

# ヤンゴン証券取引所の現状と課題

渡 邊 隆 彦

専修大学商学部

# Current Situation and Issues of Yangon Stock Exchange

**Takahiko WATANABE**

School of Commerce, Senshu University

# ヤンゴン証券取引所の現状と課題

## 1 はじめに

2015年12月に開業し、2016年3月に取引を開始したヤンゴン証券取引所は、日本によるミャンマー支援が実を結んだ事例のひとつである。

本稿は、ヤンゴン証券取引所の現状と課題、および各課題への対応策について論考するものである。

まず第2節で、日本のミャンマーに対する経済協力の全体像を俯瞰する。次に第3節で、ヤンゴン証券取引所の歴史や体制、機能について概観するとともに、その現状を見る。

本稿の中心をなす第4節では、ヤンゴン証券取引所の抱える課題を「上場企業の増加」、「投資家層の拡大」、「制度の整備・改正」、「人材の育成」の4項目に整理し、各課題への対応策について考察を行う。

最後に第5節で、ヤンゴン証券取引所の持つ将来性を、ミャンマーと日本それぞれの視点から展望する。

なお、本稿では、2016年12月、2017年1月、2018年2月の3回にわたってのヤンゴンでのインタビュー調査を通じて得た内容を、多岐にわたって活用している。インタビューに快く応じてくださったヤンゴン証券取引所(YSX)、ミャンマー証券取引センター(MSEC)および国際協力機構(JICA)の皆さま方には厚く感謝申し上げます。

## 2 日本のミャンマーに対する経済協力

### 2.1 対ミャンマー経済協力の歩み

ミャンマーに対する日本の経済協力は、長い歴史を持つ。

1954年、日本とビルマ連邦(当時)<sup>1</sup>は、平和条約と「賠償と経済協力に関する協定」を締結した。本協定に基づく戦後賠償協力案件として、日本はバルーチャン第2水力発電所建設への資金協力を行った。この発電所は、現在も日本による補修協力が行われている<sup>2</sup>。

---

<sup>1</sup> 1948年、ビルマはイギリスから独立。1989年、軍事政権が国名をビルマ(Burma)からミャンマー(Myanmar)に変更した。

<sup>2</sup> 外務省(2015)。

戦後の復興を遂げた日本は、1960年代からミャンマーに対する政府開発援助（Official Development Assistance : ODA）を積極化させた。1970年代以降は、日本はミャンマーにとっての最大のドナー（援助国）となり、円借款の供与額は累計で約 5,000 億円にのぼった。現在のヤンゴン空港も、1980年代の日本の ODA によって拡張されたものである。この背景には、1988年の社会主義政権崩壊まで 26年間にわたって国政に君臨したネ・ウィン氏が、ビルマ独立義勇軍<sup>3</sup>の出身であり、親日的であったという歴史的経緯もある<sup>4</sup>。

1962年に発足したネ・ウィン政権は、農業以外の主要産業を国有化する等、社会主義経済政策を推し進めたが、この閉鎖的経済政策は外貨準備の枯渇、生産停滞、対外債務の累積等を招き、1987年12月には、国連から後発開発途上国（Least among Less Developed Countries : LLDC）の認定を受けるに至った。

1988年、全国的な民主化要求デモにより社会主義政権が崩壊したが、国家を分裂の危機から救うという大義名分のもと、国軍がデモを鎮圧して政権を掌握した。ミャンマーではこれ以降、2011年まで軍政が続くことになる。

1990年には総選挙が実施され、アウン・サン・スー・チー氏が率いる国民民主連盟（National League for Democracy : NLD）が圧勝したが、政府は政権移譲を拒否した。スー・チー氏率いる民主化勢力は、軍政による厳しい弾圧を受け、スー・チー氏自身も2010年までの間、3回、計15年にわたる自宅軟禁に置かれることとなる。

この政情に鑑み、欧米諸国はミャンマーに対する ODA を凍結し、日本も経済協力案件の新規採り上げを原則として見合わせる事となった。1995年以降、既往継続案件および民衆が直接恩恵を受ける基礎生活分野の案件を中心に、日本はミャンマーへの経済協力を一部再開したものの、2003年のスー・チー氏の3回目の自宅軟禁を受け、大規模な支援事業を再び停止した<sup>5</sup>。欧米諸国からの経済制裁により、ミャンマー経済は低迷を深め、軍政下での国民生活は困窮を極めた。

潮目が変わったのは、2011年3月の民政移管（テイン・セイン政権発足<sup>6</sup>）以降である。テイン・セイン政権は、政治犯の釈放、報道の自由化、少数民族武装組織との停戦交渉等

---

<sup>3</sup> 第二次世界大戦中、イギリスの植民地であったビルマにおいて、日本陸軍の支援・指導のもと結成された軍。アウン・サン（アウン・サン・スー・チー氏の父）らが所属した。

<sup>4</sup> みずほ総合研究所（2013）p.171。

<sup>5</sup> 外務省（2018b）p.38。

<sup>6</sup> 2010年11月の総選挙で、国軍出身者が率いる連邦連帯開発党（Union Solidarity and Development Party : USDP）が大勝して、テイン・セイン政権が誕生した。なお、スー・チー氏率いる NLD は、この総選挙をボイコットした。

を進め、民主化と経済改革に向けて大きく舵を切った。これを見て欧米諸国がミャンマーに対する制裁解除に動き出す中、2012年4月、野田首相（当時）は、ミャンマー元首として28年ぶりに来日したテイン・セイン大統領（当時）と東京で首脳会談を行い、対ミャンマー経済協力方針を抜本的に見直して、以下の3本柱に基づき、本格的な支援を再開することを表明した<sup>7</sup>。

- ① 国民の生活向上のための支援（少数民族や貧困層支援、農業開発、地域開発を含む）
- ② 経済・社会を支える人材の能力向上や制度の整備のための支援（民主化推進のための支援を含む）
- ③ 持続的経済成長のために必要なインフラや制度の整備等の支援

また、約5,000億円にのぼるミャンマーの対日延滞債務については、約3,000億円を免除する一方、残りの約2,000億円についてはミャンマー政府が日本のメガバンク3行から超短期ブリッジローンを受けて返済し、それに対し日本が長期のプログラムローン（民主化や貧困削減のプログラムに対するローン）を同額供与することで合意した<sup>8</sup>。

日本は更に、対日延滞債務を解消・免除するのみならず、ミャンマーの延滞債務問題全体の解決において主導的な役割を果たしていく。（以下、本項の記述はアジア経済研究所（2014）pp.469-470を参考にしている。）

上述の約3,000億円の対日延滞債務の解消措置が2013年1月30日に実施されたが、これに先立つ同月25日のパリクラブ（主要債権国会合）では、日本、フランス、ドイツ、ノルウェー、イギリスなど11の主要債権国に対するミャンマーの債務のうち、60%にあたる約60億ドルを免除することで合意が成立していた。日本の免除額はその半分を占めた。また、同月、日本の国際協力銀行（Japan Bank for International Cooperation : JBIC）からのブリッジローンによって、ミャンマーはアジア開発銀行と世界銀行に対する延滞債務を解消し、それぞれ5億1,200万ドルと4億4,000万ドルの新規融資を獲得した。

このように、ミャンマーが抱えていた延滞債務を日本が主導して解消したことにより、各国による対ミャンマー経済支援の再開が促された。日本自身のミャンマー支援に関して

---

<sup>7</sup> 外務省ホームページ（2012年4月21日）「日本・ミャンマー首脳会談に関する共同プレスステートメント（仮訳）」、at [https://www.mofa.go.jp/mofaj/area/myanmar/visit/thein\\_sein\\_1204/joint\\_press\\_statement\\_ja.html](https://www.mofa.go.jp/mofaj/area/myanmar/visit/thein_sein_1204/joint_press_statement_ja.html)（2019年2月1日確認）。

<sup>8</sup> 日本経済新聞2012年4月22日朝刊「対ミャンマー債権放棄一過去最大3000億円」。なお、2012年4月21日、日緬両首脳は、ヤンゴン近郊のティラワ経済特区の開発マスタープラン策定に向けた覚書にも署名した。

は、2013年1月、麻生副首相兼財務相が訪緬し、25年ぶりに500億円規模の円借款を再開することを表明した。同年5月には、約40の企業・団体代表者を率いて、安倍首相が訪緬した。日本の首相の訪緬としては36年ぶりとなるこの訪問では、債務の遅延損害金など約2,000億円について更なる債務救済が行われたのみならず、2013年度内に510億円の円借款と400億円の無償資金協力および技術協力を提供することが、改めて表明された<sup>9</sup>。実際、2013年末までに、円借款としては貧困地域の開発、ヤンゴン都市圏の火力発電所の改修、ティラワ経済特区開発の3件が実施された。無償資金協力は、中央銀行の基幹システム整備(4.4(2)参照)、バルーチャン第2水力発電所の補修、気象観測装置の整備、ヤンゴンの上水道整備といったインフラ整備支援に加え、少数民族地域の支援にも供されている。

更に2013年12月、日・ASEAN特別首脳会議に出席するためにテイン・セイン大統領が来日した際、日緬首脳会談で安倍首相から、新たに鉄道、水道、灌漑の設備などに対する4件、632億円の円借款供与が表明された。また、日緬両国間の投資の自由化、保護および促進を目指す投資協定が署名・締結された<sup>10</sup>。これはミャンマーにとって、初の本格的な投資自由化協定である。

## 2.2 ティラワ経済特区開発

2.1で述べたように、日本は、3,000億円の債権放棄と2,000億円のリファイナンスによってミャンマーの延滞債務問題を解消し、円借款を含む本格的なミャンマー向けODAを再開した。特に日本が官民挙げて支援に注力しているのが、ヤンゴン近郊のティラワ経済特区(Special Economic Zone: SEZ)開発である<sup>11</sup>。日本はODAを通じて、ティラワSEZに関連するインフラの整備に多大な貢献を継続している<sup>12</sup>。

ティラワSEZについては、計画当初、ミャンマー政府内部には、複数地区に分割して日

---

<sup>9</sup> ODAには、開発途上国・地域を直接支援する二国間援助と、国際機関に対する拠出である多国間援助があり、このうち二国間援助は、「贈与」と「政府貸付等(有償資金協力)」に大別される。「贈与」には「無償資金協力」と「技術協力」があり、「政府貸付等」には、政府等向けの「円借款」と、民間セクター向けの「海外投融資」がある。外務省(2018a)前付け参照。

<sup>10</sup> 日・ミャンマー投資協定は2014年8月に発効。

<sup>11</sup> ミャンマーには現在、ダウエイ(南部)、チャオピュー(西部)、ティラワ(ヤンゴン郊外)の3つのSEZ開発計画があり、ダウエイはタイ主導、チャオピューは中国主導、ティラワは日本主導でそれぞれ開発が進められている。

<sup>12</sup> 直近の案件では、ティラワ港のコンテナターミナルが2018年12月に完成し、2019年3月に運用開始予定であるが、この事業費257億円のうち9割が円借款で賄われた。なお、このターミナルの運営は、日本の港湾運営大手である上組が担う予定である(日本経済新聞2018年12月15日朝刊「ヤンゴン郊外に新埠頭—来年3月稼働、コンテナ物流改善」)。

