

■連載（全20回＋総括編）——■

アジア／G20株式市場のいま



広島経済大学 教授
前国際通貨研究所 主任研究員

糠谷 英輝

hideki.nukaya@hue.ac.jp

第13回 サウジアラビア

No. **310**

(2011年6月号)

第18回 メキシコ

No. **321**

(2012年5月号)

第14回 トルコ

No. **312**

(2011年8月号)

第19回 ブラジル

No. **323**

(2012年7月号)

第15回 ロシア

No. **315**

(2011年11月号)

第20回 カンボジア、ラオ
ス、ブルネイ

No. **325**

(2012年9月号)

第16回 南アフリカ

No. **317**

(2012年1月号)

総括編

No. **326**

(2012年10月号)

第17回 アルゼンチン

No. **319**

(2012年3月号)

*2012年4月1日付けで広島経済大学教授に就任
各論文の所属・肩書は執筆当時のもの

公益財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア／G20株式市場のいま

—第18回 メキシコの株式市場



広島経済大学 教授

糠谷 英輝

メキシコは中南米ではブラジルに次ぐ経済規模を誇り、石油をはじめとした資源に恵まれていることに加えて、米国等への輸出拠点として、自動車、家電等の製造業も主要産業に育ってきている。しかし一方で原油価格と米国経済に大きく影響される経済体質となっている。

過去には累積債務危機を起こしたメキシコであるが、相対的に経済成長が期待される新興国として、メキシコ株式市場も中南米ではブラジルに次ぐ規模の市場となっている。

■ 1. メキシコ証券取引所

メキシコ証券取引所(The Bolsa Mexicana de Valores、以下「BMV」)は1933年に設立され、株式、債券、ワラント等の取引を行うメキシコで唯一の取引所であり、自市場に上場している(2008年6月13日)。BMV株はブルーチップ銘柄として、上位35社で構成されるIPC指数(Indice de Precios y Contizaciones)構成銘柄となっている(IPC指数の推移は(図表1)参

— <目次> —

1. メキシコ証券取引所
2. 株式取引の概要
3. メキシコ株式市場の特徴
4. メキシコ株式市場への投資動向と外国人投資規制
5. 地域統合の動き



(図表1) IPC指数の推移



照)。BMVは時価総額では中南米でブラジルに次ぐ、第2の規模を誇る取引所である。

また先物、オプションなどのデリバティブ取引を行う取引所として、1998年にメキシコデリバティブ市場（MexDer：The Mercado Mexicano de Derivados S.A）が設立されたが、デリバティブ取引は主に店頭取引で行われている。MexDerでのデリバティブ取引はSENTRA Derivadosシステムで行われ、Asigna Compensación y LiquidaciónがCCPとなっている。

なお、BMVを含めた取引所の監督はCNBV（Comisión Nacional Bancaria y de Valores）が行っている。

■ 2. 株式取引の概要

BMVでは、株式、ワラント、ETF、社債、国債等の債券、銀行引受手形、その他債務証

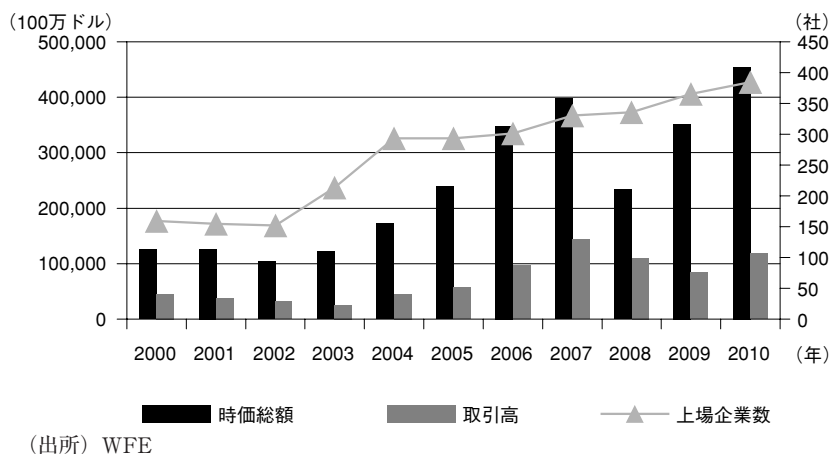
書等の取引が行われており、取引時間は月曜日～金曜日の8：30～15：00である。

