

アフリカにおける広域証券取引所構想と課題

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 2008年の金融危機のあおりで、金融・資本市場が大きな影響を被った欧米とは対照的に、その影響が相対的に軽微にとどまったアフリカを、中国をはじめとするアジアやインドに続く魅力的な市場として注目する向きがある。背景には、2009年にそれぞれ-2.4%、-5.2%とマイナス成長に陥った米国、日本とは対照的に、2.5%のプラス成長を維持するなど、アフリカの高い経済成長がある。欧米よりも膨大な人口を抱える見通しであるアフリカは、今後の潜在成長力も大きい。
2. 一方で、アフリカ諸国の大半の株式市場は、市場の厚みや流動性の問題を抱え、売買システムや清算・決済システムの電子化の遅れが見られるなど、株式市場の整備は遅れている。経済規模に対する株式市場の活用度を国内上場企業の時価総額（対名目GDP比）で計ると、ほとんどのアフリカ主要国は40%未満の範囲にとどまり、なかには、10%に満たない国々も見られる。
3. こうしたなかで、アフリカでは、地域経済共同体をベースにした広域地域証券取引所を設立する構想が複数見られる。なかでも、西部アフリカのフランス語圏8カ国は、1996年に西部アフリカ地域証券取引所（BRVM）という広域証券取引所を設立している。この他にも、南部アフリカ開発共同体（SADC）をベースとした証券取引所委員会、東部アフリカ共同体（EAC）、西部アフリカの英語圏などが、それぞれ広域証券取引所構想を打ち出している。
4. 広域証券取引所を設立し、機能させることは容易なことではない。しかしながら、広域証券取引所設立という最終目標に向かって、各国が、重複上場やクロス・ボーダー取引を容易にしたり、上場基準等の共通化を図ったりする連携を推し進めていることは、アフリカ株式市場の発展を促す一助となることは疑いない。

I はじめに

2008年の金融危機のあおりで、金融・資本市場が大きな影響を被った欧米とは対照的に、その影響が相対的に軽微にとどまったアフリカを、中国をはじめとするアジアやイン

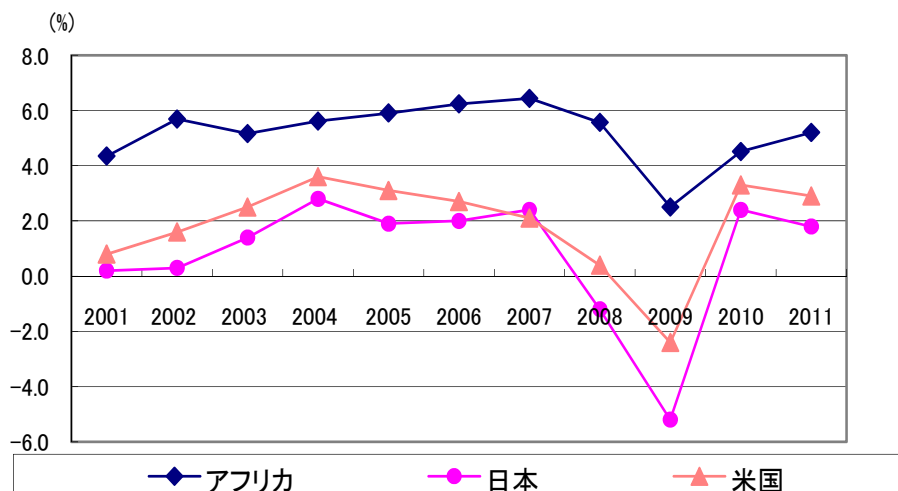
ドに続く魅力的な市場として注目する向きがある。実際、アフリカの株式市場の中には、金融危機に際してもプラスのリターンを確保していたところが複数見られたうえ、過去10年間に於けるアフリカ株式市場の平均リターン（年率）は約25%あった。

背景には、アフリカ地域における高い経済成長が指摘できる。2009年における実質GDP成長率を見ると、米国、日本がそれぞれ-2.4%、-5.2%とマイナス成長に陥ったのとは対照的に、アフリカは2.5%のプラス成長を維持した（図表1）。2001年以降の同成長率の推移を見ても、アフリカは日米に比べて一貫して高い成長率を記録している。

加えて、アフリカが中国やインド同様、膨大な人口を抱えており、今後も増加する見通しであることに鑑みると、アフリカの潜在成長力も大きい。国際連合「世界人口見通し」（2008年改定、中央推計値）によると、2009年時点においては、アフリカ（10億1,000万人）と欧米（10億8,000万人）の人口がほぼ拮抗していたのが、2050年には、アフリカ（約19億9,800万人）が、欧米（約11億3,900万人）を大幅に上回る状況が想定されている（図表2）。しかも、若年層の割合が相対的に大きいアフリカでは、個人消費の活発化による成長率への寄与度が大きいことも想定される。また、今日既に顕在化している生活基盤を支えるインフラストラクチャーへの需要が、今後さらに増加することもアフリカの経済成長にプラスとなる。

このように、アフリカは大きな潜在成長力を期待できるものの、設立が1990年以降である比較的新しい証券取引所が少なくないこともあり、株式市場の整備は遅れをとっているといわざるを得ない。売買システムや清算・決済システムの電子化が遅れていることはその証左といえる。また、設立から比較的日がたっている証券取引所においても、市場の厚みや流動性の確保の問題を抱えているところが少なくないなど、アフリカを株式市場の

