

2018年6月25日

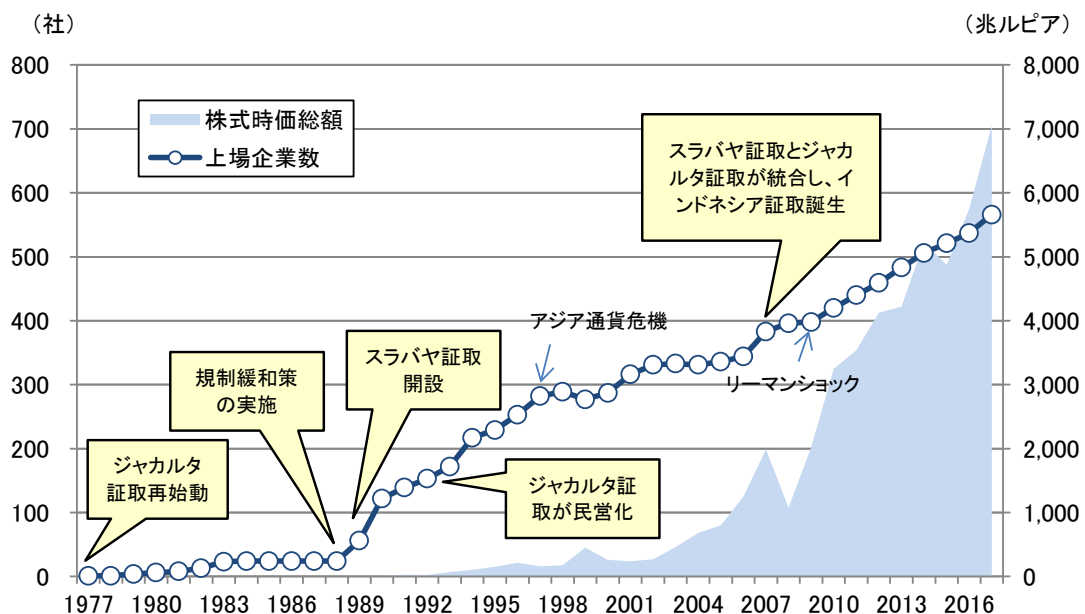
インドネシア株式市場の概要

浮動株規制比率の引き上げは株式市場活性化につながるか

アジア事業開発グループ
コンサルタント 中川葉子

インドネシアに証券取引所が開設されたのは1912年と古いですが、半世紀以上に亘って停滞期が続き、資本市場が本格始動するのは1980年代末に政府が規制緩和策を打ち出してからである。その後は、アジア通貨危機（1997年）やジャカルタ、スラバヤ両証取の統合（2007年）、世界同時不況（2008年）などのイベントを経験しながら着々と存在感を高めてきた（図表1参照）。特にここ10年間の発展には目を見張るものがあり、2017年末の株式時価総額は約7,000兆ルピア（約55兆円）と10年前の約7倍の規模にまで急拡大している。それでもインドネシアの資本市場は依然として成長の余地が大きいことになり変わらず、インドネシア証券取引所（Bursa Efek Indonesia、以下「IDX」とする）は、上場企業数の増加や投資家層の拡大に向け、様々な施策を講じている。

（図表1）インドネシア証券取引所の発展



出所：インドネシア証券取引所（IDX）ウェブサイトより大和総研作成

IDX を ASEAN 諸国の主要な証券取引所と比較（2017 年末）すると、時価総額は 5,207 億ドルとシンガポール（7,873 億ドル）、タイ（5,488 億ドル）に次ぐ規模である（図表 2 参照）。しかし、時価総額の対国内総生産比は 0.5 倍と計算され、シンガポール（2.4 倍）、タイ（1.2 倍）、マレーシア（1.4 倍）に比して低水準に留まる。一方、IDX の売買回転率は 2008 年に 69.5% を記録したが、以降は時価総額の急拡大に対して売買代金の伸びが追いつかず、このところ 30% 前後の水準にまで落ち込んでいる。2017 年の IDX の売買回転率は 28.3% で、時価総額がほぼ同じタイ（71.3%）と比較しても半分以下の水準だ。上場企業数も 566 社となっており、マレーシア（901 社）、シンガポール（750 社）、タイ（688 社）を下回っているのが実態である。このように、経済規模や人口を考えると、投資家の資産形成の場、企業の資金調達としてのインドネシア株式市場は、いまだ発展途上にあるとすることができるだろう。