株式には多くの種類があるが（注1）、当該企業が一種類の株式しか発行していない場合には、当該銘柄に*のマークが付されている。主な株式の種類は次の通りである。

- A株：普通株式で完全な投票権を持つがメキシコ人のみが購入可能。
- B株：普通株式で完全な投票権を持ち、メキシコ人、外国人の両者が購入可能。
- C株：外国人投資家の投票権を制限した普通株式。
- L株：投票権が制限された普通株式。
- U株：複数の種類の株式を合わせた株式。
例えばUBC株はB株とC株を合わせた株式。

発行企業は株式発行の際に発行株数と株式の種類をCNBVに登録せねばならず、これを

(図表 2) BMVの時価総額・取引高・上場企業数の推移



変更する場合にはCNBVの承認を得ねばならない。

取引はSENTRA (Sistema Electronic de Negociacion Transaccion Registro y Asignacion) Capitalesと呼ばれる注文主導型の電子取引システムで行われる。

取引単位は株価が200ペソ未満の銘柄は100株、200ペソ以上の銘柄は5株である。

株式は中央証券保管機関であるIndeval S.D.に登録され、ブックエントリーシステムで管理されている。株式取引の決済サイクルはT+3で、DVPも実現されている。またIndevalが51%を出資するThe Contrapartos Central de Valores (CCV) が取引所取引ではCCPの役割を担っている。

また株式貸借取引は可能であるが、レポ取引は認められていない。

■ 3. メキシコ株式市場の特徴

(1) BMVの動向

BMVの時価総額・取引高・上場企業数の推移は(図表2)の通りである(注2)。時価総額は世界金融危機の影響を受けた2008年末には急減したが、その後、順調な増加を見せ、2010年末の時価総額は4,543億ドルと2007年末の3,977億ドルをも上回った。また上場企業数は一貫して増加しているが、これは後述するように外国企業の上場企業数の増加によるものであり、2007~2010年の新規上場企業数は国内企業が15社に過ぎなかったのに対して、外国企業は168社がBMVに新規上場している。

時価総額、上場企業数が堅調に増加しているのに対して、取引高の増加程度は低い。しかし売買回転率を見ると、2010年は28.56%

(図表 3) 中南米主要取引所の比較 (2010年)

| 国名 | 売買回転率 (%) | 配当金額 (100万ドル) | 上位10社の市場集中度 (%) | |
|--------|-----------|---------------|-----------------|-------|
| | | | 時価総額 | 取引高 |
| メキシコ | 28.56 | 8,726.20 | 66.06 | 66.38 |
| ブラジル | 64.70 | 74,903.37 | 55.38 | 50.34 |
| アルゼンチン | 5.11 | 23,156.43 | 69.91 | 70.24 |
| チリ | 19.88 | 10,360.47 | 46.65 | 51.55 |
| コロンビア | 12.84 | n.a. | 79.31 | 86.17 |
| ペルー | 5.81 | 6,566.44 | 64.30 | 56.69 |

(出所) FIAB

(図表 4) 時価総額上位 5% の企業数と市場集中度 (2010年)

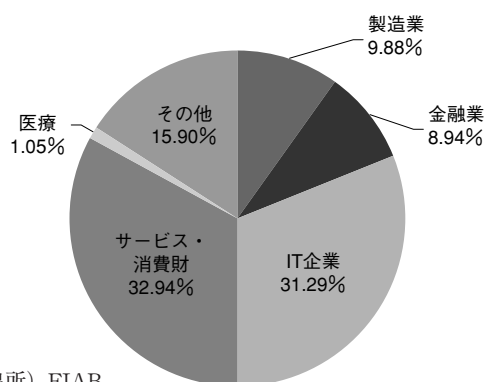
| 国名 | 社数 | 時価総額集中度 | 取引高集中度 |
|--------|----|---------|--------|
| メキシコ | 7 | 57.7% | 49.5% |
| ブラジル | 19 | 64.2% | 60.6% |
| アルゼンチン | 5 | 52.5% | 51.8% |
| チリ | 11 | 49.0% | 57.4% |
| ペルー | 10 | 64.3% | 68.6% |
| コロンビア | 4 | 57.6% | 58.9% |
| マレーシア | 50 | 73.4% | 71.1% |
| インドネシア | 21 | 60.2% | 60.5% |
| シンガポール | 24 | 39.9% | 39.2% |
| フィリピン | 13 | 50.0% | 37.1% |
| タイ | 27 | 67.9% | 66.5% |