本のみならず中国や韓国などにも開発支援を要請するという考えもあった模様である<sup>13</sup>。かかるミャンマー支援を巡る競合意識が、2.1 で述べたような、日本政府の積極的な債務免除を後押しする一因になったようである。実際、円借款再開による資金支援が決め手となり、ミャンマー側は、ティラワ SEZ を日本単独主導での総合開発という形で進める方針を決定したと思われる<sup>14</sup>。

ティラワ SEZ の Zone-A は 2015 年 9 月に開業し、その後の契約状況は極めて順調である。2017 年 9 月現在、世界から 85 社（うち日本企業 43 社）が進出し、37 社（うち日本企業 28 社）が既に稼働している<sup>15</sup>。ティラワ SEZ は、日本の官民一体での「質の高いインフラ投資」が世界からの信頼に結びついた成功例のひとつだといえよう。

なお、ティラワ SEZ の開発・運営主体である Myanmar Japan Thilawa Development Ltd. (MJTD) には、日本民間（丸紅、住友商事、三菱商事、みずほ銀行、三井住友銀行、三菱 UFJ 銀行）が 39%、日本政府（国際協力機構（Japan International Cooperation Agency : JICA））が 10%、ミャンマー民間（Myanmar Thilawa SEZ Holdings）が 41%、ミャンマー政府（ティラワ SEZ 管理委員会）が 10%それぞれ出資している。MJTD への出資者のうち、Myanmar Thilawa SEZ Holdings (MTSH) は、3.5 で述べるとおり、2016 年 5 月 20 日、ヤンゴン証券取引所への上場を果たしている。

### 2.3 「日本・ミャンマー協力プログラム」を踏まえた支援へ

その後、2015 年 11 月の総選挙で、スー・チー氏率いる国民民主連盟（NLD）が大勝し、2016 年 3 月、NLD 政権<sup>16</sup> が発足した。

NLD 新政権は、前政権の経済路線を大きく変えることなく、外国投資を歓迎し、規制緩和を志向する姿勢を示しており、日本は、NLD 政権による更なる民主化、国民和解、経済発展への取組みを全面的に後押ししていく方針である。

2016 年 11 月のスー・チー国家最高顧問の訪日時に、安倍首相は『日本・ミャンマー協力プログラム』を踏まえ、日本は、少数民族地域支援、農業、ヤンゴン都市開発、電力、

---

<sup>13</sup> ティラワ SEZ の総開発面積は 2,400ha であり、東京ドーム約 500 個分に相当する（川島（2017）p.14）。

<sup>14</sup> みずほ総合研究所（2013）pp.177-178。

<sup>15</sup> 外務省（2018a）p.101。

<sup>16</sup> 大統領にはスー・チー氏側近のティン・チョウ氏が就任したが、その後、同氏の健康問題により、2018 年 3 月、ウィン・ミン氏が後任の大統領となった。なお、スー・チー氏は国家最高顧問に就任している。

空港、人材育成を含め、官民合わせて 2016 年度から 5 年間で 8,000 億円規模の貢献を行う」ことを表明した<sup>17</sup>。

「日本・ミャンマー協力プログラム」とは、NLD 政権発足後、日本が行っていく支援や取組みの方向性と具体的なプロジェクトを整理したものである。日緬両国政府間で認識を共有するために作成された文書であり、以下の 9 つの柱から構成されている<sup>18</sup>。

- ① 地方の農業と農村インフラの発展
- ② 国民が広く享受する教育の充実と産業政策に呼応した雇用創出
- ③ 都市部の製造業集積・産業振興
- ④ 地方と都市を結ぶ運輸インフラ整備
- ⑤ 産業発展を可能とするエネルギー協力
- ⑥ 都市開発・都市交通
- ⑦ 金融制度整備支援（政策金融／民間金融）
- ⑧ 国民をつなぐツールとしての通信・放送・郵便
- ⑨ 国民生活に直結する保健医療分野の改善

## 2.4 対ミャンマー経済協力の意義

ここで、日本がミャンマーに対し経済協力を積極的に行う意義についてまとめておく。対ミャンマー支援の日本にとっての意義は、以下の 4 点に集約される。

### ① 地政学的重要性

ミャンマーは、中国とインドの間に位置する地政学的に重要な国であるとともに、日本の重要なパートナーである ASEAN の加盟国である。

### ② 友好関係

ミャンマーと日本の間には歴史的に友好関係が培われており、ミャンマー国民は極めて親日的である。

### ③ 豊富な天然資源かつ農業国

天然ガス（東南アジアで 3 位の埋蔵量）、銅、レアメタル等の地下資源や森林資源、

---

<sup>17</sup> 外務省ホームページ（2016 年 11 月 2 日）「安倍総理大臣とアウン・サン・スー・チー・ミャンマー国家最高顧問との会談等」, at [https://www.mofa.go.jp/mofaj/s\\_sa/seal/mm/page4\\_002474.html](https://www.mofa.go.jp/mofaj/s_sa/seal/mm/page4_002474.html)（2019 年 2 月 1 日確認）。

<sup>18</sup> 外務省ホームページ（2016 年 10 月 31 日）「日ミャンマー協力プログラム」, at <https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000200400.pdf>（2019 年 2 月 1 日確認）。



水産資源に恵まれるとともに、米を輸出する農業国であり、経済発展への潜在力は高い。

#### ④ 民主化と市場経済に向けた動き

ミャンマーが民主的で市場経済に立脚した安定した国であることは、日本にとって外交・安全保障面からも重要であり、ASEAN 共同体実現に向けて貢献する観点からも、日本がミャンマーを支援する意義は大きい。

こうした意義に鑑み、持続的発展に向けてのミャンマーの幅広い改革努力を後押しするべく、日本はミャンマーに対する支援を積極的に継続している。表 1 のとおり、日本は 2011 年以降、ミャンマーにとっての最大あるいは 2 番目に大きなドナーの地位を堅持している。

表 1 主要ドナーの対ミャンマー経済協力実績

(支出総額ベース、単位：百万ドル)

暦年	1 位		2 位		3 位		4 位		5 位		合計
2011 年	英国	62.21	日本	46.51	豪州	44.43	米国	29.04	ノルウェー	19.90	283.04
2012 年	日本	92.78	豪州	57.73	英国	48.08	米国	33.05	ノルウェー	22.83	347.96
2013 年	日本	5,331.77	フランス	592.26	英国	156.18	米国	81.20	デンマーク	75.96	6,485.54
2014 年	ドイツ	1,035.89	日本	213.92	英国	120.68	豪州	89.00	米国	84.63	1,856.58
2015 年	日本	351.14	英国	174.02	米国	113.86	豪州	55.43	スイス	40.48	893.75

(出所) 外務省 (2018b) p.42。

### 3 ヤンゴン証券取引所の概要

日本による長年のミャンマー支援が結実した事例として、ヤンゴン証券取引所 (Yangon Stock Exchange : YSX) が挙げられる。YSX は 2015 年 12 月に開業し、2016 年 3 月に First Myanmar Investment の上場によって株式取引が開始されるに至った。

本節では、まず YSX 誕生までの経緯を概観した後、YSX の体制と機能、そして取引参加者と上場企業について、順に述べることにする。

### 3.1 ヤンゴン証券取引所の誕生に至るまで

#### (1) 証券市場育成構想の立ち上げからアジア通貨危機による停滞まで

ミャンマーに証券市場を育成しようとの構想は、今から20年以上前の1993年に生まれた。当時のミャンマーは軍政下にあったが、市場経済化、対外開放政策を進めようと試みており、証券市場育成の機運が高まっていた。1993年、当時のエーベル国家計画経済開発大臣からの依頼を受け、大和総合研究所（以下、大和総研）は、ミャンマー政府との間で証券市場育成に関する協力覚書を締結した。これ以降現在に至るまで、大和総研および大和証券グループは、ミャンマーの証券市場に深く関与することとなる。

1996年には、株式の店頭取引の場としてミャンマー証券取引センター（Myanmar Securities Exchange Centre : MSEC）が設立された。MSECは、大和総研<sup>19</sup>と国営銀行であるミャンマー経済銀行（Myanma Economic Bank : MEB）の対等出資による合弁会社として設立され、外資金融機関の現地法人としては長らくミャンマー唯一の存在であった<sup>20</sup>。1997年、MSECは木材会社 Forest Products Joint Venture（FPJVC）の株式店頭売買を開始した。

当時、ミャンマーはMSECを証券取引所の前身として位置づけており、株式売買が活発化した段階で、公式な証券取引所に発展的に改組する考えであったとされる<sup>21</sup>。

しかし、1997年にアジア通貨危機が発生すると、周辺アジア諸国における急激な資本流出を目の当たりにしたミャンマー政府は、証券市場に対して警戒心を抱くようになった。MSECでの取引開始が検討された企業は複数あったが、認可されることはなく、2007年になってようやく2銘柄目の Myanmar Citizens Bank（MCB）の株式店頭取引が開始された。

この間の2003年に、ミャンマー銀行危機<sup>22</sup>が発生したこともあり、ミャンマーの証券市場育成構想は10年以上にわたって停滞を余儀なくされた。

#### (2) 証券取引所開設に向けての再加速

2006年になると、ミャンマー政府は証券市場育成の動きを再開し、資本市場検討委員会

---

<sup>19</sup> その後、出資者は大和総研から大和証券グループ本社に変更され、現在に至っている。

<sup>20</sup> 児玉（2017）p.155。

<sup>21</sup> 児玉（2017）p.155；平野（2015）pp.36-37。

<sup>22</sup> General Service Companies（GSCs）と呼ばれる小規模・非公式な金融会社の相次ぐ破綻をきっかけに、2003年、当時の民間銀行最大手アジアウェルス銀行で取り付け騒ぎが起き、清算に追い込まれた。取り付け騒ぎは他の大手民間銀行にも波及し、当局が民間銀行の融資回収を認めたことから、銀行は貸し剥がしによる流動性確保に走った。そのため企業や個人は資産売却や営業停止に追い込まれ、危機が拡大した。詳しくは、OECD開発センター（2015）pp.97-98；久保・福井・三重野（2005）pp.121-128 参照。

が設置された。2008 年には、これを引き継ぐ形で資本市場開発委員会（Capital Market Development Committee : CMDC）およびその下部組織である 6 つの分科会<sup>23</sup> がミャンマー財務省によって設立されるとともに、資本市場開発ロードマップが策定され、その中で「2015 年の証券取引所開業」という目標が掲げられた。

2011 年 3 月のテイン・セイン政権発足と民政移管を機に、日本側からの支援も加速する。2012 年 5 月、ミャンマー中央銀行（Central Bank of Myanmar : CBM）<sup>24</sup>、東京証券取引所（現在の日本取引所グループ（Japan Exchange Group : JPX））、大和総研の三者が「証券取引所設立および資本市場育成支援への協力に関する覚書」に合意、調印して、2015 年中の証券取引所開業という方針を打ち出した。

