

金融危機下における台湾証券市場と証券投資の動向

——台湾視察調査を通じて——

澤 田 貴 之

1. 視察調査の目的

2008年9月のリーマンショック以降、翌2009年3月に至っても依然として世界的な金融危機は終息を見せていない。そして、金融危機が金融部門に限らず、製造業などを含むアジア地域の実態経済にどのような影響を及ぼしているのかという問題意識と分析は現在のアジア経済研究の焦点となりつつある。本稿はこうした問題意識を踏まえた名城大学アジア研究所(MARC)のプロジェクト研究成果の一部であり、2008年11月下旬に行った台湾の視察調査の中間的な報告に相当する。

ここでは台湾視察の際、金融関連領域として報告者(澤田)が担当し訪問・聞き取りを行った部分を中心にして、台湾証券市場の特徴と課題および金融商品の普及状況について暫定的な報告を行っておきたい。

2. 台湾証券市場の概要

台湾の金融・証券市場の歴史は1950年代の土地改革にまで遡ることができる。地主への土地買い上げ代金の3割が台湾セメントなど官営4社の債券で支払われたことで、地主によって売却された債券が国債とともに市場に流通するようになったことに端を発している。ただし、この時点では証券会社での店頭取引が主であって、公開市場の設立は関連法規の整備と1961年10月の台湾証券取引所の開設と翌年からの取引開始を待たなければならなかった。以後、

証券取引所での時価総額・取引額・上場企業数は台湾の経済成長に歩調を合わせて順調な増加を示していくことになる。

現在の台湾証券取引所は高層ビル台北101に居を構え、株式取引は集中市場で行われている。この他に店頭市場(GTSM)、先物市場(TAIFEX)がある。代表的なインデックスとしては加権指数(1966年=100)が用いられている。2007年現在(年平均)の上場企業数は698社、時価総額は21,527,298百万台湾元(年度末)、USドル換算で約656百万ドルとなっており、1973年比では上場企業数で約10倍、時価総額では251倍にまでになっている。

ここ10年間という単位で見ると、上場企業数・取引額・加権指数のいずれも低迷気味である。この理由は後で述べるが、例えば加権指数(年平均)の場合、1997年アジア通貨・金融危機の翌年の7,737.68を超えたのはIT好況期の2000年(7,847.21)と2007年(8,509.56)のみである。金融危機の影響は加権指数の下落に端的に示されており、2007年のピーク時の9,809.88から2008年の12月23日現在では4,395.14へと55%の下げを記録している。これはITバブルがはじけた2001年(4,907.43)を下回っている。下落率から見れば、この時点で日経平均並の下落に見舞われていたことになる。OEM生産を中心としたエレクトロニクス製品の輸出に依存する割合が高いということで、大幅な下落と低迷は避けられない状況となっている。

図表が示すように、証券取引所における取引

図表1 台湾証券取引所取引額における投資家別内訳（10億NTドル）

年	国内法人		外国法人		国内個人投資家		外国人個人投資家	
	金額	%	金額	%	金額	%	金額	%
1998	5,144.25	8.6	964.7	1.6	53,480.51	89.7	9.08	0.1
1999	5,520.49	9.4	1,420.11	2.4	52,043.18	88.2	8.11	0.0
2000	6,306.51	10.3	2,222.15	3.6	52,855.32	86.1	5.70	0.0
2001	3,569.42	9.7	2,168.80	5.9	31,081.51	84.4	2.94	0.0
2002	4,410.90	10.1	2,929.08	6.7	36,105.22	82.3	429.06	0.9
2003	4,714.32	11.5	3,856.24	9.4	31,885.66	77.8	509.35	1.3
2004	5,590.58	11.6	5,258.97	10.9	36,719.57	75.9	786.44	1.6
2005	5,063.87	13.3	5,891.13	15.5	26,228.77	68.8	918.10	2.4
2006	5,338.44	11.0	7,809.16	16.2	34,118.39	70.6	1,087.56	2.2
2007	8,648.72	13.0	11,721.40	17.6	44,732.66	67.3	1,406.62	2.1
2008	6,689.93	14.0	10,628.93	22.3	29,167.49	61.2	1,187.57	2.5

