

モンゴル国  
金融・資本市場の強化および規制監督  
機能強化に係る情報収集・確認調査  
報告書

平成26年3月  
(2014年)

独立行政法人  
国際協力機構 (JICA)

株式会社日本経済研究所  
株式会社東京証券取引所

東中
JR
14-005

モンゴル国  
金融・資本市場の強化および規制監督  
機能強化に係る情報収集・確認調査  
報告書

平成26年3月  
(2014年)

独立行政法人  
国際協力機構 (JICA)

株式会社日本経済研究所  
株式会社東京証券取引所

## 目次

1. はじめに	1
2. 「モ」国マクロ経済、金融・資本市場の現状	3
2.1 マクロ経済概況	3
2.2 株式・債券市場動向	8
2.3 銀行セクター動向	10
2.4 非銀行セクター動向	12
2.5 外国投資の流入状況	14
3. 財政・金融政策関連法制度	16
4. 「モ」国金融・資本市場の評価と課題	17
4.1 金融資本市場の発展状況	17
4.2 金融資本市場の課題	23
4.3 関連機関の現状と課題	24
4.3.1 規制監督機関 → 詳細は5章にて解説	
4.3.2 証券取引インフラ（取引所、証券決済システム等）	
4.3.3 証券会社	
4.3.4 発行体	
4.3.5 機関投資家	
4.3.6 個人投資家	
4.3.7 その他（格付会社、法律・会計事務所等）	
5. 金融資本市場の規制監督機能の現状	47
5.1 関連機関とその役割、組織体制	47
5.2 関連法制度	54
5.3 投資家関連の規制・監督	64
5.4 発行体関連の規制・監督	66
6. 他援助機関の動向および我が国による支援の可能性検討	69
7. 「モ」国 保険業における現状と課題	73
7.1 保険業の現状	74
7.2 「モ」国保険業界の課題	82
7.3 「モ」国保険業界に対する他援助機関の動向	86
7.4 我が国の有する経験等を踏まえた、モンゴル保険業界への支援の可能性	87

略語表

<b>FRC</b>	<b>Financial Regulatory Commission</b>
<b>MSE</b>	<b>Mongolian Stock Exchange</b>
<b>MSCH &amp; CD</b>	<b>Mongolian Securities Clearing House &amp; Central Depository</b>
<b>BOM</b>	<b>Bank of Mongolia</b>
<b>DBM</b>	<b>Development Bank of Mongolia</b>
<b>MOF</b>	<b>Ministry of Finance</b>
<b>SWF</b>	<b>Sovereign Wealth Fund</b>
<b>LSE</b>	<b>London Stock Exchange</b>
<b>SPC</b>	<b>State Property Committee</b>
<b>SRO</b>	<b>Self-Regulatory Organization</b>
<b>CCP</b>	<b>Central Counterparty Clearing House</b>
<b>CSD</b>	<b>Central Securities Depository</b>
<b>JASDEC</b>	<b>Japan Securities Depository Center Inc.</b>
<b>KSD</b>	<b>Korea Securities Depository</b>
<b>HKSCC</b>	<b>Hong Kong Securities Clearing Company Limited</b>
<b>ETT</b>	<b>Erdenes Tavan Tolgoi LLC</b>
<b>TDB</b>	<b>TDB Capital LLC</b>
<b>MICC</b>	<b>Mongolia International Capital Corporation</b>
<b>MBS</b>	<b>Mortgage Backed Securities</b>
<b>MONICPA</b>	<b>Mongolia Certified Public Accountant Association</b>
<b>GDR</b>	<b>Global Depository Receipt</b>
<b>KOFIA</b>	<b>Korea Financial Investment Association</b>
<b>TOCOM</b>	<b>Tokyo Commodity Exchange</b>

## 1. はじめに

モンゴル国（以下「モ」国）では、鉱物資源開発に伴う資本流入や石炭・銅の国際市況を追い風に、近年経済成長が加速している(2011年 17.5%、2012年 12.3%)。そうした中、同国政府はマクロ経済運営の安定化に向けて2013年財政安定化法を施行し、構造的財政収支を-2%以内、公的債務残高をGDP比40%以内に抑えることを掲げている。今後の経済発展を支える上で鍵となるインフラ資金を調達する目的で、2012年11月には初の国債を発行するなど、従来のドナー資金に加えて、独自の資金調達も進めている。

「モ」国経済における懸念材料としては、鉱物資源への過度な依存が指摘されており、中小企業活性化を梃子にした産業構造の多様化が課題となっている。しかしこれら企業の資金調達は大半が銀行借入で、直接金融は十分に活用されてこなかった。同国では、上場企業の9割以上が市場経済化の過程で自動的に上場された旧国営企業であるが、企業の情報開示が不十分なことに加え、コーポレート・ガバナンスやコンプライアンス上の問題や投資家の薄さもあり、株式の流動性は低い。資本市場の規制・監督体制も脆弱で、資本市場そのものが未成熟といえる。近年、新規株式公開を通じた資金調達ニーズが高まる兆しを見せる中、こうした問題の改善は急務である。今後同国経済を安定的な成長軌道に乗せる上では、金融システムの安定性に配慮しつつ、外国人投資家にも開かれた金融資本市場を整備し、企業の資金調達手段を多様化することが必要である。

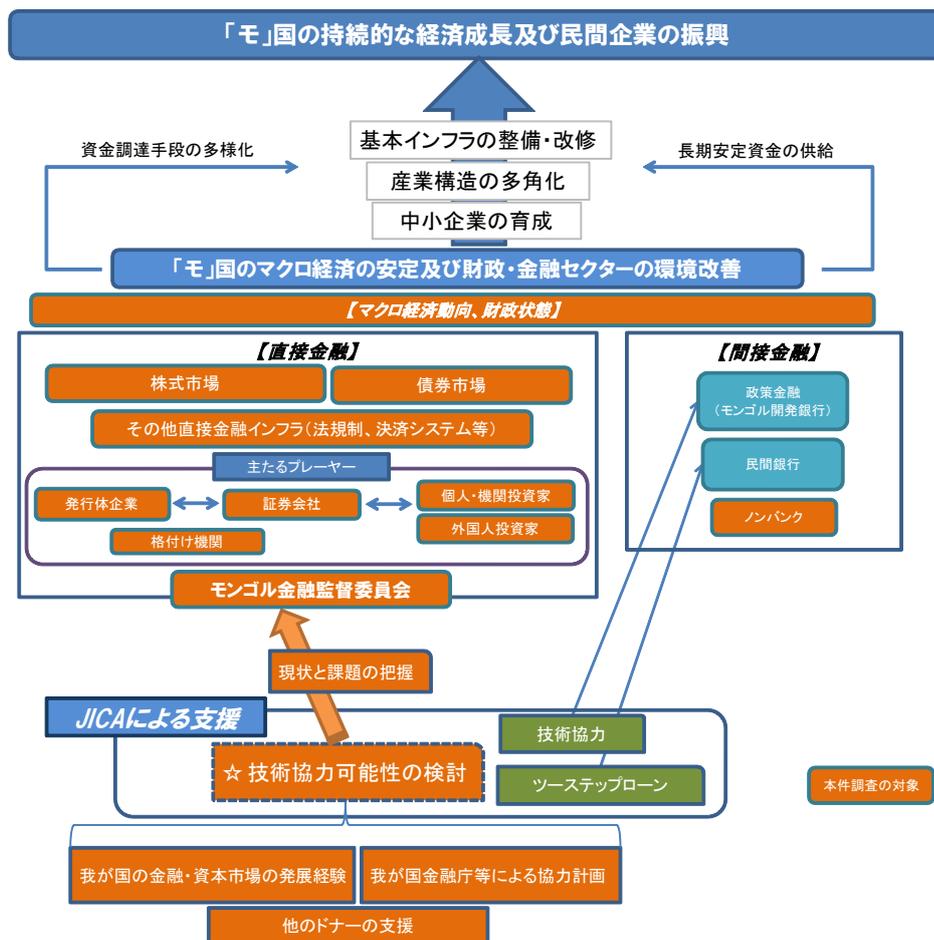
同国で直接金融市場を含む非銀行セクター（証券、保険、マイクロファイナンス等）を監督する金融監督委員会（Financial Regulatory Commission、以下FRC）は2006年設立の若い組織であり、適切な監督実施のための人材育成、組織作り、制度設計のニーズは大きい。特に2013年5月に改正（2014年1月施行）された証券法下での監督・規制のルール策定や実施体制の強化が急務であり、FRCは貴機構に監督能力向上プロジェクトを要請している。

貴機構は、これまで同国中央銀行の銀行監督機能強化や開発銀行設立支援を行なうとともに、円借款による中小企業育成・環境保全ツーステップローンを通じて、中小企業の資金ニーズ対応や経営計画策定、商業銀行の審査能力向上等を支援してきた。また2011年策定の国別分析ペーパーおよび2012年4月策定の対「モ」国別援助方針では、「鉱物資源セクターの持続可能な開発とガバナンス強化」を重点分野の1つとしており、同国のマクロ経済安定、財政・金融セクターの環境改善を通じ、持続的な経済成長および民間企業振興を支えていくこととしている。

本調査はそうした流れの中、貴機構の新たな取り組みとして「モ」国において直接金融が果たしうる役割に焦点を当てる。具体的には同国の財政・金融セクターの概況や、マクロ経済の最新動向、中期的な財政金融政策の方向性を把握した上で、同国における金融資本市場の現状、課題、支援ニーズについて情報収集・分析を行なうとともに、我が国のリソースを活用した市場育成の協力を提言するものである。

本件調査は、「モ」国の財政・金融分野全体の状況、特に「モ」国の金融資本市場の現状（含む法規制）、課題、協力ニーズに関して、2回にわたる現地ヒアリング調査を含む情報収集・分析に基づき、FRC、「モ」国大蔵省金融・保険政策課、モンゴル証券取引所（Mongolian Stock Exchange、以下MSE）、モンゴル証券保管振替機構（Mongolian Securities Clearing House & Central Depository 以下MSCH&CD）等を対象に、我が国のリソースを活用した金融資本市場育成における協力を提言する。貴機構によるこれまでの間接金融分野に対する協力に加え、直接金融市場を規制・監督するFRCへの今後の技術協力を視野に入れたものであり、我が国の金融分野での知見・経験を活用して、「モ」国の金融セクターを直接・間接市場の両面からサポートしていくことにつながることを期待される（下図参照）。

図 1-1 「モ」国支援における本調査の位置付け



出所： 調査団作成

本件調査を実施するに際しては、とりわけ以下の点に留意した。

- 貴機構や他ドナーによる既往調査を有効活用するとともに、他ドナー機関による技術協力の具体的な取組状況を踏まえつつ、我が国の経験・知見を踏まえた有効な協力案を提示する。
- 「モ」国における金融資本市場発展のボトルネックを抽出し、その克服のために必要な支援策を検討するに当たり、より forward-looking な視点から「モ」国直接金融市場の将来像を検討する。具体的には、将来時点における「モ」国の経済規模や産業構造の「あるべき」姿の実現に必要な直接金融の役割や市場規模をイメージし、その障害となる各種課題を描出する。
- 我が国証券市場が蓄積してきた知見を最大限に引き出す上で、我が国においてどのようなリソースを動員することが可能かについても併せて検討する。

今回の調査を通じて明らかになってきたのは、「モ」国の金融資本市場支援において、問題点や課題の俯瞰的な整理が十分なされておらず、ドナー間調整も十分に行なわれきていないという現状である。本調査結果が、そうした混沌とした状況の中、貴機構を中心とする我が国による同国支援の道案内として、より有効な支援計画の策定に資することを期待してやまない。

## 2. 「モ」国マクロ経済、金融・資本市場の現状

### 2.1 マクロ経済概況

#### マクロ経済の現状

モンゴル経済は、鉱業関連の海外直接投資に牽引され、高度成長を遂げてきた。一人当たり GDP は 2011 年に 3 千ドルを超え、一層の向上が見込まれている。2012 年の経済成長率は 12.3% 増に減速したが、依然二桁の伸びを維持した。

表 2-1 基礎的経済指標

	2008	2009	2010	2011	2012	
人口	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	million
失業率	9.2	11.6	9.9	7.7	7.9	%
GDP (名目)	5.1	4.6	6.6	8.6	10.3	USD billion
GDP 成長率 (実質)	8.9	-1.3	6.4	17.5	12.3	%
一人当たり GDP	2,108	1,688	2,267	3,045	3,575	USD
物価上昇率	23.2	1.9	14.3	9.4	14.2	%
為替レート (期末)	1,268	1,443	1,257	1,396	1,392	MNT/USD

出所: IMF, World Bank, National Statistics Office

2013 年第 1 四半期の実質 GDP 成長率は年率 7.1% となり、経済が徐々に減速してきたことを示している。特に海外直接投資と外国貿易が急減した。海外直接投資は、複数のプロジェクトが終了または完成間近となり減少した。輸出も商品価格の下落や、中国経済の減速により減少した。石炭は価格下落で輸出減となった。タバントルゴイでは、最大の顧客である中国最大のアルミメーカー、チャルコへの石炭輸出が 3 カ月停止した。銅価格も中国経済の減速や、世界的な在庫増により下落した。

しかし経済成長は第 2 四半期には 14.3% 増、上半期では 11.3% 増となった。上半期の二桁成長は、非鉱業セクターの強い回復によるものである。特に建設は、「建設住宅開発プログラム」などの支援策を受け、急速に拡大した。

インフレは 2008 年に 20% を超えたが、その後は世界経済危機で商品価格が下落し、比較的落ち着いていた。2012 年前半には選挙前の現金配布や給与・年金引き上げ、公共事業などで物価が上昇したが、後半は深刻な歳入不足により歳出抑制を余儀なくされた。2013 年に入ってから、経済の減速、福祉の支払削減、肉製品の価格下落などにより、物価上昇は鈍化していた。

金融政策は従来引き締められてきた。モンゴル銀行(BOM)は過去数年、政策金利や準備率を引き上げてきた。成長鈍化もあり、物価上昇率は一桁台 (7 月 8.3%、8 月 9.4%、9 月 9.9%) に収まっていた。しかしその後、インフレが再燃しはじめ、2013 年 11 月には物価が 12.0% 上昇した。インフレは、通貨安や、拡張的な財政政策、最近の金融緩和もあり、引き続き懸案事項となっている。

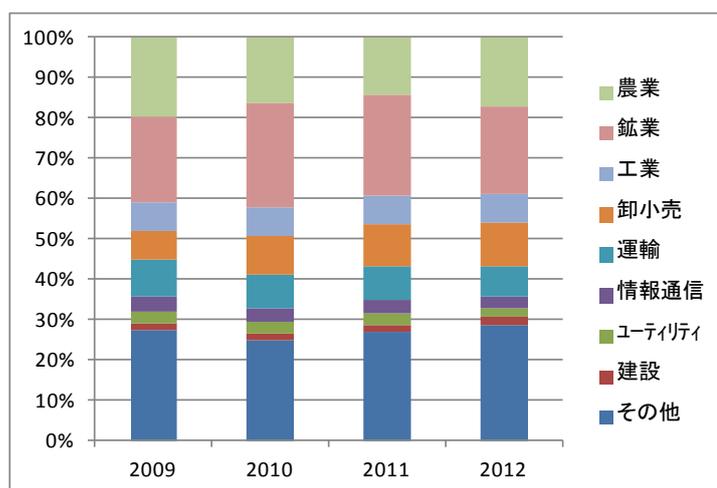
トゥグルクは長期的に減価を余儀なくされている。2008 年後半から 2009 年春にかけての危機において、トゥグルクは対ドルで急落した。2010 年から 2011 年央にかけては増価したが、2011 年後半にその大部分を失った。2012 年以降もトゥグルクは弱く、将来商品価格が上がるまでは増価しないと見る向きが多い。資本が流入すればトゥグルクは回復しようが、強い通貨は「オランダ病」を通じ、非鉱業輸出を阻害しかねない。

為替レートは 2013 年中も徐々に減価している。第 3 四半期には、経済見通しに関する市場心理が悪化し、減価が加速化した。大幅な貿易赤字と海外直接投資減による資本流入の減少を受けた国際収支の赤字が、トゥグルクの減価圧力となっている。オユトルゴイの係争や、外国投資の規制枠

組みの不確実性が、市場心理をさらに冷え込ませている。インフレ圧力が続き、モンゴルのファンダメンタルズは脆弱にみえる。為替安の結果、輸入価格が上昇し、一般市民の生活に影響を与えている。

モンゴルの産業構造をみると、依然として鉱業と農業で3分の1以上を占めている。工業、サービス業などを育成し、産業構造を多角化させていくことが望まれる。

図 2-1 業種別 GDP 構成比



出所：National Statistical Office

### 国際収支

経常赤字は2012年に32億ドル、GDPの31%に達した。輸出は9%減、輸入は2%増となり、サービス収支も観光や運輸の減少で12億ドルの赤字となった。

輸出減は主に鉱物（石炭、銅）輸出の急減によるもので、中国の需要の弱さを反映している。非鉱業輸出も肉製品の不振で減少した。

輸入は前年の大幅増から減速し、微増に留まった。これは主に、オユトルゴイが完成に近づき、鉱業用重機の輸入が鈍化したためである。

表 2-2 国際収支

	2009	2010	2011	2012	
経常収支	-342	-887	-2,759	-3,215	百万ドル
財	-189	-180	-993	-1,529	
輸出	1,855	2,887	4,795	4,383	
輸入	-2,044	-3,068	-5,788	-5,911	
サービス	-143	-295	-1,161	-1,248	
所得	-196	-599	-843	-678	
移転	186	187	238	239	
資本収支	769	1,744	2,864	4,794	
投資収支	608	1,592	2,750	4,673	
海外直接投資	569	1,630	4,620	3,835	
証券投資	-82	894	77	2,335	
その他投資	121	-933	-1,947	-1,497	
その他資本収支	161	152	114	120	
誤差脱漏	129	16	-78	-210	
総合収支	556	873	28	1,369	
外貨準備高	1,328	2,288	2,457	4,091	
輸入月額比	4.0	4.2	4.9	5.8	ヵ月分

出所：IMF, World Bank

15億ドルの海外ソブリン債（チングスボンド）発行は、資本収支の大幅改善に寄与した。政府は2012年12月に5年債（5億ドル、4.125%）と10年債（10億ドル、5.125%）を発行した。収入はBOMに預けられ、使途計画の具体化を待っている。そのおかげで外貨準備高は大幅に増加した。

さらに、中国人民銀行とのスワップライン設定（2億ドル）、BOMの預金受け入れ（モンゴル開発銀行（DBM）から4億ドル、商業銀行から2億ドル）もあり、国際収支は改善している。このため外貨準備高は輸入月額の上回った。

2013年1~9月には、貿易赤字が17億ドルに達した。輸入の需要は依然大きく、鉱物輸出はまだ停滞している。中国における豊富な石炭供給や、他の石炭輸出国との競争激化で、石炭の価格と数量は減少している。貿易赤字と、サービス・所得の赤字継続により、経常赤字は2013年1~8月に24億ドルに達した。

外国流入資本の大幅減は、海外直接投資と証券投資の双方でおきた。2013年1~8月の海外直接投資は18億ドルで、前年同期の約半分にすぎない。2013年1~8月の証券投資は、22百万ドルの流出となった。

国際収支の悪化を反映して、外貨準備は漸減した。外貨準備高は2012年末に41億ドルのピークに達した。それ以降2013年中は外貨準備が漸減し、9月には27億ドル（輸入の4カ月分）となった。

## 金融政策

BOMはインフレターゲットに関して、2013~14年は8%、2015~16年は6%と、一桁台に目標を定めている。BOMは金融安定化のため、政策レート、準備率、公開市場操作、為替市場操作などの手段を用いている。

マネーサプライは2010年に6割増と、急激に増加してきたが、BOMの過去2年間にわたるインフレ抑止努力や、2012年における経済の減速、海外直接投資の減少により、マネーサプライの増加は減速した。BOMはインフレ抑止のため、2012年を通じて、緊縮的な金融政策を維持した。政策金利は13.25%まで、準備率も12%まで引き上げられた。

表 2-3 金融政策

	2008	2009	2010	2011	2012	
マネーサプライ(M2)	2,270	2,880	4,680	6,412	7,617	十億ドル
M2増加率	-5.5	26.9	62.5	37.0	18.8	%
M2/名目GDP	37.0	43.7	55.6	57.8	54.6	

しかしM2の対名目GDP比は大きく1を下回っており、金融深化度は依然低位に留まっている。経済成長の鈍化を受け、金融政策は2013年初めに緩和に転じた。BOMの金融政策委員会は2013年に入り、政策金利を10.5%まで段階的に引き下げた。これは金融政策スタンスの大きな転換である。この判断は、実施中の価格安定化プログラムの効果が上がることを前提としている。

## 財政収支

財政政策は依然拡張的であり、財政赤字の傾向が続いている。鉱山開発の資本財輸入の関税、付加価値税など、歳入を増やす努力は行われた。しかし公務員の賃上げ、資本支出増など、歳出増が上回る結果となった。歳出増大はインフレと、輸入増を通じた国際収支への圧力につながっている。安定性と成長可能性を損なわないよう、公的支出には抑制的運用が求められる。

表 2-4 財政収支

	2009	2010	2011	2012	2013	対GDP比 %
歳入、贈与	30.3	37.1	40.3	34.9	41.1	
歳出、融資	35.5	36.6	45.1	39.1	42.2	
財政収支	-5.2	0.5	-4.8	-4.2	-1.1	

出所: IMF、World Bank

2012年の財政赤字は対GDP比で4%超と、赤字が続いた。財政赤字は金融危機時の2009年でもGDPの5%前後であった。世界銀行によれば、この悪化は歳入の過大計上と、歳出過剰によるものである。

2013年予算は、財政安定化法が完全に適用される最初の年次財政予算である。2013年予算は、構造的収支をGDPの2%内に収める計画となっている。しかしこの達成のためには、2013年の実質GDP成長率が18.5%という前提となっており、IMF予測を大幅に超えている。さらに世界銀行は、歳入予測が過大計上となっているのではないかとみている。例えば2009年OT投資協定の再交渉からの収入(4,450億トゥグルク)、民営化収入(200億トゥグルク)などである。他方歳出は、GDPの4割に増える計画である。その多くは資本支出の急増によるものである。従って構造的収支は、財政安定化法の上限である、GDPの2%丁度に達する見込みとなっている。

表 2-5 構造的収支

	2011	2012	2013	% of GDP
構造的歳入、贈与	38.1	34.3	40.2	
税金	33.1	30.5	36.6	
その他	5.0	3.8	3.6	
構造的歳出、融資	45.1	39.1	42.2	
経常歳出	29.2	28.6	27.8	
資本支出など	15.9	10.5	14.4	
構造的収支	-6.9	-4.8	-2.0	