(出所) WFE

と中南米の主要取引所の中ではブラジルに次いで高い (図表 3) (注 3)。

また上位10社の市場集中度も時価総額、取引高とも66%程度と高いが、市場集中度が高いのは中南米取引所で共通した特徴でもある。アジアでは20~30%台の取引所が多く、市場集中度は高くても40%台である。中南米取引所で市場集中度が高いのは時価総額の大きな大規模銘柄数が限られ、それに取引が集中していることによる。時価総額で上位5%の企業数、時価総額並びに取引高の集中度を見ると、BMVでは7社が時価総額で57.7%、取引高で49.5%とほぼ半分を占めている (図表 4)。

(図表 5) 上場国内企業の業種別内訳 (2010年)



(出所) FIAB

上場国内企業の業種別内訳を見ると、IT企業が31.29%と高いシェアを占めている (図表 5)。これに対して、製造業、金融業の

(図表6) 上場企業の概要 (国内企業と外国企業、2010年)

| 国名 | 時価総額 (100万ドル) | | 取引高 (100万ドル) | | 上場企業数 (社) | |
|--------|---------------|------------|--------------|-----------|-----------|------|
| | 国内企業 | 外国企業 | 国内企業 | 外国企業 | 国内企業 | 外国企業 |
| メキシコ | 454,345.26 | 311,643.55 | 108,476.41 | 10,451.78 | 130 | 294 |
| ブラジル | 1,644,640.38 | 1,133.40 | 857,459.19 | 9,662.08 | 440 | 8 |
| アルゼンチン | 63,909.79 | 414,479.58 | 2,577.13 | 1,237.31 | 101 | 5 |
| チリ | 341,798.88 | 20,836.18 | 54,790.78 | 18.39 | 227 | 4 |
| コロンビア | 208,501.74 | 9,140.96 | 23,029.25 | 5,098.21 | 84 | 2 |
| ペルー | 103,347.48 | 57,634.61 | 4,798.21 | 1,154.56 | 199 | 21 |

(出所) FIAB

シェアは相対的に低い。一方で上場外国企業の業種別内訳を見ると、金融業が約85%と圧倒的なシェアを占めている。メキシコでは外資金融機関の存在感が大きいことが窺われる。また製造業に関しても、主な製造業は外国資本であり、メキシコ市場には上場していないために、上場企業において製造業のシェアが低い状況になっているものとみられる。

(2) 外国企業の上場と米国預託証券

BMVでは外国企業の上場が多いことは前述したが、2010年末の上場企業数を見ると、外国企業が294社と国内企業の130社の2倍超となっている。時価総額では外国企業のシェアは約40%に上り、取引高でも約9%を外国企業が占めている(図表6)。BMVに上場する外国企業の多くは米国の大企業であり、The Global BMV市場に上場している。

一方で、主要なBMV上場企業は米国預託証券(ADR)を発行しており、米国市場でも取引が可能である。後述するように外国人投資家によるメキシコ株投資は規制が多く、複雑であるため、外国人投資家がメキシコ株

