2.44
13	フィリピン	2	3	2	1	2	1	3	2	2.06
16	インド	2	2	1	3	2	1	1	2	1.73
17	タイ	2	1	2	1	1	2	3	1	1.64
19	中国	1	1	1	3	1	1	3	2	1.45
20	マレーシア	1	1	1	2	2	1	2	3	1.45
22	パキスタン	1	1	1	1	2	2	2	2	1.40
24	スリランカ	1	2	1	1	1	2	1	2	1.31
26	インドネシア	1	1	1	1	1	2	2	2	1.25

注：　上位５ヶ国とアジア各国を抜粋。
出所：Calpers, Permissible Country Criteria Review, February 19, 2002

この新興市場の評価は、外部コンサルタントに委託した調査がベースになっている。発表時点では除外されていたフィリピンは2002年５月13日、決済日数についてデータエラーがあったとして、投資対象に含まれることになった。基準作りの拙速さを示す一例となってしまった。

ただ、カリフォルニア州公務員退職年金によるこの新しい新興市場の選定基準は、他の機関

表5　米国で取引可能な株式銘柄数の変化

	2002年9月				2001年1月	
	米国合計a	うちＡＤＲ	自国上場	a／b＊100	米国合計	自国上場
日本	1,397	151	2,114	66.1	448	2,060
香港	667	126	936	71.3	283	783
韓国	649	11	677	95.9	100	701
台湾	345	10	631	54.7	62	529
シンガポール	268	31	324	82.7	90	326
マレーシア	258	17	852	30.3	67	788
タイ	249	12	389	64.0	37	382
メキシコ	223	91	166	134.3	135	173
ブラジル	151	88	405	37.3	108	455
インドネシア	124	6	327	37.9	27	288
中国	102	27	－	－	48	－
フィリピン	87	9	234	37.2	27	228

(a)米国で取引可能な証券銘柄数。出所：Bloomberg Financial Markets。各月25日現在。
(b)右記加盟の各国の主要市場の上場企業数。出所：World Federation of Exchanges。各月末現在。
日本は東京証券取引所のみ。Standerd & Poor's によると、中国の上場企業数は1,026社。2000年末現在。
注：メキシコはaがbを上回る。統計が異なるほか、同一企業がもしくは企業グループが異なる証券を発行することなどが影響している。

投資家に与える影響が少なくないだろう。事実、世界銀行がカリフォルニア州公務員退職年金関係者を招いたセミナーを新興国で実施するなどの連携も見られる。投資対象の選定基準ながら、カントリーファクターと市場ファクターを同一の比重にしたこと、そもそもそうした評価の基となる基礎データの収集、評価など課題は少なくない。しかし、投資対象を定める基準の選考プロセスまで公表したことで、まずは議論のたたき台を提示したことは評価したい。

(3)　アジア株式の米国内での取引

すでに明らかにした株価指数の浮動株ベースの採用の動きとカリフォルニア州公務員退職年金による政治的要因も加味した新興株式市場の選定基準策定は、金融サービス業、機関投資家と米国の民間セクターによる制度選択の事例であった。これに対して、以下で明らかにする米国市場でアジア市場の企業の取引が可能とする事例は、米国の証券会社や投資銀行も関与しているが、主にアジアの企業側による制度選択と言えるものとみなすことができる。

米国での取引は、証券取引所、ナスダックの公開企業だけでなく、証券会社間の相対でも実施が可能である。こうした米国で取引が可能な海外企業が急増している[18]。(**表5**) 2002年9月25日現在、米国で取引可能な各国・地域の株式銘柄数は、香港936銘柄、韓国649銘柄、台湾345銘柄、シンガポール268銘柄、マレーシア258銘柄、タイ249銘柄、インドネシア124銘柄、