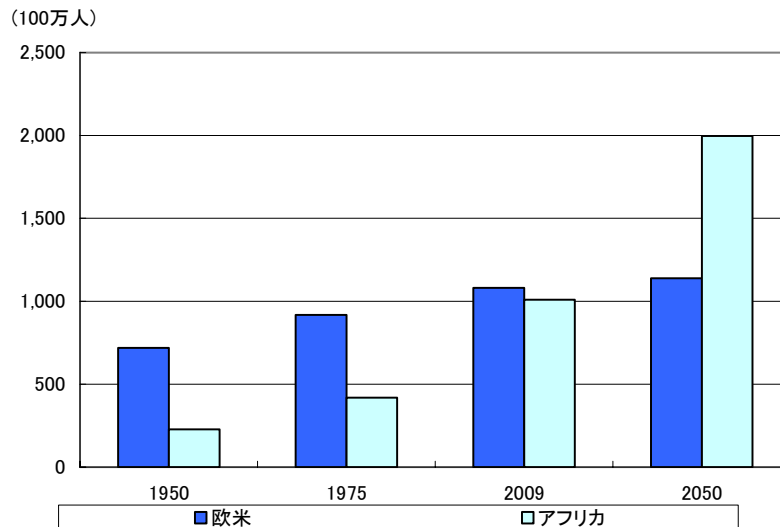
図表1 アフリカ、日本、米国の実質GDP成長率（%）の推移



(注) 2009年のアフリカは実績見込み。2010年、2011年は予測値（日米についてはIMF“World Economic Outlook”(2010年7月改定値、アフリカについてはOECD“African Economic Outlook”)

(出所) IMF“World Economic Outlook”、OECD及びアフリカ開発銀行グループ“African Economic Outlook”(2010年4月29日改訂版)を基に野村資本市場研究所作成

図表2 アフリカと欧米の人口比較



(注) 欧米は、欧州と北米を合算した数字。2050年の予測値は、中央値を用いている。
 (出所) 国際連合“World Population Prospects”(The 2008 Revision) を基に野村資本市場研究所作成

有効な活用という観点で見ると、依然として課題が山積している。

本稿では、アフリカ株式市場の現状、地域経済共同体をベースとした証券取引所の連携の動き、ひいては広域証券取引所構想とその課題について論じることとする。アフリカでは、時価総額の少ない複数の市場が連携したり、或いはそうした市場が統合して広域証券取引所を創設したりする構想が複数浮上していることから、本稿では、そうした広域証券取引所構想を核に据えて、アフリカ株式市場の議論を進めていくこととする¹。

II アフリカ株式市場の現状

1. 小規模にとどまる大半の株式市場

アフリカ諸国では、南アフリカやエジプトなどを除いて、大半の国々が株式市場を有効に活用できていない状況にある。実際、国内上場企業数、国内上場企業の時価総額（対名目GDP比）、売買代金回転率の3つの指標を基に、アフリカ主要国の株式市場の厚みを見ると、一部の例外を除いて、極めて小規模にとどまっていることが分かる。

まず、国内上場企業数を例にとると、中国（1,700）やインド（4,946）では、数千単位の企業が上場しているのに対し、アフリカで3桁の上場企業を有するのは、南アフリカ、

¹ 本稿を執筆するにあたり、フランクリン・アレン、アイザック・オッチリー、レンマ・W・センベット『アフリカ金融・資本市場の現状と課題』野村資本市場研究所編訳、2010年10月を参考文献とした。同文献は、アフリカ金融・資本市場を、北部アフリカ、西部アフリカ、東部・中部アフリカ、南部アフリカの4地域に分類し、各地域について、各国経済における中央銀行の役割、銀行および保険会社、国債市場、株式市場、マイクロファイナンス、非正規金融、プライベート・エクイティなど幅広い分野を論じている。

エジプト、ナイジェリアの3ヶ国のみである(図表3)。タンザニアやウガンダ、ナミビアなど、上場企業数が一桁にとどまる国々も少なくない。また、経済規模に対する株式市場の有効活用度を国内上場企業の時価総額(対名目GDP比)で計ると、ほとんどの主要国は40%未満の範囲にとどまっており、なかには10%に満たない水準の国々も複数見られる(図表4)。さらに売買代金総額を期間平均の時価総額で除した売買代金回転率では、南アフリカおよびエジプトを除き、アフリカにおける売買が限定的である状況が浮き彫りになる(図表5)。いずれの指標を見ても、アフリカは、現在の中国やインドの水準から大きく水をあけられている状況にある。

ちなみに、アフリカでは1990年以降に設立された証券取引所が多いなかで、南アフリカとエジプトに共通するのは、ヨハネスブルグ証券取引所(JSE)が1887年、エジプト証券取引所(EGX)が1883年というように、1880年代に証券取引所を設立した点である。

アフリカの主な証券取引所に関する概要を示した図表6を見ても、JSEとEGXに加えて、1961年に設立されたナイジェリア証券取引所が、上場企業数、時価総額の両者においてアフリカで主導的な立場に立っていると捉えられる。

図表3 アフリカ主要国における国内上場企業数

		1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
北部	エジプト	746	1,076	1,110	1,148	967	792	744	603	435	373	306
	チュニジア	26	44	46	47	46	44	46	48	50	49	50
	モロッコ	44	53	55	55	53	52	56	65	74	77	78
西部	コートジボワール	31	41	38	38	38	39	39	40	38	38	38
	ナイジェリア	181	195	194	195	200	207	214	202	212	213	216
	ガーナ	19	22	22	24	25	29	30	32	32	35	35
東部	ケニア	56	57	57	57	51	47	47	51	51	53	53
	タンザニア	-	4	5	5	6	6	6	6	7	7	-
	ウガンダ	-	-	2	3	3	5	5	5	-	6	-
南部	ボツワナ	12	16	16	18	19	18	18	18	18	19	20
	マラウイ	-	-	-	-	8	8	9	10	9	14	-
	モーリシャス	28	40	40	40	40	41	42	41	90	41	40
	ナミビア	10	13	13	13	13	13	13	9	9	7	7
	南アフリカ	640	616	542	450	426	403	388	401	422	425	411
	スワジランド	4	6	5	5	5	6	6	6	6	7	-
	ザンビア	2	9	9	11	12	13	15	14	15	-	-
ジンバブエ	64	69	72	76	81	79	79	80	82	81	-	
参考	中国	323	1,086	1,160	1,235	1,296	1,384	1,387	1,440	1,530	1,604	1,700
	インド	5,398	5,937	5,795	5,650	5,644	4,730	4,763	4,796	4,887	4,921	4,946
	日本	2,263	2,561	2,471	3,058	3,116	3,220	3,279	3,362	3,844	3,299	3,208