また、同じ 2012 年の 8 月には、日本の財務省財務総合政策研究所が、CBM との間で資本市場育成支援に関する覚書を締結し、ミャンマー証券取引法令の策定支援に着手した。更に 2014 年 1 月、日本の金融庁は、ミャンマー財務省との間で、証券分野を含む包括的な金融技術協力に関する覚書を締結した<sup>25</sup>。

かかる日本の官民挙げての全面的な支援もあり、証券業を規律する法律としてミャンマー証券取引法（Securities and Exchange Law）が 2013 年 7 月に成立し<sup>26</sup>、2014 年 8 月には、同法に基づく資本市場の規制・監督機関としてミャンマー証券取引委員会（Securities and Exchange Commission of Myanmar : SECM）がミャンマー財務省のもとに設立されるに至った。

2014 年 12 月、国営のミャンマー経済銀行（MEB）、JPX、大和総研の三者が証券取引所（YSX）の設立に関する合弁契約を締結した。三者は、この合弁契約に基づき、日緬双方出資による合弁会社 Yangon Stock Exchange Joint-Venture Co., Ltd. を資本金 320 億チャットで設立した。

こうして「株式会社」としての設立を完了した YSX は、2015 年 4 月、ミャンマー証券

---

<sup>23</sup> 国内債券開発分科会、公開企業開発分科会、証券会社設立分科会、法制度準備分科会、会計・監査分科会、研修・教育・情報分科会の 6 つ。

<sup>24</sup> CBM が覚書の調印者となった背景は、当時のミャンマーには資本市場を監督する専門の行政機関が存在せず、CBM が資本市場を管轄していたことによる。その後 2013 年 7 月に、ミャンマー中央銀行法が改正されて CBM が財務省から独立したことにより、資本市場の管轄は CBM からミャンマー財務省に移管され、更に 2014 年 8 月のミャンマー証券取引委員会（SECM）設立以降は、SECM が資本市場を管轄している。

<sup>25</sup> 金融庁ホームページ（2014 年 1 月 27 日）「ミャンマー財務省との金融技術協力に関する覚書について」、at <https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20140127-1.html>（2019 年 2 月 1 日確認）。

<sup>26</sup> 証券取引法の下位法令（Rules）は 2015 年 11 月に施行された。

表 2 YSX の上場基準

1. ミャンマー会社法における有限責任株式会社 (companies limited by shares) であり、公開会社 (public company) であること。
2. 株主数が 100 名以上であること。
3. 上場申請日において、払込資本金が 5 億チャット以上であること。
4. 上場申請日前の少なくとも 2 年において利益を計上していること。
5. 安定的な収入があり、既存の法律を遵守していること。
6. 取締役および経営陣が高潔な人格であり、有罪判決を受けたことがなく、訴訟を起こされたこともないこと。取締役および経営陣が十分な注意を払い、誠実に、法に従って義務および責任を果たすこと。
7. 取締役および経営陣が自社や個人の利益のために不正行為を行わないこと。
8. 株主総会で承認された場合を除き、自社と競合する事業を各取締役が行わないこと。
9. 当該会社、取締役および経営陣が公的・政府機関のブラックリストに載っていないこと。
10. ミャンマー会計基準または国際会計基準に則って決算書が作成され、ミャンマー監査基準または国際監査基準に則って決算書の監査が行われていること。
11. 既存のミャンマー税法に則った納税義務を果たしていること。
12. 重要情報は、分かりやすく適切な方法で適時に開示され、SECM と YSX に提出されなければならないこと。重要情報とは、損失発生見込みのリスク要因や基本的な事業見込みなど、投資家の投資判断に相当な影響を及ぼす情報を指す。
13. コンプライアンスオフィサーの任命により、法令や規制の遵守に有効な体制を構築していること。
14. 事業環境やリスク要因を含めた事業計画を策定していること。
15. インサイダー取引を防止する体制を構築していること。
16. 健全なコーポレートガバナンス、内部管理および内部統制システムによって、事業が継続的に安定して行われていること。
17. 安定した収入に基づく利益獲得が、合理的に見込まれること。

(出所) YSX ホームページ [Announcement of YSX's Listing Criteria](#) を基に筆者作成。

取引法上の「証券取引所」としての認可を SECM から取得した。またこれに続き、YSX は同年 8 月に上場基準 (表 2 参照) を公表した。

そして 2015 年 12 月、YSX 開業セレモニーが行われ、翌 2016 年 3 月、First Myanmar Investment (FMI) が第 1 号銘柄として YSX に上場されて、株式取引が開始されるに至ったのである。

### 3.2 ヤンゴン証券取引所の体制

YSX は、ミャンマー政府自身の尽力と、日本の官民一体での切れ目ない支援との連携が実を結んで誕生したものである。

現在の YSX の株主持ち分は、MEB 51%、大和総研 30.25%、JPX 18.75%であり、ミャンマー側（現地政府機関側）51%、日本側（外国資本側）49%の出資比率である。

取締役は、MEB が 2 名（うち 1 名は社長）、国営ミャンマー外国貿易銀行（Myanmar Foreign Trade Bank : MFTB）、大和総研、JPX が各 1 名を出しており、ミャンマー側から 3 名、日本側から 2 名の構成となっている。

オールジャパンの支援体制については、取引所としての運営（上場や株式売買に関する規則の策定等）を主に JPX が、取引所の IT システムの構築・運営を主に大和総研が支える一方、日本の金融庁が、SECM の運営支援や証券取引に関する法令整備の支援<sup>27</sup>を行う

### 写真 1 YSX ビルディング



（出所）筆者撮影。

<sup>27</sup> 2013 年までは、法令整備支援は日本の財務省財務総合政策研究所が主に担当していたが、2014 年以降、下位法令整備支援を含め、官民の支援全体の調整を金融庁が担当することとなった。

とともに、官民の支援全体の調整機能・事務局機能を担当する、という役割分担となっている。YSX の設立から現在の運営に至るまで、日本からの支援は不可欠な存在であり続けている。

なお、YSX の建物は、イギリス植民地時代の 1939 年に、インド準備銀行（Reserve Bank of India）のラングーン<sup>28</sup> 支店として建てられた歴史的建築物であり、第二次世界大戦中は日本軍が接收して軍票の発行を行っていたと言われる。ミャンマー（ビルマ）の独立後、ビルマユニオン銀行（Union Bank of Burma）、ビルマ連邦人民銀行（People's Bank of the Union of Burma）<sup>29</sup>、ビルマ連邦銀行（Union of Burma Bank）<sup>30</sup>、そしてミャンマー中央銀行（Central Bank of Myanmar : CBM）と名前を変えながら、中央銀行が 50 年以上にわたり使用していた由緒ある建物である。2006 年のネーピードーへの遷都に伴い CBM がネーピードーに移転した後は、民間銀行に貸し出されていたが、ミャンマー財務省が YSX 開設にあたって当建物を使用することを決定し、リノベーションを実施したうえで YSX が入居することとなった経緯にある（写真 1 参照）。

### 3.3 ヤンゴン証券取引所の機能

YSX は、「売買」「清算」「決済」のすべての機能を持つ証券取引所である。たとえば現在の日本では、売買が実施される市場を運営する機関（東京証券取引所等）、清算を行う清算機関（日本証券クリアリング機構）、証券の振替決済を行う振替機関（証券保管振替機構）がそれぞれ別組織として運営されている。しかし、ミャンマーにおいては、立ち上げ当初の株式市場の規模はさほど大きくないことが想定されたため、3 つの機能をコンパクトに YSX に集約することとした。この考え方に沿い、大和総研は新興国（含むミャンマー）向けの証券取引所システムとして、売買・清算・決済の処理をオールインワン・パッケージとしたシステムを開発し、YSX に導入している<sup>31</sup>。

---

<sup>28</sup> 1989 年、首都ラングーン（Rangoon）の外名（英語名）はヤンゴン（Yangon）へと変更された。なお、2006 年の遷都により、ミャンマーの現在の首都は計画都市ネーピードー（Nay Pyi Taw）である。

<sup>29</sup> ビルマ式社会主義政策のもと、中央銀行機能のみならずすべての金融機関を統合して 1969 年に設立されたモノバンク。

<sup>30</sup> 1976 年、モノバンクであったビルマ連邦人民銀行は、中央銀行であるビルマ連邦銀行と、3 つの専門銀行に分割・再編された。

<sup>31</sup> 最初から IT システムが導入されている YSX とは対照的に、かつて MSEC が運営していた店頭市場は、IT 化されていなかった。店頭銘柄の売買や配当金支払いの際には、MSEC の店頭に出向いて現金または小切手をその場で授受する必要があった。

YSX では、「売買（値付け）」については、日本の株式取引のようなザラ場取引<sup>32</sup>ではなく、板寄せ取引である。YSX 開業時には、1日に2回（11時と13時）、売買注文をマッチングすることとした。具体的には、9時30分から11時の間にYSXが証券会社から受け付けた売買注文を11時にマッチングし、11時から13時の間に受け付けた売買注文を13時にマッチングする、という方式である。なお、YSXは2018年3月から、板寄せの回数を1日2回から4回に増やした（4.3（2）参照）。

「清算」については、YSXがセントラルカウンターパーティーとして一旦すべての取引参加者から債権債務関係を引き受ける方法をとることで、取引参加者の破綻リスクを最小化している。

「振替」に関しては、日本と同様に、株券電子化を導入している。すなわち、証券取引所に上場する会社の株式については、すべて無券面とし、株式に係る権利の管理をすべて電子的な口座の振替によって行っている。約定後の証券・資金の「決済」はT+3で行っており<sup>33</sup>、YSXで証券を、決済銀行であるKBZ（カンボージャ）銀行で資金を、それぞれの清算口座を通じてDVP決済している<sup>34</sup>。

### 3.4 取引参加者（証券会社）

2018年12月末時点で、YSXでの株式取引に参加している証券会社は、表3に示す6社である。

ミャンマー証券取引委員会（SECM）は、2015年1月に証券会社の設立基準を公表のうえ、3月に証券会社の募集を実施し、財務面およびシステム面の観点から、27社のうち10社を候補として選定した。ITシステムの接続テスト<sup>35</sup>や資本金の払い込みを経て、2016年3月、5社（表3の①から⑤）に対して証券会社免許が付与された。2017年1月には新たに1社（表3の⑥）が証券会社免許を取得し、取引に参加する証券会社は全部で6社となった。残る候補のうち2社程度が、証券会社免許の取得に向けて準備中の模様である。

証券会社6社のうち、①、④、⑤の3社はミャンマーの大手銀行が母体であり<sup>36</sup>、また

<sup>32</sup> 取引時間中に、売買注文の受付とマッチング（約定）を繰り返し行う方法。

<sup>33</sup> T+3とは、決済日が約定日（Trade date）の3日後であること。

<sup>34</sup> DVP（Delivery Versus Payment）決済とは、証券決済において、証券の引渡し（Delivery）と資金の支払い（Payment）を同時に行うことで、証券引渡しと資金支払いのタイムラグによって発生しうる不履行リスクの回避を図る仕組みである。

