



—湾岸・アラビア半島地域ニュース—

イラン： 株式ブームはいつまで続くか？

湾岸地域の経済・金融・エネルギー問題専門家 中嶋 猪久生

2008年9月のリーマン・ショック後、世界の株式市場は大幅な下落に見舞われた。ドバイ等中東湾岸諸国の市場も下落前の水準に比べ、60%前後で推移して、いまだ立ち直れないでいる。その中で、テヘラン証券取引所だけが活況を呈している。核開発疑惑で揺れるイランは、国連、米国、EUによる追加制裁による包囲網の中で、不況、インフレ、失業という三重苦を抱えている。しかしながら、同市場だけがなぜ右肩上がりのブームを続けているのかを分析してみる。

テヘラン証券取引所の特徴

1967年に設立されたテヘラン証券取引所（以下TSE）における上場社数は2010年8月末現在、337社で、時価総額は約810億ドルに達している。2004年に外国投資家による株式投資が認められたが、規制が厳しすぎるという理由で、取引額全体の2%以下の低水準にとどまっていた。2010年、イランは海外からの投資呼び込みに弾みをつけることを狙い、外国投資家による持株制限や取得した株式の売却制限の緩和等を含む法改正を行っている。

株式指数の推移

イランの政治・経済を計る温度計といわれるTSEの株式指数（以下Tedpix）の推移はおおよそ次の通りである。

改革派ハタミ政権時代の2002年に上昇基調となり、4000ポイント台に達した。2003～04年には、政府の規制緩和を受けて欧州の石油メジャーズがイラン市場に参入したことや、イラン企業による事業拡大が図られたこともあり、株式ブームが到来し、2004年8月、13904ポイントの最高値をつけた。

その後、2005年には革命原理への回帰を志向する保守派のアフマディネジャード大統領の誕生や核問題に嫌気がさし、Tedpixは下落基調となり、2007年6月、9066ポイントに落込んだ。翌年、リーマン・ショックのあおりを受けて2003年以来の最安値8974ポイントに落込んだ。しかし、2009年には国営銀行の民営化もあり、上昇局面に入り、11～12月は一時的に下降したものの、2010年にはジリ高相場になり、9月25日には過去最高値18673ポイントをつけた。

なぜ株価市場は続騰しているのか？

テヘランの株式ブームは、これまでの市場の流れと大きく異なっており、具体例を示すと次のようになる。

① リーマン・ショックに続くドバイの金融危機後のあおりを受けて不動産に向かっていた

投資が下火になったこともあり、新たな投資先が少ないため、株式市場に投資資金が流入しやすいという投資環境にある。

- ② 政治的にみると、2009年6月の大統領選後の反政府抗議行動の混乱が沈静化しつつあり、株式投資にはプラス要因となっている。
- ③ 2010年3月20日のTsedpixは対前年度末比で57%上昇しており、湾岸周辺諸国の証券取引所が低迷する中で、TSEには割安感がある。
- ③ 株価全体を押し上げているのは政府系企業や革命防衛隊（以下 IRGC）が実質支配する企業である。これらの企業はオイル・マネーに支えられ、強固なキャッシュ・フローと財務体質を誇っている。
- ④ 新たな追加制裁の発動により、海外での投資は制裁の対象となるとの懸念が出てきており、国内の投資家は海外投資をためらい、運用の矛先を銀行預金に向けていたが、金利の引下げもあり、その資金が株式市場に流れ込んでいる。

政府筋は、「市場の高騰はイラン経済の全般的な好調さを示すもの。また、Tsedpixの上昇は市場への資金流入による」と説明する。しかし、これらの要因だけで、ブームの背景を説明することは出来ない。そこには「政府主導による株価操作」が行われているのではないかと、という疑問が出てくるのである。以下にその根拠を示す。