(出所) World Bank "World Development Indicators Online"を基に野村資本市場研究所作成

図表4 アフリカ主要国における国内上場企業の時価総額(対名目GDP比)

		1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
北部	エジプト	13.4	28.8	24.9	29.7	32.6	48.9	88.8	87.0	106.8	52.9	47.8
	チュニジア	21.8	14.5	11.5	10.1	9.9	9.4	9.9	14.4	15.3	15.8	23.1
	モロッコ	18.0	29.4	24.1	21.3	26.4	44.0	45.7	75.2	100.4	74.0	69.2
西部	コートジボワール	7.9	11.4	11.0	11.6	12.0	13.5	14.2	23.9	42.2	30.2	26.7
	ナイジェリア	7.2	9.2	11.3	9.7	14.0	16.5	17.2	22.3	52.0	24.0	19.7
	ガーナ	25.5	10.1	9.9	12.0	18.7	29.8	15.5	25.4	15.9	20.4	16.1
東部	ケニア	20.8	10.1	8.1	10.8	28.0	24.2	34.1	50.6	49.4	36.0	35.6
	タンザニア	-	2.6	4.2	7.2	6.4	5.9	4.2	3.8	-	6.3	-
	ウガンダ	-	-	0.6	0.8	0.7	1.1	1.1	1.2	-	-	-
南部	ボツワナ	8.3	15.8	21.0	29.0	25.7	25.9	23.2	35.9	47.7	26.5	34.3
	マラウイ	-	-	-	-	3.6	6.1	8.1	18.6	-	41.5	-
	モーリシャス	32.9	29.0	23.4	27.9	34.9	37.3	41.7	55.3	75.3	36.9	55.1
	ナミビア	5.4	8.0	4.2	5.1	6.2	6.7	5.7	6.8	7.9	7.0	9.0
	南アフリカ	185.6	154.2	118.0	166.5	160.7	210.9	232.9	277.4	293.8	177.7	246.5
	スワジランド	20.0	4.9	9.9	12.2	9.6	9.8	7.8	7.5	6.9	-	-
	ザンビア	0.5	7.3	7.0	6.3	17.1	8.4	13.8	11.1	20.6	-	-
ジンバブエ	28.7	32.9	77.7	71.4	67.3	41.2	70.3	-	-	-	-	
参考	中国	5.8	48.5	39.5	31.9	41.5	33.1	34.9	91.3	184.1	64.6	100.5
	インド	35.7	32.2	23.1	25.8	46.6	55.3	68.3	89.5	154.6	55.7	90.0
	日本	69.9	67.6	55.0	54.3	71.9	79.9	104.1	108.3	101.7	65.6	66.7

(出所) World Bank "World Development Indicators Online"を基に野村資本市場研究所作成

図表5 アフリカ主要国における売買代金回転率

		1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
北部	エジプト	10.9	34.7	14.2	16.1	13.7	17.3	43.0	54.8	45.6	61.9	59.7
	チュニジア	-	23.3	12.6	13.7	7.2	9.2	16.5	14.3	13.3	25.5	16.0
	モロッコ	45.9	9.2	10.0	10.6	6.4	9.1	15.9	35.3	42.1	31.1	12.0
西部	コートジボワール	2.2	2.6	0.7	0.7	1.6	2.7	1.4	3.3	2.5	4.1	2.0
	ナイジェリア	0.8	7.3	10.2	10.6	11.0	13.7	11.5	13.6	28.2	29.3	26.9
	ガーナ	1.3	1.5	2.6	2.5	4.1	3.2	2.2	2.1	3.9	5.2	2.0
東部	ケニア	-	3.6	3.4	3.8	7.4	8.1	9.8	14.6	10.6	11.8	4.5
	タンザニア	-	-	2.4	1.9	-	-	2.3	2.1	-	-	-
	ウガンダ	-	-	-	-	-	-	3.1	5.2	-	-	-
南部	ボツワナ	-	4.8	5.6	5.0	4.4	2.3	1.8	2.3	2.2	3.1	2.6
	マラウイ	-	-	-	13.8	-	-	-	3.5	-	3.9	-
	モーリシャス	-	5.0	9.3	11.5	6.2	4.4	6.0	4.4	8.0	8.9	0.3
	ナミビア	1.6	4.5	3.0	5.2	0.7	4.8	1.5	3.8	3.7	2.8	0.1
	南アフリカ	6.5	33.9	37.4	78.9	44.8	47.4	39.3	48.8	55.0	60.6	83.8
	スワジランド	0.1	-	9.8	6.7	0.0	-	0.0	0.0	-	-	-
	ザンビア	-	-	20.8	22.5	-	-	2.0	2.1	4.1	-	-
	ジンバブエ	7.6	10.8	29.4	19.2	26.1	9.2	15.3	6.2	5.1	-	-
参考	中国	115.9	158.3	81.3	85.7	83.3	113.3	82.5	102.0	180.1	121.3	229.5
	インド	10.5	133.6	191.4	225.8	138.5	115.5	94.2	93.1	84.0	85.2	116.3
	日本	30.9	69.9	67.9	71.0	86.0	103.5	118.8	132.1	141.6	153.2	128.2