<sup>35</sup> 証券取引所と証券会社間のシステム接続テスト。

<sup>36</sup> KBZ銀行、CB銀行、AYA銀行はそれぞれ日本の三井住友、三菱UFJ、みずほの各銀行と提携関

表3 YSXの取引参加者（証券会社）（2018年12月末時点）

	証券会社名	概要
①	KBZ Stirling Coleman Securities Co., Ltd.	現地大手銀行のKBZ（カンボージャ）銀行とシンガポールのアドバイザー会社 Stirling Coleman Capital Limited の合併
②	Myanmar Securities Exchange Centre Co., Ltd. (MSEC)	国営銀行のミャンマー経済銀行と大和証券グループ本社の合併
③	KTZ Ruby Hill Securities Co., Ltd.	現地大手飲料製造業 Loi Hein Company とタイのKT ZMICO 証券の合併
④	CB Securities Limited	現地大手銀行のCB（Co-operative）銀行が母体
⑤	Aya Trust Securities Co., Ltd.	現地大手銀行のAYA（Ayeyarwady）銀行が母体
⑥	Amara Investment Securities Co., Ltd.	現地大手コングロマリット IGE グループが母体

（出所）YSX へのインタビューを基に筆者作成。

③と⑥の2社は現地有力企業が中心となって設立されたものである。また、②のMSECは、3.1 (1) で述べたとおり、もともとは「証券取引所の立ち上げ準備会社」との位置づけのもと、FPJVCとMCBの2銘柄株式の店頭取引市場を運営していたが、別建てで証券取引所（YSX）が設立されることとなったため、証券会社免許を取得して同一社名のまま「証券会社」に衣替えしたものである。

### 3.5 上場企業

2018年12月末時点でのYSX上場企業は、表4に示す5社である。

2015年12月のYSX開業時に、SECMは6社の「上場候補会社リスト」を発表したが<sup>37</sup>、そのうち4社が実際にYSX上場を果たしている。直近に上場したTMHのみ、この上場候

係にある。

<sup>37</sup> FMI、MTSH、MCB、FPB、農産品流通大手 Myanmar Agribusiness Public Corporation（MAPCO）、建設大手 Great Hor Kham Plc. の6社。



表 4 YSX の上場企業（2018 年 12 月末時点）

企業名	事業内容	上場日
First Myanmar Investment Public Co., Ltd. (FMI)	不動産、金融等への投資事業	2016 年 3 月 25 日
Myanmar Thilawa SEZ Holdings Public Ltd. (MTSH)	工業団地開発への投資等	2016 年 5 月 20 日
Myanmar Citizens Bank Ltd. (MCB)	銀行業	2016 年 8 月 26 日
First Private Bank Ltd. (FPB)	銀行業	2017 年 1 月 20 日
TMH Telecom Public Co., Ltd. (TMH)	通信インフラ業（電波塔建設、 プリペイドカード販売等）	2018 年 1 月 26 日

（出所）YSX へのインタビューを基に筆者作成。

表 5 YSX の上場規則

<p><b>【形式基準 (Formal Criteria)】</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 上場日において、浮動株が 5,000 株以上、かつ浮動株の時価総額が 5 億チャット以上となることが見込まれること。かつ、上場日において株主数が 100 名以上となることが見込まれること。</li> <li>2. 直近 2 年の利益合計がプラスであること。</li> <li>3. 上場申請日における払込資本金が 5 億チャット以上であること。</li> <li>4. 上場申請日に先立ち 2 年以上にわたって、事業が継続的に行われていること。</li> <li>5. 公開会社 (public company) であること。</li> <li>6. ミャンマー財務報告基準を遵守していること。</li> <li>7. 株式の譲渡制限が課されていないこと（法律や規制により譲渡制限が課されている場合を除く）。</li> <li>8. YSX に株主代行業務を委託しているか、あるいは当該委託の非公式な受理通知を YSX から受け取っていること。</li> <li>9. YSX が株式振替業務を行うことに同意していること。</li> </ol>
<p><b>【実体審査 (Substantive Examination)】</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 事業が継続的に営まれており、安定した収益基盤が存在すること。</li> <li>2. 事業が公正かつ誠実に行われていること。</li> <li>3. コーポレートガバナンスおよび内部管理システムが適切に確立され、機能していること。</li> <li>4. 企業情報等が適切に開示されていること。</li> <li>5. その他、公益または投資家保護の観点から YSX が必要と認める事項。</li> </ol>

（出所）YSX ホームページ Securities Listing Business Regulations を基に筆者作成。

補会社リストに載っていなかった銘柄である。当然ながら、上場候補会社リストに含まれる企業以外であっても、上場基準を満たした企業であれば、YSXに上場することは可能である。

なお、YSXの「上場基準 (YSX's Listing Criteria)」は既に表2に示したとおりであるが、この上場基準とは別に、YSXは表5のような「上場規則 (Securities Listing Business Regulations)」を設け、上場基準の明確化を図っている。

4.3 (1) で詳しく述べるが、表4の5社のうち最初の4銘柄は、資金調達 (新株発行) を伴わない単なる上場であった。直近に上場したTMHのみが、新規株式公開 (IPO) による上場である。

#### 4 ヤンゴン証券取引所の課題と対応策

YSX設立から約3年が経過したが、上場企業は5社にとどまり、株式取引の出来高も株価も総じて低迷している<sup>38</sup>。

日本の官民も、このような状況に手をこまねいている訳ではない。2.3で述べた、2016年11月発表の「日本・ミャンマー協力プログラム」においては、第7の柱「金融制度整備支援」の主要項目のひとつとして「官民連携した資本市場支援計画の策定」が明記されている。この一環で、日本の官民はYSXの低迷状況を打開するべく動き出している。

金融庁、大和証券グループ、JPXの三者は、YSX支援策について集中的に議論したうえで「ミャンマー資本市場活性化支援計画 (LIST (Listing + Investment Strategy and Timeline) for Myanmar's Future : 略称 Myanmar LIST)」を策定し、2018年1月、ミャンマー側 (ミャンマー計画財務省およびYSX) に手交した<sup>39</sup>。この計画は、日本の官民とミャンマー政府との間で、現状のミャンマー資本市場およびYSXの課題に係る共通認識を形成し、資本市場を一層活性化させるための施策を実施・提案することを目的としたものである。

Myanmar LISTの実効性を高めるため、計画の取組み状況を月次でフォローアップすることとしたのも大きな特徴である<sup>40</sup>。2018年9月には、越智内閣府副大臣が、Myanmar LIST

---

<sup>38</sup> 信用取引や先物等デリバティブ取引のYSXへの導入については、現物株式の出来高が相応の規模に拡大してから検討することとなる。

<sup>39</sup> 金融庁ホームページ (2018年1月25日) 「ミャンマー計画財務省に対する資本市場活性化支援計画の手交について」, at [https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180125/20180125\\_2.html](https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180125/20180125_2.html) (2019年2月1日確認)。

<sup>40</sup> ヤンゴンではSECM、YSX、在ミャンマー日本国大使館、JICAが連携し、月次で取組み状況をフォ

のそれまでの取組みをまとめた「プログレスレポート」をミャンマー計画財務省の副大臣に手交した<sup>41</sup>。Myanmar LIST の支援策の内容と、2018年9月のプログレスレポート概要をまとめたのが表6である。

表6 日本によるミャンマー資本市場活性化支援計画（Myanmar LIST）

項目	支援策 (2018年1月策定)	支援策の進捗状況 (2018年9月)
上場企業の増加	<ul style="list-style-type: none"> <li>・目的・対象に応じたセミナーの実施</li> <li>・現地にて、企業の上場支援強化の体制構築</li> <li>・YSX 内に「上場相談室」を設置</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・上場支援専門タスクフォースを立ち上げ、上場候補企業 38 社訪問。企業診断・助言・パイプライン案件の形成を実施。</li> <li>・YSX 内に「上場相談室」を設置し、企業からの問合せ等に対応。</li> </ul>
投資家層の拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式投資セミナーの実施</li> <li>・会社法改正を受けた外国人投資家の参入準備</li> <li>・機関投資家の実態調査</li> <li>・IR イベントの開催</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ヤンゴンや地方都市でセミナーを 25 回以上開催し、1,000 名以上が受講。</li> <li>・大規模イベント「YSX エキスポ」の実施。</li> <li>・外国人投資家参入に向けた制度整備支援やセミナーを開催。</li> </ul>
制度の整備・改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>・OECD によるコーポレートガバナンスコードの策定支援</li> <li>・国内上場へのインセンティブ付与の検討</li> <li>・将来の市場多様化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・OECD と連携しつつ、ミャンマーのコーポレートガバナンス向上に向けた取組みを支援。</li> <li>・制度改正等について、金融庁から SECM に派遣中の JICA 専門官が日常的に支援。</li> </ul>
人材の育成	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融庁の「グローバル金融連携センター（Global Financial Partnership Center : GLOPAC）へのミャンマー証券当局幹部候補生の受け入れ</li> <li>・大和日緬基金等による留学生受け入れ</li> <li>・JICA による研修</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・GLOPAC、大和日緬基金、JICA/JPX が、2019年3月までに SECM、YSX、現地証券会社職員、会計士等約 50 名に、日本で短期・長期の研修を提供。</li> </ul>

(出所) 金融庁ホームページを基に筆者作成。

ローアップする。また Myanmar-Japan Joint-Committee (MJJC) を立ち上げ、毎回、ミャンマー計画財務省副大臣の出席を得る。東京では、金融庁、大和証券グループ、JPX の三者が、現地の取組み状況を月次で共有・管理する。

<sup>41</sup> 金融庁ホームページ（2018年9月10日）「ミャンマー計画財務省に対する資本市場活性化支援計画プログレスレポートの手交について」、at [https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180910/progress\\_report.html](https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180910/progress_report.html)（2019年2月1日確認）。

YSX を活性化してミャンマーの資本市場を着実に発展させるためには、どうすればよいだろうか。以下、本節では、「上場企業の増加」、「投資家層の拡大」、「制度の整備・改正」、「人材の育成」の4項目に沿って、YSX が抱える課題を整理するとともに、各課題への対応策について考察を行う。考察に際しては、金融庁が公表している Myanmar LIST の内容（表6参照）も適宜参照する。

## 4.1 上場企業の増加

### (1) 上場メリットのアピール

第一歩として、ミャンマー国内の企業に対し、株式を上場することのメリットを理解してもらうことが必要である。企業は上場することにより、知名度がアップし、上場基準を充足した優良企業として社会的信頼も向上することで、取引先や消費者、金融機関からの高い信用を得ることができる。それにより、優秀な人材の獲得が可能になり、社員には上場企業社員としてのプライドが生まれ、モチベーションと生産性の上昇につながる。資本市場を通じて将来の成長資金を調達することが可能になり、企業の潜在的な成長力を顕在化させることができる。財務体質を強化することも可能である。

Myanmar LIST によれば、YSX の「上場支援専門タスクフォース」は、このような株式上場メリットを理解してもらうべく企業訪問を盛んに行い、上場候補企業の積み上げを図っている。タスクフォースのリーダーによれば、「10 社が上場に向けた準備を始めた」とのことである<sup>42</sup>。