Source: IMF, World Bank

しかし世界銀行は、本来予算計上されるべき追加的支出がまだあることを予測しており、財政収支の目標は達成困難と考えている。例えば15億ドルのソブリンボンド収入の支出可能性や、DBMのインフラ融資などである。また価格安定プログラムのもとで、食肉、小麦、油糧、住宅業界における、運輸面などでの供給ボトルネック解消のため、7,180億トゥグルクが今後3年間に使われる見込みである。従って世界銀行は、財政赤字がGDPの6%を超えるかもしれないと予想している。

### 債務の持続可能性

IMFは近年、「モンゴルの債務困窮リスクは低い」としてきた。しかし国家とDBMによる海外での大規模な債券発行は、モンゴルの対外債務を増加させた。さらに海外直接投資や石炭輸出が急減し、拡張的な財政・金融政策とあいまって、国際収支が一層悪化している。この結果、為替レートは減価し続けている。

このまま現在の拡張的な政策が続けば、各種経済指標は下記のように好ましくない水準に陥ってしまうことになる。緩和的な金融政策により、非鉱業セクターが2014年には伸長するものの、経済全体は2015年以降調整局面に入る。為替の減価は、インフレ圧力を強める。財政赤字が続き、公的債務は増加を余儀なくされる。この場合、IMFはモンゴルを「債務困窮リスクが高い」国に分類せざるを得なくなる。

表 2-6 拡張的政策が続いた場合

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
GDP成長率(実質)	11.8	12.1	-2.6	-1.2	3.2	1.2	%
物価上昇率	11.7	14.3	11.7	5.0	5.5	5.4	%
財政収支	-13.5	-13.1	-10.1	-7.6	-5.1	-4.7	対GDP比 %
公的債務	67.3	72.9	78.1	81.1	79.9	79.0	対GDP比 %
対外債務	51.8	58.1	62.5	64.3	62.4	60.6	対GDP比 %
対内債務	15.5	14.7	15.6	16.8	17.5	18.4	対GDP比 %

出所:IMF (Article IV Consultation)

しかしモンゴル当局は、状況を反転させる策を講じ始めた。政府は2013年以降、歳出予算を削減することとなった。またDBMは、2013年第4四半期から、支出のペースを落とす予定である。さらに金融政策に関しては、BOMは2013年前半に実施された金融刺激策を抑制する計画である。

このためIMFは、財政・金融政策を実質的に緊縮化させる前提で、下記のようなベースラインのシナリオを設定している。この場合、経済情勢は改善する見通しである。中期(2013-18年)のGDP成長率は、平均8%と予想されている。インフレは、2013-14年は10%以上に留まるものの、徐々に鎮静化していく。財政赤字と公的債務も穏当なものとなる見通しである。

表 2-7 財政政策が緊縮化された場合

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
GDP成長率(実質)	11.8	9.6	7.0	5.2	8.5	6.0	%
物価上昇率	11.7	11.0	7.4	6.7	6.6	5.5	%
財政収支	-13.5	-7.4	-3.8	-1.7	-1.8	-2.0	対GDP比 %
公的債務	67.3	65.8	60.4	55.9	52.4	50.1	対GDP比 %
対外債務	51.8	50.7	44.9	39.6	36.2	33.4	対GDP比 %
対内債務	15.5	15.1	15.5	16.3	16.2	16.6	対GDP比 %

出所:IMF (Article IV Consultation)

ただし債務の持続可能性に関しては、IMFの過去の経験から示唆される上限値である「閾値」を、一時的に超える指標もある。「公的・公的保証対外債務の現在価値の対GDP比」は、2013-14年に40%を超える。また、「公的・公的保証対外債務の元利払の対歳入比」も、2017年に20%を超える見込みである。

表 2-8 債務の持続可能性

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
対外債務	137.1	143.9	135.1	131.6	120.9	116.1	対GDP比 %
うち公的・公的保証対外債務	51.8	50.7	44.9	39.6	36.2	33.4	
対外債務の現在価値	128.4	136.1	128.0	125.2	115.0	110.7	
対輸出比	286.5	243.4	221.2	235.5	204.4	202.8	閾値
うち公的・公的保証分の現在価値	43.1	42.9	37.8	33.2	30.2	28.1	40.0
対輸出比	96.2	76.8	65.4	62.4	53.6	51.4	150.0
対歳入比	125.2	130.3	115.0	97.6	88.2	83.9	250.0
元利払の対輸出比	12.8	4.5	7.0	8.4	17.7	4.2	20.0
元利払の対歳入比	16.7	8.2	12.3	13.1	29.0	6.9	20.0

出所:IMF

このためIMFは、モンゴルは「中程度の債務困窮リスク」に直面していると結論づけている。これは過去からの重要な変更である。公的債務の監視と、債務管理の一層の高度化が求められている。

## リスク評価

世界銀行は今後の「モ」国マクロ経済に関して、次のリスクを指摘している。

- **世界の鉱物市場の悪化**  
最近の鉱業生産では回復の兆候もあるが、世界的な供給過剰や競争激化により、モンゴルの主な鉱業生産・輸出が不確実となるおそれ
- **中国経済の減速**  
中国当局は過剰な信用増を抑え、消費型の経済に移行しようとしており、投資が抑制され、経済成長がさらに鈍化する可能性
- **世界的な量的緩和の先細りの影響**  
先進国の金融政策のタイト化が、新興国への資本流入減と借入コスト増につながるおそれ
- **拡張的経済政策の継続**  
外国投資の鈍化により現在の経常赤字水準が続けば、最終的には為替の減価や内需の急減を通じて、厳しい調整プロセスを余儀なくされるおそれ

さらに、IMFは以下のようなリスクを認識している。

表 2-9 IMF のリスク評価

ありうるリスク	実現可能性	影響の大きさ	備考
商品価格の暴落 (非石油)	中	大	経済は銅への依存度が高く、 価格変動に対して脆弱
過度に拡張的な 財政政策	中～高	大	財政規律が緩く、インフレや、 非鉱業セクターの成長、競争力を 阻害するおそれ
金融の不安定化	中～高	中～大	銀行融資増で不動産価格が上昇、 レバレッジが高まり、金融セクターの リスク増大
インフレの金利と 為替への影響	高	大	インフレは資産・負債の価値に影響し、 不安定化するおそれ
規制の不作為 (既存の規制の 不十分な実行・強制)	高	中	資本不足の銀行の監督不十分で、 BOMへの信任と金融の安定性が 損なわれるおそれ
銀行の 集中リスク (大口融資)	中	中	大企業の倒産が銀行システムに影響し、 コングロマリットの連関を通じて 金融セクターが不安定化するおそれ
社会経済的、 政治的リスク	中	中	鉱業ブームが不平等と社会的緊張を 高めるおそれ 政治の不安定さもリスク要因

出所: IMF

## 2.2 株式・債券市場動向

### 金融・資本市場概観

金融市場においては銀行セクターの存在が圧倒的である。非銀行セクターは総資産の4%を占めるに過ぎない。モンゴルは鉱業以外の内需型産業（食品・飲料、軽工業、建設、不動産、卸小売、ホテル・レストラン、観光ほかのサービス業）を育成し、産業構造を多様化させていく必要がある。しかし長期・大規模の資金源は不足しており、多様な金融市場が必要となっている。

表 2-10 金融セクター概観

	2008		2009		2010	
	機関 数	資産 十億MNT	機関 数	資産 十億MNT	機関 数	資産 十億MNT
銀行	16	3,630	15	4,422	14	6,246
非銀行	379	179	455	196	430	266
証券	35	26	48	13	52	33
保険	15	35	18	41	17	55
貯蓄信用組合	192	46	212	45	179	49
ノンバンク	137	72	177	97	182	129
計	395	3,988	470	4,617	444	6,511
	2011		2012 Q3			
	機関 数	資産 十億MNT	機関 数	資産 十億MNT	%	
銀行	14	9,372	14	10,969	95.6	
非銀行	472	416	452	508	4.4	
証券	98	68	78	96	0.8	
保険	17	81	18	101	0.9	
貯蓄信用組合	162	62	151	66	0.6	
ノンバンク	195	205	205	245	2.1	
計	486	9,788	466	11,477	100.0	

出所: Bank of Mongolia, Financial Regulatory Commission

資本市場は未発達、債券市場も非常に小さいままで、長期投資を支える調達手段は限られている。まだリテールや年金基金のような機関投資家のベースが整っていない状態にある。

### 株式市場

国営企業の民営化を受け、モンゴル証券取引所が 1991 年に設立された。旧国営企業はほぼそのまま証券取引所に上場された。国営企業の株式は主に国有財産委員会が保有しているが、一部は国民に分配された。上場の維持が不適切な企業は、順次上場廃止となってきたが、依然として 300 弱の企業が上場している。市場は流動性が低く、小規模に留まっている。

価格指数や売買高は、2008~09 年の危機の時期を除き、全般的には増加してきたが、2012 年来は不活発に留まっている。国営鉱山会社の株式公開など、大規模開発プロジェクトの資金調達には、効率的な株式市場が必要となる。そのためには、機関や規制、監督の枠組みを改善していく必要がある。

表 2-11 資本市場の概要

	2008	2009	2010	2011	2012	
上場企業数	376	358	336	332	329	社
上位20社指数	5,583	6,190	14,331	19,847	16,839	ポイント
売買高	62	23	93	350	145	十億MNT
株式	60	23	63	109	145	
国債	1	0	30	237	0	
社債	1	0	0	4	0	

出所: Mongol Stock Exchange, Association of Securities Dealers

### 国債市場

国債市場は依然改善が必要である。MOF はオークションの予定を事前に決めておらず、不規則に国債を発行している。主として銀行が引き受け、保有し続けているので、流通市場における取引は不活発なままに留まっている。社債市場も小さく、企業は銀行借入や海外からの調達を好む傾向にある。この結果、適切なイールドカーブは形成されておらず、為替ヘッジも困難な状態に留まっている。

### 2.3 銀行セクター動向

「モ」国銀行セクターの国内与信は、従来対 GDP 比で 3~4 割の水準にあり、アジアの他途上国よりも低位に留まってきた。

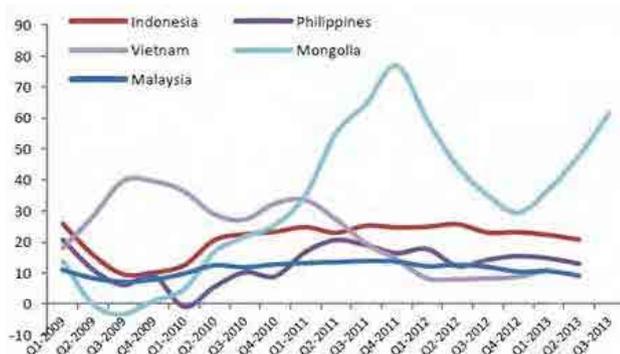
表 2-12 銀行セクターの国内与信

	2008	2009	2010	2011	2012	対GDP比、%
モンゴル	31.8	29.8	30.1	40.3	30.8	
インドネシア	36.8	37.0	36.4	38.6	42.6	
フィリピン	47.4	48.7	49.2	52.0	50.9	
ベトナム	86.9	112.8	124.7	110.2	104.9	
マレーシア	110.8	131.1	127.0	128.2	134.0	

出所: World Bank

しかし緩和的な金融政策により、国内与信が急増することとなった。国内与信残高（対政府を含む）は、2013年9月に前年同月比 61.6%の増加を示した。モンゴルの信用増のスピードは、アジア主要国の中で最も急激であった。国内与信残高は、対 GDP 比で3月の 48.6%から、9月には 67.8%に達した。

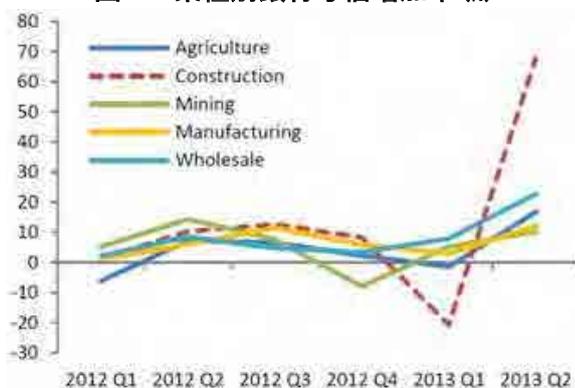
図 2-2 国内与信の増加率 (%)



出所: World Bank

2013年第2四半期においては、銀行融資はほとんどの業種で増加したが、特に建設業界への信用増が大きかった。建設業への融資は、前期比 67.7%増となり、卸売の 22.8%増を大きく上回った。

図 2-3 業種別銀行与信増加率 (%)



出所: World Bank

この結果第2四半期には、建設・不動産関連の融資が、全体の37.7%を占めることとなった。これは「価格安定化プログラム」など、政策融資プログラムが建設・不動産関連に集中したことを反映している。



銀行監督当局は、建設・不動産業界の動向や融資の性質を、よく監視する必要がある。建設融資の大部分は居住用向けと思われる。建設・不動産業界は、特に投機や政策的な刺激策を受けている場合、好不況や景気悪化の影響を受けやすいとされる。建設・不動産への融資が増大すると、銀行業界自体が将来、同業界低迷の影響を受けやすくなるおそれがある。

一方国内に目を転じると、銀行セクターは金融セクターの資産の9割超を占めている。銀行はBOMの監督を受けている。

銀行セクター全体の健全性に関する指標は、2008年の危機以降は改善している。不良債権や自己資本比率は危機時に悪化したが、保護管理下におかれた2行（ゾース銀行、アノッド銀行）を除外したこともあり、その後は改善した。不良債権比率は2013年第2四半期には3.7%まで改善した。ROAやROEはマイナスだったが、危機後は回復した。

しかし新たにセービング銀行の不良債権が加わり、不良債権比率は7月に5.0%、9月は5.3%まで跳ね上がった。BOMは2013年7月にセービング銀行の倒産に介入した。セービング銀行は国内5番目の銀行で、銀行資産の8%を保有していた。世界銀行によれば、倒産の理由は、拙稚なコーポレート・ガバナンスや、関係会社へのインサイダー融資の債務不履行が原因であった。同行は保護管理下に置かれ、ほぼ全ての資産・負債が、従業員とともにステート銀行に移管された。

表 2-13 銀行セクターの概況

	2008	2009	2010	2011	2012
不良債権比率	7.1	17.4	6.7	5.8	4.2 %
自己資本比率	8.7	5.5	11.9	15.0	16.1
ROA (税引前)	-1.5	-5.6	1.8	2.9	2.3
ROE (税引前)	-21.2	-131.9	11.2	18.6	15.2
期間別融資(民間企業)					
1年内	43.8	35.9	28.1	22.0	27.6
1-5年	52.7	54.0	66.2	71.5	64.7
5年以上	3.6	10.1	5.6	6.6	7.7
業種別融資					
農業	2.6	5.8	4.4	3.0	2.7
建設	14.5	14.4	10.8	11.8	11.8
製造業	14.5	15.5	14.1	11.3	10.8
鉱業	6.4	13.2	12.0	12.0	12.9
不動産	5.4	7.1	13.6	14.1	13.9
卸小売	22.7	18.0	18.6	17.0	16.8
その他	33.8	26.0	26.5	30.8	31.1

出所: IMF, Bank of Mongolia

銀行セクターでは上位3行で約7割のシェアを占めており、上位行への集中度が高い。最大のハン銀行は銀行の総資産の4分の1を保有している。このほかゴロムト銀行、貿易開発銀行、ハス銀行の規模が大きい。銀行融資は、地域別にはウランバートル、業種的には5業種（卸小売、不動産、鉱業、建設、製造業）に集中している。調達は預金（1年内が多く、平均6ヵ月前後。最長2年）が中心である。大手行はドナーや海外の機関から長期借入も行っているが、債券発行できたのはTDBのみ（海外）であった。融資は長くても3~5年程度までとなっている。全般に長期資金が不足している。

## 2.4 非銀行セクター動向

非銀行セクターは依然小さく、金融セクターの資産の4%を占めるに過ぎない。FRCは限られた人員で、証券会社、保険会社、貯蓄信用協同組合、ノンバンクなど、400社以上を監督している。

### 証券会社

証券業協会によれば、証券会社の資産規模は、全体としては増加している。銀行の証券子会社設立が相次いだこともあり、総資本と総資産が2011年に急増している。

表 2-14 証券会社の概況

	2010	2011	2012
総資本	13	228	281
総資産	33	2,198	2,625

十億MNT

出所: Association of Securities Dealers

証券会社は仲買、株式・債券取引、株式公開、債券発行などの業務を行っている。その多くはブローカー、ディーラーである。活発に取引を行なっているのは30~40社程度とみられる。一部では従業員数名（例えばマネジャーとディーラーのみ）の会社もある。最大手の企業（BD Sec）は、モンゴル証券取引所に上場しており、取引の多くを担っている。ニッチな金融サービスを提供するブティック型の企業もある。しかしその他は、収益が厳しいところも多いとされる。

一部のアジア諸国では、市場参加者数が数百から数千にのぼるところもあるが、モンゴルは最も少ない部類に属している。モンゴルにおける市場参加者あたりの株式売買高や株式時価総額は、アジアでも最低水準となっている。

表 2-15 アジア主要証券取引所における市場参加者数

証券取引所	市場 参加者数 免許数	市場参加者当たり	
		株式 売買高 百万ドル	株式時価 総額 百万ドル
		シンガポール	4,148
ボンベイ	1,362	78	928
ナショナル(インド)	1,349	378	915
台湾	1,171	556	628
台湾(店頭)	1,084	90	55
香港	550	1,958	5,149
上海	384	6,848	6,633
マレーシア	222	557	2,102
フィリピン	184	194	1,246
深セン	133	18,027	8,648
東京	92	34,936	37,813
大阪	92	1,438	2,197
モンゴル	80	1	16
韓国	60	26,411	19,657
タイ	38	6,286	10,257
コロンボ	28	60	606

2012年

(市場参加者数は2012年末、フローの数値は2012年通年)

出所: World Federation of Exchanges, Mongolian Stock Exchange

## 保険会社

保険業界はまだ黎明期にある。非生命保険業界(損保など)は、2004年の新保険法制定以降、徐々に成長してきた。最初の生命保険会社は、2008年に事業を開始したが、依然赤字を余儀なくされている。保険資産の運用は銀行預金が中心で、機関投資家としてのプレゼンスは皆無に等しい。

表 2-16 保険セクターの概況

	2008	2009	2010	2011	2012	
保険料収入	21.5	23.4	31.8	47.5	79.0	十億MNT
累積損失/利益	-0.1	1.8	3.3	10.4	8.1	

出所: Financial Regulatory Commission

## 貯蓄信用協同組合

貯蓄信用協同組合は小規模で未発達な状態にあり、資産規模は金融セクターの1%にも満たない。貯蓄信用協同組合は主に、地方の低所得の家庭などに、貯蓄と融資のサービスを提供している。貯蓄信用協同組合は、金利は高いが、迅速な融資手続、信用履歴のない借入人の受容、少額融資、弾力的な期間設定により、新規顧客を惹きつけ融資残高を伸ばしている。

表 2-17 貯蓄信用組合の概況

	2009	2010	2011	2012	
総資産	44.6	48.8	61.9	67.7	十億MNT
融資残高	32.2	34.9	41.5	48.3	
貯蓄(預金)	29.9	34.8	43.8	47.1	
不良債権比率	6.5	10.0	6.0	2.3	%

出所: Financial Regulatory Commission

## ノンバンク

ノンバンクは200以上存在するが、その資産規模は金融セクターの2%にすぎない。顧客の多くは、低所得の家庭である。ノンバンクの中では、マイクロファイナンスや両替商など、様々な業態がある。多くはウランバートルや他の都市部に立地している。ノンバンクは預金を受け入れず、自

己資本や、銀行・外国機関からの借入・投資に依存している。資本市場からの調達を期待するには時期尚早である。

表 2-18 ノンバンクの概況

	2009	2010	2011	2012	
総資産	96.5	128.6	205.4	245.4	十億MNT
融資残高	50.0	78.1	119.0	154.4	
自己資本	68.9	92.0	138.2	162.2	

出所: Financial Regulatory Commission

## 2.5 外国投資の流入状況

### 概況

経済開発省の外国投資登録検査部は、モンゴルの海外直接投資に関するデータを収集・発表している。ただしデータは企業の申告に基づいており、事後の変更などの正確なところはMOFの国税局が管理している。

主な海外直接投資の対象企業は以下の通りである。租税回避地を利用する投資家もおり、実際には名目上とは異なる投資国からのこともある。

表 2-19 海外直接投資の対象企業（外国資本出資額の上位 20 社、2010 年）

	資本 十億 トウグリ	外国 資本 %	投資国	業種
Oyutolgoi	65	100.0	オランダ	鉱業
MD Securities	44	99.8	バージン諸島	貿易、サービス
MCS mining	25	99.6	シンガポール	鉱業
HSBC	10	99.9	韓国	金融
Wagner Asia Leasing	10	100.0	米国	貿易、サービス
Seoul Senior Tower	8	91.1	韓国	健康、美容
Khan Bank	21	34.3	米国、中国、香港、日本	金融
Gyantbaylag	7	100.0	バージン諸島	鉱業
Globalcom	5	100.0	バージン諸島	貿易、サービス
Louis Vuitton	6	66.7	フランス	貿易、サービス
Credit Bank	10	40.7	キプロス	金融
MCS Asia Pacific	15	25.7	シンガポール	食品、飲料
Shangri-La	10	38.2	バージン諸島	貿易、サービス
EAM Bayan-Ulgii	4	99.7	カナダ	鉱業
Handy Soft Rich	3	96.7	韓国	貿易、サービス
Tethys Mining	27	10.4	スイス	鉱業
Big Mogul Coal and Energy	5	60.0	ルクセンブルク	鉱業
Hong Kong Sunkfa	2	100.0	中国、香港	運輸
EAM Exploration	2	99.3	カナダ	鉱業
Santanmores	5	28.3	韓国	鉱業

出所: US Embassy

海外直接投資は、2011年には鉱業や建設プロジェクトの寄与により増加した。しかし、2012年5月の戦略的企業外国投資法や、オユトルゴイ関連の係争の影響で、投資家心理は冷え込み、海外直接投資は急減した。

### 国別の特徴

国別にみると、企業数ではわが国は4位だが、投資金額では12位に留まっている。日本の寄与が大きいのは、情報通信（モビコムほか）、製造業（カシミア加工ほか）、貿易（自動車ほか）、サービス（ホテル、レストラン、観光ほか）などである。