(18) その代表格がADR (American Depositary Receipts＝米国預託証券)。投資家の要請によるunsponsoredと発行会社の意思によるsponsoredに大別され、後者はさらに登録基準、公募増資の可否などから3段階に分かれる。レベル1が店頭（OTC）市場のみの取引で基準は最も緩い。レベル2、レベル3はニューヨーク証券取引所やナスダックで取引され、米国の会計基準（GAAP=Generally Accepted Accounting Principle）や各市場の基準を満たさなければならない。ADR発行を手がける大手銀行、The Bank of New Yorkのホームページ（http://160.254.123.37/home.jsp）参照。

中国102銘柄、フィリピン87銘柄となっている[19]。

アジアの企業としては、米国での取引のメリットとして、大規模な資金調達がタイムリーに実現できること、多様な資金調達も可能となることなどが考えられる。一方、相対的に優良企業が米国へ流出する可能性があるとして、アジアの自国市場の空洞化を懸念する向きもあるが、こうしたアジア企業のなかで、米国で活発に取引される企業は今のところ、ほんの一部である。むしろ、米国での取引をめざす企業は、米国基準の会計制度や情報開示などに適合していなければならないため、アジア市場への上場に比べ、より厳しい規律を求められ、企業が成長していくメリットも見逃せない。また、米国など海外機関投資家は、情報の入手、取引ルールなど新興株式市場より投資環境が改善し、アジア企業への投資の促進要因となりうる。ただし、米国取引を可能とするコストを払っても、アジア企業が期待する流動性確保、資金調達の拡大などコストに見合った効果があるかどうかについては、検証が必要と考える。

4．結　語

本論で明らかにしたように、アジア通貨危機後、米国の機関投資家や金融サービスは、株価指数の基準の改定や株式投資国選定基準の策定、またアジア企業は、米国内でアジア企業の取引機会を増大させようとしている。本報告が示した3つの事例は、投資対象企業を選別する民間セクターによる制度選択の効果を期待できる点で共通する。そのなかで、国際分散投資をする機関投資家に共通するガイドライン、個別投資家の方針、そして投資対象となる個別企業の対応と段階を追っている。まず、株価指数はその重要性から、特定の投資家だけではなく、金融のなかで投資・運用を担うセクター全般のガイドライン、いわば共通ルールとしての要素が強い。そしてカリフォルニア公務員年金基金が策定した新興国市場投資基準は、彼らの運用対象を限定するためのルールである。これに対して、最終的に株式売買の対象となるアジア企業のなかには、かりに自国市場の制約を受けにくい米国内での取引機会を獲得しようとする動きだ。たとえば、タイ市場だけの上場企業と米国でも取引可能なタイ上場企業と選別につながる。

3つの事例はスタートしたばかりだが、こうした主体の違う動きが相乗効果を持って拡充していく可能性もあるだろう。

大野は、1990年代に通貨危機となった途上国は、すべて国内金融市場を大々的に外資に開放した国であったと、アジア通貨危機を「金融説」として説明を試み、早すぎた資本自由化の問題を指摘している[20]。また別の見方をすれば、上記3事例による選別が拡充、定着すれば、早すぎた資本自由化を修正する効果も期待できよう。

米国は世界最大の経済大国であり、株式大国である。米国の優位性は、実体経済より株式市場においてさらに高まる。世界の株式時価総額に占める米国株式市場の割合は50%近い。本論で示した新たな動きも、米国流のグローバルスタンダードのアジアへの押し付けという視座も出てこよう。しかし、アジア通貨危機の教訓を生かすためには、国際機関や各国政府間の合意形成を待つのみだろうか。

本論は、アジア通貨危機後の民間セクターによる制度選択として、新たな3事例を明らかにした。各事例に対して今後、さらに検証を続け、アジア通貨危機の教訓をいかに生かしていくかの問いに答えていきたいと考えている。

(19)Bloombergで、普通株、ADRを対象に検索。
(20)大野健一『途上国のグローバリゼーション』東洋経済新報社、2000年、192～210ページ。