（図表 2）ASEAN 諸国の証券取引所

	時価総額(百万ドル)			売買回転率		上場企業数			新規上場 2017年
	2017年末	前年比	GDP比	2016年	2017年	2017年末	国内企業	海外企業	
Singapore Exchange	787,279	13.6%	243.1%	28.0%	26.9%	750	483	267	24
The Stock Exchange of Thailand	548,796	15.7%	120.5%	89.6%	71.3%	688	NA	NA	39
Indonesia Stock Exchange	520,685	22.6%	51.3%	34.7%	28.3%	566	566	0	37
Bursa Malaysia	452,817	14.5%	144.0%	27.6%	32.8%	901	891	10	14
The Philippine Stock Exchange	290,401	22.0%	92.7%	13.8%	13.6%	267	264	3	4
Hochiminh Stock Exchange	115,465	75.2%	52.4%	45.6%	50.7%	344	344	0	31

出所：World Federation of Exchanges、IMF、各証券取引所ウェブサイトより大和総研作成

上場企業がなかなか増えない要因として、インドネシアの大企業には国有企業や同族経営企業が多く、特に後者は創業者等の株主が株式公開を望まないケースが多いことが指摘される。すなわち優良企業であっても未上場のまま、内部留保や銀行等からの借入りに依存して事業を行う企業が少なくない。また、大多数を占める中小企業にとっても、資本市場関連の情報や先事例が十分とは言えない中で株式上場は非常にハードルが高く、投資家層が十分に育っていないため企業にとって多額の資金調達が覚束ない事情も大きい。

IDX やインドネシア政府は資本市場の活性化に向けて、投資家向け各種セミナーの開催や、株式の売買単位の引き下げ、企業のための上場支援窓口（Go Public Information Center）設置、上場企業へのインセンティブ（法人税減税）付与、他国市場との重複上場の解禁など数多くの取組みを行っている。なかでも特に注目したいのが、浮動株比率の引き上げに関わる施策についてである。

浮動株とは、企業の発行済み株式のうち創業者や親会社などの安定株主が保有する分を除いた部分で、一般投資家が取引所で売買することが潜在的に可能な株式を指す。時価総額の規模にかかわらず、浮動株数が少ない銘柄は市場での売買取引も一般に少なくなり、時折の売買高増加時にも価格が急変動する傾向がある。

各国の証券取引所は、主として上場銘柄の流動性を確保するために、浮動株比率や少数株主数の最低基準を設けている。IDXでも「新規上場基準・上場継続要件に係る規定（2014年1月）」を新たに公布し、既存の上場企業で株主300名以上を上場継続要件とした他、浮動株比率は発行済み株式の7.5%もしくは5,000万株未満となつてはならないとした。新規の上場企業に対しては、払込資本の規模に応じて、浮動株比率を株主資本の10~20%以上、かつ3億株以上（Development Boardは1.5億株）とすることを義務づけた。なお、IDXは公布にあたって、2016年1月までの2年間を猶予期間とした上で、期限内に満たすことができない企業に対して取引停止や上場廃止の措置を講じる可能性を示している。

(図表3) ASEAN 主要取引所の浮動株比率の要件

取引所	市場	新規上場時の基準		上場継続要件	
		浮動株比率	株主数	浮動株比率	株主数
Singapore Exchange	Mainboard (Primary)	12~25%以上	500名以上	10%以上	—
	Catalist	15%以上	200名以上	10%以上	—
The Stock Exchange of Thailand	SET	20~25%以上	1,000名以上	15%以上	150名以上
	Mai	20%以上	300名以上	15%以上	150名以上
Indonesia Stock Exchange	Main Board	10~20%以上	1,000名以上	7.5%以上	300名以上
	Development Board	10~20%以上	500名以上	7.5%以上	300名以上
Bursa Malaysia	Main Market	25%以上	100株以上の少数株主1,000名以上	25%以上	—
	ACE Market	25%以上	100株以上の少数株主200名以上	25%以上	—
	LEAP Market	10%以上	—	10%以上	—
The Philippine Stock Exchange	Main Board	20%以上	1,000名以上	20%以上	—
	SME Board	20%以上	200名以上	20%以上	—

出所：各証券取引所ウェブサイトより大和総研作成

公布の2014年初時点で、約90社が上記要件に抵触していたとみられるが、基準変更を受けて、多くの企業が特定株主の持ち分を第三者に売却するなどの対応を採っている。例えばIDXで時価総額第2位のHanjaya Mandala Sampoerna（たばこ製造）は当時、親会社であるPhilip Morris Indonesiaが2005年の公開買付時から約98%を保有し、浮動株比率は1.82%と基準以下だった。新基準への対応で2015年に増資を行った結果、浮動株比率が7.5%まで上昇し、継続要件を満たすこととなった。

これに対して、同基準を期限内に満たすことができず、上場廃止を選択した企業も複数ある。現在、浮動株比率データが入手可能な上場企業566社のうち、上場継続要件の7.5%を下回っているのは27社で、同566社全体の浮動株比率（時価総額加重平均）は34.7%となっている（出所：IDX、2018年5月末現在）。