(出所) World Bank "World Development Indicators Online"を基に野村資本市場研究所作成

図表6 アフリカの主要証券取引所の概要

	証券取引所	国名	設立年	上場企業数(2008年)	時価総額(億米ドル)(2008年)	備考
北部	ハルツーム証券取引所(KSE)	スーダン	1994年	53	41.7	イスラム金融商品がメイン。空売り禁止。保守的な投資家が主流。
	エジプト証券取引所EGX(カイロ・アレキサンドリア証券取引所、CASE)	エジプト	1883年	373	858.4	2007年10月より、ロンドン証券取引所のAIMIに類似した中小成長企業向け市場NILEXが始動。
	チュニス証券取引所(TSE)	チュニジア				政府は民営化プログラムの主要なパートナーとして株式市場を捉えている。
	カサブランカ証券取引所(CSE)	モロッコ	1929年			2008年より国債先物市場が始動。
西部	ナイジェリア証券取引所	ナイジェリア	1961年	213	806.0	前身は1960年に設立されたラゴス証券取引所。
	ガーナ証券取引所(GSE)	ガーナ	1990年	35	149.1	ナイロビ証券取引所、ナイジェリア証券取引所との間でクロスボーダー上場に関する覚書を締結。
	西部アフリカ地域証券取引所(BRVMM)	コートジボワール	1996年	57	71.5	西部アフリカ8カ国(ベナン、ブルキナファソ、コートジボワール、ギニアビサウ、マリ、ニジェール、セネガル、トーゴ)の地域証券取引所。
東部・中部	ナイロビ証券取引所(NSE)	ケニア	1954年	47	109.8	1920年代の英国植民地時代に英国の支援を受けて、欧州人のための非公式市場として設立されたのが発端。
	ウガンダ証券取引所(USE)	ウガンダ	1997年	13	28.7	
	ルワンダ店頭取引所(ROTC)	ルワンダ	2008年			資本市場諮問委員会が設立。
南部	ダルエスサラーム証券取引所(DSE)	タンザニア	1998年	14	38.0	
	ボツワナ証券取引所(BSE)	ボツワナ	1989年	31	36.8	1995年11月に独立した法人となった。2001年には、新興企業を対象としたベンチャー・キャピタル・ボードを導入した。
	ナミビア証券取引所(NSX)	ナミビア	1992年	29	789.8	南アフリカからの独立を支援するために設立された。重複上場会社は、ヨハネスブルグ証券取引所でも取引されている。システムも、ヨハネスブルグ証券取引所と統合済み。
	ヨハネスブルグ証券取引所(JSE)	南アフリカ	1887年	425	5,492.0	2001年に南アフリカ先物取引所(SAFEX)を吸収。2003年には、アフリカ初の中小企業・成長企業向け市場AltXを開設。
	スワジランド証券取引所(SSX)	スワジランド	1991年	5	14.3	
	ルサカ証券取引所(LuSE)	ザンビア	1993年	19	41.1	世界銀行と国際金融公社(IFC)の技術的支援を基に設立。
	ジンバブエ証券取引所(ZSE)	ジンバブエ	1896年	97	NA	1993年以降は、外国人による投資も可能。2009年以降取引は米ドルのみで実施。
	マラウイ証券取引所(MSE)	マラウイ	1996年	15	17.9	
モーリシャス証券取引所(SEM)	モーリシャス	1989年	40	33.4	モーリシャスは、オフショア金融センター。	
モザンビーク証券取引所	モザンビーク	1998年	6	2.9	リスボン証券取引所および世界銀行の支援を基に設立。	

(注) 西部アフリカ証券取引所、ジンバブエ証券取引所の上場企業数は2010年9月15日時点。

(出所) アフリカ証券取引所に関する各種資料を基に野村資本市場研究所作成

図表 7 アフリカの証券取引所のインフラ整備状況

国名	清算・決済	外国人の参加	売買システム
アルジェリア	電子	あり	電子
ボツワナ	手動	あり	手動
コートジボワール	電子	あり	電子
エジプト	電子	あり	電子
ガーナ	手動	あり	手動
ケニア	手動	あり	電子
マラウイ	手動	あり	手動
モーリシャス	電子	あり	電子
モロッコ	手動	あり	電子
ナミビア	手動	あり	電子
ナイジェリア	電子	あり	電子
南アフリカ共和国	電子	あり	電子
スワジランド	手動	あり	手動
タンザニア	電子	あり	電子
チュニジア	電子	あり	電子
ウガンダ	手動	あり	手動
ザンビア	電子	あり	電子
ジンバブエ	手動	あり	手動

(出所) フランクリン・アレン、アイザック・オッチリー、レンマ・W・センベツト『アフリカ金融・資本市場の現状と課題』表 7(P18) より引用

2. 取引システムの電子化の遅れ

アフリカの証券取引所の中には、取引システムおよび清算・決済システムの両面において、システムの電子化が未整備のため、手動で行っているところが少なくない。すなわち、取引システム、清算・決済システムの両システムで電子化対応が完了しているのは、アルジェリア証券取引所、西部アフリカ地域証券取引所（BRVM）、エジプト証券取引所、モーリシャス証券取引所、ナイジェリア証券取引所、ヨハネスブルグ証券取引所、ダルエスサラーム証券取引所（タンザニア）、チュニス証券取引所、ルサカ証券取引所（ザンビア）の 9 証券取引所であり、主な国の証券取引所 18 ヶ所のちょうど半分に相当する（図表 7）。

取引システムや清算・決済システムの電子化は、次章で取り上げる証券取引所の連携、ひいては広域証券取引所の構築をするにあたっては必要条件となることから、証券取引所のインフラを整備する動きが急がれている。

III アフリカ広域証券取引所の現状と構想

現在アフリカに存在する広域証券取引所といえば、西部アフリカ地域のフランス語圏 8 カ国が設立した西部アフリカ地域証券取引所（Bourse Régionale des Valeurs Mobilières、BRVM）がただ一つ存在している。この他にも、西部アフリカ地域の英語圏、南部アフリカ、中部・東部アフリカの各地域において証券取引所間で上場基準の共通化をはじめとした連携を行ったり、最終的には広域証券取引所としての機能を目指したりする動きが進んでいる。