本来であれば、このような上場支援は証券会社のビジネスだと思われるが、YSX へのインタビューによれば「日本の証券会社では考えられないことだが、ミャンマーの証券会社では社員は店頭で顧客を待っているだけである。高学歴者で家庭が裕福なこともあり、証券会社の社員には仕事に対する食欲がない」とのことである。

なお、YSX には、上場メリットの対企業アピールに加え、上場に必要手続きを分かりやすいものとし、企業に求める書類（上場時の手続き書類および上場後に企業から徴求する書類）をできるだけ簡素化することも求められる。

---

<sup>42</sup> 日本経済新聞 2018 年 10 月 5 日朝刊「後発 3 証取、底上げ急ぐーミャンマー・ラオス・カンボジア」中での発言。

## (2) 有名企業の上場

現在 YSX に上場している 5 社は、いずれもミャンマーでの知名度がさほど高くない。

日本でも、1987 年の NTT 株上場により多くの個人投資家が生まれ、株式の大衆化が加速された。一般のミャンマー国民にとって知名度の高い企業、たとえば、ミャンマー最大の小売チェーンを展開するシティマート・ホールディングス (City Mart Holdings)<sup>43</sup> やミャンマー郵便公社 (Myanma Posts and Telecommunications : MPT)<sup>44</sup> といった有名企業が上場すれば、これが起爆剤となり、4.2 で述べる「投資家層 (特にミャンマー個人投資家) の拡大」が促されることが期待される。

## (3) 国有企業の民営化

「国有企業の民営化」は、NLD 政権が発足直後の 2016 年 7 月に発表した「経済政策 12 項目」において重要項目として挙げられていることもあり<sup>45</sup>、これが進めば上場企業の増加につながることを期待できる。

YSX へのインタビューによれば、「ミャンマーの国有企業は、赤字が継続している先が多い。帳簿を備えていなかったり、逆に複数の帳簿 (二重帳簿) を持っていたりする国有企業も存在し、民営化に適した先は現状ではあまり多くない可能性がある。一方、ミャンマー郵便公社 (MPT) やミャンマー経済銀行 (MEB) などは、筋が良さそうである」とのことである。

また、田代 (2016) によれば、ミャンマーでは組織的に政府から分離・独立している国有企業は限定的で、多くは実質的に各省庁内の一部局に過ぎない。このような国有企業については、まず公社化し、次に、政府が 100%株式を保有する株式会社 (会社法に基づく株式会社) にする、というプロセスを経る必要がある。こうして初めて、民営化および YSX 上場が検討可能になる。更には、国有企業の民営化の過程では、経営合理化の一環で人員削減を伴うことが多いが、その際、人材の受け皿となる中小企業の育成等を同時進行させないと、政府職員の人事にメスを入れることは経済利権が絡むこともあり、反発や摩擦が

---

<sup>43</sup> シティマートは、日本の双日と業務提携している。

<sup>44</sup> ミャンマー国有企業のひとつ。大手通信事業者であり、2013 年までは独占事業者。日本の KDDI が技術支援している。

<sup>45</sup> 佐藤 (2017a) p.6。なお、ミャンマー政府には、国有企業の民営化によって国家財政の穴埋めをしたいとの意図もあるものと思われる。

強まるおそれがある<sup>46</sup>。

このように考えると、ミャンマーにおいて国有企業の民営化を幅広く進めることは、現時点ではハードルが高い。まずは良質な国有企業1社について、パイロットケースとして民営化の検討を進め、その過程で起きてくる課題をひとつずつ解決することを通して「民営化ノウハウ」を蓄積するのが現実的なアプローチであろう。

#### (4) 外国企業とのジョイントベンチャーの上場

ミャンマー会社法の改正<sup>47</sup>により、外国企業とのジョイントベンチャーであっても外国企業の出資比率が35%以下であれば「ミャンマー内資会社」として扱われることとなったため、外資比率35%以下のジョイントベンチャーがYSXに上場することは、理論上可能となった<sup>48</sup>。加えて、35%以内の出資であれば、事業展開の妨げとなる外資規制（不動産利用規制、輸出入規制等）がかからないことから、今後、外国企業が、出資比率を35%以下に抑えたジョイントベンチャー形式で多数ミャンマーに進出し、ミャンマー企業と外国企業とのジョイントベンチャーの数が増えることも見込まれる。

先進国企業とのジョイントベンチャーであれば、4.3 (3) で述べる、情報開示の適切な体制や健全なコーポレートガバナンスを備えていることが十分期待できるため、YSX上場の有望な候補先となり得る。

一方、多くのジョイントベンチャーでは、出資比率を相当に神経を使って決めていることから、上場して株式が売買されることで出資比率が変動することは許容できないであろう。

したがって、合弁当初から「YSX上場による将来のエグジット（出資資金の回収）」を志向し、そのような合弁契約を結んでいるジョイントベンチャーであれば<sup>49</sup>、有望な上場

---

<sup>46</sup> 田代（2016）。

<sup>47</sup> ミャンマーの新会社法は、2018年8月1日に施行された。

<sup>48</sup> ミャンマー旧会社法では、外国人（個人および法人）が1株でも株式を保有していればその会社は「外資会社」とされ、「外資会社」がYSX上場の前提条件（上場基準）である「公開会社（public company）」となることは、実務上認められていなかった。新会社法において、外国人の出資を含む会社が「公開会社」となることができるかどうかは、条文上明確ではない。この点につき、新会社法の施行当初は、「公開会社」となることができるのは外資35%までの会社に限られ、その後の政府の政策判断によって、より外資比率が高い会社についても「公開会社」となることが認められる可能性がある、との計画財務省・投資企業管理局（DICA）高官の意見が示されている。よってここでは「理論上可能」との表現にした。甲斐（2018）pp.112-113 参照。

<sup>49</sup> 実際、武川・眞鍋・井上（2016）p.12によれば、ミャンマー会社法改正以前において、「案件のストラクチャリングや契約交渉の過程でYSXへの上場によって投資回収を図れないか、将来的にYSX

候補先だと考えられる。

#### (5) スタートアップ企業の上場<sup>50</sup>

ミャンマーでは軍政が長く続いたことから、軍と深い関係を築いてさまざまな恩典や利権を享受してきた財閥企業が、経済界で大きな存在感を示している。

しかし、水谷・ミヤムーキン（2018）によれば、こうした財閥企業の採用は学歴と縁故優先であるため、一般の若年層が財閥企業に就職することは難しい。そのためミャンマーでは、スタートアップ（起業）にはリスクがあるものの成功すれば自分がオーナーになれるとの思いから、自ら会社を興したいという若者が増加しているという。

また、携帯電話、特にスマートフォン（スマホ）が急速に普及していることも<sup>51</sup>、ミャンマーのスタートアップ拡大を後押ししている。報道によれば<sup>52</sup>、携帯電話に占めるスマホの割合はミャンマーでは80%であり、シンガポールの78%、マレーシアの65%よりも高い。また、第3世代（3G）、第4世代（4G）の高速通信網の人口カバー率は90%とシンガポールを上回っている。これは、ミャンマーでは固定回線網が未整備だったことが逆に幸いし、携帯回線を介したデータ通信が急速に広まるとい、いわゆる「リープフロッグ現象（段階的な発展過程を跳び越えて、一気に最先端の技術に到達してしまう現象）」が起きている状況である。

こうしてミャンマーでIT系スタートアップが拡大しつつある中<sup>53</sup>、スタートアップ企業に対して自己資金投資（principal investment：PI）を行う動きも出てきている。大和証券グループの大和PIパートナーズは、2017年6月にインターネット接続サービス会社のFrontiir

---

に上場したいとの相談が（日本企業から）寄せられることが多かった」とのことであり、新会社法のもとでは、YSX 上場志向のジョイントベンチャーの設立が相応に見込まれよう。

<sup>50</sup> ASEAN 他国の証券取引所も、新興企業の上場支援に注力している。たとえばインドネシア証券取引所は、新興企業の新規株式公開（IPO）を増やす取組みとして、新興企業に共同事務所を提供し、会計や企業法務の訓練を行う等、起業家支援を実施している（日本経済新聞 2017 年 3 月 28 日朝刊「インドネシア証券取引所、IPO 増へ起業家支援」）。

<sup>51</sup> 佐藤（2017d）p.3 によれば、ミャンマーの携帯電話普及率は、2013 年の 13%から 2016 年の 89%へと驚くべき伸びを示しているが、その背景には①2013 年に通信免許を得たノルウェーのテレノールとカタールのオレドの外資 2 社による通信インフラ投資および携帯電話普及宣伝活動、②KDDI のミャンマー郵便公社（MPT）への技術支援開始、③韓国のサムスン電子や中国のファーウェイを中心とする携帯電話機器販売会社による広告宣伝活動、④携帯電話機器を購入可能とするようなマイクロファイナンスの普及などがある。

<sup>52</sup> 日経産業新聞 2018 年 4 月 24 日「ミャンマーに新興企業の春—スマホ普及、IT ベンチャー勃興」。

<sup>53</sup> 現地でのインタビューでも「ミャンマー政府は起業家育成に力点を置いている」との声が聞かれた。

Pte. Ltd. に約 600 万ドル<sup>54</sup>、2018 年 4 月にはタクシー配車アプリやオンライン旅行代理店サービスを手がける Oway Pte. Ltd. に 500 万ドルを<sup>55</sup> それぞれ出資した。Oway に関する報道によれば<sup>56</sup>、将来は新規株式公開（IPO）も検討するとのことである。

MSEC へのインタビューによれば、創業期にある企業を、自己資金投資（PI）を通じてハンズオンで育成していけば、そのうち何割かは YSX 上場に結びつく可能性がある。

ミャンマーでは間接金融が未成熟であり、土地などの不動産担保がなければ銀行から融資を受けることは難しい<sup>57</sup>。自己資金投資（PI）の支援が一層拡大していけば、スタートアップ企業群の一定割合が YSX に上場を果たすことも期待できよう。

## （6）財閥企業等の上場可能性

財閥企業については、会計が不透明であり、正しく納税しているかどうか怪しいと言われている。4.3（3）で述べる情報開示等を通じて企業の透明性が増すことを、財閥企業が志向する可能性は現時点では低いことから、財閥企業の YSX 上場は、将来的な課題だと思われる。

また、MSEC へのインタビューでは、「証券会社としては、特定の財閥企業の上場支援を進めると、自社に特定の色がついたと外部から見られてしまい、他の財閥企業とのビジネスがやりづらくなる」との意見も聞かれた。

4.1（3）で触れた「経済政策 12 項目」の中でミャンマー政府が「中小企業の育成」を重要項目に位置づけていることもあり、YSX 上場候補の狙い目は、財閥企業を中心とする大企業よりも、むしろ中堅・中小企業であろう<sup>58</sup>。事実、YSX にとって初の新規株式公開（IPO）銘柄となった TMH Telecom Public は、中堅企業である。

---

<sup>54</sup> 大和 PI パートナーズホームページ（2017 年 6 月 28 日）「Frontiir Pte. Ltd.への出資について」, at <http://www.dpipartners.co.jp/news/pdf/20170628.pdf>（2019 年 2 月 1 日確認）。