中国はモンゴルの隣国として、最大の投資国となっている。投資先は鉱業を含むほぼ全業種にわたるが、貿易、サービス、農加工が主となっている。1件あたりの投資金額は相対的に小さい。韓国はモンゴルと密接な関係を保ち、件数では第2の投資国となっている。情報通信ほかで積極的に投資を行っている。

近年は欧米諸国が資源関連で大規模な投資を行ってきたが、オユトルゴイ関連投資の一段落や、戦略的企業外国投資法の影響で、投資が急減している。

表 2-20 国別海外直接投資（企業数）

	計	%	1990-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
中国	6,083	49.1	1,534	532	827	876	859	299	376	434	346
韓国	2,196	17.8	632	203	274	332	302	113	117	122	101
ロシア	824	6.7	433	54	105	72	51	37	17	34	21
日本	525	4.2	190	29	56	60	58	35	23	35	39
米国	292	2.4	98	19	28	27	44	11	14	36	15
バージン諸島	256	2.0	27	9	12	26	17	23	37	67	38
ドイツ	196	1.6	102	10	18	13	13	8	7	9	16
シンガポール	188	1.5	52	9	5	10	21	4	22	31	34
香港	167	1.3	54	9	5	10	14	10	27	20	18
その他	1,689	13.4	569	97	175	183	172	73	129	145	146
計	12,416	100.0	3,691	971	1,505	1,609	1,551	613	769	933	774

出所: Ministry of Economic Development

表 2-21 国別海外直接投資（金額）

	計	%	1990-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
中国	3,727	31.7	442	228	172	340	498	613	176	1,015	243
オランダ	3,364	23.2	5	0	0	0	4	51	233	1,817	1,253
ルクセンブルク	1,145	9.0	3	2	0	3	0	1	26	477	634
バージン諸島	1,107	7.5	48	5	6	35	6	19	102	611	274
シンガポール	717	5.5	9	5	1	1	32	9	31	403	227
カナダ	491	4.2	174	2	72	0	3	1	148	72	19
韓国	365	2.9	85	19	16	23	42	32	39	55	54
米国	306	2.5	46	6	37	4	6	3	14	127	63
ロシア	296	2.3	37	7	12	40	4	6	2	58	130
香港	220	1.8	25	1	0	8	2	11	80	54	38
オーストラリア	201	1.6	4	12	0	0	3	1	2	82	96
日本	194	1.6	66	6	5	2	47	6	7	21	34
その他	892	6.2	177	26	45	43	62	48	167	193	134
計	13,025	100.0	1,121	317	367	500	709	801	1,026	4,986	3,199

出所: Ministry of Economic Development

### 業種別の特徴

業種別にみると、投資企業数では卸小売が全体の3分の2を占めるが、投資金額では鉱業が7割以上を占めている。軽工業や建設はまだ僅かであり、産業の多角化の観点からは、それらの業種への外国投資が待たれる。

表 2-22 業種別海外直接投資（企業数）

	計	%	1990-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
卸小売	8,487	68.4	969	522	1,112	1,505	1,515	572	731	872	689	社
鉱業	415	3.3	272	27	22	23	4	12	14	22	19	
建設	391	3.1	327	15	14	20	4	6	0	1	4	
観光	312	2.5	176	57	35	23	12	1	2	6	0	
軽工業	190	1.5	167	7	14	1	1	0	0	0	0	
食品	181	1.5	172	5	2	0	0	0	0	0	2	
動物由来原材料	158	1.3	149	4	4	0	0	0	1	0	0	
運輸	130	1.0	101	7	3	1	1	2	3	9	3	
情報	108	0.9	72	7	11	7	6	2	1	0	2	
その他	1,726	13.9	1,286	58	52	15	10	10	26	214	55	
計	12,416	100.0	3,691	971	1,505	1,609	1,551	613	769	933	774	

出所: Ministry of Economic Development

表 2-23 業種別海外直接投資（金額）

	計	%	1990-2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
鉱業	9,459	72.6	494	184	195	337	485	643	820	4,083	2,218	百万ドル
卸小売	2,229	17.1	163	53	103	112	187	133	163	621	694	
金融	184	1.4	67	10	12	22	5	3	13	24	28	
運輸	170	1.3	21	1	0	1	0	2	3	7	135	
建設	127	1.0	55	1	2	4	2	9	1	5	48	
軽工業	107	0.8	85	2	1	1	18	0	0	0	0	
動物由来原材料	57	0.4	54	1	0	1	0	0	0	1	0	
観光	51	0.4	13	1	2	0	1	0	0	22	12	
情報	45	0.3	20	6	0	7	1	1	0	9	1	
その他	598	4.6	149	58	52	15	10	10	26	214	64	
計	13,025	100.0	1,121	317	367	500	709	801	1,026	4,986	3,199	

出所: Ministry of Economic Development

## 新投資法

外国投資は、過去の成長を牽引した民間投資の主要な資金源となってきた。資本市場の機能が限られるなか、海外直接投資の急減は、経済見通しにおいて重要な意味を持っている。このため、2013年に新投資法が発効した。

新投資法は内外の投資家に公平な競争の場を用意し、中期の投資の安定性を確保しようとするものである。世界銀行は、新投資法は市場にポジティブなシグナルを送り、市場心理を安定化させるのに役立つとみている。

## 3. 財政・金融政策関連法制度

前章でも解説した通り、現状「モ」国では、財政規律の徹底、インフレ圧力の抑制に加え、今後の経済成長に欠かせないインフラのファイナンスを主要な課題と位置付けている。9月に派遣されたIMFミッションとの協議においても、財政赤字のターゲット、歳出削減、モンゴル開発銀行(DBM)のオフバランス支出などが議論されているが、加えて、今後の経済発展を支える上で鍵となるインフラ資金を調達する目的で、2012年11月には初の国債を発行するなど、独自の資金調達も進めている。さらに長期観点から、豊富な国内資源を有効活用するという観点から、一度は頓挫したソブリン・ウェルス・ファンドの確立に向けた議論も進められており、関連する法整備が急ピッチで進められている。

主に財政を中心として主要な関連法は、現在準備中のものも含めて以下の通りである。

- **財政安定化法（2013年）：**  
マクロ経済運営の安定化に向けて施行。構造的財政収支を-2%以内、公的債務残高をGDP比40%以内に抑えることを掲げている。ちなみに現状、財政赤字はGDPの1割程度に達しており、同法で目標とされている2%は大きく上回っている。この問題は、9月に来訪したIMFミッションとの協議でも議題となったが、IMF側は収支改善に向けた努力については概ねポジティブにとらえている模様。
- **債務管理法（Debt Management Law、準備中）：**  
10月にちょうど法案を国会に提出したところであり、年内通過→来年初施行を目指している。従来のForeign Grant, Loan & Aid Lawに代わり、同法の対象も包含する新法であり、政府の内外債務管理に関連して、債務上限や財政規律・安定性等に関する規定等が含まれる。今後、各ドナーや他省庁からのコメントや、パブリック・コメントに掛けられる予定。
- **国家資産管理法（Sovereign Wealth Management Law、準備中）：**  
SWF的なものとしては、従来①Fiscal Stabilization Fundと②Human Development Fundがあり、何れも資源ロイヤリティ収入を活用する意図で作られたものの、うまく活用されていない。特に②は、政府財政の中に組み込まれていることから、将来に向けた余資運用という当初の意図を離れ、国民へのばら撒きに使われてしまったため、現状債務超過の状態にある。これを恒常的なインカム・ファンドとしてのMongol Future Heritage Fundに生まれ変わらせるための法律として準備されている。来春の国会には法案を提出する予定。本案の推進に関しては、大統領府が積極的。所管する財務省では、2013年3月に債務管理局（Debt Management Department）の中に、国家資産部（Sovereign Wealth Division）を新設し、2013年10月時点でDirectorも含めて6名が配置されている。ちなみに同法下で想定されるファンドの基本コンセプトは以下の通り。
  - 今から50～60年後（2070年代）には、資源の枯渇が予想されるため（Ministry of Mining 他の公的試算による）、資源ロイヤリティ収入の70%（3～4千億トゥグルク）を毎年拠出して運用することにより、資源枯渇後に備えるというもの。
  - 併せて将来にわたってオランダ病的な状況に対する耐性をつける、という意図もある。
  - 政府予算からは切り離し、ガバナンスを徹底することで、流用のリスクからも遮断。
  - これにより、上記②が抱える1兆トゥグルク余りの負債を4年で完済し、その後は資金プールを拡大。
  - 投資対象は内外株式、債券等の金融資産。
  - 前提となるインフレ率は、50年の長期で3～5%、実質リターンは4%程度を見込む。

## 4. 「モ」国金融・資本市場の評価と課題

### 4.1 金融資本市場の発展状況

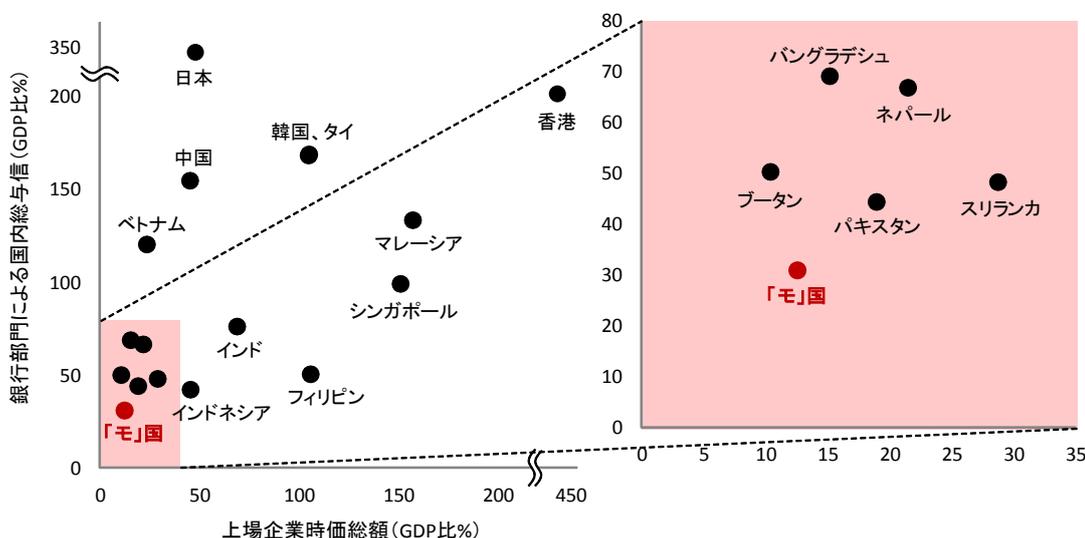
「モ」国金融資本市場の経済に対する相対規模は、現状極めて小さい。下図に示す通り、間接金融、直接金融とも、対GDP比でみた規模は、アジア各国の中でも最も小さい部類に属する。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> なお、世銀の試算では、2013年の第三四半期に国内銀行与信の対GDP比が60%付近まで上昇しており（'Mongolia Economic Update November 2013' p.26）、図中の「モ」国を表す点は、2012年からみて上方シフトしていると考えられる。

金融機関としては、商業銀行 14 行の他、ノンバンク 162 社、貯蓄貸付協同組合 195 組合がある。貯蓄貸付協同組合に関しては、自己資本無しに設立できるため安易に増大した結果、2005 年以降、組合の破綻が大きな社会問題となった。このため同業態への規制が強化され、2007 年以降には組合数が大幅に減少した。加えて、2008-09 年には商業銀行 2 行で多額の不良債権が発覚し、2009 年 11 月には BOM が債務処理に着手し、以降、国営化や合併等の再編に向けた動きが始まっている。

「モ」国金融市場の特徴としては、人口に比して金融機関が多いこと、各機関の規模が小さいため大規模プロジェクトに融資できない点が挙げられる。この克服のため 2011 年 5 月、モンゴル開発銀行が設立された他、近年は政府が国債発行を開始している。また、次項以下で詳述する通り、証券取引所への上場企業数および登録証券会社数のうち、活発に取引されているもの、ビジネスを営んでいるものは極めて限られているのが実情である。

図 4-1 金融資本市場規模の比較（対 GDP 比、%）

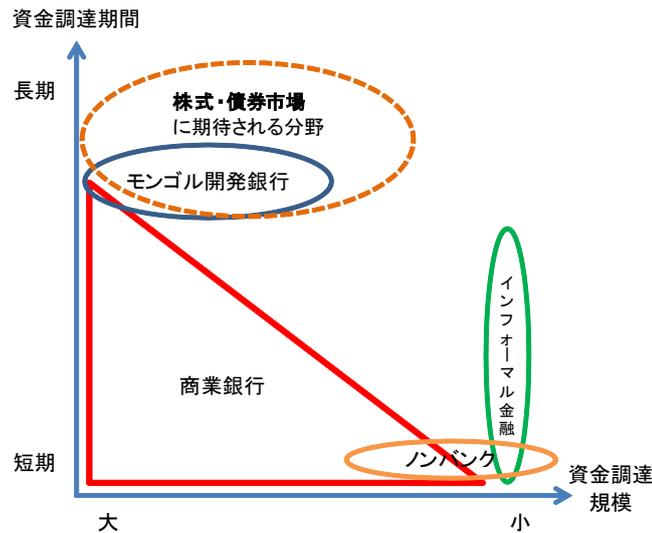


出所：世界銀行データベースより調査団作成

「モ」国における近時の金融市場の成長は、商業銀行セクターを中心とした間接金融が牽引してきており、株式・債券市場を通じた直接金融やノンバンク業界の位置付けは極めて小さい。The Global Competitiveness Report 2012-2013 によれば、「モ」国の金融・資本市場の発展状況に対する評価は総じて低く、具体的には、金融サービスのアベイラビリティ：144 カ国中 111 位、株式市場を通じた資金調達：同 107 位、証券市場の規制内容：同 132 位などとなっている。

今後「モ」国が持続的な経済成長及び民間企業の振興を実現していく上では、同国の基礎インフラの改善や産業構造の多角化、中でも中小企業の育成に取り組んでいくことが極めて重要となるが、我が国を含めた先進国における金融分野の経験を踏まえれば、そのためには企業・プロジェクトの特徴や資金ニーズに応じた資金調達手段の多様化や長期安定資金の供給が必要であると言えよう（図 4-2）。

図 4-2 「モ」国金融資本市場の構造（イメージ図）



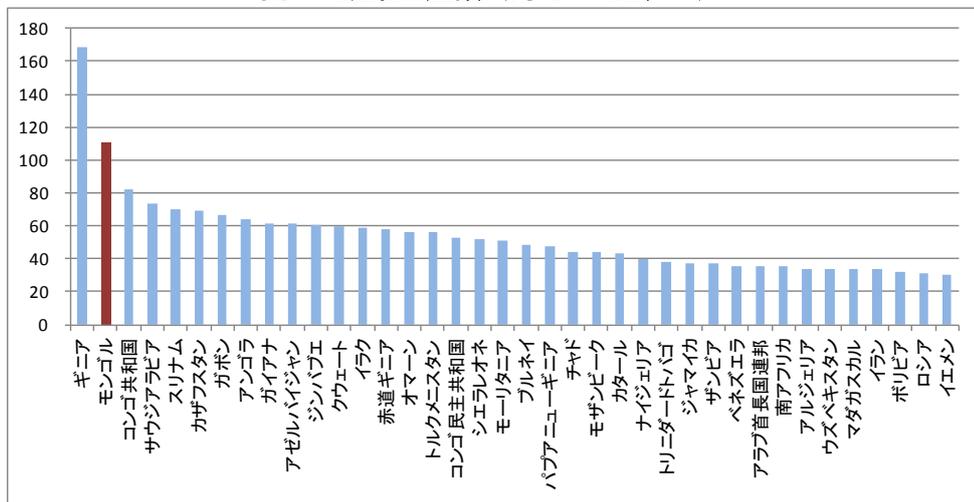
出所：調査団作成

### 資源国の資本市場活用

人口の限られた内陸の資源国である「モ」国が将来にわたって安定的な経済発展を持続していくには、資源開発プロジェクトをどのようにファイナンスし、今後の産業育成に活用していけるかが、重要な鍵となる。以下では、他の内陸資源国との対比において、どのようなファイナンス形態がありうるのかを考察する。

まず鉱業生産額の対 GDP 比をとると、3 割を超える国は以下の 38 カ国となる。左側にはモンゴルも含め、資源依存度の高い諸国が並んでいる。

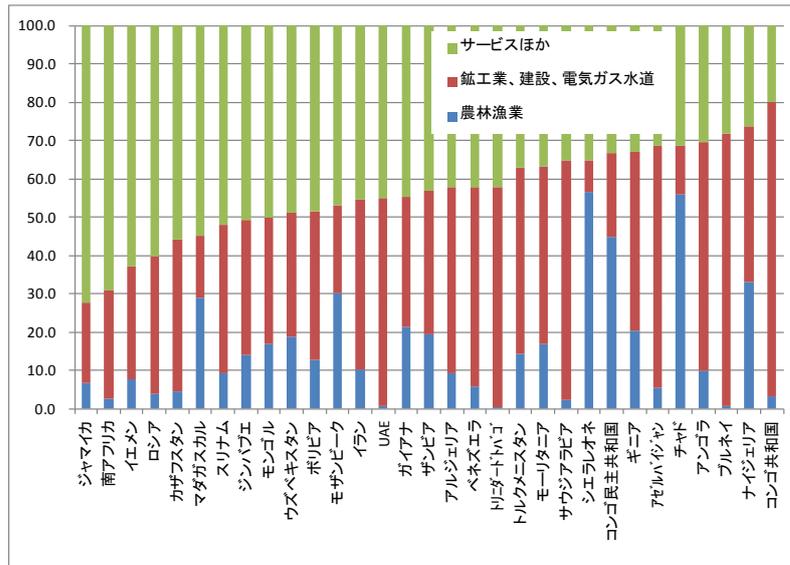
図 4-3 鉱業生産額（対 GDP 比、%）



出所：International Organizing Committee for the World Mining Congresses, World Bank  
(データは 2011 年か最新のもの)

これら諸国の産業構造を概観すると、南アフリカほかは金融を含むサービス業が発達しているが、他方で依然農林漁業などに依存している諸国もある。サービス経済化という観点からは、モンゴルは中程度の位置づけとなっている。

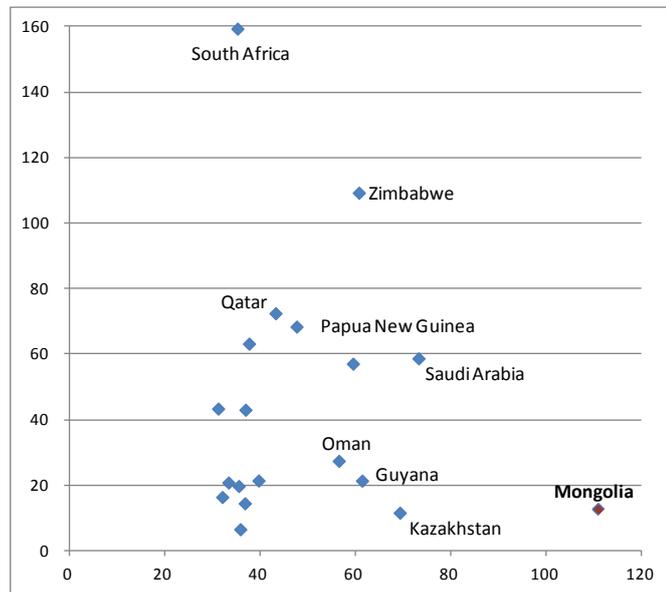
図 4-4 GDP の付加価値構成比 (%)



出所：World Bank

これら各国について、まず資本市場規模を概観すると、「モ」国は GDP 比でみた鉱業生産規模は大きいものの、時価総額は低位となっている。時価総額の GDP 比が「モ」国より高い国も多く、資本市場規模に関しては、まだ拡大の余地があるとみることもできよう。

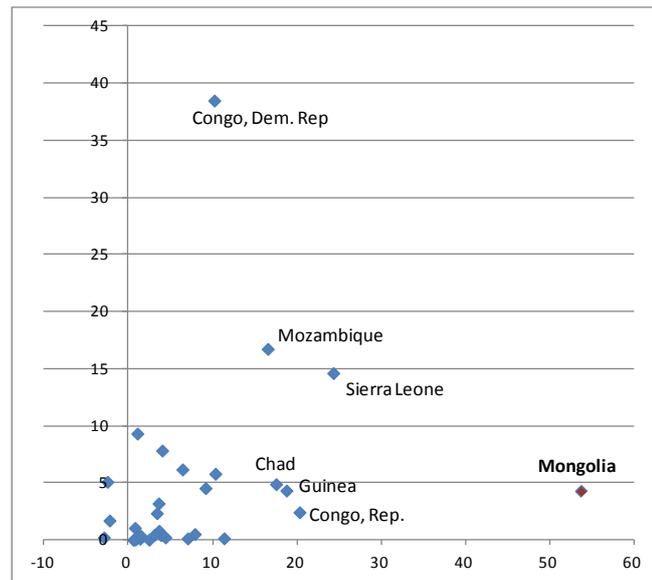
図 4-5 鉱業生産額（横軸）と時価総額（縦軸）（対 GDP 比、%）



出所：International Organizing Committee for the World Mining Congresses, World Bank

次に対内直接投資と ODA の流入状況を見ると、「モ」国は前者の対 GDP 比が突出して高く、他国を大きく上回っている。一方 ODA は、アフリカ諸国の依存度を遥かに下回っている。

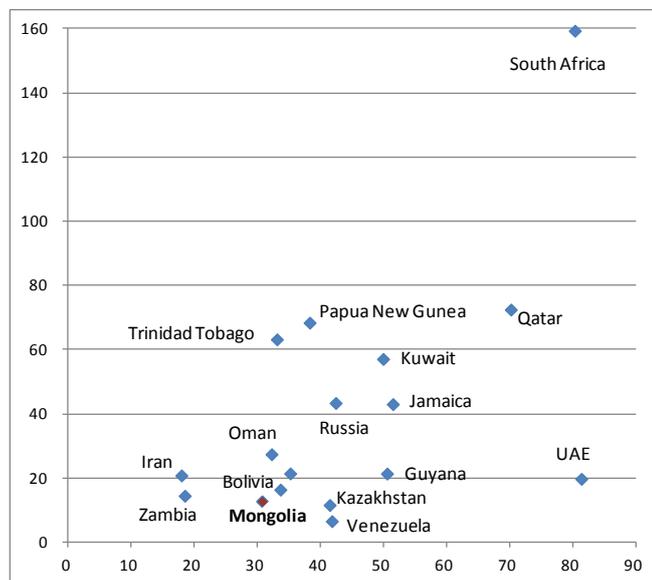
図 4-6 海外直接投資（横軸、対 GDP 比、%）と ODA（縦軸、対 GNI 比、%）