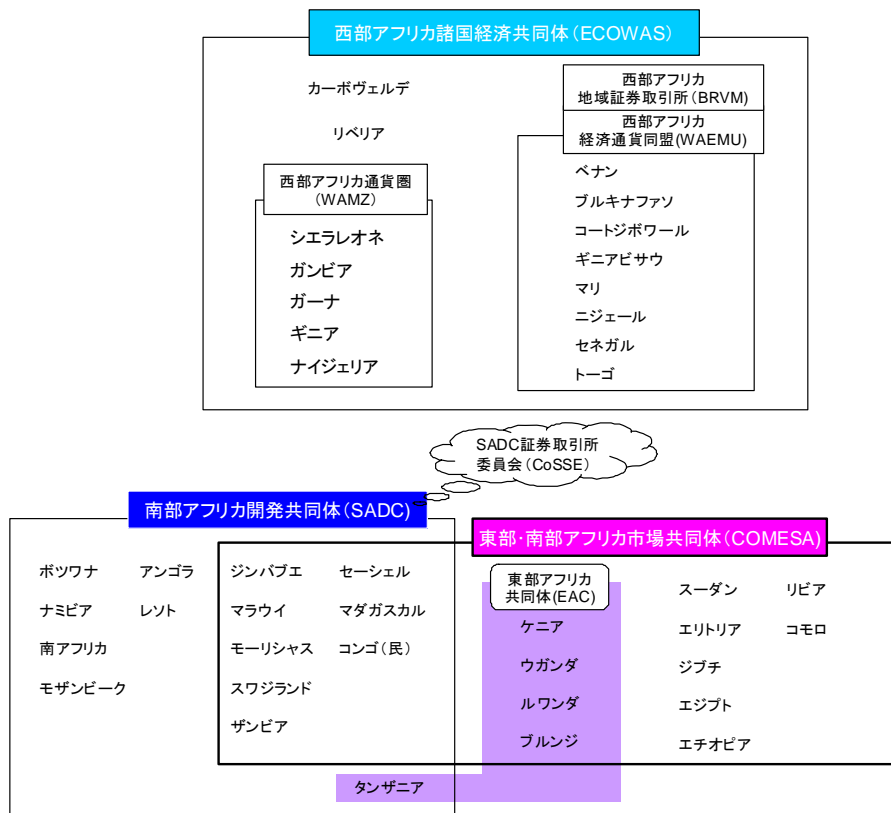
以下では、広域証券取引所 BRVM およびその他の各地域で進められている連携を目指す動きに触れる。

1. 地域経済共同体をベースにした取引所連携の動き

アフリカ諸国には、複数の地域経済共同体が存在しており、本稿で取り上げる広域証券取引所および証券取引所の連携も、こうした地域経済共同体をベースにした動きと捉えられる（図表 8）。

例えば、1996 年に設立され、既に取りが行われている唯一の広域証券取引所 BRVM は、旧フランス領西部アフリカ地域が 1973 年に経済統合を目指して創設した西部アフリカ経済通貨同盟（West African Economic and Monetary Union、WAEMU）の加盟 8 カ国が設立した証券取引所である。西部アフリカのフランス語圏では、1945 年にフランス領アフリカ植民地通貨として共通通貨 CFA フラン（セーファーフラン）²が導入されて以来 60 年

図表 8 アフリカにおける主な地域経済共同体



(注) ここでは、広域証券取引所構想と関係がある主な地域経済共同体を取り上げた。
(出所) 各種資料を基に野村資本市場研究所作成

² CFA フランはユーロペッグ（ユーロ導入以前はフランス・フランペッグ）で、その交換比率は、1 ユーロ＝655.957XOF(CFA フラン) に固定されている。フランス中央銀行の特別運用勘定を通じ、ユーロへの完全な交換がフランス財務省により保証されている。その対価として、BCEAO は、フランス中央銀行に外貨準備の 65%を預金することが義務付けられている。

以上経た現在も同通貨が利用されているが、CFA フランの導入から約 50 年間を経て、BRVM が設立された。この地域には、共通の中央銀行である西部アフリカ諸国中央銀行（Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest、BCEAO）がセネガルの首都ダカールに存在するなど、様々な地域組織が既に整備されている³。

この他にも、東部・南部アフリカ市場共同体（Common Market for Eastern and Southern Africa、COMESA）や 2000 年 7 月に設立された東部アフリカ共同体（East African Community、EAC）⁴、南部アフリカ開発共同体（Southern African Development Community、SADC）など様々な地域経済共同体が存在している。なお、例えば SADC、COMESA、EAC を見ただけでも分かるように、2 つ以上の地域経済共同体に加盟している国々が少なくない点は、アフリカ大陸の特徴と言える。目指す方向性や具体的な施策が必ずしも一致しない複数の経済共同体にアフリカ諸国が加盟していることが、アフリカの各地域における広域証券取引所構想の具体化に遅れをもたらしている側面は指摘できる。

2. 各地域における実情

1) 西部アフリカ

(1) 西部アフリカ地域証券取引所（BRVM）

BRVM は、西部アフリカのフランス語圏であるベナン、ブルキナファソ、コートジボワール、ギニアビサウ、マリ、ニジェール、セネガル、トーゴの 8 カ国が 1996 年にコートジボワールのアビジャンに設立した地域証券取引所である。各国の首都には BRVM の支部（branch）が設置されている。BRVM は、当初資本金約 29 億 CFA フランのうち、構成する 8 カ国政府が約 13% 出資しているものの、西部アフリカ開発銀行などの準地域機関が 23%、WAEMU の商工会議所が 11%、当該地域の証券会社が 28%、その他の個人が 25% 出資する有限責任会社である。

BRVM の役割は、同証券市場で提示される有価証券の気配値の交渉権限を有する証券会社 15 社から転送される売買注文を各国の首都に設置した BRVM の支部が受け、アビジャンの本部に電子的に転送、取引を執行することである。なお、BRVM で取引される有価証券は、中央証券決済機関（Depositair Central/ Banque de Reglement SA、DC/BR）を通じて清算・決済される。

アフリカの他の証券取引所同様、BRVM も民営化プログラムを遂行する場として

³ WAEMU には、銀行を監督する銀行委員会（Commission Bancaire、1990 年設立）、BRVM や地域共通のインターバンク市場をはじめとした地域の資本市場を監督する証券委員会（Conseil Régional de l’Epargne Publique et de Marchés Financiers）など、様々な域内組織が存在する。なお、2004 年以来、いずれかの国の銀行免許を 1 つ保有していれば、域内全域での業務をすることが認められている。銀行免許の付与および剥奪については、前掲した銀行委員会と関連する各国の財務大臣が関与する。

⁴ 東部アフリカ共同体（EAC）の設立に関する協定は 1999 年 11 月 30 日に当初加盟国であるケニア、ウガンダ、タンザニアによって署名され、2000 年 7 月 7 日に発効した。その後 2007 年 7 月 1 日より、ルワンダとブルンジも加盟し、計 5 カ国となった。なお、英国が旗振り役となって初めに設立した東部アフリカ共同体は、1977 年に一度解消しているが、現在の東部アフリカ共同体においても、自由市場哲学に対する当初の理念は現在も踏襲している。