<sup>55</sup> 大和 PI パートナーズホームページ（2018 年 4 月 11 日）「Oway Pte. Ltd.への出資について」, at <http://www.dpipartners.co.jp/news/pdf/20180411.pdf>（2019 年 2 月 1 日確認）。

<sup>56</sup> 日本経済新聞 2018 年 4 月 11 日朝刊「ミャンマー投資、新たに 500 万ドル、大和証券系」。

<sup>57</sup> ミャンマーでは企業が金融機関から融資を受ける場合、不動産を主とした担保の提供が必須であり、担保評価金額の掛け目も非常に厳しい（笠原・石崎・大西（2016）p.15）。

<sup>58</sup> 「ミャンマーの財閥系大企業は、軍との深い関係のみに依存して利権を享受してきたため、市場競争にさらされたことがなく、ビジネス手腕に優れている訳ではない。日本人の感覚では、大企業のほうが中小企業よりも経営手法や事務能力に長けていると思われるかもしれないが、ミャンマーでは、2011 年の民政移管以降に伸びてきた中堅・中小企業のほうが、清廉でガバナンスもしっかりしており、これからの成長が期待できよう」との興味深い指摘もある。深山（2016）pp.107-109, pp.135-138 参照。



なお、ミャンマー会社法では、有限責任株式会社（companies limited by shares）は「非公開会社（private company）」と「公開会社（public company）」に分けられる。「非公開会社」とは、株主数 50 名以下で株式譲渡制限が付されており、かつ公衆に対する株式や社債の公募が禁止されている会社であり、「公開会社」とは非公開会社以外の会社である<sup>59</sup>。

YSX に上場するためには、前提条件（上場基準）として「公開会社」であることを満たさなければならないが、ミャンマーにおいては公開会社の数は 200 社程度であり、大部分の会社が非公開会社形態をとっていると言われている<sup>60</sup>。したがって、中堅・中小企業を中心に上場候補企業を増やすためには、「非公開会社」から「公開会社」への転換を、政策的に促進することも必要である。

## 4.2 投資家層の拡大

### (1) 国内個人投資家の拡大

2018 年 2 月時点で、投資家数（証券口座数）は約 33,000 口座にとどまっている。

国内の個人投資家を拡大するためには、地道な投資家教育を続けることで国民の株式取引への理解を深めることが肝要であり、YSX や現地証券会社は既に教育・啓蒙活動を開始している。Myanmar LIST の施策実施においても、2018 年 9 月までにヤンゴンや地方都市で 25 回以上のセミナーを開催し、受講者数は 1,000 名を超えている。MSEC へのインタビューによれば、「セミナーの参加者は、みな熱心にメモを取りながら聴いている。日本での投資セミナーと違って、居眠りしている人はいない」とのことである。また、大規模な投資家向け広報（IR）イベントである「YSX エキスポ」が 2017 年 9 月 10 日と 2018 年 9 月 9 日の 2 回開催され<sup>61</sup>、1,000 人規模の個人投資家を集めている。

一般的なミャンマー国民は、まだ株式について全く無知な状態である<sup>62</sup>。YSX と現地証券会社が連携してセミナー等の各種イベントを継続的に実施し、ミャンマーの個人層に株式取引の魅力を伝えるとともに、株価の基本的な見方（単に株価が上がった下がったを見

---

<sup>59</sup> 武川・眞鍋・井上（2017）pp.144-146。

<sup>60</sup> 同上 p.145。

<sup>61</sup> 2018 年の第 2 回 YSX エキスポでは、日本の越智内閣府副大臣が、日本によるミャンマーの資本市場活性化支援について基調講演を行った。金融庁ホームページ（2018 年 9 月 10 日）「ヤンゴン証券取引所主催イベント（第 2 回 YSX エキスポ）越智副大臣基調講演」, at [https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180910/20180910\\_JP.html](https://www.fsa.go.jp/inter/etc/20180910/20180910_JP.html)（2019 年 2 月 1 日確認）。

<sup>62</sup> 日本経済新聞 2018 年 10 月 5 日朝刊「後発 3 証券、底上げ急ぐーミャンマー・ラオス・カンボジア」は、投資家の未成熟ぶりを示す例として、「6 つの証券会社で口座を開いたが、正直にいうと株取引のことはよく分からない」というミャンマー個人投資家の声を載せている。

るだけではない、PER（株価収益率）やPBR（株価純資産倍率）といった株価の割高・割安を示す指標を通じた見方等）についても浸透させなければならない。

MSEC へのインタビューによれば、自営業者のような中間富裕層が、株式投資に適合しているものと思われる。ヤンゴンのみならず、マンダレー、ダウェイ、バゴーといった地方都市においても、教育・啓蒙活動を通じて潜在的な投資家を発掘する必要がある。現在、ミャンマーの証券会社は各社1店舗しか認められていないが、地方都市での支店開設の認可も検討すべきであろう。

明るい兆しとしては、スマホやパソコン経由でのオンライントレードの拡大が挙げられる。YSX によれば、開業時点では注文取次ぎの方法は「対面」か「電話」のみであった。2017年12月に「オンライン（スマホ・パソコン経由）トレード」を開始したところ、2018年2月時点で注文量の30%がオンラインになったとのことである。この背景には、4.1(5)で述べたように、ミャンマーにおいてスマホが急速に普及していることがある。今後、スマホによって取引件数が大きく増えることも期待できそうである。

また、証券口座の開設についても、現在は、本人確認のため証券会社に来店してもらわなければならないが、将来的に「スマホ経由でオンライン口座開設」が完結できるようになれば、一気に投資家数（証券口座数）が増える可能性はあろう。

ミャンマー国民は、たんす預金や金（ゴールド）で蓄財していると言われている<sup>63</sup>。かかる民間に蓄積された資金が、急拡大するスマホを梃子にして株式市場に流れ込み、ミャンマー株式が一般国民の新たな資産形成の手段となることを期待したい。

## (2) 外国人投資家への開放

ミャンマーの旧会社法では、外国人（個人および法人）が1株でも株式を保有すればその会社は「外資会社」とされ、さまざまな外資規制（不動産利用規制、輸出入規制等）を課せられて不利な扱いを受けることから、事実上、外国人は「ミャンマー内資会社」の株式を買うことはできなかった。

今般のミャンマー会社法の改正により、外国人の出資比率が35%以下であれば「ミャンマー内資会社」として扱われることとなったため、外国人の出資比率を35%以下に保つ限りでは、外国人がYSXで株式取引を行うことが理論上可能となった。

---

<sup>63</sup> 田村・松田（2013）pp.319-320。

Myanmar LIST の施策にも「会社法改正を受けた外国人投資家の参入準備」が掲げられており、報道によれば<sup>64</sup>、「ミャンマー政府は 2019 年前半に外国人の株式取引を解禁し、株式の 35%まで外国人が保有できるようにする見込み。現在、証券当局が細かい規定を詰めているが、まずはミャンマー国内に住む外国人を対象とし、段階的に海外の投資家に市場を開放する<sup>65</sup>」とのことである。

ミャンマーのマクロ経済的観点からも、外国人投資家への開放は一定の意義を持つ。ミャンマーでは、経済開放に伴う民需の拡大により、輸入が増加して貿易収支の赤字が拡大し、そのため経常収支も赤字傾向が続いている。この経常赤字のファイナンスは、現状では「直接投資」と「円借款などの国際援助」の資本流入によって賄われている。外国人投資家への開放によって、ここに「証券投資（ポートフォリオ投資）」による資本流入が加われば、経常赤字ファイナンスの手段の幅が広がることになる。

もっとも、資本流入が海外からの証券投資によってもたらされる場合、外的ショック（自国では制御できない外生的ショック）等により急激な資本流出に見舞われ、経済が不安定化するリスクはある。しかしながら、資本流入形態の幅を広げない限りは、ミャンマーのような新興国ではいわゆる「国際収支の天井」によって経済成長が阻害される可能性が高い。すなわち、景気拡大期に輸入が増加し、経常赤字が拡大した際に、海外からの証券投資による機動的な資本流入が実現しなければ、外貨準備減少あるいは自国通貨安が起きることになる。外貨準備減少や自国通貨安の動きが急激な場合には、当該国政府は金融引締め等により、せつかくの景気拡大をストップしなければならない。

したがって、ミャンマーのマクロ経済運営にとって、証券投資を外国人投資家に開放することは、過剰な資本流入・流出（およびそれに伴う資産バブルの発生・崩壊）には留意しなければならないものの、着実な景気拡大と経済成長を実現していくために必要なステップだと考えられる。

さて、外国人の出資比率を 35%以下に保つための仕組みについては、どのように構築すべきだろうか。

参考になる他国事例として、外資規制に係るタイ証券取引所の制度が挙げられる。（以下、タイに関する記述は KPMG アジア上場アドバイザーグループ（2014）pp.470-472 および

---

<sup>64</sup> 日本経済新聞 2018 年 10 月 5 日朝刊「後発 3 証取、底上げ急ぐーミャンマー・ラオス・カンボジア」。

<sup>65</sup> ミャンマーと経済的なつながりが深いタイや日本の投資家は、ミャンマー株に相応の興味を持つものと思われる。

日本証券経済研究所（2016）pp.146-147 を参考にしている。）

タイでは、安全保障や天然資源保護といった観点から、外国人事業法により、一部の業種・銘柄について外国人の出資比率を一定割合以下に抑えるよう制限している<sup>66</sup>。

タイ証券取引所では、メインボードと外国人専用ボードであるフォーリンボードを設けている。フォーリンボードでは、外国人株式保有制限のある株式の保有可能比率以内の株式が取引されており、フォーリン株（F株）と呼ばれる。これに対し、メインボードで取引される株式はローカル株（L株）と呼ばれる。F株は外国人投資家向けの株式であり、タイ人投資家がF株を保有することはできない。

F株は、L株と同等の株主の権利を有するが、一般的に流動性が低く、また同一銘柄にもかかわらずL株より株価が割高となることが多い。外国人投資家がL株を保有すること自体は可能であるが、議決権、配当請求権、株主割当増資などの株主の権利を有することはできない。

このような問題に対処するため、無議決権預託証券（Non-Voting Depository Receipt: NVDR）が2000年に導入された。NVDRは、タイ証券取引所のメインボードに上場されている株式を裏付けとして Thai NVDR 社（タイ証券取引所の関連会社）が発行する預託証券である。外国人投資家は、NVDR制度を利用することで、議決権を除く配当請求権や株主割当増資などの株主の権利を有することができる。NVDRは、値動きはL株に連動しており、

表7 タイ証券取引所におけるL株、F株、NVDRの比較

ボード	種類	議決権		配当請求権等		流動性
		タイ人投資家	外国人投資家	タイ人投資家	外国人投資家	
メイン	L株（外国人保有制限なし）	有	有	有	有	高い
	L株（外国人保有制限あり）	有	無	有	無	高い
	NVDR	無	無	有	有	高い
フォーリン	F株		有		有	低い

（出所）KPMG アジア上場アドバイザーグループ（2014）p.472。

<sup>66</sup> 今後ミャンマーにおいても、国益保護等の観点から、一部の業種について外国人の株式保有に一定の制限をかけることを議論する必要がある。なお、日本でも、航空会社、放送会社等については、個別業法（航空法、放送法等）による外資規制（外国人株式保有制限）が設けられている。