（出所）新光証券提供資料より（原データは『証交資料』など）。

（注）2008年は10月までの数字。

額（売買総額）では国内個人投資家の比率が圧倒的に高い。アジア金融危機の翌年にあたる1997年ではおよそ9割を占めていたが、以後10年間でその比率を6割にまで縮小させてきたが、依然として個人投資家が中心であるという特徴は変わっていない。この間に外国法人（機関投資家）が一貫して比率を伸ばしてきており、2割超となっている。近年こそ個人投資家の比率は減少傾向にあるが、個人投資家のプレゼンスの高さは台湾証券取引所の株価のボラティリティをむしろ高める要因となってきた。加えて近年の外国人投資家の増加は比率こそ東証よりはるかに少ないが、やはりボラティリティを高める要因となりつつある。

なお台湾における金融自由化の進展は1980年代半ば以降で、この頃から株式債券市場が成長を見せ始める。流れとしては例えば債券市場の場合、当初、国営企業の社債、預金銀行の金融債からスタートし民間企業の社債へと移行していく（寺西（2007）76）。1997年にはADRなどの形で台湾企業による海外証券市場での資本調達解禁され、2001年末の中台WTO加盟後は対中投資の規制緩和が進み、台湾企業の中

国本土進出が加速化することで、これら台湾企業が台湾以外での資本調達をさらに進めるといふことが起きている。以上の台湾以外での資本調達の進展は単に産業の空洞化だけでなく、将来の台湾株式市場も空洞化させるのではないかという危機意識を関係当局に生んでいる。2003年の外国人機関投資家に対する投資制限の撤廃や中国事業を行っている台湾企業の台湾上場への促進策もこうした危機意識のあらわれと考えられる。

3. 世界金融危機直後の台湾証券市場の状況

今回の視察調査先は台北市内にある新光証券本社であり、意見交換などを含む本社側スタッフに対するリーマンショック後の台湾証券市場の動向と金融商品の特徴などについての聞き取りが中心であった（2008年11月25日新光証券本社にて）。なお同名の証券会社が日本にもあるが、台湾の新光証券とはまったく関係がない。台湾の新光グループは保険をコア事業としつつ、小売業では三越との資本提携で知られてい

るように、多角的経営の形態をとっているが、証券取引業自体についての進出は比較的新しく、1992年に新光証券が設立されている。

当日の聞き取りに応じていただいた新光側のスタッフは計4名で、新光証券債券部の邱徳雄氏と新光投信からは国内投資部・国外投資部のスタッフ3名であった。なお投信側から3名のスタッフが同席したのは、事前に金融商品に関する質問を行うことをリクエストしていたためである。2008年の証券市場と金融商品の動向は新光側の説明から以下のように4点にまとめられる。以下では中国科技大学の董教授へのインタビューも含めて重要な点のみ記しておく。

1) 証券市場における投資の主体は？

・図表にも掲げたとおり、証券市場での取引の中心は個人投資家である。外国機関投資家については申請登録が必要であり、これは中国やインドなど他の新興国の適格機関投資家に相当する。インターネット取引は全体の3割ほどで、日本のSBIやマネックスのようなネット専業証券はまだ少なく1社のみである。個人投資家（顧客）は証券会社店頭での情報収集に慣れており、個人投資家に中高齢者層が多いことと関係があると思われる。またETF（上場投信）もあるが、今のところ種類が多いとはいえない。

2) どのような金融商品・ファンドが個人投資家層に人気があるのか？

・ファンドでは定額を毎月分配する毎月分配型ファンドが過去人気があったが、現在では海外投資型のオフショアファンド、MMF、および積立型ETFなどに人気がある。債券ファンドがファンド全体の約半数を占めておりCPなども組み込んでいる。

3) サブプライム、リーマンショック後の証券市場への影響は？

・（日本と同様）リーマンショック後の株式急落の局面で個人投資家の新規口座開設が増加した。

4) 新光証券の今後のビジネス戦略は？

・直近では韓国でのインターネット取引に関する調査を行っており、こうした取引移行に重点を移したいと思っている。また海外進出として中国での保険事業を考えている。新光ホールディングスの中核事業が元々保険であるからである。既に中国本土で当該事業会社（元復）を買収している。