出所：World Bank

続いて銀行の国内与信残高と株式時価総額の対 GDP 比の分布をみると、「モ」国は両方とも低位にとどまっている。一方、南アフリカは双方の比率が高い。

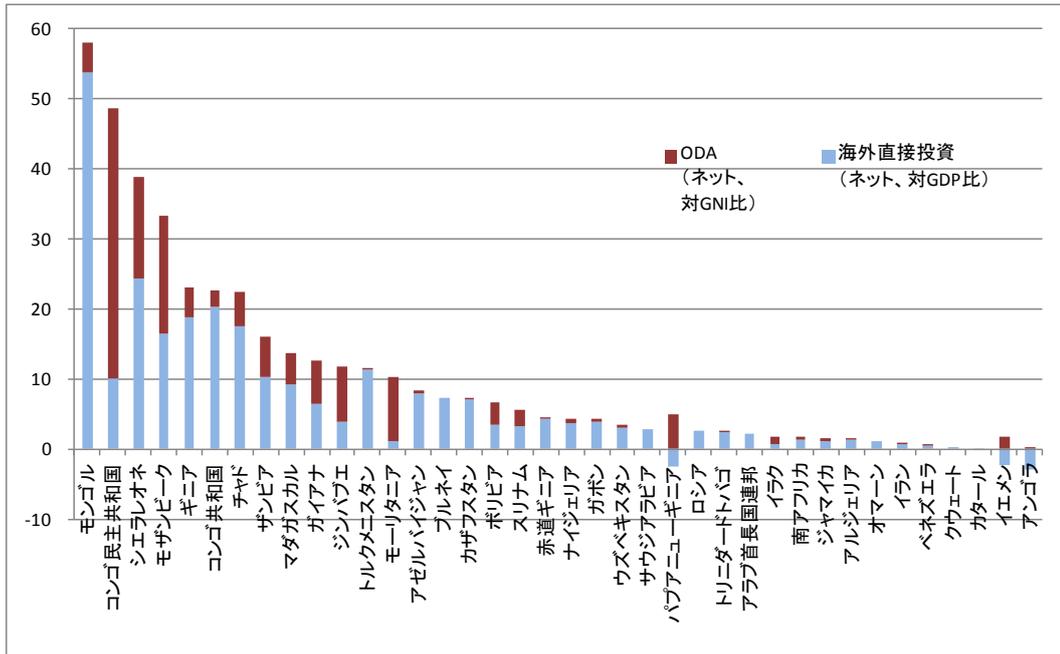
図 4-7 銀行の国内与信残高（横軸）と時価総額（縦軸）（対 GDP 比、%）



出所：World Bank

ここで各国の資金調達における相対的なボリューム感をつかむため、海外直接投資と ODA に関し、対 GDP 比と対 GNI 比の差が僅かであると仮定し、両者を積み上げてみると、「モ」国へは GDP の半分を上回る資金が流入しているが、そのほとんどが対内直接投資であることがわかる。逆に ODA への依存度においては、アフリカ諸国等を大きく下回っている。

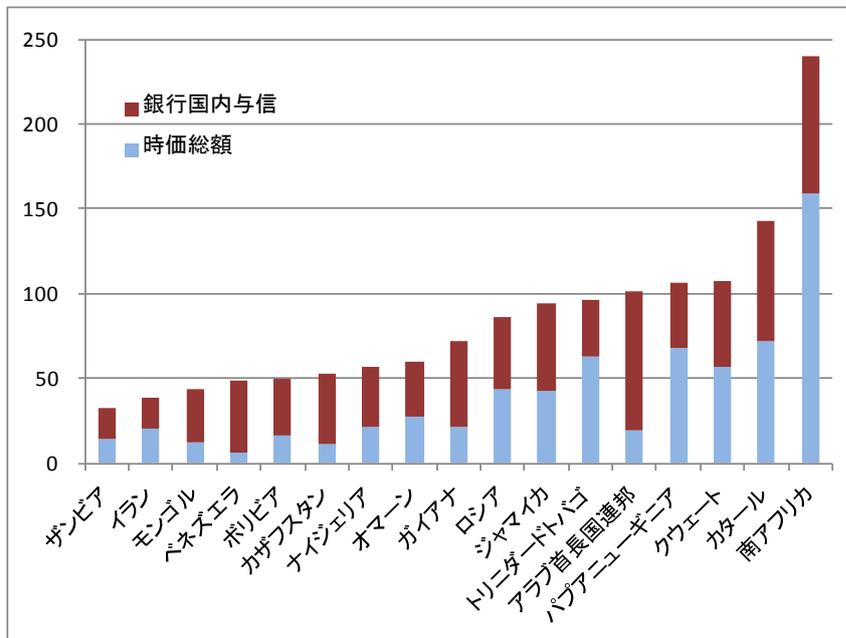
図 4-8 海外直接投資（対 GDP 比、%）と ODA（対 GNI 比、%）



出所：World Bank

また銀行の国内与信残高と、株式時価総額の双方のデータが揃っている各国について、同様の積み上げを行なってみると、「モ」国は両者（特に資本市場）を通じた調達が少ない国のひとつであることがわかる。

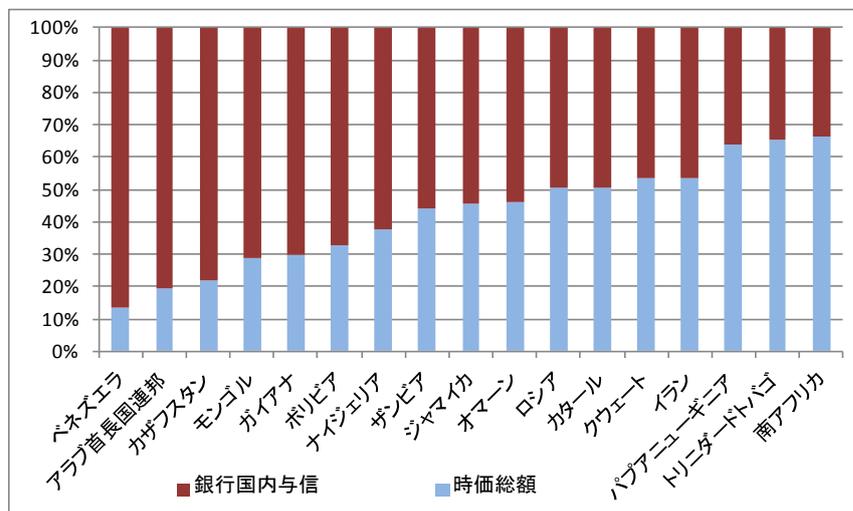
図 4-9 銀行の国内与信と資本市場の時価総額（対 GDP 比、%）



出所：World Bank

ちなみに両者の相対的割合を比較してみると、「モ」国は銀行への依存度が高く、資本市場の位置づけが小さい。資本市場の活用度が相対的に高いのは、南アフリカ、トリニダードトバゴ、パプアニューギニア、イラン、クウェート、カタール、ロシアといった資源国である。

図 4-10 銀行・資本市場の相対的活用度（対 GDP 比、%）



出所：World Bank

総じて、「モ」国の経済活動は、国内証券市場よりも、対内直接投資（や海外証券市場）でファイナンスされている感がある。一方、同じ内陸資源国の中にも、より国内金融資本市場を活用している国があることを考えれば、間接金融のみならず直接金融も十分に活用していく余地は残されていると考えることもできる。

なお資源国のなかには、チリやボツワナなど、資源セクターからの収入を有効に活用するため、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）を設立・運営している国もある。急激な資本流入は、為替レートを引き上げ、製造業などの競争力を押し下げる「オランダ病」を招きかねないが、SWFの資金運用は国外で行われることが多い点、自国通貨高には結びつきにくい面がある。為替の安定化は、長期投資の観点からは、好ましい条件のひとつとなるものとも考えられる。

## 4.2 金融資本市場における潜在的ニーズおよび課題

かかる発展段階を踏まえ、現状「モ」国金融資本市場に対して存在する潜在的ニーズを整理すると、大きく以下のものが挙げられる。

- **海外投資家：**「モ」国証券市場では、これまでも限られた数の海外機関／個人投資家が相対的に大きなプレゼンスを有しており、依然として国内投資家層の厚みに乏しいことを踏まえると、この傾向は当面の間、大きくは変わりにくいと考えられる。とりわけ欧米勢を中心とした投資家にとって、エマージング投資対象の一角としての注目度がさらに高まっていくことが期待される。
- **国内発行体：**今後、国内市場での拡大する可能性があると思われる調達ニーズは、大きく以下の3つに分けられる。
  - **国営企業民営化ニーズ** ～ 目下、国有財産委員会（State Property Committee, SPC）が、2014-16年の民営化リストを準備中。具体的には、Baganuur、Shivee Ovoo（両社とも Erdenes

MGLの傘下企業)といった石炭企業株の追加放出に加え、MonAtom(ウラン関連)、MSE、農業商品取引所、エネルギー関連企業の上場等、30-40社が候補に含まれる予定となっている。非上場企業は、民営化実現のためのF/Sやリストラへの早期着手を、これまでに上場廃止された25社については再上場に向けた動きを進めていくとみられる。

- ▶ **非鉱業セクターの中堅以上の企業を中心とした資金調達ニーズ** ~ セクターとしては、内需関連(インフラ、農業・食品、建築資材等の輸出代替型業種、テレコム等)に将来的なニーズの拡大が見込まれる。
- ▶ **大手銀行の資金調達ニーズ** ~ IPOについては過去の成功事例に乏しく、現状は各行とも慎重であり、債券発行も当面は国内より海外調達が指向される可能性が高い。ただし長期的には資本市場調達のオプションが検討対象となる可能性もある。
- **国内投資家**: 海外投資家に比べると、ニーズ拡大のペースは限定的とみられるが、以下の変化が想定される。
  - ▶ **機関投資家** ~ 現状、商業銀行、保険会社程度であり、その投資対象も国債、資金市場、(保険会社の場合)銀行預金等にとどまる。今後、年金基金、生命保険、投資信託等の投資家としてのプレゼンスが拡大してくれば、証券市場も投資対象としての重要性を増す可能性はある。
  - ▶ **個人投資家** ~ 現状、銀行預金金利が高水準で推移していること、証券市場に対する知識不足や不信感等を背景に、証券市場への資金流入は極めて限定的である。長期的には、資金運用多様化の観点から「貯蓄から投資へ」という流れの中で投資マインドを根付かせ、ニーズを拡大していく必要がある。

そしてこれらの各ニーズをより効率的に発掘していくに当たっては、本件調査を通じて、以下の各点が中心的課題として浮かび上がってきた。

- 金融・資本市場の規制内容の未整備と、FRCの監督能力・人材不足。
- 新証券法の円滑かつ効果的な運用。
- MSEにおける上場審査等運営能力の不足、ITの未整備。
- 証券市場における決済システム・機能の未整備。
- 上場企業の情報開示不足、コンプライアンス問題。
- 個人・機関投資家の層の薄さ。
- 証券市場における流動性の低さ、金融商品の幅の狭さ。

以降の各項では、これらの点について個別具体的な問題点の分析を行ないつつ、その克服に向けた方向性を交えながら解説する。

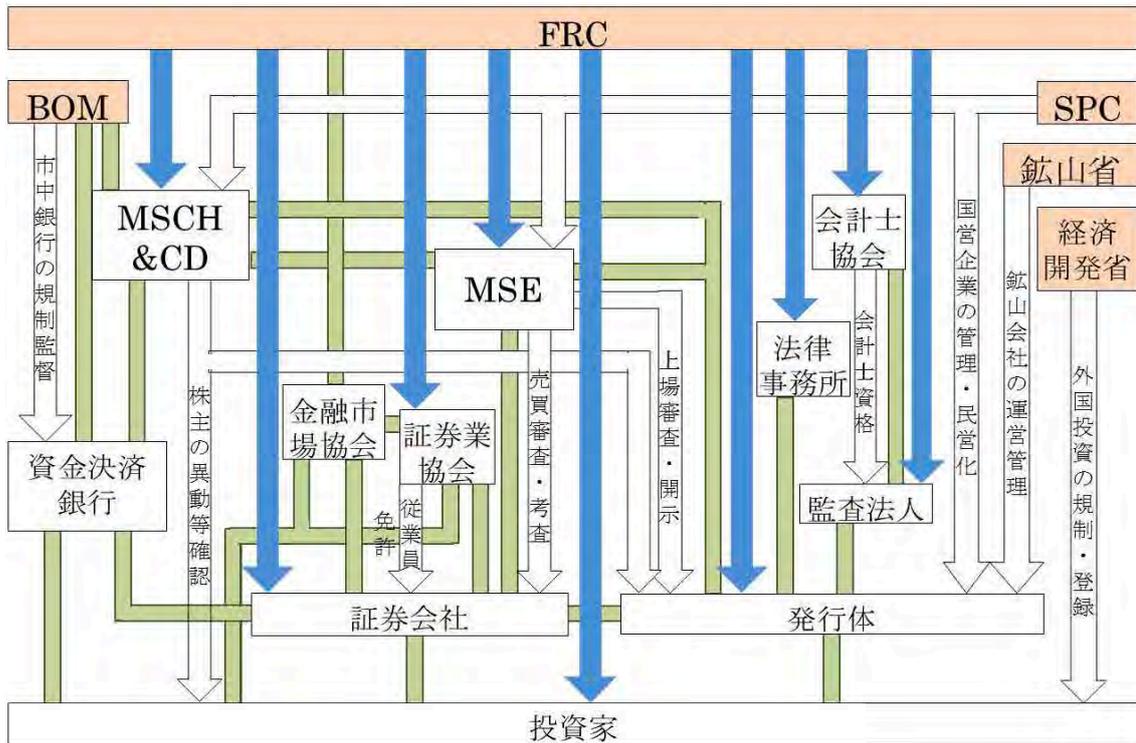
## 4.3 関連機関の現状と課題

### 4.3.1 規制監督機関

詳細は5章にて解説するが、モンゴル証券市場における規制監督機関及び市場参加者の関係は図4-11のとおりである。

規制監督機関の中核となるのがFRCであり、市場参加者やMSEをはじめとする市場インフラに対し広範に規制監督を実施している。また、MSEやMSCH&CDも市場参加者に対して規制監督を実施している。

図 4-11-1 モンゴル証券市場における規制監督機関と市場参加者の概略図



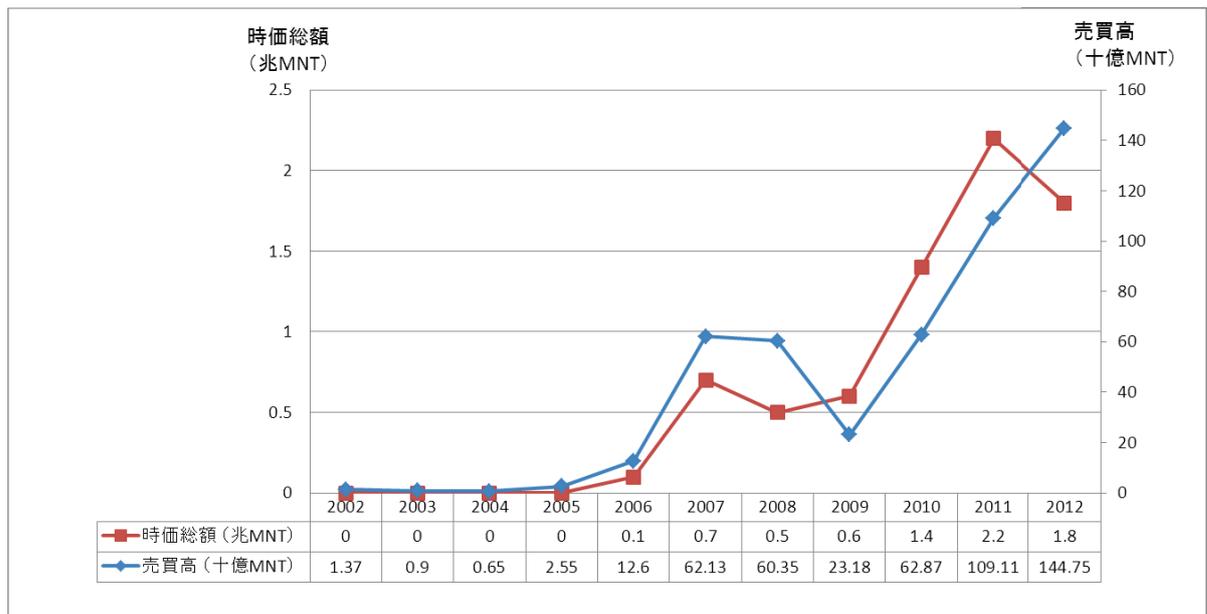
出所：調査団作成



なお、日本の証券市場規制の概要は図 4-11-2 のとおりである（参考）。日本の証券市場においては証券インフラや規制サイドで専門性や業務適正に応じて分業が進んでいるのに対し、モンゴルにおいてはこれらが未分化である点に相違があり、FRC が相当広範に規制の重責を担っているといえる。



図 4-12 モンゴル市場の上場会社の時価総額及び売買高の推移



出所：MSE2012 年次報告書から作成

もともと、時価総額は直近でも 1.8 兆 MNT（約 14 億 USD）にしかならず、上場会社の浮動株は現状 6%程度しかないこともあり、一日の平均売買代金は 578 百万 MNT（415 千 USD）に留まっている。このような状況も影響し、取引時間は 2013 年 10 月現在午前 10 時から午後 1 時までの 3 時間となっている。<sup>3</sup>なお、モンゴル市場では信用取引や空売りはできない。

投資家の構成は年によって大きく変動し、2012 年度は取引量の 90%超が機関投資家を中心とする海外投資家によるものであり、残りは個人投資家が大半の国内投資家によるものであった。2013 年度は第 3 四半期までのデータで 50%超が海外投資家による取引である。<sup>4</sup>

直近の上場会社数は 262 社であり、その内訳は表 4-1 のとおりとなっている。

表 4-1 MSE 上場銘柄の内訳（2013 年 11 月現在）

区分	銘柄数	備考
A board	36	流動性等により選定された銘柄
B board	142	一般銘柄
取引停止	63	法令違反等により FRC 検査官が取引停止を要請した銘柄
完全国有企業	21	上場会社のステータスは与えられたものの、売買が開始されていない銘柄

出所：MSE ウェブサイト掲載情報から作成

なお、時価総額及び平均売買高の大きい主要 20 銘柄の株価に連動した指数として、Top20 Index

<sup>3</sup> 主要な取引所における取引時間はニューヨーク 6 時間 30 分、ロンドン 8 時間 30 分、香港 5 時間 30 分、東京 5 時間など。またアジア各国でも韓国証券取引所 6 時間、タイ証券取引所 4 時間 30 分、ムンバイ証券取引所 5 時間 30 分など。

<sup>4</sup> P.46 図 4-22 参照

を日々公表している（Top 20 Index 構成銘柄の概要は、4.3.4 にて記載）。<sup>5</sup>

2011年には、FRC、MSE及びLSEがモンゴル株式市場の活性化のための戦略提携関係を締結し、その成果の一つとして、LSEからMillennium ITシステムを導入し、2012年7月に稼働した。当該システムは、Millennium Exchange、Millennium CSD、Millennium Surveillance、Millennium Traderから構成され、証券会社からのオンラインでトレーディングが可能となったほか、決済が世界標準といえる取引3営業日後になる<sup>6</sup>など、同国市場に大きな変革をもたらしつつある。同システムはロンドン証券取引所をはじめ世界20か国以上の30以上の証券取引所等で使用されており、同国証券市場関係者は、この導入を機にモンゴル市場がグローバルスタンダードに一步近づいたと高く評価している。

もっとも、当該システムの導入に伴う証券口座の改変手続などで混乱が生じたために取引量が激減し、2012年度の売買代金が1,447億MNTであったのに対し、2013年度は976億MNTに留まっている。

MSEの直近3事業年度分の経営成績及び財政状況は表4-2のとおりである。2011年度は社債及び公債の発行が相次いだために、総収益及び利益を押し上げているものと思われるほか、2012年度にかけMillennium IT関係でB/Sが膨らんだものと思われる。なお、2012年度の赤字計上の主因はMillennium IT導入による減価償却費及び未払金の為替差損などが考えられる。

表 4-2 MSE の経営成績及び財政状況

	千 MNT		
	2010	2011	2012
営業収益	641,275	2,880,980	1,491,580
当期純利益	23,207	463,509	-227,194
総資産	2,451,119	9,646,897	13,874,539
純資産	2,445,099	7,411,825	8,711,784

出所：MSE2011年及び2012年年次報告書から作成

現在締結されているLSEとの戦略提携関係は2014年4月でひとまず期限を迎えるが、Millennium ITの開発元でありLSEの子会社であるMIT社との間では2年間のサポート契約を締結することで2013年9月に合意済みであり、引き続きサポートなどが受けられる予定である。

また、同じくLSEの子会社であり指数の作成・管理を行っているFTSEとの間では、2013年10月に指数算出にかかる協力協定を締結し、2014年第2四半期を目途にMSEで新たな指数の導入を予定するなど、LSEグループとの関係は継続している。

## ➤ 組織

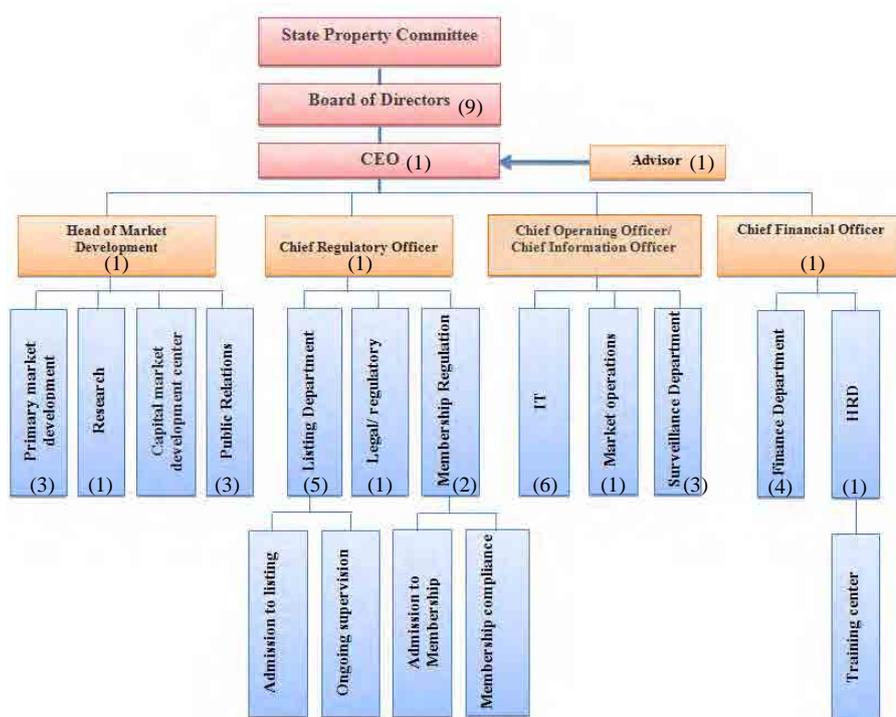
MSEは、以下の組織図のとおり、市場運営、IT、プロモーション、規制業務といった取引所としての基本的な機能はひとつと揃えている。もっとも、規制業務の人員については、上場5名、