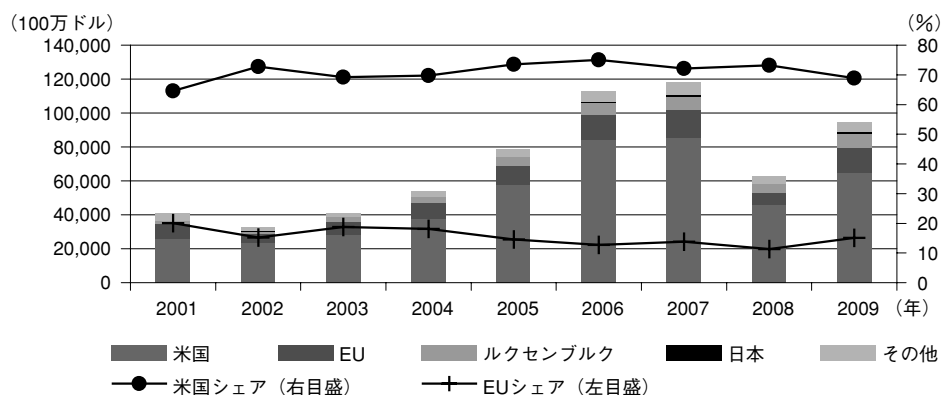
投資を行う場合には、ADRを購入するのが一般的である。

(3) 同族企業が多い企業構造

メキシコでは同族企業が多く、巨大なコングロマリットを形成している。また大企業の間でも売上高などは上位企業への集中が著しい点がメキシコの産業構造の特徴として指摘される。同族による経営支配が可能となるのは、支配株主に議決権株式所有が集中していることによる。議決権支配を容易にするのが前述したような議決権制限株式、所有制限株式など様々な株式種類の存在とそのパッケージ化であり、さらに後述する中性投資証券(CPO: Certificado de Participacion Ordinaria)の存在である。

それでは議決権、すなわち企業の経営支配への拘りの強いメキシコ同族企業がどうして株式上場を行うのか。その動機としては、株式発行による資金調達よりも、株式上場によるアナウンスメント効果で社債発行や銀行借入が有利になることの方が大きいとする指摘がある。このため企業が大量に株式を発行す

(図表7) メキシコへのポートフォリオ株式投資残高の推移



注：EUにはルクセンブルクは含まない。
(出所) IMF

る例は少なく、結果として株式所有の分散も進まないという循環にもなる(注4)。

4. メキシコ株式市場への投資動向と外国人投資規制

(1) メキシコ株式市場への投資動向

メキシコ株式市場への外国からの投資動向の推移(ポートフォリオ株式投資残高の推移)は(図表7)の通りである。世界金融危機の影響を受けた2008年末を除いて、順調な増加を記録している。

外国からのメキシコ株式市場への投資では、その70%程度が米国からの投資と圧倒的である(注5)。EU(除くルクセンブルク)からの投資は2009年末で15%程度のシェアであるが、このシェアは低下傾向にある。2005年まではEUからの投資の約60%を英国が占めていた。しかし2006年以降、英国からの投

資が減少するとともに、EUからのメキシコへの投資シェア、EUからの投資における英国のシェアともに低下している。因みに2009年末のEUからの投資における英国のシェアは約35%に低下している。

またルクセンブルクからの投資も比較的に多いが、同国はEUにおける投資ファンドのセンターとなっており、同国からの投資は投資ファンドによるものである。外国人投資家によるメキシコ株投資は前述のADRや投資ファンドを購入するケースが多く、これが統計データにも表われた結果である。

(2) 外国人投資規制

外国人保有制限としては、発行企業により外国人の株式保有を認めず、外国人は中性投資証券(CPO)(注6)のみを保有可能とする銘柄がある(CPOもBMVで取引可能)。

またメキシコ憲法やメキシコ外国投資法等

によって、石油、基礎石油化学などは国営とされ、テレビ、ラジオ、ガソリンスタンドなどは内国資本とされている他、特別の外国人保有制限を課している業種がある。さらに外国人投資家が金融機関の株式の5%以上を取得する場合には財務省の許可を要する。なお、多くのメキシコ企業は外国人保有制限を議決権の49%までとしている。

外国人保有制限に加え、外国投資法では鉱業、漁業、観光業、医療、火器、水利、高速道路、原子力エネルギー、電力、郵便、通信衛星等、幅広い業種に外国人投資規制が設定されている。

外国人投資家は取引制限のある株式（一般にはA株）を購入することが可能であるが、購入した株式は信託（fideicomiso）せねばならない。信託を裏付けにCPOが発行され、CPOに当該株式の価値が表象され、配当等もCPOを通じてなされる。fideicomisoはCPOの発行数に制限を設けており、外国人投資家による株式の購入がこの制限を超過した場合には、外国人投資家は超過分の株式の売却を求められる。IndevalがCPOの制限に関して日次で報告書を出しており、同報告書はfideicomisoによって監督されている。

■ 5. 地域統合の動き

中南米市場では証券取引所の連携等の地域統合の動きが活発になっている。最近の動きは次の通りである。

(1) BMVとサンパウロ証券取引所との連携

BMVはブラジルのサンパウロ証券取引所（BOVESPA：Bolsa de Valores de São Paulo）とブローカーを通じたメキシコ・ブラジル間のクロスボーダー投資増加に関する取り決めを結んでいる。同取り決めはイベロアメリカ取引所連合（FIAB：The Federación Iberoamericana de Bolsas）の主導によるプロジェクトであり、その他のラテンアメリカの取引所も将来的に加わる計画である。2007年にはコロンビア証券取引所が同取り決めに参加している。