中国科技大学商学院院長、董瑞斌教授（同11月25日インタビューの要約）

報告者側）金融危機後の台湾の金融部門・実態経済への影響は？

董教授側）金融部門での打撃は今のところ少ない。特に保険業においての影響は軽微である。その理由として資産運用に一定の規制が設けられていること、外国銀行の参入が少ないことなどを挙げることができる。過去の不良債権も処理済みである。本年度はGDP1.8%のプラス成長を見込んでいる。

4. 先行研究による補足照合と台湾証券市場の課題

今回の視察訪問で得られた情報に補足を加え、それらの輪郭をはっきりさせるためにも先行研究との照合をまず行うておくことにする。最初に証券市場の空洞化を招くことが懸念されているために、これへの政策対応を1)として、次に取引所・証券会社側のより微細な対応と戦略を2)として取り上げておくことにする。そ

して最後に3)で金融危機の影響について触れておきたい。

1) 資本調達への海外化への対応

既に触れたように台湾のWTO加盟を契機として資本・金融自由化は加速している。インフラ関連、ハイテク、金融などの一部に対中投資規制が残っているものの、資本移動面で見ると対中投資規制緩和が証券市場への影響として大きいことを指摘できる。台湾金融当局にとって、これは産業空洞化だけでなく、香港証券取引所での台湾企業の上場、大陸中国での中国の銀行を含むシンジケートローンの確保などを通じて、台湾内部から台湾外での資本調達の流れが強まることで、台湾証券市場自体が空洞化するのではという大きな懸念となっている。

こうした金融当局の対応の一環として、中国事業を行う台湾企業が台湾証券取引所に上場できるようにする促進策がある(朱(2003)参照)。例えば香港市場から台湾市場への上場というケースも見られ、いわゆる外→内という資本調達の還流策である。しかしながら、(水橋(2007)によれば、逆の内→外の流れが強まるとされ、海外での上場を選択する台湾企業は増加してきた。こうしたことも一因となって台湾市場の時価総額・上場企業数は低迷気味である。さらに金融自由化の一環として公開発行の強制義務が廃されたことと、企業合併法、持株会社法の制定の影響も大きい。2006年現在で香港証券取引所のメインボードには台湾系企業は46社、GEM(新興市場)には6社が上場している。

2) 取引・金融商品・市場面での対応と課題

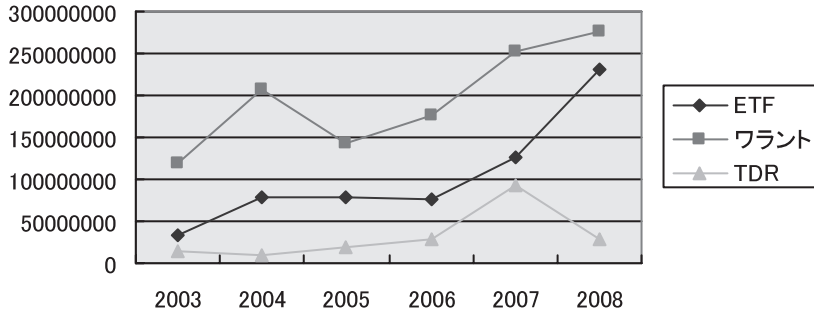
まず個人投資家が中心にあるということから、個人投資家の市場への定着を図ることが必要となっている。税制面を除けばコストの問題が最も重視されよう。取引コストの低減という

面ではオンライン取引を1997年以降、宝来証券、公誠証券が導入したことから2000年以降普及が進展してきた(セン(2001))。現在ではほとんどの証券会社で行われているようである。ただ個人投資家のために取引コストを引き下げるという意味でネット証券の成長が望まれる。この点では日本よりかなり遅れているという印象を持った。

個人投資家向けに安価な取引コストを実現するためには販売される金融商品のコスト低減も重要である。投資信託ならば売買手数料とともに信託報酬コストの引き下げも必要である。この点では日本もネット証券の普及によって、近年関係コストの引き下げも散見される。コスト面に着目するならば、金融危機後も世界的に資金流入が見られるETFの販売状況であろう。一般的に既存のインデックス投信よりも安価なETFは台湾でも急速に普及しつつある。取引額も2007年には2005年比で40%増加している。