<sup>5</sup> 指数が創設された1997年には75銘柄が算出対象となっていたが、売買状況等に鑑み2002年から20銘柄となった。

<sup>6</sup> 以前は取引日から3営業日前（T-3）に投資家が前受金を払込み、取引当日（T+0）に清算決済が完了する流れであった。

売買審査 3 名、考査 2 名、法務 1 名であるほか、取引所業務に従事する職員全体でも約 30 名に過ぎない。

図 4-13 MSE 組織図



出所：MSE ウェブサイト

\*かっこ内の数は人員数

現在 MSE は国有財産委員会（State Property Committee、以下 SPC）傘下の国有企業であり、取締役会は、SPC や FRC をはじめ、経済開発省等の官庁出身者を中心に構成されているが、将来的には民営化し MSE 自体の上場も想定されている。また、後述する証券市場法（改正法）の施行に伴い、MSE 自体も自主規制機関（以下「SRO」という。）<sup>7</sup>となる。更に、LSE との共同研究により 2015 年までに MSE 傘下に中央清算機関（以下「CCP」という。）を設立することも検討されており、改正法にはそのための手当ても既になされている（証券市場法（改正法）第 47 条第 6 項）。

## ➤ 課題

- MSE 自身が、国有企業の民営化ツールとしての株式市場から脱却し資金調達場として機能する必要性や、そのために取引所を取り巻く規制を変更していく必要性を認識しており、その第一弾として Millennium IT を導入したが、これに加え証券市場法の改正により重複上場やカスタディアン制度が導入されることで新たな市場参加者が増え、市場が活性化することが期待されている。

<sup>7</sup> 自主規制機関は、市場の公正性・透明性を確保するため、自主規制ルールを制定するとともに、当該機関に所属する会員等が法令や自主規制ルール等に基づいて適正な業務を行っているかどうかの監査等を行う。（「証券取引等監視委員会の活動状況」平成 9 年 10 月より抜粋）

市場に密着した自主規制機関が法令を補完するために市場の実態に合わせてルールを作り、その実効性を確認しながらきめ細かく微調整することができる点にメリットがある。

- このような新制度が導入される変革期においては、専門性を有する人材の育成が必要不可欠である。この点、LSE との戦略提携関係により、市場参加者を含め 120 名が LSE による研修を受講したが、当該提携に係る予算執行は完了しており、証券市場法（改正法）に則した実務運用を構築し運営していくうえで不足ない人材の継続的育成が課題になると考えられる。とりわけ、改正法下では MSE が SRO となることから、規制業務の適正な履行が不可欠となるが、この点、上述した規制業務の人員規模からすると必ずしも潤沢というわけではなく、市場の活性化に伴って人員体制の強化も必要と考えられる。
- また、MSE は、ポスト・トレーディングに関して現状 CCP が無いことからくる決済リスクや、カストディアン制度の円滑な導入などを課題として認識している。これに関連して、将来的に MSE を中心としてグループ傘下に CCP や保管振替機関などを収めるグループ会社化構想が検討されている。もっとも、CCP の設立に関してはコストもかかるうえ、業務に理解のあるスタッフもいないなどの問題もある。
- 更に、詳細は 5.4.2.1 で後述するが、MSE 上場会社に対し課された開示義務は非常に限定的であり、実際に開示されている内容も十分ではなく、開示制度の充実及び適切な運用が今後大いに期待される。
- 投資家層の拡大による市場の活性化の観点で、今日の証券取引所には個人投資家等を対象とした啓発活動の実施なども期待される所であり、MSE としてもその重要性は認識している。ただし、現状実施されているのは有料かつ専門的なセミナーのみである。
- MSE は、市場の活性化に尽力する一方で SRO として規制業務を着実に履行しなければならず、場合によっては相反するこれらの課題を一組織内に包含することとなるうえ、特に MSE が将来上場した場合には、営利法人である上場会社における自主規制業務の在り方については、今後検討が必要と考えられる。

#### 4.3.2.2 モンゴル証券保管振替機関 (Mongolian Securities Clearing House & Central Depository; MSCH&CD)<sup>8</sup>

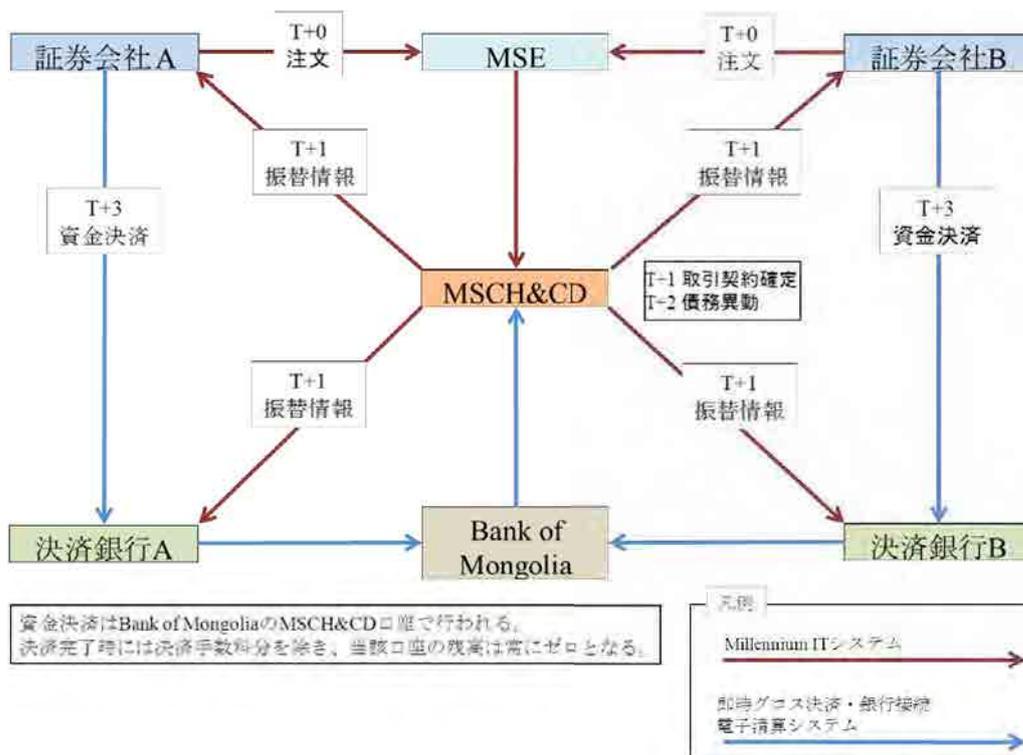
##### ➤ 概要及び沿革

「モ」国において証券集中保管機関（以下「CSD」という。）は元来 MSE 自体が担当していたが、2002 年の証券市場法（旧法）の成立を受け取引所から分離・独立することとなり、2003 年に MSCH&CD が設立された。現在、同機関では証券の清算決済、保管及び名義書換を主要な業務としている。

MSCH&CD では、MSE 同様、2012 年に導入した Millennium IT により業務が大きく変遷しつつある。以前は取引日から 3 営業日前（T-3）に投資家が前受金を払込み、取引当日（T+0）に清算決済が完了する流れであったが、世界標準である取引 3 営業日後（T+3）の清算決済に変更された（図 4-14 参照）。タイムラインとしては、取引翌営業日（T+1）に MSCH&CD から証券会社及び決済銀行（現状では商業銀行 4 行に限定されている。）に対し通知がなされ、取引 3 営業日後（T+3）にモンゴル銀行の MSCH&CD の口座を通じて資金決済がなされている。

<sup>8</sup> 本項の記載は特記なき限り MSCH&CD 公表資料及び MSCH&CD への調査団ヒアリングに基づく。

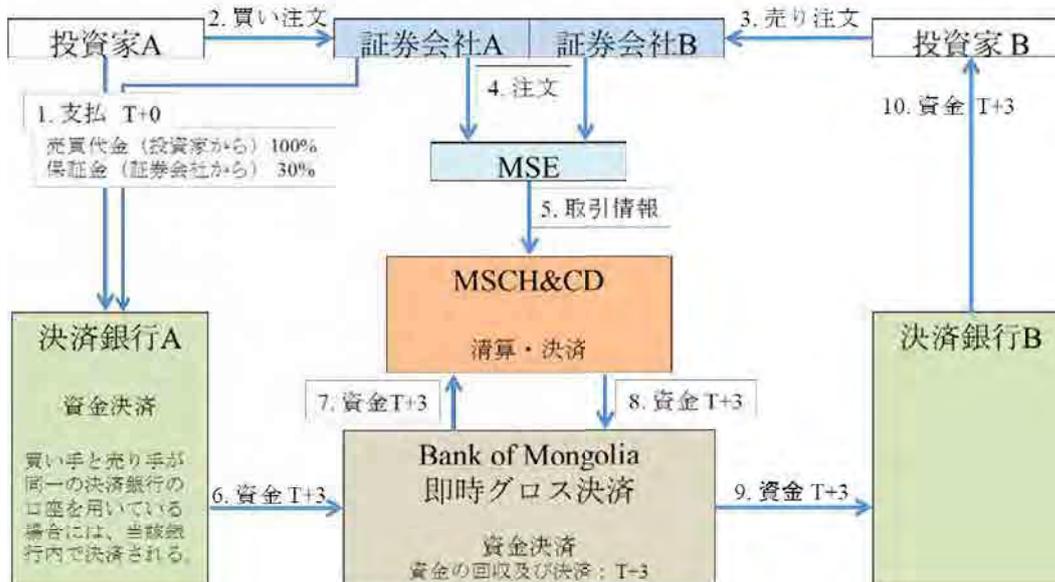
図 4-14 決済業務の概要



出所：MSCH&CD プレゼンテーション資料

一方で、証券会社の破綻リスクに対する決済履行保証名目で、証券会社が取引当日に買い注文の金額の30%の担保を決済銀行に差し入れる制度が依然として残っており（図 4-15 参照）、これが規模の大きな取引を阻害しているとの指摘がある。

図 4-15 清算決済フロー



出所：MSCH&CD プレゼンテーション資料

直近においては、資金の払込み自体を取引 3 営業日後 (T+3) とする完全な世界標準への移行を目指し、MSE や MSCH&CD、証券業協会などで議論が持たれており、リスク等を斟酌したうえで最終的には FRC が移行の是非を決定するようである。

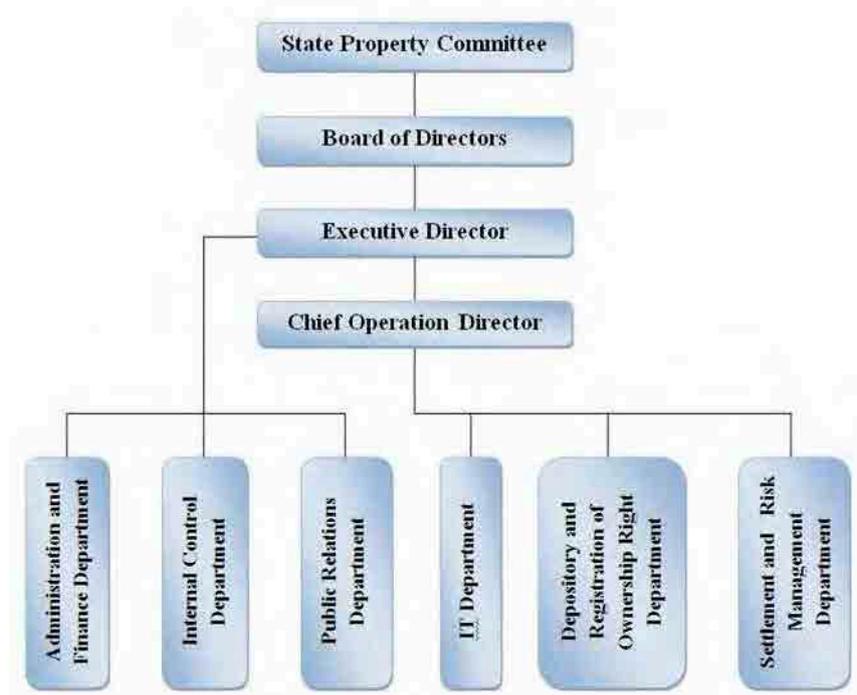
なお、投資家保護基金の管理も現在 MSCH&CD の所管となっている。

#### ➤ 組織

現在 MSCH&CD は SPC 傘下の国有企業であり、取締役会は、SPC、財務省、経済開発省等の官庁出身者やモンゴル銀行出身者等により構成されている。また、後述する証券市場法の改正施行により SRO となり、これに伴い、上場会社が主要株主として開示する 5%以上の株式の異動や、公開買付けとなる 10%以上の株式の異動の確認などを自主規制業務として実施することが考えられるとのことである。

「モ」国内には CSD から独立した機関が清算業務を行うべきではないかという議論もあり、MSE 傘下に CCP を設立する案などが検討されているが、これが実現した場合には、MSCH&CD は保管振替のみを担当することとなる。なお、MSCH&CD の組織体系は図 4-16 のとおりであり、5 名の取締役及び 39 名の職員を有する。

図 4-16 MSCH&CD 組織図



出所：MSCH&CD ウェブサイト

#### ➤ 課題

- Millennium IT の導入は MSCH&CD の業務にも大きな影響を及ぼしており、旧システムとの併存によりマニュアルワークが多数生じ、証券会社側でもバックオフィス業務の負荷が高まるといったリスクが認識されており、足元で落ち込んでいる売買高が増大した場合に、トラブルが起きぬよう対策が必要と考えられ、MSCH&CD 自身、システム監査の必要性を認識している。

また、MSCH&CD の基幹システムとなった Millennium IT CSD は、システム自体が MSE 内に所在しているため MSCH&CD から直接的にモニターやコントロールができず、同機関自身この点の改善を期待している。更に、登記所 (General Authority for State Registration) や税務署 (General Tax Office) からの要請に基づき、提供している MSCH&CD の保有情報の機密が確保されているかなども、確認すべき事項として認識しているとのことである。MSCH&CD は、MOU を締結している証券保管振替機構 (JASDEC) などから定期的にセミナー等を通じて情報を入手し、業務の最適化に尽力している。もっとも、「モ」国の CSD 業務を巡る体制が変わる可能性があり、今後 CCP が設立された場合には MSCH&CD 自体の業務が限定され、同機関の業務のあり方を検討する必要がある一方で、CCP については同国内にノウハウがなく、新組織の下で清算業務が円滑に運営されるよう、相当の配慮が必要となる。また、証券市場法の改正施行に伴い、カストディ制度が設けられたり預託証券 (Depositary Receipt) 制度が設けられたりするが、MSCH&CD がこれらの制度にどのように対応していくべきか今後検討が必要であるが、そのための人員やノウハウが欠如しており、同機関自身はアドバイザーの派遣などを期待しているところである。なお、MSCH&CD は韓国証券預託院 (KSD) や香港中央結算有限公司 (HKSCC) などとも提携関係を構築しており、韓国にはカストディ業務関係、香港には清算業務関係でそれぞれセミナー開催依頼がなされている。

- 上記のほか、MSCH&CD と決済銀行との間で正確な決済情報の授受が出来ていないケースがあったことなどから、決済銀行 (規制監督機関はモンゴル銀行となる。) との連携に係る規制整備について MSCH&CD が支援の必要性を訴えていた。

#### 4.3.3 証券会社

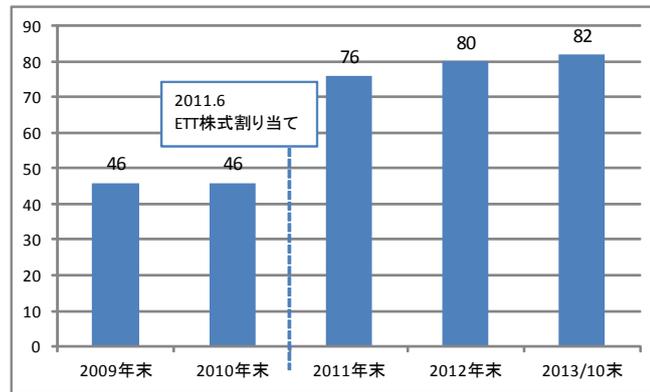
1991 年、MSE が国有企業の民営化を目的に設立された際、広く国民に株式を配布するために 21 の各県及びウランバートル市にて設立された合計 29 の国有証券会社が、モンゴルにおける証券会社の嚆矢とされている。これら証券会社はその後民営化されており、また 2011 年に国営石炭鉱山会社エルデネス・タバン・トルゴイ (以下「ETT」という。) の株式の国民への割り当てが行われる際に数多くの証券会社が設立されたことから、直近では 82 社の民間証券会社が存在している (MSE メンバー企業ベース)。MSE の 2012 年年次報告書によれば、2012 年末時点の MSE メンバー企業 (MSE が規定する要件を満たしており、MSE でのトレーディング業務を行うことのできる証券会社) 数は 80 社、合計従業員数は 593 名とされており、1 社あたりの従業員数 (単純平均) は 7.4 人と計算されるが、現行の証券市場法において証券会社に対して課される最低資本金の水準が 50 百万 MNT (約 3 百万円) と少額であり<sup>9</sup>、少人数でブローカー (売買仲介) 業務のみを行う零細証券会社が多いことがその背景にある。因みに、引受業務も行う証券会社の最低資本金は 200 百万 MNT と規定されている。

尚、2013 年 7 月 9 日の MSE のニュースリリース<sup>10</sup>によれば、MSE は、年会費の支払等、MSE メンバー企業としての義務を履行していない企業については証券取引業務を停止するとしており、現在メンバー規則を順守している企業 29 社の社名を公表している。言い換えれば、現地ヒアリングにおいても言及された通り、数多くの零細証券会社は実質的に休眠状態にあると言えよう。

<sup>9</sup> 我が国の金融商品取引法では、第 1 種金融商品取引業の登録要件として、資本金 50 百万円以上であることが規定される。

<sup>10</sup> <http://www.mse.mn/news/show/id/620>

図 4-17 MSE メンバー企業数の推移



出所：MSE ウェブサイト掲載情報から作成

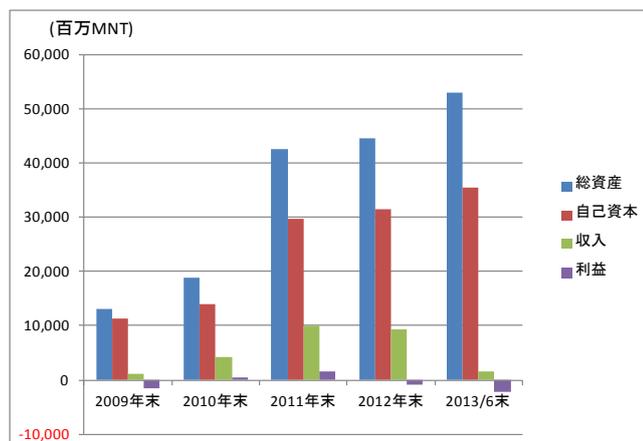
表 4-3 MSE メンバー企業の事業別内訳と従業員数

	2011年末	2012年末
MSEメンバー企業数(社)	76	80
ブローカー/ディーラー(B/D)	46	47
B/D及び引受業務	18	17
B/D及びコンサルティング業務	8	9
B/D及び引受業務、コンサルティング業務	4	7
従業員数(人)	538	593
平均従業員数	7.1	7.4

出所：MSE 2012 年年次報告書から作成

図 4-18 は、MSE メンバー企業合計の主たる財務指標の推移を示したものである（2013 年は第 2 四半期までの数値）。前述した ETT 株式割り当て時の証券会社数の増加に伴い、業界全体の総資産、自己資本、収入規模は 2011 年度にそれぞれ大きく増加している。但し、その後収入は伸び悩んでおり、収益面でも低迷している。2011 年度は 76 社中 35 社が、2012 年度には 80 社中 60 社が赤字決算となっている。

図 4-18 MSE メンバー企業合計の主要財務指標



出所：MSE ウェブサイト掲載情報から作成

モンゴル証券業界における業界地図は、ここ数年で変容してきている。業界最大手は 1991 年に設立された BDSec 社であるが、2011 年の大手商業銀行 TDB による証券子会社設立や、United Securities LLC の躍進等により、資産規模で見た場合の BDSec 社のプレゼンスは相対的に小さくなっていると言えよう。一方、収入面では、(後述する通り)モンゴル国内外の個人・機関投資家との幅広いネットワークを有するとされる BDSec 社の確固たる地位は揺らいでいないと評価されよう。

表 4-4 MSE メンバー企業 総資産 上位 5 社 (単位：百万 MNT)

		2013/2Q			2009	
		金額	シェア		金額	シェア
1	TDB Capital LLC	12,791	24%	BDSec JSC	4,896	38%
2	United Securities LLC	10,857	21%	Eurasia Capital Mongolia LLC	855	7%
3	BDSec JSC	9,594	18%	Mongol Securities JSC	750	6%
4	Frontier LLC	1,803	3%	Ard Capital LLC	619	5%
5	Daewoo Securities	1,363	3%	Delgerkhantai Securities	552	4%

出所：MSE ウェブサイト掲載情報から作成

表 4-5 MSE メンバー企業 総収入 上位 5 社の推移 (単位：百万 MNT)

		2013/2Q			2012			2011	
		総収入	シェア		総収入	シェア		総収入	シェア
1	BDSec JSC	363 ↓	25%	BDSec JSC	4,830 ↓	52%	BDSec JSC	4,136 ↓	42%
2	TDB Capital LLC	204 ↓	14%	MICC LLC	811 ↓	9%	TDB Capital LLC	1,071 ↓	11%
3	MICC LLC	170 ↓	11%	TDB Capital LLC	691 ↓	7%	MICC LLC	804 ↓	8%
4	SG Capital LLC	90 ↓	6%	United Securities LLC	323 ↓	3%	Eurasia Capital Mongolia LLC	622 ↓	6%
5	Daewoo Securities Mongolia LLC	80 ↓	5%	Eurasia Capital Mongolia LLC	307 ↓	3%	Frontier LLC	587 ↓	6%