活用されることを望んでいる。BRVM の業務部門ヘッド、Niamkey Tanoe 氏は、BRVM が参加 8 カ国に対して、各国の民営化プログラムを遂行する際、BRVM の株式市場を活用することを促している、と述べていた⁵。さらに、公募を通じた民営化をやり易くするため、BRVM は、コートジボワールの民営化委員会と協力しながら、他の 7 カ国に対して公募を通じた民営化を実行する際に発生しうる技術的な問題を解決する仕組みを整えている。また、西部アフリカ開発銀行などが地域開発プロジェクトの資金調達を行うために、BRVM の債券市場を活用する動きも見られ、地域組織が連携しながら、証券取引所の機能を活かそうとする動きが見てとれる。

もっとも、債券の上場の条件として、すべての発行債券が公認金融機関、開発金融機関或いは保証基金のいずれかの保証を付与されている必要があるなど、その敷居は決して低くない。また、BRVM では、5 銘柄の売買が市場全体の 75% を占める⁶など、取引が一部の大型銘柄に集中し、依然として流動性の低さに悩まされている状況も伺われる。

(2) 西部アフリカ英語圏の広域証券取引所構想

西部アフリカ英語圏の国々が西部アフリカ諸国経済共同体 (ECOWAS) の支援を受けて広域証券取引所を設立しようとする構想もある。さらには、BRVM を含む ECOWAS における単一の証券取引所に基づく統合システムを設立することを求める向きもある。手始めには、各国の証券取引所の独自運営を維持しながらも、相互上場および相互取引を促進することを通じて取引所間の連携を深めることが想定されている。また、こうした相互上場や相互取引を審査したり、各国証券取引所の連携を進めるにあたり設立される新組織を監視したりする地域資本市場委員会 (Regional Capital Market Committee、RCMC) が新設されることが求められている。

なお、地域証券取引所を速やかに立ち上げる効率的な方法として、ECOWAS は、汎欧州証券取引所のユーロネクストをモデルとしたスキームを構想している。ユーロネクスト・モデルのメリットとしては、①各国の証券取引所のアイデンティティを保持できる点、②現在の上場を維持しながら、より広範囲な市場にアクセスが可能となる点、③各国レベルで適用される規制に変更がない点、④証券会社が、当該広域証券取引所に参加する他のすべての取引所へのアクセスが可能となる点などが挙げられる。

こうした動きとは別に、西部アフリカ地域にあるナイジェリア証券取引所、ガーナ証券取引所、BRVM の 3 取引所が、統一的な諸規則や業務手順を策定するために継続的な協議を行っている。その目的は、投資家および発行体が 3 つのどの取引所をも自由に利用できる環境を整えることである。また、ガーナ証券取引所は、ケニア証券取引所およびナイジェリア証券取引所との間で、他市場上場銘柄のクロス・ボーダー上場に関する覚書を締結しており、様々な連携の試みがある。

⁵ “Africa’s struggling stock exchanges”, Africa Recovery, October 2000

⁶ アレン、オッチリー、センベット (2010)

2) 南部アフリカ

(1) ヨハネスブルグ証券取引所を中心とする連携

南部アフリカ地域では、南アフリカ共和国のヨハネスブルグ証券取引所（JSE）が抜きん出た存在であることから、この地域における証券取引所の連携においても、JSE が主導的な立場に立っている。

1996年に電子取引システムである JET システムを導入した JSE は、1998 年以降、南アフリカ開発共同体（Southern African Development Community、SADC）の加盟各国に対して、技術的なサポートを含め、JSE の取引システムの利用を開放した。こうした中で、1998 年 11 月、南部アフリカ地域で JSE に続く第 2 位の時価総額を有するナミビア証券取引所（NSX）が JSE とネットワークをリンクさせ、JSE の電子取引システム、JET システムを利用する提携関係を結んだ。NSX は、取引規則や証券会社の参入基準についても、JSE 規則を基に策定している。

その後 2001 年に JSE がロンドン証券取引所（LSE）との間で、データ公開（および販売）や二重上場、遠隔地会員権、テクノロジーの共有（LSE の取引システム SETS⁷）をカバーする契約を締結すると、2002 年 5 月、NSX は、JSE 同様、JSE 仕様となっている LSE の SETS (=JSE SETS) を導入することとした。NSX は、JSE を通じた LSE との提携を、NSX により多くの外国人投資家をひきつける手段と捉えている。

このように、南部アフリカ地域トップ 2 の証券取引所である JSE と NSX との関係は強い。NSX に上場する株式の 70%超が JSE に重複上場していることに加え、NSX における取引の大半が重複上場銘柄に集中している実情⁸を見れば明らかである。JSE はまた、SADC 域外のエジプトやガーナ、ケニア、ナイジェリア、ウガンダをはじめとした証券取引所と、多くの覚書（Memorandum of Understandings、MoU）を締結している。

ちなみに、JSE は、アフリカ大陸における証券取引所の活性化を意識した動きも積極的に行っている。JSE のメイン・ボードのセグメントとして、2009 年 2 月 19 日に正式に導入された JSE アフリカ・ボードは、そうした動きを具現化したものである⁹。

アフリカ・ボードは、アフリカ大陸における資本市場の発展を促す JSE の長期的な戦略の一環として位置づけられており、アフリカ市場に外国資本を惹きつけやすい枠組みを意識して設立された。したがって、アフリカ・ボードに上場できる企業は、

⁷ JSE は、その後、LSE のより処理が迅速な取引システム JSE TradElect を利用するようになる。

⁸ “Regional Integration of Stock Exchanges in Eastern and Southern Africa: Progress and Prospects” IMF Working Paper WP/05/122