主要な金融商品別にTDR(預託証券)、ワラント、ETFの年間取引額推移を示したものが図表2である。ETFの取引額が台湾證交所公開データに記載されるようになったのは2003年からのため、この年からの推移を商品別に比較できるようにした。TDR、ワラントはそれ以前から取引されている。ここから直近における、特に2008年におけるETFの取引額の増加率が非常に高いことがわかる。株価下落を受けて台湾でもETFへの流入額が増えたことがわかり、新光側が説明したように証券口座の一時的増加に伴い、一般の個人投資家がわかりやすくコストの低い商品に流れていることを確認できよう。

台湾におけるETFは基本的には日経225やトピックス連動型のようなインデックス型(例えば台湾50)、ハイテクや金融などの特定産業に銘柄を絞った特定産業型(FB科技など)、中



図表2 主要金融商品別取引額の推移 (年間, 1000NT ドル)

(出所) 台湾証交所データ (twse.com.tw/en/ststatistics/ststatistics_list.php?tm= 07&stm) より作成。2009年3月25日, 閲覧・確認。

型株などに銘柄を絞ったテーマ型に分類でき、国内株を対象としたETFは11を数えるまでになっている(『証交資料』No. 559, 57, 2008)。個人投資家層を市場につなぎとめるという意味では今後、最も大きな役割を果たしそうな金融商品であると思われる。日本の場合も欧米市場に比較してETFの種類は十分ではないという市場関係者の指摘も見られるが、近年では金ETF連動型や海外インデックス型(上海, ムンバイ, ロシア, ブラジル, 韓国など)も東証もしくは大証に上場している。香港取引所と比較した場合でも、その種類と数は依然として見劣りすることは否定できない。新規、特に海外型ETF上場を増やし、個人投資家の投資機会を拡大させることが必要となつてこよう。

個別証券会社のビジネスとしては、欧米でもそうであるが、日本においても野村、大和、三菱UFJといった大手証券グループの投信会社がETFを運用・上場しており、中堅グループのETF運用への参入は規模の問題から困難となっている。聞き取りを行った新光グループが台湾では中堅に位置するため、新光のような個別証券会社にとっては規模の問題から参入メリットはないかもしれないが、上場投信のような株式同様流動性の高い商品は証券会社全体への既存・新規の個人投資家をつなぎとめていく

上での波及効果を見込むことができよう。

この他ワラント債などの取引額も増加しているが、1)と同様、上場企業数の伸び悩みに対して、政策的対応として新興企業、ベンチャー企業向けの店頭市場(GTSM)の充実化が求められよう。過去に企業の資金調達における直接金融の比重が高まり、葉(2006)が工業化の回帰分析結果(Levine&Zerrosの推定式を使用)から指摘するように、工業化の進展に寄与した役割は大きい。ただし依然として商業銀行からの融資を中心とした間接金融に優位があることは否めない。このため林(2007)が指摘するように債券市場の整備が求められており、格付けの高い社債だけでなく、ジャンク債などの市場拡大は大きな課題といえよう。

上述の視点から外資も取り入れたベンチャーファンドによる資金支援を政策的に充実させ、新興企業が上場しやすい環境を創り出す工夫も必要である。日本でもこの側面からの支援は必ずしも成功していないし、新興証券市場の育成も容易ではないが、より開放的な視点から近年進展している香港取引所を含めた海外取引所間の提携も有効な選択肢の一つとして挙げられよう。

国内の個人投資家を安定株主につなぎとめておくことは容易ではないが、外国人投資家の取

引比率増と外資による買収懸念増に対応するためにも台湾企業にとっては避けることのできな
ない課題となっている。実際、2006年から英系スタンダードチャータード銀行による地場銀行買
収や米系カーライルグループによる半導体関連
企業に対する TOB は台湾実業界に大きな波紋
を呼んだと言ってよい。このため金融危機以前
から台湾市場では自社株買いと現金配当重視へ
のシフトが起きていた（鄭（2007））。これには
短期的な売買ではなく長期保有を通じて個人投
資家の安定株主化を図ることと株価水準を高め
ておきたいという関係当局および上場企業側の
思惑が働いており、日本でも同時期に同様のこ
とが行われてきた。ただし実効性に関しては依
然として日本も含め議論のあるところであろ
う。