流動性も一般的に F 株より高い。なお、上場全銘柄が NVDR の対象となっている。

以上をまとめたのが表 7 である。外国人投資家への市場開放にあたっては、こうした事例を参考に、YSX でも何らかの管理制度を導入することが必要である。

もう 1 点、制度的に留意が必要なのは、海外送金の問題である。ミャンマーでは外貨送金規制が不明確であり、外国人にとって分かりにくい状況となっている<sup>67</sup>。ミャンマー外為管理法に照らして制約無しと解される送金取引であっても、送金取扱銀行による自主規制や、外貨準備等の状況を踏まえて行われるミャンマー中央銀行（CBM）の個別指導により、CBM の事前承認取得が求められる等の制約を受ける場合がある。そのため、外為管理法の規定にもかかわらず、海外送金について安定した統一的な取扱いが期待できない状況にある。実務上は、多くの海外送金取引において、送金取扱銀行を通じての CBM 宛て照会や、取扱銀行との間で事前協議を行うことが必要となっており、大きな負担が生じている<sup>68</sup>。

ミャンマーの外国為替管理のあり方全体に関わる問題であるが、外国人投資家を参入させるにあたっては、円滑な海外送金が確保されていることが不可欠であり、規制の明確化が求められる。

以上のような制度的、技術的な手当てを行い、外国人に株式取引を解禁したとしても、それだけでは、YSX に外国人投資家を実際に呼び込むことは困難であろう。既に外国人投資家に開放されているカンボジアやラオスの証券取引所でめばしい実績が得られていないことは、その証左である<sup>69</sup>。

重要なのは、YSX の上場企業や上場候補企業について、4.3 (3) で述べるように、情報開示等を通じて企業の透明性を確保し、外国人投資家の投資基準に合致するようなガバナンスを整備することである。彼らの投資基準に対応しない限りは、外国人投資家が YSX での株式取引に本格的に参入することはないものと思われる。

### (3) 機関投資家の育成

ミャンマーには、現時点では国内機関投資家は事実上存在しない。国内機関投資家の育成は、重要だが時間を要する課題であり、Myanmar LIST の施策には「機関投資家の実態調

---

<sup>67</sup> 現地でのインタビューでも、外貨送金規制の不透明性については頻繁に耳にした。

<sup>68</sup> 武川・眞鍋・井上（2017）pp.210-212。

<sup>69</sup> 竹山（2018）p.2。

査」とのみ記載されている。

現地でのインタビューによれば、4.2 (1) で述べた「株式」の知識と同様、「保険」の知識についても一般のミャンマー国民は持ち合わせていない状況である。「保険加入によって将来のリスクに備える」という考え方の基本から、個人層に教育・啓蒙していかなければならない段階であり、したがって現地保険会社の資産規模も僅少である。現地保険会社には、保険の運営ノウハウも十分には備わっていない。

かかる現状下、ミャンマー計画財務省は、保険事業を外資に開放することを2019年1月に発表した<sup>70</sup>。この発表によれば、生命保険では最大3社まで外資100%の進出を認める一方、その他の生命保険会社や損害保険会社においては、ミャンマーに駐在員事務所を有する外資保険会社につきミャンマー内資保険会社との合弁での進出を認める、とのことである。2011年の民政移管から長年待たれてきた保険事業への外資の本格参入が、ようやく実現することになる。

保険事業の外資開放により、グローバルレベルの保険商品や業務運営、リスク管理の知識やノウハウがミャンマーに導入されることを通じて、現地保険会社の経営・管理水準が向上するとともに、ミャンマー個人層に「保険」の考え方が浸透し、保険加入が普及していくことが期待される。保険普及に向けての効果的な教育・啓蒙活動の推進方法についても、外資保険会社がミャンマーに伝播することとなろう。

このような動きを経て、ミャンマーの現地保険会社が機関投資家として育ったならば、そしてそれと並行してミャンマー株式市場が相応の規模に拡大するならば、国内機関投資家の資産運用が株式取引を牽引する時代が到来するであろう。しかしこれは、まだかなり先の話だと思われる。

田代(2018)によれば、ASEANの資本市場先進国であるマレーシアおよびタイでは、株式市場は① 国有企業の公社化・民営化によって、国を代表する大企業・優良企業の上場が増加し、投資家の関心を惹きつける市場が整備される、② 証券投資が対外開放され、外国人投資家が取引に参加する環境整備が進む。外国人投資家の参入が株式市場全体の拡大に貢献、③ ①と②を通じて株式市場が相応の規模に成長したタイミングで、国内機関投資家による取引参加が本格化。経済成長に伴って国民資産が拡大するにつれ、国内機関投資家の運用資産も増大し、株式市場の規模は一層拡大、というステップで発展してきたとい

---

<sup>70</sup> 日本経済新聞 2019年1月4日朝刊「保険分野で外資容認、ミャンマー政府、経済改革へ一歩」。

う。

この2国の事例を見れば、ミャンマーにおいても将来的には、国内機関投資家の育成が必要なことは確かである。

なお、外国機関投資家について言えば、上場5銘柄、時価総額400～500億円という現在のYSX市場の規模は、彼らの投資ユニバース<sup>71</sup>として小さ過ぎるものと思われる。外国機関投資家がミャンマー株式取引に本格参入するのは、YSXに50～100銘柄が上場されてからとなろう。また、外国機関投資家参入にあたっては、カスタディアン制度の整備も必要となろう。

### 4.3 制度の整備・改正

#### (1) ロックアップ規制の検討等

YSXに上場した最初の4銘柄は、資金調達（新株発行）を伴わない単なる上場（ダイレクタリスティング<sup>72</sup>）であった。たとえば上場第1号のFMIでは、上場時に既に約6,800名の株主がいた。彼ら既存の投資家は、安い持ち値（購入価格）で既に株式を持っているため、上場して値がつくと、あるいは上場後に株価が下がり始めると、保有株を次々に売ってくる傾向がある。そのため、TMHを除く4銘柄は、業績は悪くないにもかかわらず、上場後、株価が下がり続けることとなった。結果として、上場時に株を新規購入した個人投資家は損を抱えてしまって嫌気がさし、既存株主からの売りが一巡した後は出来高も低迷する、という悪循環に陥っている。企業側も、上場しても株式取引が低迷し、株価も下落する状況を見てしまうと、上場メリットを感じにくくなってしまう。

このような悪循環を断ち切るためには、「既存株主が売りをぶつけてくる」ことを何らかの形で制限する必要がある。たとえば、既存株主に上場後一定期間のロックアップ<sup>73</sup>を課す等の方法が考えられよう。

---

<sup>71</sup> 「投資ユニバース」とは、資産運用における用語。年金や投資信託等の運用において、ポートフォリオに組み入れることのできる対象として、一定の運用目的に沿って選別した「投資商品の集合体」のこと。

<sup>72</sup> 「ダイレクタリスティング（直接上場）」とは、上場時に新株を発行せず既存の発行済み株式だけを上場する方法をいう。通常の新規株式公開（IPO）とは異なり、資金調達を伴わない。先進国の市場ではあまり見られない方法だが、2018年4月、音楽配信世界最大手スポティファイのニューヨーク証券取引所への大型上場は、この「ダイレクタリスティング」で行われ、カネ余り現象の象徴として話題となった。

<sup>73</sup> 「ロックアップ」とは、上場日から一定期間、既存株主の株式売却を制限すること。上場直後の株価下落を防ぐ目的で行われる。

一方、2018年1月に上場したTMHは、YSXとして初の新規株式公開（IPO）による上場である。TMHは既存投資家数が100人程度（オーナー一族および従業員）の中堅企業だったため、上述の「既存株主が売りをぶつけてくる」問題は起きず、上場後しばらくは株価も堅調に推移した。

今後は、YSXおよび現地証券会社は、TMHのような「新規資金調達（新株発行）を伴う中堅企業」の上場を開拓し、YSXを「既存株主の換金場所」ではなく「企業にとっての成長資金の調達と、それを抛出した（新株を購入した）投資家の利益保護の場所」として育成していくことが肝要と考えられる。

株式市場の黎明期には、投資家と企業（発行体）の双方に成功体験を積ませることも、重要であろう。

## （2）板寄せの回数増加およびザラ場取引への移行

株式の売買があまり活発でなく、流動性に乏しい現在のYSXにおいては、ザラ場取引よりも板寄せ取引のほうが売買取引が成立しやすく、取引所としての価格決定能力が高くなる面は確かにあるだろう。しかし、「株式というものは、価格（株価）が時々刻々と動くものであること」や「投資家は、株価の動きを見ながら株式を機動的に売買できること」をミャンマーの投資家に実感してもらうためには、板寄せの回数増加やザラ場取引への移行によって、日中の株価変動を目に見える形で示すことも一考に値するものと考えられる。

その意味で、2018年3月にYSXが板寄せの回数を1日2回から4回に増やした点は評価できる。

## （3）企業のガバナンス・透明性向上

企業がYSXに上場し、投資家の取引対象となるためには、YSXの上場基準を充足するのみならず、決算情報等の会社情報を適時適切に開示することが求められる。

しかしながら、ミャンマーでは基本的な財務情報（貸借対照表や損益計算書）についてさえ、開示している企業は多くない<sup>74</sup>。まずミャンマー政府が主導して、現地企業の会計や税務に関する透明性を高め、企業のガバナンスを強化することにより、投資家が投資判断するに際して必要な情報を取得できる環境を整えなければならない。企業の情報開示の信

---

<sup>74</sup> 佐藤（2017c）p.2。



頼性を担保するためには、公正な会計監査が実施されるよう、公認会計士の育成や監査法人の体制強化も必要である。

Myanmar LIST の施策実施にも「OECD と連携しつつ、ミャンマーのコーポレートガバナンス向上に向けた取組みを支援」とあるが、一方では、あまりに厳格なガバナンス体制をミャンマー企業に性急に求めてしまうと、ミャンマー企業を委縮させ、YSX 上場に対する興味を失わせかねない点には、留意しなければならない。会計・税務やガバナンスの体制強化にあたっては、ミャンマー企業およびミャンマー経済の発展度合いに応じたものとすることを心がけるべきであろう。

#### (4) 政府の徴税能力の向上

ミャンマーでは、各企業がきちんと納税を行っているかは疑問である<sup>75</sup>。実際、ミャンマーの税収の対 GDP 比は 3.6%とアジアの新興諸国の中では極めて低く、最も低いグループに入る<sup>76</sup>。

財閥企業を中心に、会計が不透明であり、正しい納税を行っていない企業が相当数にのぼるものと思われるが、このような企業にとっては、会計・税務の透明性と適時適切な情報開示を要求される「YSX 上場」は、デメリットのほうが大きい(4.1 (6) 参照)。

かかる状況を根本的に是正するためには、時間はかかるかもしれないが、ミャンマー政府が徴税能力を向上し、「正しく納税することが当然」であり、「企業が公正な情報開示することも当然」な社会を築かなければならない<sup>77</sup>。「脱税することは最終的には損になる社会」になれば、広範な企業に上場メリットが生じ、YSX 上場を希望する企業も拡大するであろう。

---

<sup>75</sup> 佐藤 (2017b) p.2.