		2010			2009	
		総収入	シェア		総収入	シェア
1	BDSec JSC	2,054 ↓	48%	MICC LLC	312 ↓	29%
2	MICC LLC	507 ↓	12%	Eurasia Capital Mongolia LLC	149 ↓	14%
3	Monkhan Trade LLC	402 ↓	9%	MBG LLC	94 ↓	9%
4	Global Asset LLC	219 ↓	5%	Monet capital LLC	82 ↓	8%
5	Frontier LLC	133 ↓	3%	BDSec JSC	80 ↓	7%

出所：MSE ウェブサイト掲載情報から作成

表 4-6 は 2011 年度における株式、債券のトレーディング金額合計の上位 5 社を示したものである。BDSec 社は株式売買市場（2011 年）で売買金額の約 68% と圧倒的なシェアを有している一方、債券市場（主として国債）では銀行系証券子会社の TDB Capital が最大シェアを有している点は、銀行系証券会社のプレゼンスが特に債券市場にて高まっていく可能性があるとも捉えられ、注目される。尚、現地ヒアリングによれば、ブローカー業務において証券会社が受け取る手数料の料率は 4.5% が上限として定められているとのことであるが、実際の料率は顧客との関係等に応じて決められているとのことである。

表 4-6 MSE メンバー企業 株式、債券トレーディング金額 上位 5 社

(単位：百万 MNT)

	株式	シェア	債券	シェア	合計	シェア
BDSec	148,302	68%	84,385	34%	232,687 ↓	50%
TDB Capital	71	0%	105,766	43%	105,837 ↓	23%
Monsec	3,308	2%	23,424	10%	26,732 ↓	6%
Capital Market Corporation	1,547	1%	16,570	7%	18,117 ↓	4%
Ard Capital Group	1,680	1%	11,858	5%	13,538 ↓	3%
その他共合計	218,222	100%	245,520 ↓	100%	463,741 ↓	100%

出所：MSE 2011 年年度報告書から作成

以下は、モンゴル証券業界大手数社（現地ヒアリング先が中心）の概要について、記載したものである。

➤ **BDSec**

- ✓ 1991 年設立の業界最大手。ブローカレッジ、引受、投資アドバイザリー、リサーチ業務を手掛ける。2006 年に MSE 上場。従業員数約 40 名。
- ✓ 元々は Tuv 県に本拠を置く国営証券会社であったが、1998 年現経営陣が買収し<sup>11</sup>、ウランバートルに本拠を移転。
- ✓ 当社は、国内証券口座の 25%、外国人証券口座の 44% と高いシェアを有しており、MSE

<sup>11</sup> BDSec 社にかかる Wikipedia の情報に基づく。

の取引量では50%超と圧倒的なポジションにある。

図 4-19 BDBSec 社の株式売買金額シェア推移



出所：BDBSec 社プレゼンテーション資料（2013年9月）

- ✓ 引受業務については、2005年以降のIPO（新規株式公開）案件17件のうち12件、また2001年以降の債券発行13件のうち5件の主幹事を務めている。IPO案件の具体事例としては、Genco Tour Bureau（大手旅行会社、2006年、80億MNT）、Tuul Songino Water Resources（ウランバートル市における地下水供給、下水処理施設運営等。2007年、MNT132億MNT）、KhukhGan（冶金工場、2008年、MNT32億MNT）、Naco Fuel（石炭加工、2008年、3億MNT）、Silikat（石灰コンクリート、2011年、36億MNT）が挙げられる。
- ✓ 近時の損益状況は以下の通り。2009年に一時的に赤字決算となるも、その後の業績は回復に転じている。但し、2013年は株式市場低迷の影響を受けているものと見られる。

（単位：百万MNT）

	2009年末	2010年末	2011年末	2012年末	2013/6末
総資産	4,896	6,517	9,887	9,750	9,594
自己資本	4,836	6,319	8,745	9,469	9,262
収入	80	2,054	4,136	4,830	363
利益	-467	819	1,431	1,491	-346

出所：MSE ウェブサイト掲載情報から作成（以下の各社の損益状況の出所は同じ）

- ✓ 2007年、グローバルなネットワークを有するニューヨーク本拠のブローカー会社、Auerbach Grayson & Co, Inc.と事業提携。
- **TDB Capital**
  - ✓ 大手商業銀行TDBの100%子会社として、同行内の国際・投資銀行部門を分離し、2010年12月に設立。ブローカレッジ、引受、アセットマネジメント、投資アドバイザー、リサーチ業務を手掛ける。
  - ✓ 同社PresidentのR. Koppa氏は、TDBのPresidentを兼任。同氏は2004年、ING BankによるTDBへの技術支援プログラム実施時に来蒙。また、同社CEOのOnon Orkhon氏は、TDBのFirst Deputy CEOを兼任（2007年より）。同氏は国際金融情報センター（Japan Center for International Finance）での研修受講実績あり。
  - ✓ “Weekly market update”等を通じた最新のマーケット情報提供に取り組む。
  - ✓ 会社設立以降、資産規模を急速に拡大しており、2013年第2四半期末では業界最大とな

っているが、収入面では伸び悩んでいる模様。

- ✓ 総資産、自己資本、総収入、当期利益の推移は、以下の通り。

(単位:百万MNT)

	2009年末	2010年末	2011年末	2012年末	2013/6末
総資産			6,964	9,023	12,791
自己資本			6,907	8,958	12,764
収入			1,071	691	204
利益			508	350	73

#### ➤ MICC

- ✓ Mongolia International Capital Corporation (MICC)は、2005年に設立。ブローカレッジ、引受、M&A アドバイザリー、リサーチ業務を手掛ける。
- ✓ Achit-Erdene Darambazar氏は、2005年に投資銀行業務を手掛ける最初の証券会社として同社創設以来、CEOを務める。尚、同社取締役議長のHoward Balloch氏は、カナダの政府機関、在中カナダ大使等を務めた人物。
- ✓ 総資産、自己資本、総収入、当期利益の推移は、以下の通り。

(単位:百万MNT)

	2009年末	2010年末	2011年末	2012年末	2013/6末
総資産	526	727	827	890	548
自己資本	524	726	797	722	528
収入	312	507	804	811	170
利益	-154	2	71	-75	-195

#### ➤ Eurasia Capital

- ✓ モンゴル、ミャンマー、モザンビークの3M市場における投資銀行業務の展開を企図した Silk Road Finance 社が、モンゴルの子会社として2008年に設立。ブローカレッジ業務を主として、引受、M&A アドバイザリー、リサーチ業務も手掛ける。
- ✓ 同社経営トップの Alisher Ali 氏は、ニューヨーク本拠のブローカー会社、Auerbach Grayson & Co, Inc.の Vice President、Ernst & Young (中央アジア担当)、Credit Suisse First Boston (チューリッヒ、ロンドン)等での投資銀行業務の経験を有する。
- ✓ 総資産、自己資本、総収入、当期利益の推移は、以下の通り。

(単位:百万MNT)

	2009年末	2010年末	2011年末	2012年末	2013/6末
総資産	855	2,605	1,115	1,206	1,206
自己資本	803	264	1,067	1,178	1,178
収入	149	21	622	307	5
利益	-341	0	2	-143	-55

#### ➤ Frontier Capital

- ✓ ソロモン・ブラザーズでの投資銀行業務経験を有する井形氏が2007年に設立。ブローカレッジ、引受、M&A アドバイザリー、リサーチ業務を手掛ける。
- ✓ 総資産、自己資本、総収入、当期利益の推移は、以下の通り。

(単位:百万MNT)

	2009年末	2010年末	2011年末	2012年末	2013/6末
総資産	296	446	2,134	2,004	1,803
自己資本	277	274	710	713	538
収入	61	133	587	238	1
利益	-189	49	49	-58	-24

➤ **ResCap Securities**

- ✓ 中国本拠でロンドン証券取引所 (AIM 市場) に上場する PE ファンド Origo と、モンゴルの企業グループ Monnis International とが 2010 年に共同で設立。ブローカレッジ、投資銀行業務を手掛ける。
- ✓ 2013 年 11 月、フロント・バックオフィス業務等向けに野村総研のシステムを導入している。
- ✓ 総資産、自己資本、総収入、当期利益の推移は、以下の通り。

(単位:百万MNT)

	2009年末	2010年末	2011年末	2012年末	2013/6末
総資産			232	211	239
自己資本			187	94	96
収入			33	33	46
利益			-54	-91	2

➤ **KDB Daewoo Securities (Mongolia) LLC**

- ✓ 韓国産業銀行 (KDB) 子会社、KDB 大宇証券のモンゴル拠点として 2013 年 5 月に設立。2014 年 1 月からブローカレッジ業務を開始予定。モンゴルにおける唯一の外資証券会社の子会社。

図 4-20 は、BDSec 社の組織図である。我が国の大手証券会社の組織図と比較した場合の主な相違点として、内部監査部門、コンプライアンス部門が存在していないことが挙げられるが、この点については今後の改善が必要となろう。また、同社年次報告書によれば、バックオフィス (Back Office) 部門は 2012 年に設立されたばかりとのことであるが、業界全体としては事務管理面での社内体制が十分に整備されていないことも想定される。尚、現地ヒアリングによれば、証券会社が顧客の承諾なく売買を実施する様なケースが生じているとのことであるが、こうした事象を無くし、証券業界全体の信頼性を高めていくためにも、オペレーション管理、コンプライアンス、内部牽制といった面での体制強化が望まれよう。

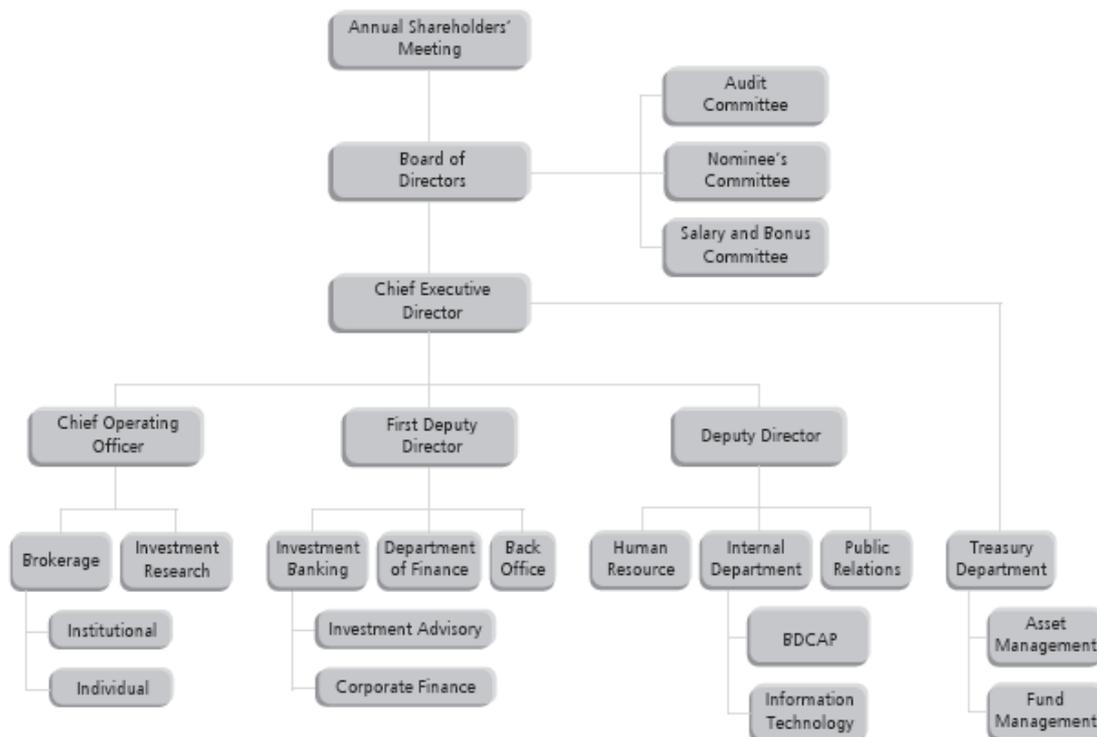
商品企画・開発力も課題であろう。2014 年から施行される投資ファンド法により、投資信託や不動産担保証券 (Mortgage Backed Securities、MBS) 等、モンゴル資本市場にとって新しい投資商品の組成・販売が可能となるとされており、投資家層の裾野を広げる契機となることが期待されるが、こうした新しい金融商品の開発には高度な金融専門知識が必要となる。

また、マーケティング・販売力の増強も重要であろう。現在、モンゴルの殆どの証券会社は、休眠中、若しくは、特定の外国人投資家やモンゴル人富裕層との取引関係に依存している状況と見られ、マスを対象としたマーケティング・販売力を有している証券会社は、極僅かであろう。モンゴルにおいて、貯蓄以外の金融商品を普及させていく上では、潜在的な投資家層を含めた顧客とのネットワーク基盤に基づくマーケティング・販売力が重要な要素であることから、大手証券会社を中心に一層の顧客基盤拡大努力が期待されることである。この点に関して、BDSec 社は個人投資家

向けの啓蒙セミナーを定期的で開催しているとのことであり、また、今後は TDB Capital といった銀行系証券会社による銀行の支店ネットワークを活用した販売強化も期待されよう。

最近の動き<sup>12</sup>としては、野村総合研究所がその子会社と連携し、モンゴルの証券会社向けに証券 IT ソリューションの提供を開始し、第一号として Rescap 証券に対して株取引などにかかるシステムを提供したことが報じられているが、多くの証券会社では IT の整備が遅れているものと思料され、今後の改善が望まれよう。

図 4-20 BDBSec 社 組織図



出所：BDBSec 社 2012 年年次報告書

外資系証券会社の参入状況については、韓国開発銀行の子会社 KDB Daewoo Securities が 2013 年 5 月にウランバートルに開設している他は、大手の進出は認識されていない。業界最大手の BDBSec 社でさえ従業員数 40 名程度と小規模であり、その他の殆どは従業員数名の零細企業であるというモンゴル証券業界の現状を踏まえると、今後の業界全体の発展の上では、外資証券会社との提携を通じた技術・ノウハウの導入や、外資証券会社の参入に伴う業界全体の活性化が必要であると思料される。

現地ヒアリングによれば、FRC は 2013 年 12 月、今後のモンゴル証券業界の健全性強化を目的に、下表の通り最低自己資本金の見直しを実施している。かかる措置に伴い、証券各社は 2014 年 7 月 1 日までにその業務内容に応じた新基準をクリアすることが求められることとなり、その後の 3 ヶ月間の猶予期間中にも新基準を満たさない証券会社については、FRC によって免許を取り消されることになる。また、我が国の証券業界で財務の健全性指標として規定されている「自己資本規制比率」の導入も検討しているとのことである。モンゴル証券業界の持続的な成長の上では、こうした健全

<sup>12</sup> <http://www.nri.com/ja-JP/jp/news/2013/131101.aspx> より。

性基準強化の取組は不可欠であると思料される。但し、その過程では零細証券会社の淘汰等、業界全体の再編も予想される<sup>13</sup>ところであり、一定規模以上の事業基盤・財務体力を有する証券会社を出現させる上では必要なプロセスであろうが、規制監督当局としては、将来の証券業界の業界地図をある程度見据えながら、市場参加者に混乱をもたらすことの無い様、再編の動きには慎重な対応が求められることとなろう。

	現行基準（証券市場法 27 条、28 条に基づく）	見直し後の基準
ブローカー	50 百万 MNT	200 百万 MNT
ディーラー		300 百万 MNT
ブローカー&ディーラー		500 百万 MNT
アンダーライター	200 百万 MNT	1,000 百万 MNT
上記 3 業務全て		1,500 百万 MNT

尚、モンゴルには、証券会社の業界団体として Mongolian Association of Securities Dealers（詳細は後述）が存在しており、54 社が加盟、メンバー企業向けの研修事業<sup>14</sup>も手掛けているが、同協会の常勤者は 3 名と僅かであり、その活動内容はごく限定的であるものと思料される。業界全体の底上げのためにも、今後は同協会がより積極的な役割を果たしていくことが求められよう。

#### 4.3.4 発行体

表 4-7 は、MSE 上場企業数等にかかる近時の推移である。尚、直近の上場会社数は、前述の通り 262 社にまで減少している。

表 4-7 MSE 上場企業の概要

	2010	2011	2012
MSE上場企業	336	332	329
うち国有企業	51	52	52
うち民間企業	285	280	277
上場株式数(百万株)	2,686	2,785	4,779
うち政府保有	1,854	1,881	2,088
同比率	69%	68%	44%
うち民間保有	831	904	2,691
同比率	31%	32%	56%
新規上場	0	1	2
うち国有企業		1	
うち民間企業			2
上場廃止企業数	22	5	5
株主総会開催企業数	159	155	209
配当企業数	16	28	29
財務報告書提出企業数	151	158	180

出所：MSE 2011・2012 年年次報告書から作成

表 4-8 は、株価指数 Top 20 Index 構成銘柄（2013 年 10 月時点）とその時価総額推移を示したも

<sup>13</sup> 因みに、2013 年 9 月末時点において、自己資本（資本金とは異なる）が 300 百万 MNT を下回る証券会社（MSE メンバー企業ベース）は、66 社に上る。

<sup>14</sup> 同協会ウェブサイトによれば、“Fundamental training” “Brokerage training” “For investment professionals”等の研修を実施している模様。

のであるが、銘柄 20 社のうち、石炭を中心とした鉱物資源関連企業が 6 社と最も多く、次いで食品、ホスピタリティがそれぞれ 3 社となっている。鉱物資源関連企業は、足下の国内外の経済環境の影響を受け、その株価は軒並み大きく下落しており、2011 年 5 月に時価総額トップであった Tavantolgoi は足下 2 位に順位を落とす一方、この間の株価が堅調に推移した食品メーカーの APU が時価総額トップに浮上している。

表 4-8 MSE Top 20 Index 構成銘柄の概要

№	Company name	業種	時価総額 (MNT十億)		増減率
			2011/5/18	2013/10/1	
1	APU	food	222.9	282.5	27%
2	Baganuur	coal mining	398.6	83.9	-79%
3	Bayangol Hotel	hospitality industry	16.1	20.3	26%
4	B D Sec	broker, dealer, underwriter, investment consulting	44.0	33.0	-25%
5	Gobi	textile	41.0	37.4	-9%
6	Genco tour bureau	hospitality industry	9.4	8.5	-10%
7	Mogoin gol	coal mining	34.8	9.4	-73%
8	Mongol shiltgeen	hospitality industry		8.5	
9	Mongolia development resources	real estate	23.4	8.1	-65%
10	Telecom Mongolia	telecommunication	75.8	34.1	-55%
11	Remicon	construction material manufacturing	15.1	13.8	-9%
12	Silicate	chalk refining		9.2	
13	Suu	food		27.5	
14	Tavantolgoi	coal mining and trade	416.1	168.5	-59%
15	Talkh-Chikher	food		12.9	
16	Ulaanbaatar Hotel	real estate	15.4	26.8	74%
17	Ulsyn ikh delguur		12.7	15.5	22%
18	Khukh gan	iron concentrate	19.3	13.0	-33%
19	Sharyn Gol	coal mining	123.0	76.7	-38%
20	Shivee Ovoo	coal mining	322.1	73.8	-77%

出所：MSE

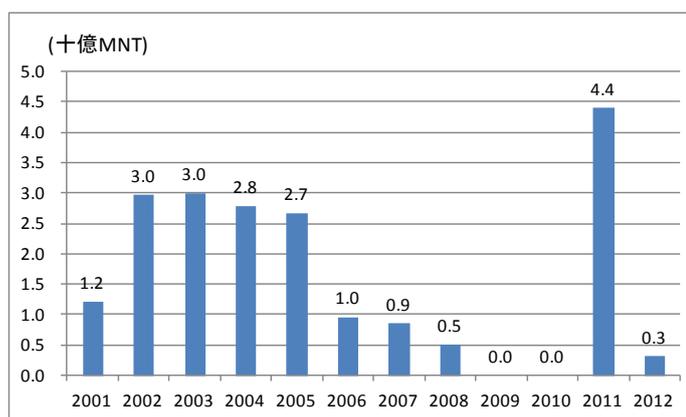
ここ数年における新規株式公開（IPO）案件は、モンゴルの経済環境の悪化や株式市場の低迷を背景に、E-Trans Logistics の 1 件のみである。

E-Trans Logistics は、2007 年に設立された民間の積荷施設所有・運営事業者であり、中国との国境付近の都市 Zamyn-Uud の物流ターミナルにて、列車・トラック間の貨物の積み替え等を行っている。同社親会社の E-Trans LLC は、中国・ロシア間の貨物運送業者である。同社は今後の設備資金需要に充てるべく、2012 年の IPO において全株式の 17%相当を売り出し、924 百万 MNT を調達した。引受業者は BDBSec 社となっている。同社株価は、売り出し時に 120MNT であり、直近（2013 年 11 月 13 日終値）は 160MNT となっている。

2013 年に IPO が検討された案件として、Beren Mining が挙げられる。同社は 2005 年に設立された鉄鉱石採掘事業者であり、2007 年より選鉱を開始し、主として中国向けに鉄鉱石の輸出を行っている。引受証券会社は BDBSec 社であり、BDBSec 社の投資家向け資料によれば、全株式の 30%を売り出し、1,306 億 MNT を調達することを企図し、MSE における最大の IPO 案件として注目されたが、延期されるに至っている。

図 4-21 は、MSE における社債売買高の推移である。モンゴル銀行レポート<sup>15</sup>によれば、2000 年から 2006 年迄の間、9 社が社債を発行しているが、これら発行体の多くは建設関連企業とのことであり、具体的には Puma Group (2004 年、10 億 MNT)、Moninjbar (建設、2005 年、5 億 MNT)、Barilga (建設、53.8 億 MNT)、Niislel Orgoo (建設、2002 年、12 億 MNT)、Gobi (2005 年、カシミア衣料製造、10 億 MNT)、Anod 銀行<sup>16</sup> (銀行、20 億 MNT) が含まれる。これら社債の条件は、期間は 8 カ月から 2 年、月利は 1.58% から 1.8% に設定されたとのことである。