⁹ これより前の 2003 年 8 月、JSE は、SADC に加盟するナミビア、ザンビア、ジンバブエの各証券取引所および SADC 非加盟のガーナ証券取引所との間で、汎アフリカ・ボードの設立構想を打ち出していたが、未実現に終わった。実現すれば、適性のある企業はすべての参加証券取引所で同時に上場することが事実上可能とされていたが、ボツワナ証券取引所の高官をはじめとした同構想に反対の立場にいる人々は、構想を実現させると、資金の流れが JSE に向かい、JSE 以外の SADC 証券取引所における発行体および投資家の数は減少、結果として売買高がさらに減少することになりかねない、と懸念を表明していた。

①アフリカに本拠地を置く企業、或いは当該企業の業務が地理的にアフリカで行われている企業、②本拠地がアフリカ国外ではあるものの、業務の大部分が地理的にアフリカで行われている企業のいずれかと定められている。2010年10月8日現在、アフリカ・ボードには、Trustco Group Holdings Limited と Wilderness Holdings Limited の2社が上場しているに過ぎない。JSE は、将来的に十分な数の企業が上場した際には、FTSE/JSE アフリカ・ボード指数も作成、公表する予定である。

なお、JSE は、アフリカ・ボードに上場しようとする企業が既に自国の証券取引所に上場している場合、自国での上場を維持し、JSE での上場は二次上場とすることを促す方針を明確に打ち出している。そして、アフリカ・ボードが二次上場の場合、当該企業は一次上場をしている証券取引所の上場基準を遵守すればよいこととされている¹⁰。

(2) SADC 証券取引所委員会 (CoSSE)

南部アフリカ開発共同体 (SADC) 加盟 15 カ国の中で、既に確立された証券取引所を有するのは、ボツワナ、マラウイ、モーリシャス、モザンビーク、ナミビア、南アフリカ、スワジランド、タンザニア、ザンビア、ジンバブエの 10 カ国である。これら SADC 諸国の証券取引所は、1997 年 1 月、SADC の枠組内における民間セクターのイニシアティブとして、SADC 証券取引所委員会 (The Committee of SADC Stock Exchanges, CoSSE) を設立した。四半期に 1 度開催する CoSSE の戦略的な目標は、各証券取引所が自律的な運営を維持しながら、テクノロジーやスキルの共有化、二重上場、SADC 内におけるクロス・ボーダー投資を行う方法を見出すことなどによって、当該地域により多くの資本流入をもたらすことである。

1990 年代後半には、ヨハネスブルグ証券取引所 (JSE) の取引システムを SADC の他の諸国でも利用できるようにする JSE の提案を含め、様々な提携の試みがなされてきた。しかしながら、参加証券取引所の中には、取引プラットフォームの共有化に踏み切れば、結果として、JSE よりも小規模な取引所の独立性が危ぶまれ、最終的には取引プラットフォームの統合、SADC 地域における単一の統合証券取引所の誕生につながりかねない、として慎重な姿勢を崩さなかったところもあるなど、提携がなかなか進展していない¹¹。

SADC 加盟国の証券取引所における上場企業数や時価総額で見た株式市場の規模がまちまちであるうえ、取引日および取引時間が各国で異なっている点も、構想がなかなか進まない一因と指摘することができる (図表 9)。例えば、JSE の 2008 年末における時価総額が 5,492 億米ドルであったのに対し、モザンビークやスワジランド証券取引所は、わずか 2 億米ドル台に留まっていた。

¹⁰ ただし、一次上場している証券取引所が世界証券取引所連合 (World Federation of Exchanges, WFE) の承認を受けているか、或いは、企業が最低 5 億南アフリカランドの引受株式を保有しているかのいずれかの条件をみたす必要がある。

¹¹ CoSSE "Building stock exchange interconnectivity in Southern Africa", Financial Services Research Q4 2008

図表 9 SADC 加盟国における証券取引所の状況

国名	証券取引所名	上場企業数	時価総額(億 米ドル)	時価総額(対 名目GDP比)	売買代金 回転率(%)	取引時間(日)
アンゴラ	-	-	-	-	-	-
ボツワナ	ボツワナ証券取引所(BSE)	31	36.8	40.7	3.86	9時30分～10時(月曜日～金曜日)
DRC	-	-	-	-	-	-
レソト	-	-	-	-	-	-
マダガスカル	-	-	-	-	-	-
マラウイ	マラウイ証券取引所(MSE)	15	17.9	44.8	3.34	11時～11時30分(月曜日～金曜日)
モーリシャス	モーリシャス証券取引所(SEM)	93	45.3	56.0	9.66	9時～13時30分(月曜日～金曜日)
モザンビーク	モザンビーク証券取引所	6	2.9	1.5	3.3	9時～12時(火曜日、木曜日、金曜日)
ナミビア	ナミビア証券取引所(NSX)	29	789.8	14.7	1.38	9時～17時(月曜日～金曜日)
セーシェル	-	-	-	-	-	-
南アフリカ	ヨハネスブルグ証券取引所(JSE)	425	5,492.0	NA	71.84	9時～17時(日曜日～木曜日)
スワジランド	スワジランド証券取引所(SSX)	7	2.0	-	-	NA
タンザニア	ダルエスサラーム証券取引所	14	38.0	21.7	0.68	10時～12時(月曜日～金曜日)
ザンビア	ルサカ証券取引所(LuSE)	19	41.1	40.0	0.66	10時～13時(月曜日～金曜日)
ジンバブエ	ジンバブエ証券取引所(ZSE)	81	-	-	5.1	10時～12時(日曜日～土曜日)

(注) 2008年の数字(ただし、ジンバブエの売買代金回転率は2007年の数字)。スワジランドについては、1米ドル=約7.3エマランゲーニで換算。

(出所) アフリカ証券取引所協会(ASEA)、スワジランド証券取引所、ジンバブエ証券取引所、世界銀行の各資料を基に野村資本市場研究所作成

これまでに実施に移された施策としては、JSEが設定している13原則を基にした上場基準を2000年までに各国の証券取引所が導入している点が挙げられる。なお、SADC各国の証券取引所は、国内の上場基準を完全に一致させることは行わず、各国が抱えている制約、技術的な発展度合いなどに応じた違いは温存している。SADC各国の証券取引所が連携を強化するメリットは、グローバル・プレイヤーが一つのアクセス・ポイントを用いてSADC諸国の他の市場にアクセスできる点、シンプルで低コストのチャンネルを提供することによって、SADC諸国の投資家が購入できる投資商品のラインナップが多様になる点などが挙げられる。