国家により管理されたバブル相場か？

現在の続伸するTsedpixは、市場誘導によるバブルではなく、国家により演出されたバブルではないかと思える不自然な動きを示している。企業生産性がこの2年間、連続して下落し、操業率も40%近くに落ち込んでいることや、銀行が巨額な不良債権を抱えていることから、株式市場だけがブームを迎えていることに対する合理的な説明は困難である。いくつかの実例を挙げてみる。

- ① 政府はTSE上場企業の株式の約30%を保有するだけでなく、年金基金や財団傘下の投資会社を通じて、さらに約40%を保有している。そのため政府は株価形成で影響力を行使しやすい立場にある。株式取引資金の出所は、イラン経済で支配的な役割を演じているIRGCのような組織であり、一見して、民間の形をとる企業を通じた資金供給や株式売買が行われている。
- ② 株式売買が活発に行われている銘柄は、鉄鋼（Mobarakeh Steel社）、銅精錬（National Copper社）、石油化学、通信（Mokhaberat Telecommunications社）など政府系大手10社が中心。これら10社だけでTSEの時価総額の半分近くを占めているため、株価操作しやすい。
- ③ 売買対象となる企業の株価上昇のメリットの一つは、銀行からの融資を増せることだ。イラン企業の多くは生産性や操業率の低下、収益性の悪化により資金不足に陥っており、融資を受けるためには株価上昇が必要なのだ。
- ④ イランの民営化法案に規定された“正義株”の分配政策との関連で、株価上昇の必要性に迫られるという事情がある。民営化に伴う株式上場で20%は低所得層に割り当てられ

る。しかし、近く実施される補助金削減はインフレを誘発し、最も影響を受けるのは政府の支持層たる低所得層であるため、政府は経済の悪化や制裁で被害を蒙っている政権支持層の融和策をとる必要があり、彼らからの批判をかわし、支持をつなぎ止めるために、株価を高くすることで相殺しようという狙いがある。

- ⑤ 民営化による新規株式公開（IPO）の狙いは、国営企業の民営化を加速させ、経済改革を進め、生産性の向上や雇用を創出することであった。しかし、株式の多くはアフマディネジャード政権最大の後ろ盾である IRGC 等政治エリート層により強奪され、株価をつり上げて儲けさせている。その典型的な例が 2009 年 9 月の Telecommunications of Iran (TCI) の IPO だ。IRGC は安全保障上の理由で、傘下の投資会社を通じ、公平な競争入札なしで 50%+1 株を取得（78 億ドル）した。
- ⑥ イラン経済の現状をみると、とても株価が上昇する市場要件を満たしているとは言えず、インフレや失業の他、次のような経済情勢からみても明らかだ。

○イランの銀行全体による貸出のうち、期限通り返済されない不良債権が 457 億ドルと、危機的水準に達している（2009 年 9 月 21 日現在）。

○不渡り小切手が急増。この数カ月間、8 枚の小切手のうち 1 枚が不渡りとなっており、1979 年の革命以来、最高水準にある。

○中央銀行はこの 2 年間、経済成長率の報告を出していない。中央銀行内部では、2008～09 年の成長率が 0.5%であったことは公然たる秘密。

○政府の新たな課税に反対するテヘランのバーサール商人や給与未払いによる産業労働者のストライキが多発。

○これまで、国連や米国による金融制裁でこの数年間、輸入コストが約 20%上昇した。新たな追加制裁により、さらなるコスト上昇が見込まれる。

以上のような経済・金融事情をみる限り、Tepix が続伸する状況にはなく、何らかの株価操作が行われていると考えられる。

今後の市場の見通し

TSE はブームに沸いているとはいえ、その実態は国家の演出によるバブルであり、上記のような不況とばら撒きを中心とする政府による経済政策の失敗や追い討ちをかける経済制裁により、イラン経済が好転する兆候は一向にみえてこない。市民の生活がさらに苦しくなれば、批判の矛先は政府に向けられることになる。2009 年 6 月の大統領選後の政情不安が経済問題を理由に新たな反政府運動へと再燃し、核開発問題がさらにエスカレートすれば、バブル市場も一気に弾け、崩壊しかねない危険性をはらんでいる。 (以上)