図 4-21 MSE における社債売買高の推移



出所：MSE 2012 年次報告書から作成

近時に MSE にて取引された社債については、Just Agro が 2011 年に発行した 300 億 MNT の公募債がある<sup>17</sup>。同社は、モンゴルの大手企業グループ Just グループ<sup>18</sup>傘下の食肉生産・加工、輸出企業として 2000 年に設立されており、国内食肉加工市場で約 40% のシェアを有する業界大手である。尚、MSE での取引規模は、発行年の 2011 年には 43.9 億 MNT であったものの、翌年は 3.1 億 MNT と僅かとなっている。

最近では海外で社債を発行する動きも見られる<sup>19</sup>。大手商業銀行の TDB は、2010 年に USD25 百万の 5 年債と USD1.5 億の 3 年債(ING が主幹事)を、また、2012 年に USD3 億の 3 年債(Bank of America Merrill Lynch と ING が主幹事、ルクセンブルグ証券取引所上場)を発行している。また、モンゴル開発銀行は、2012 年に USD5.8 億の 5 年債(Deutsche Bank、HSBC、ING が共同主幹事、シンガポール証券取引所上場)を発行している。更に、Mongolian Mining Corporation は、2012 年に USD6 億の 5 年債(Bank of America Merrill Lynch、ING、JP Morgan が共同主幹事、シンガポール証券取引所・ベルリン証券取引所上場)を発行している。海外で発行される社債は国内債と比し、ロットが大きく、期間が長期となっていることから窺えるが、国内社債市場で調達し得るロットや長期資金については、大きな制約があると見られる。

現地ヒアリングによれば、今後想定される潜在的な発行体としては、SPC 傘下の国営企業(鉱業セクター、MIAT モンゴル航空、モンゴル鉄道、火力発電所等)や、成長志向の中堅企業(農業、観光、建設、不動産等)、金融機関等が挙げられよう。

<sup>15</sup> E. Tsolmon, Senior Economist, Bank of Mongolia, “Development of Bond Market in Mongolia” (2008)

<sup>16</sup> 同行は 2008 年に破綻。

<sup>17</sup> 同社債は期間 1 年であり、既に償還されている。クーポンは 16.2%。

<sup>18</sup> Just グループは、2013 年 7 月に破綻した Savings Bank の株主でもあった。

<sup>19</sup> 海外での社債発行の情報は、<http://em.cbonds.com/countries/MNG> より。

SPCはその基本方針として、業種毎に政府による株式保有比率を決めた上で、残りは早期に売却していくとしている。SPCは、今後4年間において民営化対象とするべき候補先のリストを作成し、これが所管省庁を経て、国会の場で承認されるというプロセスとなっている。例えば、SPCではMIATモンゴル航空については2020年までに政府持ち株比率を50%まで引き下げることが予定しており、また、2014年に鉱物資源関連企業の政府持ち分10%の売却、また、MSEの民営化等が検討されている。大規模な国営企業の多いインフラセクター（鉄道、道路、電力、航空等）に関しては、民営化を実現するためにもリストラに取り組みことも想定している。モンゴル国内では大型民営化案件の実績・ノウハウが乏しいこともあり、今後の民営化プロセスを具体的に円滑に進めていく上では、日本における民営化の経験・ノウハウが参考となるとも思料される。

モンゴル資本市場の成長の上では、例えば、MCS Holding LLC（消費財、不動産、通信、電力インフラ会社等を傘下に有する。石炭子会社が香港市場で上場）やTavan Bogd Group（Khan銀行、ホテル、旅行代理店、MSE上場するカシミア衣料製造販売のGobi Corporation等を傘下に有する）といった、モンゴルを代表する民間の大手企業グループによる上場可能性も期待されようが、これら大手企業は総じて、流動性に乏しい国内資本市場の活用に対して消極的であり、事業拡大のための資金需要について、地場銀行による融資上限規制を背景とした制約に直面しているものの、EBRDを含めた海外金融機関からの借入や海外市場での上場や債券発行を志向する傾向にある。また、モンゴルの大手企業グループは、創業者が所有・経営を担う所謂オーナー会社であるケースも多く、株式を第三者に渡すことに対してオーナーが消極的であるといった見方も聞かれたところである。

ETTについては、ロンドン、香港及びモンゴルへの上場が計画され、民営化のために既に国民へ株式が割り当てられたものの、上場スケジュールが大幅に後ろ倒しとなっており、重複上場やカストディアン制度を可能とする新証券市場法のもと、上場の早期実現が望まれる。なお、ETTをはじめ主要な鉱山は鉱物法において「戦略的鉱床」に指定されており、これらについては上場株式の10%をモンゴル国内で上場させる必要があるが、既にロンドン、香港等で上場しているモンゴルの鉱山会社には適用されない。因みに、香港等の外国市場で既に上場している会社は、鉱業セクターを中心に60社程度あるとのことであり、二重上場を可能とする新証券法の施行以降、これらの会社がMSEに重複上場することも期待される。

因みに、上場企業の情報開示状況について確認するべく、Top 20 Indexの対象銘柄のうち時価総額や業種を勘案した上で任意に選定した5社につき、英文ウェブサイトの有無と英文年次報告書の入手可否について確認したところ、何れも英文年次報告書をウェブサイトから入手することは出来なかった。後述する通り、外国人投資家の裾野拡大はモンゴル資本市場の発展において不可欠であるが、仮に新証券市場法により関連法令が整備されたとしても、上場企業の適時且つ継続的な情報開示に向けた取組がなされなければ、外国人投資家は投資を躊躇することになろう。上場会社の積極的な情報開示に向けた姿勢の向上が緊要である。

	英文ウェブサイトの有無	英文年次報告書の入手可否
A社	○	×
B社	○	×
C社	×	×
D社	×	×
E社	○	×

なお、モンゴル市場上場会社に対する規制は 5.4.1 で詳述する。

#### 4.3.5 機関投資家

モンゴル株式市場における市場参加者の状況は表 4-9 のとおりである。

**表 4-9 投資家の状況 (2013 年 9 月末日現在)**

	口座数		取引量 (2013 年)	
	法人	個人	法人	個人
国内投資家	2,388 (0.3%)	769,037 (99.5%)	32%	17%
海外投資家	155 (0.0%)	1,706 (0.2%)	44%	7%

出所：MSCH&CD プレゼンテーション資料 (2013 年 10 月)

国内の機関投資家は商業銀行やコングロマリットのグループ会社などが挙げられる。商業銀行については、銀行法による規制もあり、株式投資については限定的であり、国債を中心とした債券投資をメインに行っているが、市場にて積極的に売買を行うというのではなく、所謂満期保有型の運用スタイルが主流とのことである。保険会社は、未だ業界・企業の規模が小さく (表 4-10 参照)、資産運用の経験・ノウハウを十分に有していないことに加えて、FRC により運用対象商品にかかる規制が課せられていることから、運用資産の殆どを銀行預金として預けており、機関投資家とは位置付けられていない。今後は保険業界の成長に加えて、2014 年に成立予定の Private Pension Law を受けた年金基金の拡大や、国の鉱山資源関連歳入を原資とした SWF 設立への期待があるが、こうした新しいプレイヤーが重要な機関投資家として位置付けられるようになるまでには時間を要するであろう。

**表 4-10 保険会社の総資産**

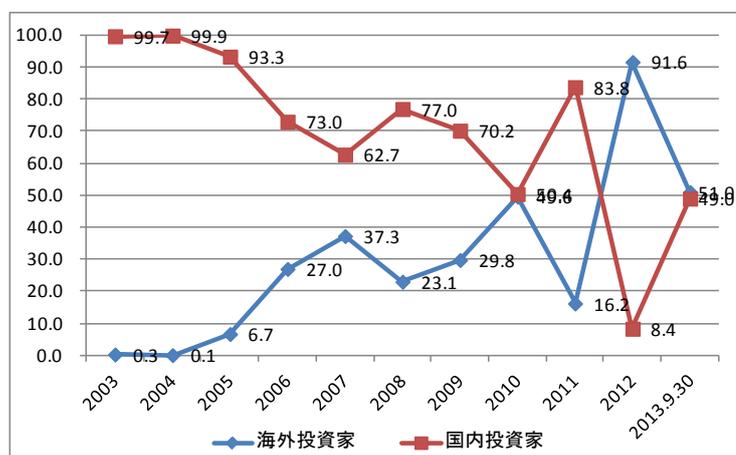
		(百万MNT)					
保険会社名	2010	%		2012	%		
1 Mongol daatgal	16,058	28%	1	21,274	20%		
2 Bodi daatgal	5,072	9%	2	10,937	10%		
3 Tenger daatgal	4,310	8%	4	7,412	7%		
4 Practical daatgal	4,184	7%	3	7,728	7%		
Mandal			5	7,271	7%		
5 Mig daatgal	4,104	7%	6	6,655	6%		
6 Nomin daatgal	3,029	5%	9	5,993	6%		
7 Ard daatgal	2,983	5%	8	6,345	6%		
8 Soyombo daatgal	2,438	4%	7	6,366	6%		
9 National life daatgal	2,143	4%	10	4,683	4%		
10 Ganzam daatgal	2,032	4%	15	3,144	3%		
11 Monre daatgal	1,695	3%	11	3,600	3%		
12 Mongoltrust holding daatgal	1,678	3%					
13 Ulaanbaatar city daatgal	1,656	3%	13	3,263	3%		
14 Munkh daatgal	1,527	3%	14	3,166	3%		
15 Jonon daatgal	1,409	2%	18	1,646	2%		
16 Grand daatgal	1,402	2%					
Ger daatgal			16	2,584	2%		
17 Monnis daatgal	1,046	2%	12	3,283	3%		
18 Khan daatgal			17	2,255	2%		
<b>Total</b>	<b>56,764</b>	<b>100%</b>		<b>107,605</b>	<b>100%</b>		

出所：FRC 2010 年・2012 年 年次報告書

海外の機関投資家は、フロンティア市場にフォーカスする投資ファンドなどが中心とされている。市場関係者によれば、ある米国の投資ファンド1社が海外機関投資家による投資額の大半を占めているといった話も聞かれ、数多くの海外投資家が市場取引に活発に参加しているといった状況では必ずしもないと思料される。目下のところ、カストディアン制度の欠如が海外投資家にとっての参入障壁の一つとして捉えられており、2014年1月の新証券市場法以降にカストディアンの手当がなされることが海外投資家による投資を喚起するであろうと、モンゴルの市場関係者の間では強く期待されている。

尚、図4-22の通り、取引量に占める海外投資家の割合は、2011年には前年の50%から16%まで急減した一方、2012年には90%を超え圧倒的な存在感を示しており、近年は大きく変動している。一般に、こうした海外投資家が主導する小規模な証券市場については、海外投資家の投機的な動きなどにより市場変動リスクが相対的に高まる傾向にあることから、規制当局としてはこうした海外投資家の動きを十分に注視していく必要がある。

図4-22 海外投資家及び国内投資家の取引割合（%）



出所：MSCH&CD プレゼンテーション資料（2013年10月）

#### 4.3.6 個人投資家

表4-9に前掲した通り、国内個人投資家が有する証券口座数は約77万口座にのぼっており、人口280万人のモンゴル人の約27.5%、ほぼ1世帯あたり1口座を有しているということになるが、過去のバウチャーや2011年のETT株式の割り当ての際に開設されたものの、その後全く利用されていない個人の証券口座が殆どと見られる。

現在、モンゴルの商業銀行の預金金利は平均で12%程度と相応に高い金利水準にあることもあり、個人にとっては銀行預金が最も身近で安全な資産運用手段として捉えられている。一方、個人の証券市場における資産運用については、十分な余裕資金及び金融知識を有さないか、若しくは、流動性に乏しく損失リスクも高いと捉えられていることから、一部の富裕層を除き、市場参加者は極めて限定される。

人口の小さいモンゴルにおいては、個人投資家の拡大には限界があるのも事実ではあるが、世銀のFinancial Inclusion Dataによれば、モンゴルの15歳以上の人口による金融機関の口座保有割合は77.7%と高い数字を示していることを踏まえると、個人投資家向けに金融教育の機会が幅広く提供されていくことに加えて、(零細な証券会社を通じてではなく)銀行の販売チャンネルを通じて投資

信託といった新しい金融商品を効果的に販売することが可能となれば、積極的に証券市場に参加する個人投資家の層も広がっていくことになろう。また、モンゴル政府においては、証券投資に対する税制優遇措置の導入といった可能性も検討されるべきであろう。

図 4-23 15 歳以上の人口のフォーマル金融機関での口座保有割合



出所：The World Bank

#### 4.3.7 その他（格付会社、法律・会計事務所等）

証券市場の成長の過程では、発行体の財務の安全性・健全性を評価する格付け会社の役割が高まることが一般的であり、格付けの浸透、普及は、投資家層の裾野拡大にも寄与するものと見なされる。モンゴルには FRC が 2010 年に認可した地場格付け会社が 1 社存在しているとのことだが、現状、市場関係者による同格付け会社の認知度は極めて低い。尚、FRC によれば、大手外資格付け会社はモンゴル市場への参入に一定の関心を示しているとのことであるが、未だ実現していない。

## 5. 金融資本市場の規制監督機能の現状

### 5.1 関連機関とその役割、組織体制<sup>20</sup>

#### 5.1.1 政府機関等

以下に掲げる政府機関等が市場インフラや市場参加者を規制・監督しているほか、MSE や MSCH&CD に対しては役員も派遣している。

##### 5.1.1.1 金融監督委員会（Financial Regulatory Commission ; FRC）

FRC は、FRC の法的地位に関する法律に基づき、証券、保険及びノンバンクの 1,000 以上の企業

<sup>20</sup> 本項の記載は、基本的に各機関への公表資料及び各機関への調査団ヒアリングをもとに構成している。

等を規制監督する機関として 2006 年に設立された。BOM が担当する銀行セクター以外の全てを規制監督しているため、証券関係では、規制対象者が MSE、MSCH&CD、証券会社（株式仲買人（ブローカー）業務、自己売買（ディーラー）業務及び引受（アンダーライター）業務）、発行体、投資家、監査法人等広範に及び、現状の主な所管業務だけをみても、以下のとおり多岐にわたる（FRC ウェブサイトより要約抜粋）。

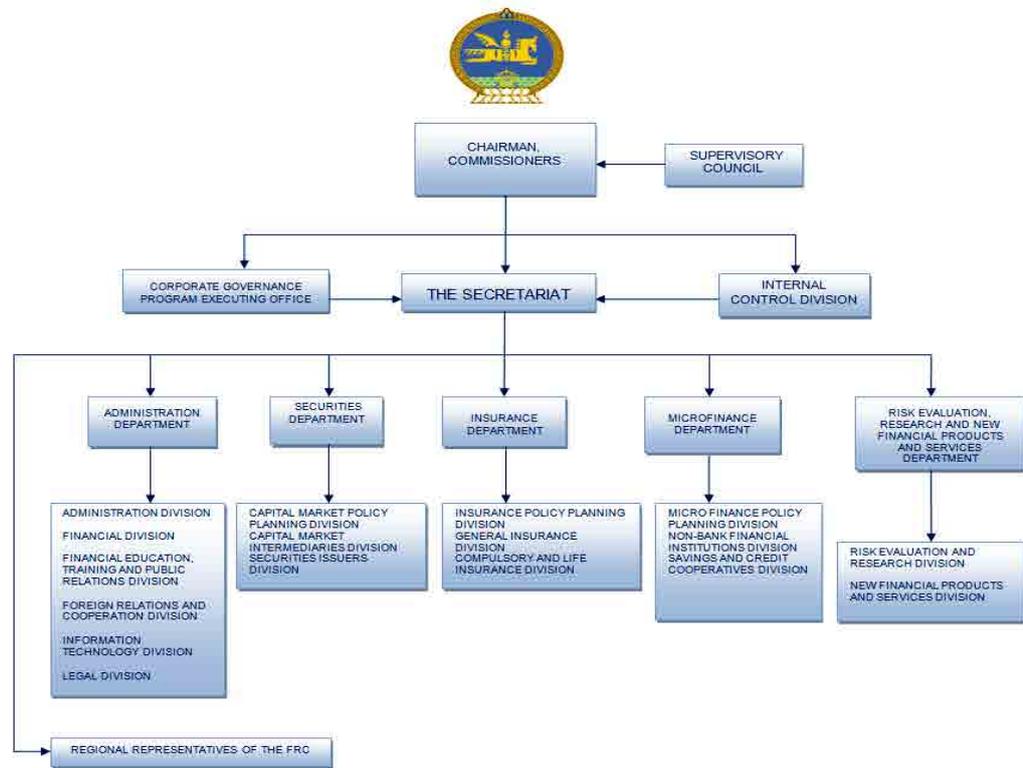
- 証券市場の規則、基準、手続き等法的環境の整備
- 上場会社、証券会社等の規制対象者の財務諸表の収集分析、適正性審査
- 証券市場における法令遵守状況の監視（実地調査を含む）
- 免許の付与、停止、剥奪
- 株主及び投資家の権利保護
- 紛争解決、訴追
- コーポレート・ガバナンスの充実に係る啓発
- 個人投資家育成に向けた市場参加者のトレーニングの実施

証券市場法が広範かつ包括的に改正され、カストディアン等新たに規制対象となる機関もあるうえ、FRC としても大きな裁量を与えられることとなり、FRC の業務の適正性を担保するため、詳細な下位規則、ガイドライン等を作成する必要がある。また、FRC は以下の 4 項目を戦略的課題として位置付けており、ドナーの支援を受けるなどしながら中長期で体制整備に取り組むようである。

- 発行体の強化：ガバナンス、情報開示等
- 証券会社の強化：自己資本規制の徹底
- システミック・リスクの回避：市場モニタリングのための調査分析能力強化
- 民営化による弊害回避：流動性の向上、上場会社の質の向上

組織体制は図 5-1 のとおりであり、規制対象のセクターごとの人員数としては、証券部門（Securities Department）約 40 名（このうち、証券部門で実際に金融資本市場の審査・検査に従事する人員は 15 名のみ）、保険部門（Insurance Department）及びマイクロファイナンス部門（Microfinance Department）にそれぞれ約 25 名が在籍しているとのことである。所管業務が広範な割に人員数が少ないうえ、資本市場の規制実務に関する知見が十分に蓄積されておらず、キャパシティが不十分といった声の関係機関から多数上がっており、人員の拡充や定着率の向上（離職の防止）が必要といえる。また、少人数かつ習熟していない人員によってもデータを正確・迅速に把握し、検査のみならず政策分析などが効率的に行えるような業務改善が望まれる旨を FRC 自身が認識している。

図 5-1 FRC 組織図



出所：FRC ウェブサイト

以下、FRC による各機関等への規制を概観する。

#### <対上場会社>

新規上場や上場廃止の決定権を持つほか、改善命令などを出すことができる。上場廃止を含め措置の実施には長期にわたり積極的な姿勢は見せて来なかったが、市場の信頼性確保の観点から、2013年にFRCが57社の上場廃止を決定したほか、36社に対し改善を促しており、これらも改善がみられない場合には将来上場廃止になる可能性がある。なお、開示の事前確認・指導は実施していない。

#### <対証券会社>

2年に1回のオンサイト・モニタリング並びに四半期財務諸表及び毎月の提出書類（17種類の書類がある。）によるオフサイト・モニタリングを実施している。証券会社が顧客の承諾なく売買を実施したケースについて、2009年に立件された事案があるが、証券会社のモラルは一般的に高くないという声が聞かれた。

上場会社へのモニタリングも同様であるが、2006年にADBの援助により米国のコンサルタントが作成したリストに従って実施している。FRC自身によれば、かかるモニタリングはチェックリスト的な要素が強く、証券市場法（改正法）施行後はリスクベースのアプローチにより分析的なチェックができるようにしていきたいとしており、証券会社や上場会社から提出した書類を取り込み、分析が可能になるようなシステムがあると業務の効率化に役立つといった問題認識がなされてい

た。

証券会社の現行の資本規制は表 5-1-1 のとおりであるが、FRC が証券市場法 (改正法) 施行後 2014 年 7 月 1 日から、表 5-1-2 のとおり資本規制を強化する見込みであり、これが実現すると一定数の証券会社が淘汰されるおそれもある。

**表 5-1-1 証券会社の資本規制 (証券市場法 (旧法) による)**

	Requirement Criteria	Minimum Amount	Provision
Dealer / Broker	Stakeholders' Capital	50 million MNT	27.1
Underwriter	Stakeholders' Active Capital	200 million MNT	28.1
	Cash and Liquidable Working Capital	100 million MNT	

出所：モンゴル国証券市場法

**表 5-1-2 証券会社の資本規制 (見直し後)**

	Minimum Amount
Broker	200 million MNT
Dealer	300 million MNT
Broker & Dealer	500 million MNT
Underwriter	1,000 million MNT
Broker, Dealer & Underwriter	1,500 million MNT

出所：FRC

証券会社が顧客の承諾なく売買を実施したケースについて、2009 年に立件された事案があるほか、モンゴルの証券会社においては、法が未整備なこともあり、チャイニーズウォール (部門間の情報隔壁) がはっきりしていないといった指摘や専門性や道徳感が十分でないといった指摘もあり、証券会社内でのコンプライアンス意識の強化及び規制サイドのエンフォースメントの強化が急がれる。

#### <対投資家>

売買審査の法的責任は FRC が負うが、MSE が提出するレポートを元にした対応をとってきたに過ぎず、正直手が回っていない。FRC 自身、新証券法施行後は能動的なアプローチが求められるとの認識しているようだ。

なお、証券市場に関連する裁判事例などは一般に認識されておらず、モンゴルの文化としてインサイダー取引という概念はまだ根づいていないといった指摘もあった。

#### 5.1.1.2 国有財産委員会 (State Property Committee ; SPC)

SPC は、国有会社のガバナンスや会計面での管理及び民営化の企画立案を行っており、鉱業セクターやインフラセクターの民営化を順次進めている。数年前までは官民パートナーシップ (PPP) 案件も所管していたようだが、現在その機能は経済開発省に移管されている。MSE や MSCD&CH といった証券市場インフラも SPC の傘下にある。

民営化の素案は SPC が策定し、各省庁で検討され、各省の事務次官の参加する SPC 委員会での協議及び内閣承認を経て、国会で採決される。その過程での利害関係の調整から、紆余曲折があるケースも少なくないとの指摘もある。2014 年から 18 年までの民営化対象企業が 2013 年度内に確定

する予定となっている。民営化プロセスは選挙の影響を受けここ数年停滞してきたが、これが一段落したため、しばらくは前進させられる環境にある。

資源セクターについては、主要企業を Edniz や MGL といった戦略持株会社の傘下に収め、これら持株会社を民営化していく方針である。2014 年度にも、ある資源セクター企業の株式の 10% を MSE 経由で放出する方向で検討しているほか、現状 SPC が 75%、90% をそれぞれ保有している 2 銘柄に関し政府保有を 51% まで引き下げる方向で追加放出を検討中である。