CoSSEは、SADC諸国の証券取引所間の連携の一つのやり方として、CoSSEに参加する証券取引所をハブ・アンド・スポーク・モデルでリンクさせることによって、証券取引所をリアルタイムのネットワークで結びつける案を提唱している。こうしたネットワーク網の構築を通じて、各国の投資家は、当該国の国内証券会社を通じてCoSSEに参加するすべての証券取引所での取引をすることが可能となる。CoSSEは、国内証券会社がハブに接続する方法として、当該国の証券取引所を経由する方法、VPN(virtual private networks)を含む複数のオプションを通じてハブに直接リンクする方法の2つを視野に入れている。

ちなみに、このハブ・アンド・スポーク・モデルを実現させるには、参加証券取引所における取引システムおよび決済システムの電子化が欠かせない要件である。前掲した図表7によれば、マラウイ、スワジランド、ジンバブエ、モザンビークなどは手動で行っており、インフラが整備されていないことから、SADC証券取引所間の連携のためには早急な対応が求められている。

CoSSEはさらに、南部アフリカ地域における債券市場を構築することも併せてその目標として掲げている。

3) 中部・東部アフリカ

中部・東部アフリカでも、EAC をベースとした証券取引所間の連携強化、ひいては広域証券取引所構想がある。この構想は、2000年7月に設立されたEACの根拠法である「東部アフリカ共同体設立のための条約 (Treaty for the Establishment of the East African Community)」第14章85条「銀行業および資本市場の発展」の項目において、①相互支援や情報共有、トレーニングを通じて、EAC内の証券取引所や資本市場および証券規制当局間の協調関係を促すこと、②EAC内加盟各国にトレーディング・フロアを有する地域証券取引所の設立を促すこと、③株式の重複上場制度、上場企業の格付システム、トレーディング・パフォーマンスを示す指数の導入などがうたわれている。こうした項目の追求は、2001年にEAC加盟国の財務大臣が改めて同意した。

実際、ナイロビ証券取引所、ウガンダ証券取引所 (USE)、ダルエスサラーム証券取引所 (DSE) およびルワンダ OTC 市場の4つの取引所は、東部アフリカ共同体EACの資本市場を統合、発展させるために協調関係を構築しており、この4取引所は、2004年以来、東部アフリカ証券取引所連合 (East African Securities Exchange Association、EASEA) の傘下で運営されている¹²。

連携の一環として、タンザニアのダルエスサラーム証券取引所は、2003年5月より、EACに加盟しているケニアやウガンダに拠点を置く企業がDSEに重複上場することを容認しており、実際ケニア航空をはじめとした企業が重複上場している。また、ウガンダ証券取引所がナイロビ証券取引所との間で、上場基準の共通化を図るなど、2者の証券取引所間で協調を図る動きも見られる。ナイロビ証券取引所は、この他にも、ナイジェリア証券取引所やガーナ証券取引所など、東部・南部アフリカ地域以外の証券取引所との覚書 (MoU) も多く締結している。

IV アフリカ証券取引所を取り巻く課題と今後の展望

以上見てきたように、アフリカでは、主に地域ごとに複数の広域証券取引所構想が存在しており、広域証券取引所設立という最終目標の実現のため、重複上場やクロス・ボーダー取引を容易にしたり、上場基準等の共通化を図ったりする施策を推し進めているところが少なくない。

アフリカ各国の株式市場における大きな課題である低い流動性を向上させるうえで障害と考えられる要因としては、機関投資家による売買が限られていること、政府が民営化企業の株式を依然として保有しているケースが少なくなく、上場銘柄数が制約を受けることなどが指摘できる。こうしたなかで、各地域における広域証券取引所の構築は、機関投資家による使い勝手の向上につながり、また民営化企業の株式を売却する場としても活用できることなどに鑑みると、市場の流動性を高めるための一つの策ということが言える¹³。

¹² 中央預託決済機関もアソシエート・メンバーとして、EASEAに加盟している。

¹³ アレン、オッチリー、センベット (2010) p11

しかしながら、広域の地域証券取引所の設立を実現させ、機能させることは容易ではない。単一の地域証券取引所の設立を最終的な目的とする場合、地域証券取引所を設立する前に、地域共同体の組織が既に整備されている必要がある、とする見解もある¹⁴。実際、アフリカで唯一の地域証券取引所 BRVM を見ると、BRVM が設立される前に、当該地域の法的枠組みに加えて、中央銀行 BCEAO や金融市場監督当局などを含む様々な広域の地域組織が整備されていた点には目を向ける必要がある。しかも、BRVM を設立した 8 カ国は、約 50 年前から、共通通貨 CFA フランを用いていることから、BRVM 内のどこの国の株式も、為替リスクを取らずに売買できる状況にあるなど、BRVM はある意味特殊なケースということがいえる。

もちろん、広域証券取引所の設立を目指して、既存の証券取引所間で様々な連携を進めることは、アフリカの株式市場における環境整備を意味することから、株式市場の発展を促す一助となることは疑いない。

冒頭に触れたように、アフリカの高い経済成長率というファンダメンタルズ面は、アフリカの株式市場が発展する余地があることを示している。近年高い経済成長で注目されている中国やインドにおける国内上場企業の時価総額（対名目 GDP 比）も、2000 年頃には現在のアフリカ各国の状況とそれほど変わらない水準（中国：48.5%、インド：32.2%）であったのが、最近数年間で急激に伸びた状況がある。

こうしたファンダメンタルズがあるうえで、市場環境の整備を進めることによって、アフリカ株式市場がインドや中国同様、そのプレゼンスを将来的に向上させる可能性は低くないであろう。

¹⁴ Jacqueline Irving, "Regional Integration of Stock Exchanges in Eastern and Southern Africa: Progress and Prospects" IMF Working Paper WP/05/122, p19

参考図表 アフリカ諸国と地域分類



(出所) 野村資本市場研究所作成