3) 金融危機の影響

董教授が指摘するように、この段階での金融
部門全般における影響は大きくないと思われ
る。GDP に占める輸出額が60%台半ばに達す
る台湾の場合、金融危機と世界貿易の収縮は国
内実態経済の悪化と株価の下落に端的にあらわ
れているが、金融部門に関しては、欧米金融機
関のように自己勘定で多額の不動産担保証券や
金融派生商品を取引もしくは購入し多額の損失
を被っているわけではない。この点では日本の
金融機関と似ている。しかしながら、周知のご
とくエレクトロニクス関連輸出への依存度の高
い台湾は、証券取引所においてもエレクトロニ
クス産業の時価総額は大きい。また世界不況が
長期化した場合、国内商銀も不良債権を拡大さ
せることや生保の保有株式・金融資産の含み損
が拡大することも避けられなくなる可能性は強
い。金融株も時価総額が大きいだけに先に述べ



大手証券会社のカウンター（兆豊証券）。個人別ブースは設けられておらず、直接
対応するスタッフの数も多い。一昔前の日本の証券会社もこうした顧客対応に近
かった。

たように加権指数の下落は大幅なものとなった。

台湾企業の中国への直接投資の増大によって、貿易統計から見る限りエレクトロニクス関連の製品輸出に占める対米依存度は減少し、代わって中国向け輸出が伸びてきたように、対米依存は実際には迂回的輸出によって続いているのが現状である。したがって台湾の株価は（米村（2006））の相関分析が証明しているように、米国ナスダックなどのエレクトロニクス関連指数の影響を受けやすいものとなっている。この点では電機、自動車関連企業が指数採用銘柄に多い日本、韓国同様、台湾も金融危機の震源地である米国以上に2008年下期は株価下落が激しかった。

2009年に入って株価に回復の兆が見えてきたものの、金融危機と不況が長期化した場合、台湾でも株式市場の長期低迷は避けられない。ただし米国市場との連動性ととも、既に言及したように中国市場（香港、上海）との連動性・相関の有無についても今後検証されるべき問題であるが、残念ながら現在までのところ関連研究は見当たらない。2009年以降の中国による大型財政政策、各種の景気対策の実施によって、中国市場の株価が台湾もしくはアジアの証券市場全体にどのような影響を与えているのかとい

う問題設定は、今後の関連研究における魅力ある課題の一つと言えるかもしれない。

参考文献

- Economic Review 2003. 7, 富士通総研。
- 朱炎（2003）「対中投資は台湾企業に学べー台湾企業の対中投資の実態と成功要因」
- セン・錦宏（2001）「オンライン証券 取引の証券産業経営に対する影響ー台湾市場の実証研究ー」『証券経済学会年報』第36号。
- 台湾証券取引所（2008）『証交資料』559。
- 台湾証券交易所（TWSE）（twse.com.tw/en/statistics/statistics）
- 鄭廳宜（2007）「台湾企業の配当と自社株買い」『証券経済学会年報』第42号。
- 寺西重郎他編（2007）『アジアの経済発展と金融システム 東北アジア編』東洋経済新報社。
- 米村浩（2006）「台湾経済と米国IT産業の関係について」『東海大学政治経済学部紀要』第38号。
- 水橋祐介（2007）「グローバル経済進展下の台湾株式市場」『交流』No. 768, 交流協会。
- 林冠女（2007）「台湾の債券市場の発展と課題」博士論文, 名城大学大学院経済学研究科。
- 山上秀文（2008）『東アジアの新しい金融・資本市場の構築 銀行融資市場と債券市場の融合』日本評論社。
- 葉剛（2006）「高成長期の台湾における株式市場の役割」『国際文化研究科論集』No. 14, 東北大学大学院国際文化研究科。