(2) BMVとサンティアゴ取引所との市場リンク

2008年9月には同じくFIABの支援を受けて、BMVはチリのサンティアゴ取引所（The Bolsa de Comercio de Santiago）との間で、両国市場をリンクする覚書を調印した。同計画は両国の投資家が相手国の上場株式を取引することを可能とするもので、両国市場で活発に取引される銘柄に照準を合わせている。なお、同計画は両国の中央証券保管機関（メキシコのIndevalとチリのDeposito Central de Valores）のリンクの創設をも包含している。

(3) MILAの誕生

2011年5月にはチリ（サンティアゴ取引所）、コロンビア（ボゴタ取引所）、ペルー（リマ取引所）の3市場が統合し、南米で初の地域取引所となるMILA（Mercado

Integrado Latinoamericano) が誕生した。時価総額でBMVを上回り、ブラジルに次ぐ取引所となったが、取引高では未だBMVを下回る。MILAはIPOや取引を集めることで、流動性を高め、市場参加者を惹き付け、南米最大のブラジル市場に集まる投資資金の分散先とすることを目標にしている。現在、3取引所間でのクロス取引が可能であるが、次のステップとして共通の取引プラットフォームの設立が計画されている。2011年4月には、メキシコとパナマがMILAに参加する提携書に署名した。MILAは今後、拡大を見せていくものとみられる。

メキシコ株式市場は大規模銘柄に取引が集中しており、また外国企業の上場が多い一方で、メキシコ市場の主要な上場銘柄はADRでも取引が可能であるなどの特徴を持っている。外国人投資規制が厳しく、このためCPOなどの特殊な商品も存在する。全般的に先進国市場とは異なる性格を持つが、メキシコ経済の今後の成長性、中南米地域での取引所連携の動きなど今後の拡大が期待される市場でもある。メキシコ市場並びに地域連携の動きは注視を続けていく必要がある。

(注1) A, A1, B, B1, C, C1, D, L, N, O, UB, UBC, UBL, UL, Vなど。

(注2) BMVの統計データはBMVのサイト (<http://www.bmv.com.mx/>) から入手可能であるが、詳細なデータは開示が遅く、高額の料金を払わねばならない。

(注3) (図表3) で見る通り、BMVでは上場銘柄の現金配当額は相対的に少ない。

(注4) 星野妙子「メキシコ大企業の所有構造」『アジア経済』XLIV—5・6 (2003.5.6) アジア経済研究所

(注5) IMFの統計データが2010年から改訂され、米国からの投資先国別データの開示がなくなった。このため本稿では2009年までのデータを使用した。

(注6) CPOは海外からメキシコ企業への投資を呼び込むために1993年の改正外資法 (Ley de inversion extranjera) に盛り込まれた。改正外資法は投資制限分野を縮小するもので、これはメキシコ企業にとっては、経営支配権を脅かされることにも繋がる。その不安を解消するために設けられたのがCPOである。

CPOのスキームは次の通りである。外国人投資家はメキシコ企業への投資を行うため銀行に信託を設定する。受託銀行が投資家の資金でメキシコ企業の株式を購入し、投資家に対しては株式に対応するCPOを発行する。CPOは「中性」であり、外国人投資には換算されないため、外国人もCPOを使うことで所有制限株式にも投資することが可能となる。このCPOには配当権のみで、議決権は付かない。

またCPOにはRegular CPOsとCPOs of Originの2種類がある。Regular CPOsは前述の通り取引規制のある株式を外国人が購入可能とするもので、CPOs自体は取引されず、裏付けとなる株式が取引される。裏付けとなる株式とCPOsは同一の証券番号 (ISIN) で登録、取引される。またRegular CPOsは配当等の財務的な権利を有するものの、裏付けとなる株式に関連した株主投票権は有しない。これに対してCPOs of Originは外国人投資規制とは関係なく、メキシコ人投資家、外国人投資家の両者ともに保有可能である。CPOs of Originの裏付け株式は取引されず、CPOsそのものが市場で取引される。CPOs of Originは裏付け株式と同様の株主投票権を有する場合が多いが、発行企業がこれに制限を課すことができる。外国人投資家がCPOs of Originを直接購入した場合には、外国人保有制限は受けない。