<sup>76</sup> OECD 開発センター (2015) p.107.

<sup>77</sup> 個人の納税に関し、ミャンマーの計画財務大臣は「なぜ税金を納めなければならないかを国民が理解していない。税金が自分たちのために使われていることが分かれば国民も協力するのではないか。ミャンマーでは、今まで税金を納めてこなかった者が大半であり、きちんと税金を納めるよう考えることが必要だ。税金を納めてもらえるために何ができるか考えている。税金に対する理解を深めるためのメディアの活用や高額納税者の公表など、人々が少しでも多く税金を納めるようにしていきたい」と発言している。第 13 回参議院政府開発援助 (ODA) 調査一派遣報告書 (2017 年 6 月) p.158, at [http://www.sangiin.go.jp/japanese/kokusai\\_kankei/oda\\_chousa/h28/pdf/3-4.pdf](http://www.sangiin.go.jp/japanese/kokusai_kankei/oda_chousa/h28/pdf/3-4.pdf) (2019 年 2 月 1 日確認)。

## 4.4 人材の育成

### (1) 人材の能力強化

新規に YSX を立ち上げ、株式取引を始めたばかりのミャンマーには、ある意味当然のことながら、株式や資本市場に知見のある人材が極めて少ない<sup>78</sup>。そのため、現在でも YSX には日本の官民から人材が派遣され、運営支援を継続中である<sup>79</sup>。

Myanmar LIST の施策実施に記されているように、ミャンマーの公的セクターや証券会社の役職員に対し、日本の官民挙げて研修等を通じて証券関連知識やノウハウを授けることで、ミャンマーの証券界全体のキャパシティ・ビルディング（組織全体での能力構築）を図っていくことが必要である。

### (2) 人材の意識づけ（マインドセッティング）

ミャンマーでは、制度は合理的に整備されているものの、実際の運用の場面で制度どおりの運用がなされない結果、全体として制度が機能していない、という例が頻繁に見られる<sup>80</sup>。

その一例として、2.1 で述べたミャンマー中央銀行基幹システム整備プロジェクトについて触れておく。このプロジェクトは、JICA による無償資金協力事業として実施され、2016 年 1 月にシステムが稼働を開始した。このシステム化により、市中銀行間の資金決済が、中央銀行当座預金（中銀当座預金）の振替で行えるようになったが、実際には市中銀行は当システムをほとんど使っていない。JICA の現地駐在者にインタビューしたところ、「ミャンマー中央銀行（CBM）は、回収した紙幣を新しくしないし、そもそも市中銀行から紙幣を回収したがる。市中銀行に対し、紙幣持込み回数（中央銀行の回収回数）を制限してくる。そのため、市中銀行は中銀当座預金の残高を増やすことができない。中銀当座預金の残高を増やせないため、市中銀行は『中銀当座預金の振替による銀行間決済』を回避し、市中銀行同士が持ち合っている預け金を引き落とす従来からの方法で、銀行間の資金決済を行ってしまう」との説明であった。

---

<sup>78</sup> 吉松（2017）p.106。

<sup>79</sup> YSX へのインタビューによれば、「YSX の現地職員も、まず『株式とは何ぞや』から勉強することが必要な有り様である」とのことである。

<sup>80</sup> 武川・眞鍋・井上（2017）p.272。また、「長く続いた軍政時代を通じて、役所への軍人の天下りと上意下達の意味決定のあり方により、官僚制が機能不全に置かれてきたため、公務員には事なかれ主義や怠業が蔓延し、大統領・大臣が新たな方針を掲げて号令をかけても、役所や役人は動かなくなってしまう」との指摘もある。アジア経済研究所（2012）p.429 参照。

この事例からは、ミャンマーの公的セクターに対しては「能力強化」のみならず「意識づけ（マインドセット）」も重要であることが分かる。

一方、YSX へのインタビューによれば、Myanmar LIST を日本側が手交した後、ミャンマー側も本気になってきた、とのことである。事実として、4.3 (2) で述べた「板寄せ回数の増加」の件は、YSX への 2018 年 2 月のインタビュー時点では『「価格が動くほど、株式取引の注文量が増える』というエビデンス（実証分析の結果）があるので、これを SECM に示し、板寄せ回数の増加を働きかけてみようと思う」という実現可能性の低そうな案件だったが、翌 3 月には SECM が板寄せ回数増加を決定しており、ミャンマーの公的セクター（ここでは SECM）の迅速な対応ぶりを示す事例となった。

いずれにせよ、日本の官民は、4.4 (1) で述べた研修を実施する際には、一方的に知識・ノウハウを伝授するのではなく、ミャンマー側の事情について理解を深めたうえで、ミャンマー資本市場活性化に向けての彼らのモチベーションを高めるよう、努めなければならない。そうすることで、ミャンマー側（特に公的セクター）のマインドセットも、一層建設的なものになっていくであろう。

## 5 おわりに

ミャンマーのような新興国において、資本市場は、中間所得層の拡大に伴って蓄積される国民の資産を効率的に運用し、企業にとっては成長のための資金調達のコスト低減を可能にする基盤としての役割を担う。したがって、ミャンマーが持続可能な経済成長を遂げて自律的に発展していくためには、YSX の成長とミャンマー資本市場の活性化は必須である。

一方、日本にとっても対外協力の軸を、発電や港湾・鉄道といったハード・インフラから、金融や医療のようなソフト・インフラにシフトしていくことが今後は必要と考えられる。中国や韓国と価格競争で正面からぶつかり合うハード・インフラに比べ、ソフト・インフラでは、日本が蓄積してきたノウハウや知見を活用することで競合国からの差別化を図る余地がある。初期投資額だけを見ると、巨額予算を伴うハード・インフラに比べ、ソフト・インフラは地味に映るかもしれないが、証券取引所のような資本市場の上流インフラを整備することができれば、将来的には、日本の個別金融機関や IT ベンダーの現地ビジネス拡大につながることも十分期待できよう。

よって、YSX への運営ノウハウの提供等を通じてミャンマー資本市場の育成を支援することは、長期的には、金融関連ビジネスの拡大等によって、日本側にもメリットをもたらすものと思われる。また、日本が今後、ソフト・インフラでの対外協力を世界に展開していくうえでも、ミャンマー資本市場の活性化支援は、パイロットケースとして極めて重要である。

このようにミャンマーと日本の双方にとって大きな意義を持つ YSX について、今後も活動状況を注視するとともに、課題をどのように克服していくべきか、更に考察を深めてまいりたい。

## 付記

本稿は、平成 28 年度 公益財団法人石井記念証券研究振興財団の助成金に基づく成果である。

## 参考文献

- KPMG アジア上場アドバイザーグループ (2014) 『アジア上場の実務 Q&A—香港・シンガポール・台湾・韓国・タイの株式市場徹底比較』中央経済社.
- OECD 開発センター (2015) 『ミャンマーの多角的分析—OECD 第一次診断評価報告書』明石書店.
- アジア経済研究所 (2012) 『アジア動向年報 2012』アジア経済研究所.
- アジア経済研究所 (2014) 『アジア動向年報 2014』アジア経済研究所.
- 甲斐史朗 (2018) 『ミャンマー新投資法・新会社法』中央経済社.
- 外務省 (2015) 「日本のミャンマー支援～民主化、国民和解、経済改革の果実をミャンマーの人々に行き渡らせるために～」.
- 外務省 (2018a) 『2017 年版開発協力白書 日本の国際協力』日経印刷.
- 外務省 (2018b) 「政府開発援助 (ODA) 国別データ集 2017 年度版」.
- 笠原慶宏・石崎勇輝・大西敢二郎 (2016) 「ミャンマーにおける金融アクセスの現状と課題」『財務総合政策研究所ディスカッション・ペーパー』, (294), 1-22.
- 川島哲 (2017) 「ミャンマー新政権樹立以降の経済的变化とその課題」『金沢星稜大学論集』, 51(1), 13-23.

- 久保公二・福井龍・三重野文晴（2005）「移行経済下ミャンマーの金融セクター」，藤田幸一編『ミャンマー移行経済の変容—市場と統制のはざままで』アジア経済研究所，97-142.
- 児玉卓（2017）「ミャンマーの経済と資本市場の発展」，アジア資本市場研究会編『アジアのフロンティア諸国と経済・金融』日本証券経済研究所，147-162.
- 佐藤清一郎（2017a）「ミャンマー新政権樹立から1年—経済・産業政策の具現化が課題」『大和総研グループ 経済分析（2017年3月16日）』.
- 佐藤清一郎（2017b）「納税ランキングに見るミャンマーの企業活動」『大和総研グループ 東南アジア経済（2017年7月6日）』.
- 佐藤清一郎（2017c）「ミャンマーのファイナンス機能活性化に向けて」『大和総研グループ 経済分析（2017年8月8日）』.
- 佐藤清一郎（2017d）「ミャンマーの携帯電話事情」『大和総研グループ 東南アジア経済（2017年9月12日）』.
- 竹山淑乃（2018）「CLM（カンボジア、ラオス、ミャンマー）諸国における株式市場の現況」『国際通貨研究所 IIMA の目（2018年3月5日）』.
- 田代大助（2016）「ミャンマー資本市場の幕開けと今後の発展に向けた課題」『大和総研グループ アジアンインサイト（2016年9月1日）』.
- 田代大助（2018）「ミャンマー株式市場 機関投資家への期待」『大和総研グループ アジアンインサイト（2018年9月27日）』.
- 田村克己・松田正彦（2013）『ミャンマーを知るための60章』明石書店.
- 西澤信善（2000）『ミャンマーの経済改革と開放政策—軍政10年の総括』勁草書房.
- 日本証券経済研究所（2016）『図説アジアの証券市場2016年版』日本証券経済研究所.
- 平野剛（2015）「ヤンゴン証券取引所設立に向けた支援について」『月刊資本市場』，(355)，36-41.
- 水谷俊博・堀間洋平（2017）『ミャンマー経済の基礎知識』日本貿易振興機構.
- 水谷俊博・ミヤットーキン（2018）「ミャンマーの新興企業事情—民主化の恩典、新たなビジネスチャンスをつかむ」『日本貿易振興機構（JETRO）地域・分析レポート（2018年4月5日）』.
- みずほ総合研究所（2013）『全解説ミャンマー経済』日本経済新聞出版社.
- 深山沙衣子（2016）『ミャンマーに学ぶ海外ビジネス40のルール』合同フォレスト.
- 武川丈士・眞鍋佳奈・井上淳（2016）『ミャンマー法務最前線—理論と実務』商事法務.

武川丈士・眞鍋佳奈・井上淳（2017）『ミャンマー法務最前線—理論と実務（第2版）』商事法務.

湯川雄介・原田充浩・伴真範（2018）『ミャンマー新投資法・改正会社法—最新実務を踏まえて』有斐閣.

吉松和彦（2017）「取引所からみた開発途上国支援の現状と課題」, アジア資本市場研究会編『アジアのフロンティア諸国と経済・金融』日本証券経済研究所, 99-115.