（図表4）時価総額上位20社の浮動株比率

	業種	時価総額(2018年5月31日)		浮動株比率	主な株主(2017年末時点)
		(100万IDR)	市場構成比		
1 Bank Central Asia	商業銀行	5,596,687	8.5%	43.1%	Dwimuria Investama Andalan
2 Hanjaya Mandala Sampoerna	たばこ	4,408,455	6.7%	7.5%	PHILIP MORRIS INDONESIA
3 Bank Rakyat Indonesia Persero	商業銀行	3,799,051	5.8%	43.2%	インドネシア政府
4 Telekomunikasi Indonesia Persero	通信	3,548,160	5.4%	48.8%	インドネシア政府
5 Unilever Indonesia	日用品	3,479,280	5.3%	15.0%	Unilever Indonesia Holding B.V.
6 Bank Mandiri Persero	商業銀行	3,290,000	5.0%	40.0%	インドネシア政府
7 Astra International	自動車小売	2,793,365	4.3%	49.8%	Jardine Cycle & Carriage Limited
8 Bank Negara Indonesia Persero	商業銀行	1,580,474	2.4%	40.9%	インドネシア政府
9 Gudang Garam	たばこ	1,318,000	2.0%	23.8%	SURYADUTA INVESTAMA, SURYAMITRA KUSUMA
10 United Tractors	建設機械	1,307,412	2.0%	40.5%	Astra International
11 Chandra Asri Petrochemical	石油化学	1,043,261	1.6%	8.9%	Barito Pacific, SCG Chemicals Company, Prajogo Pangestu
12 Indah Kiat Pulp & Paper Corp	製紙	1,023,074	1.6%	47.3%	Purinus Ekapersada
13 Indofood CBP Sukses Makmur	食品	1,014,586	1.5%	19.5%	INDOFOOD SUKSES MAKMUR
14 Mayora Indah	食品	668,525	1.0%	15.7%	UNITA BRANINDO, MAYORA DHANA UTAMA, JOGI HENDRA ATMADJA
15 Indocement Tunggal Prakarsa	建設材料	648,817	1.0%	49.0%	Birchwood Omnia
16 Kalbe Farma	医薬品	642,189	1.0%	43.2%	PT Bina Artha Charisma, PT Gira Sole Prima, PT Ladang Ira Panen 他
17 Indofood Sukses Makmur	食品	621,215	0.9%	49.9%	FIRST PACIFIC INVESTMENT MANAGEMENT
18 Charoen Pokphand Indonesia	食料・農業	603,446	0.9%	44.2%	PT Charoen Pokphand Indonesia Group
19 Adaro Energy	石炭	602,935	0.9%	43.9%	PT Adaro Strategic Investment, Garibaldi Thohir 他
20 Bank Danamon Indonesia	商業銀行	558,305	0.9%	47.0%	JPMCB-Franklin Templeton Investment Funds, Asia Financial (Indonesia) Pte. Ltd., The Bank of Tokyo - Mitsubishi UFJ, Ltd.

出所：IDX ウェブサイトより大和総研作成

もつとも、ASEAN の主要取引所における基準と比較すると、IDX の浮動株比率に係る基準は依然として緩い水準なことに変わりはない（図表 3）。例えばフィリピンでは浮動株比率を従来の 10%から 2017 年に 20%に引き上げ、さらに近い将来 25%に変更する方針を明らかにするなど、近隣諸国でも浮動株比率引き上げへの動きが出始めている。今後 IDX でも基準をさらに引き上げることとなった場合、さらなる対応を迫られる企業が多数出てくる。

図表 4 は IDX の時価総額上位 20 社（本年 5 月末）を示しているが、市場全体の時価総額の 6.7%を占める Hanjaya Mandala Sampoerna（前出のたばこ製造社）をはじめ、Unilever Indonesia、Chandra Asri Petrochemical など、5 社が浮動株比率 20%未満の水準に留まっている。仮にこれら 5 社が浮動株比率をタイやマレーシア並みの 25%に引き上げた場合、それだけで約 140 兆ルピア、市場全体の時価総額の 2.1%に相当する規模の株式が、新たに市場で流通する計算となる。浮動株の増加は株価の乱高下を抑制して、適正価格の形成、ひいては株式市場の信頼性向上などに少なからず寄与しよう。

それだけに今後、浮動株比率規制の変更つまり浮動株比率の再引き上げ措置は、インドネシア株式市場の活性化につながる有力手段のひとつになると思われる。フィリピン等の周辺諸国が浮動株比率の引き上げを行えば、ASEAN 地域における市場の競争力という面で、IDX も対応を迫られるであろう。報道によると、IDX 幹部は浮動株比率の基準引き上げの重要性について度々発言しており、制度が再改正される可能性が高い。今後の動向に要注目である。

—以上—