また、基本的に大企業のみが残っているインフラセクター（鉄道、航空、電力等）については、リストラを経たうえで順次民営化し、例えば MIAT モンゴル航空については 2020 年までに株式の約 50% を放出する予定である。

SPC では、国営会社の民営化シナリオ策定につき、アドバイザーその他専門家の派遣のニーズが認識されている。

### 5.1.1.3 鉱山省 (Ministry of Mining)

産業構造として資源セクターへの依存度が高い「モ」国において、国有鉱山会社の民営化を順調に進めることは、どの関係機関においても共通して認識されている課題であり、これら鉱山会社のオペレーションを管理しているのが鉱山省である（民営化プロセス自体は SPC の所管）。

鉱山省では、大規模な鉱山会社の資金調達先としては海外、そうでない中小会社については国内という棲み分けが認識されているが、鉱物法第 5 条第 5 項に基づき戦略的鉱床を持つ鉱山会社については発行済株式の 10% を「モ」国内で上場する必要があるため、国内市場の発展にも一点の裨益があると考えているようだ。

なお、同省自体は、鉱業コモディティ市場の創設に強い関心を示している。

### 5.1.1.4 経済開発省 (Ministry of Economic Development)

外国による投資の登録及び監督、具体的には新会社の登録、認可などを担当している。同省では投資を呼び込むため、ビジネスフレンドリーな投資環境の構築を意識しているとのことである。

### 5.1.1.5 モンゴル銀行 (Bank of Mongolia)

証券取引の資金決済を行う決済銀行は、現状商業銀行 4 行に限定されており、これらは FRC ではなく中央銀行であるモンゴル銀行が規制・監督している。また、MSCH&CD による各決済銀行間の資金決済は、モンゴル銀行のシステムを介して行われる。

なお、市中銀行の規制・監督に関し、2008 年から 09 年にかけて、MSE に上場していた銀行 2 行が不良債権問題から倒産に至り証券市場にも多大な影響を与えたが、その際モンゴル銀行が当該倒産銀行に対し管財人を派遣し不良債権処理を主導した。

## 5.1.2. 市場インフラ

**5.1.2.1 モンゴル証券取引所 (Mongolian Stock Exchange; MSE)** 上記 4.3.2.1 に記載のとおり

**5.1.2.2 モンゴル証券保管振替機関 (Mongolian Securities Clearing House & Central Depository; MSCD&CH)** 上記 4.3.2.2 に記載のとおり

## 5.1.3 その他関係機関

### 5.1.3.1 証券業協会 (Mongolian Association of Securities Dealers)

証券業協会は、証券従業員に対する免許の発行と研修を主要な業務として、常勤者 6 名及びボランティアにより運営されている。2013 年 10 月現在、モンゴル証券業協会には証券会社 97 社中 55 社が加入している。

証券市場法の改正により証券業協会が SRO 化されるかについては、FRC 内で現在検討されているところである。FRC 内では、今後投資ファンド法が施行されると、専門性の観点から非常に知識差のある新たな証券会社が参入してくると考えられ、これらと既存の証券会社が証券業協会内部で混在するのが望ましくないのではとの問題意識が持たれている。また、証券市場法の改正施行により証券会社の最低資本金が引き上げられ、これに伴い想定される証券会社の淘汰が証券業協会へどのような影響を与えるか見極める必要があるようである。なお、証券業協会側では SRO 化を視野に入れ、①証券会社に対する考査・調査や、②取引所外取引 (OTC 市場の開設) といった業務の拡充と、これに伴う増員の必要性を認識している。

今後は、証券従業員や証券会社のトレーニングを充実させ、専門性や道德観の向上に努めるとともに、一般投資家への証券知識の普及活動などへの積極的関与が期待される。

同協会によれば、「モ」国内において証券会社のバックオフィスシステムやオンライン取引が普及しておらず、これらの分野に関して短期的な支援の期待がもたれるとのことである。バックオフィスシステムは、野村総合研究所 (以下「NRI」という。) のシステムと、現在証券業協会の後押しで ECM というモンゴル企業 (非上場) が開発中のシステムしかなく、前者は取引毎に NRI への手数料が発生するためコストが高いのに対して後者は廉価である点にメリットがあるが、開発にあたり FRC からの協力が得られていない旨の発言があった。

なお、OTC 市場の開設の検討には、Millennium IT への接続コストが高いことや、決済銀行ですら 4 行中 1 行しかリアルタイムで接続していないなど、オンライン取引の普及が前進していないことが背景となっている模様である。

### 5.1.3.2 金融市場協会 (Financial Market Association)

金融市場協会は、パリに本拠を置く世界的な金融市場関連の協会組織である ACI<sup>21</sup>のモンゴルにおける拠点として 2007 年に設立された。ACI は、欧州ではマネーマーケット、外国為替、デリバティブ、リスクマネジメントといった分野がメインに位置づけられ、これらに従事するプロフェッショナルが任意に加入する組織であるが、アジアの新興国等においては資本市場もその対象となっ

<sup>21</sup> <http://www.aciforex.org/gb/aci-presentation-and-statutes-99.cfm>

ている。モンゴル金融市場協会は、証券業界、保険会社、リスク管理や資産運用等に携わる約 70 名のプロフェッショナルにより構成されており、うち 2 名が常勤している。メンバーの加入資格は金融業界のプロフェッショナルという以外にはなく、加入動機も様々だが、ネットワーキングの場と捉えて加入する者も少なくないようである。なお、同協会の運営費用は大手商業銀行からの寄付やメンバーの会費により賄われているとのことである。

同協会は、金融市場従事者の知識及び職業倫理の向上を活動の柱とし、前者については FRC 職員向けのテーマ別研修（アセットマネジメント、リスクマネジメント等）なども実施しており、後者については金融業界のプロフェッショナル向けの行動規範を策定するなどしている。その他、ジャーナリストや一般大衆向けの金融教育、モンゴルで唯一の消費者信頼感指数の算出なども実施している。

上記活動内容のうち証券業界にかかるものについては、証券業協会の活動と重複する部分もあり、数年前には金融市場協会と証券業協会を統合する議論もあったが、金融市場協会が証券会社の利益のみを代表しているものではないため、金融市場協会側からこれを拒否した経緯がある。

もともと、金融市場協会によれば、証券業協会の実施する証券会社職員向けの試験は金融市場協会が作成したものがベースになっているなど、一定の協働関係を有している模様である。

### 5.1.3.3 監査法人・会計士協会

上場会社が開示すべき財務諸表(会計法に基づき作成、監査法に基づき監査され、会計基準は IFRS である。)の信頼性を確保するうえで大きな役割を果たす監査法人は、FRC の監督下におかれ、これらに在籍する公認会計士はモンゴル公認会計士協会 (MONICPA) から資格が付与されている。「モ」国内には 79 の監査法人、2,500 人以上の公認会計士が存在する。

「モ」国内の監査法人は、グローバルな提携ネットワークを有する監査法人と、ローカル(中小)の監査法人に大別されるが、後者については、所属公認会計士の十分なトレーニングが継続されておらず、品質管理に限界があるといった指摘がある。また、「モ」国内において公認会計士の地位が相対的に高くないことや、政府に認証された会計ソフトが少ないことなどが、会計の信頼性に影響しているといった声が聞かれた。

### 5.1.3.4 法律事務所

IPO に関しては、FRC に登録された法律事務所のみが、契約関係の法務デューデリを行い、第三者意見を述べることができる。具体的には、IPO に関し諸規則が遵守されているか、上場後も法令を遵守した企業行動が取れるか、監査証明が適法に作られたものか、海外上場企業の場合には海外法とモンゴル法のギャップの部分で問題がないかなどを見ていく。

モンゴルの法曹界では、自国の証券市場が発展途上であり、証券市場に明るい法律家も少なく、証券市場で法律家が果たすべき役割についても整理されていないとのことで、今後セミナー等を通じて法律家が知識を蓄積していく機会があれば、同国証券市場の発展の一助となるとも考えられる。

## 5.2 関連法制度

モンゴルの金融資本市場に関連する法律で重要なものには、①証券市場法、②会社法、③投資法、④投資ファンド法がある。加えて、⑤鉱物法も一定の影響を与えるものであると考えられる。このセクションでは、証券市場法を中心に、これらの法律について記載する。

### 5.2.1 証券市場法

証券市場法は、2002年制定にされたものであるが、2013年5月に大幅な改正案が国会で採択され、同年6月24日に公布、2014年1月1日に施行された。改正前の旧法は、表5-3証券市場法（旧法）にあるとおり、6章39条からなる法律であったが、改正法は、表5-2証券市場法（改正法）にあるとおり、9章90条からなる法律となった。このように、当該改正が非常に大きな改正であること、また、証券市場の更なる発展に向けた効果的な規制環境の提供が目的とされていることから、ここでは改正法について記載する。

改正法の構成は、9つの章から成っており、それぞれ①総則、②有価証券の発行と取引、③会社の全株又は支配的株数の公開買付け、④規制対象となる活動、⑤証券市場関連の情報、⑥証券市場の規制、⑦証券市場における禁止行為、⑧証券市場における検査・監督、⑨雑則となっている。

各々の章で述べられている項目は表5-2証券市場法（改正法）のとおりであり、証券市場を運営・規制していくうえでの基本的な法律であるといえる。

表 5-2 証券市場法（改正法）の構成

#### 第1章 総則

第1条 法律の目的	第3条 法律の適用範囲
第2条 証券市場に関連する他の法令	第4条 定義

#### 第2章 有価証券の発行と取引

第5条 有価証券	第13条 預託証券
第6条 有価証券の発行	第14条 モンゴル預託証券
第7条 有価証券の発行者	第15条 GDR（グローバル預託証券）
第8条 公募による有価証券の発行手続き	第16条 社債
第9条 有価証券の登録及び公募の承認	第17条 モンゴルの上場会社による海外上場
第10条 目論見書	第18条 海外企業のモンゴル市場上場
第11条 有価証券の公募	第19条 派生商品の発行
第12条 発行市場における有価証券の販売とその報告	第20条 発行会社の一般的な義務
	第21条 FRCによる発行会社への情報提供命令等

#### 第3章 会社の全株又は支配的株数の公開買付け

第22条 会社の株式の公開買付け提案の方法
第23条 会社の株式の公開買付け手続き

#### 第4章 規制対象となる業務

第1節 一般条項	第4節 規制対象となる業務の類型
第24条 規制対象となる業務	第36条 ブローカー業務
第25条 規制対象となる業務を営むときに従うべき原則	第37条 ディーラー業務
第26条 規制対象となる業務を規制するための	第38条 投資ファンド業務
	第39条 有価証券投資助言業務

<p>規則</p> <p><b>第2節 規制対象となる業務を営むための免許・登録</b></p> <p>第27条 免許の申請</p> <p>第28条 免許の付与</p> <p>第29条 免許の停止</p> <p>第30条 免許の取消</p> <p>第31条 免許の停止又は取消の通知</p> <p>第32条 免許の停止、返還又は取消の際の FRC による措置</p> <p>第33条 登録の必要な規制対象となる業務</p> <p>第34条 FRC に対する不服申し立て</p> <p><b>第3節 専門性の証明</b></p> <p>第35条 専門性の証明</p>	<p>第40条 ノミニー業務</p> <p>第41条 引受業務</p> <p>第42条 有価証券の保有者管理業務</p> <p>第43条 有価証券の清算業務</p> <p>第44条 有価証券の決済業務</p> <p>第45条 有価証券の保管振替業務</p> <p>第46条 カストディアン業務</p> <p>第47条 有価証券取引業務（証券取引所）</p> <p>第48条 取引所取引への参加</p> <p>第49条 取引所業務を営むための条件と義務</p> <p>第50条 信用格付け業務</p> <p>第51条 同時に行える規制対象となる業務</p> <p><b>第5節 会計と監査</b></p> <p>第52条 会計記録の保存</p> <p>第53条 監査</p> <p>第54条 監査報告書の提出等</p>
--	--

## 第5章 証券市場関連の情報

<p>第55条 発行市場の情報</p> <p>第56条 流通市場の情報</p> <p>第57条 規制対象となる業務の情報</p>	<p>第58条 投資家情報</p> <p>第59条 FRC の情報</p> <p>第60条 FRC による情報提供命令等</p>
--	--

## 第6章 証券市場の規制

<p><b>第1節 証券市場に対する国家の規制</b></p> <p>第61条 ファイナンスと予算を担当する中央政府の行政機関</p> <p>第62条 証券市場において国家の規則を実行する機関</p> <p>第63条 FRC の権限</p> <p>第64条 海外当局・組織との連携</p> <p>第65条 勧告</p> <p>第66条 命令</p> <p>第67条 規制対象となる業務を行う者の名簿</p> <p>第68条 適格者の選定</p>	<p><b>第2節 証券市場における自主規制機関</b></p> <p>第69条 自主規制機関</p> <p>第70条 自主規制機関の権限</p> <p>第71条 自主規制機関の登録</p> <p>第72条 自主規制機関の定款</p> <p>第73条 自主規制機関の経営陣と組織</p> <p>第74条 FRC と自主規制機関の関係</p> <p>第75条 自主規制機関の活動の監督</p>
--	---

## 第7章 証券市場における禁止行為

<p><b>第1節 インサイダー情報を持つ者の禁止行為</b></p> <p>第76条 インサイダー情報</p> <p>第77条 インサイダー情報を持つ者</p> <p>第78条 インサイダー情報を利用した取引の禁止</p> <p>第79条 インサイダー情報の公表</p>	<p><b>第2節 市場濫用</b></p> <p>第80条 市場濫用の禁止</p> <p>第81条 損害の負担義務</p>
--	--

## 第8章 証券市場における検査・監督

第82条 FRCによる情報提供命令等	第85条 FRCの調査官の権限
第83条 通常の監督	第86条 検査妨害の禁止
第84条 規制対象となる業務の検査	第87条 非常事態における対応

## 第9章 雑則

第88条 紛争解決機関
第89条 罰則
第90条 効力発生日

表 5-3 証券市場法（旧法）の構成

## 第1章 総則

第1条 法の目的
第2条 証券市場に関連する他の法令
第3条 定義

## 第2章 有価証券の発行、売り出し及び取引

第4条 有価証券の発行者	第9条 有価証券の売り出し及び報告
第5条 有価証券の発行	第10条 有価証券の発行者の一般的な義務
第6条 有価証券の記載事項	第11条 公開買付け
第7条 有価証券の登録	第12条 有価証券の買付者の義務
第8条 有価証券の発行時における目論見書の公表	

## 第3章 投資家利益の保護

第13条 証券市場における投資家利益の保護のための制限	第16条 発行者及び証券市場において業務を行う者の禁止行為
第14条 有価証券に関連する情報の投資家への公表	第17条 インサイダー情報の機密保持
第15条 投資家利益保護のためのFRCによる決定	

## 第4章 証券市場の参加者

第18条 証券市場の参加者	第24条 有価証券の清算・決済機関
第19条 証券市場において業務を行う機関とその一般的な義務	第25条 有価証券の保管システム/機関
第20条 証券市場において業務を行う者への特別免許の付与	第26条 有価証券トラストファンド及び投資ファンド
第21条 有価証券取引機関	第27条 ブローカー及びディーラー
第22条 証券取引所	第28条 引受会社
第23条 証券会社による取引センター	第29条 有価証券の投資マネジメント会社
	第30条 有価証券の投資コンサルティング会社

## 第5章 証券市場の規制・監督当局

(第31条から第33条、第35条及び第36条については削除)	
第34条 FRCの権利	
第37条 有価証券の取引に関するFRCの調査官の権利及びその権利の保証	

## 第6章

第38条 証券市場の法律の違反者に課される罰則  
 第39条 効力発生日

次に、今回の改正の主な特徴及びその狙いは表5-4のとおりであると考えられる。

表5-4 証券市場法（改正法）の特徴及びその狙い<sup>22</sup>

特徴	狙い
<p><b>1. 法的所有権と受益所有権の区別の導入</b>                      モンゴル法では、所有者＝受益者となり、名目上の所有者という概念が存在していなかったが、改正法においてはその区別が導入された。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 海外の投資家が受益者であるものの、現地での証券の保管・各種手続き等は、現地の銀行が行い、所有者も当該保管者になる「カストディ」業務を「モ」国内で営むことを可能とすることを狙いとしている。</li> <li>● 海外の機関投資家の場合、カストディ業務を行う信頼できる銀行がない場合には、その市場に投資しない場合もある。</li> <li>● カストディ業務を可能とし、海外の機関投資家を呼び込むことが目的であると考えられる。</li> </ul>
<p><b>2. 二重上場と預託証券</b>                      旧法では、二重上場の可能性について触れられているものの、詳細な規則が定められていなかったが、改正法では、モンゴル及び外国の上場会社について、二重上場が明示的に認められることとなった。                      また、改正法により、取引可能有価証券の範囲が拡大され、預託証券が含まれるようになった。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 二重上場（Dual Listing、日本では重複上場と呼称されることも多い）とは、1社の上場会社が2つの市場に上場することである。（例えば、トヨタ自動車が、東京証券取引所とNYSEに上場していることをいう。）</li> <li>● 預託証券は、保有する原有価証券を基に、発行される有価証券である。海外企業が米国や英国に上場する場合に、預託証券の形がとられることは多い。（ADR（American Depositary Receipt）やGDR（Global Depositary Receipt）と呼ばれる。Bank of NY Mellon、CITI、ドイツ銀行などが、自らが保有することとした他社の原有価証券を基に、DRを発行するサービスを提供している。）</li> <li>● 現在のモンゴルの証券市場の規模では、有望な鉱山を持つ企業の資金調達ニーズをモンゴルの市場だけでは、満たすことはできない。そのため、現実的なのは、資金の一部（おそらくは大部分）を海外で調達するとともに、モンゴルの市場でも調達し、上場してもらうことであり、それを可能とするため、二重上場を明示的にしたものと思われる。後述する鉱物法の規定と相まって、モンゴル市場での資金調達・上場を目的とした規定と考えられる。</li> </ul>

<sup>22</sup> 参考資料：Hogan Lovells 「Mongolia Adopts An Amended Securities Market Law, July 2013」

	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 預託証券については、①モンゴル企業の二重上場の際に、海外と同じ有価証券が「モ」国内で上場できるようにすることと、②海外の有望な企業が預託証券の形式にすることにより、モンゴル市場に上場しやすくなることを目的としていると考えられる。②については、海外企業の上場により、モンゴル市場のステータスアップを目指すという狙いがあると考えられる。</li> </ul>
<p><b>3. 情報開示の強化</b></p> <p>発行開示、上場会社の継続開示の要件が強化された。</p> <p>発行開示については、目論見書において詳細な財務情報、関連当事者のリスト、調達資金の使用計画、リスク管理計画を含めねばならないと規定されている。また、目論見書に含まれる情報は公認会計士と法律専門家によって検証されなければならない。</p> <p>上場会社の継続開示については、旧法では関連する法律に求められる情報の開示を求めるという規定であったが、改正法では、上場会社の開示情報の範囲は法律で限定されており、特定の組織的な変更、大株主に影響しうる株式保有構造の変化、株価に影響を与えうるその他の情報があった場合には、その発生から1営業日以内に開示しなければならないこととなった。また、特定の状況の場合は、即時の開示が求められる。</p> <p>また、モンゴル証券取引所は、上場会社に関する情報について、ウェブサイトを開示しなければならない。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 旧法下においては、上場会社の年次報告書や財務諸表であっても公開されていないことが多々あった。</li> <li>● このような状況のなか、市場の透明性及び上場会社からの情報開示の強化を行い、市場の信頼性の向上を狙ったものであると考えられる。</li> </ul>
<p><b>4. 不公正取引の防止</b></p> <p>改正法では、旧法よりも詳細かつ具体的なインサイダー取引及び市場濫用についての禁止規定が設けられた。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● グローバルな不公正取引の防止の規定に近づけることで、市場の公正性の確保と信頼性の向上を狙ったものであると考えられる。</li> </ul>
<p><b>5. FRCによる監督の強化</b></p> <p>改正法では、旧法よりも多くの証券市場における業務が定義され、監督されることになった。また、既存の業務についても、業務によっては、以前よりも詳細な規定が設けられた。</p> <p>さらに、財産評価会社、監査法人及び法律事務所については、FRCに登録しない限り、上場会社にサービスを提供できないこ</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 概して、FRCは、改正法により市場参加者により厳しい責任と義務を課すこと及びより厳しい監督を行うことにより、証券市場の公正性の確保及び投資家保護を図ろうとしているものと考えられる。</li> </ul>

<p>ととなった。 FRC は、今後、関連規則を策定・公表予定である。</p>	
<p><b>6. 自主規制機関の導入</b> 改正法により、証券取引所、保管振替機関、規制業者の組織等が自主規制機関として、FRC に登録することができることとなった。 自主規制機関は、その参加者に対する一定の監督等を行う。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自主規制機関を設けることにより、参加者の自治による規制の制度を導入しようというものと考えられる。</li> </ul>
<p><b>7. 紛争解決機関の導入</b> 改正法では、規制業務、上場会社、投資家及び顧客に関連する紛争の処理する機関として、紛争解決機関 (Dispute Resolution Board) を FRC 内に設置することとしている。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 司法に訴える代わりに、紛争解決機関により、早期に、安価に、非公開で、より納得のいく形で新しい紛争解決のスキームを提供することが狙いと考えられる。</li> </ul>

FRC へのヒアリングによると、証券市場法（改正法）の下位規則については、優先度の高い規則と優先度の比較的低い規則の 2 つに分類したうえで、段階的に制定・改正を行うこととしているとのことであった。

なお、FRC によると、証券市場法（改正法）の施行にともない、以下の 34 の規則等の制定・改正の必要があるとのことであった。

1. 「モ」国内で公募等の行われた有価証券の記録に関する規則
2. 証券口座の開設、取引等に関する規則
3. カストディアン業務に関する免許や業務に関する規則
4. 証券市場において規制対象となる業務に関する規則
5. 免許の付与、延長、停止、取消等に関する規則
6. 規制対象となる法人、仲介業者等に関する規則
7. 会計業務に係る規則
8. 他の法律に定めのない場合における、規制対象の者の業務についての手数料の上限に関する規則
9. 規制対象の者による FRC 及び公衆に開示すべき事項に関する規則及び当該開示について監督する規則
10. 規制対象の者又は有価証券の発行者による広告に関する規則
11. 顧客の指示の受け方及び実施方法に関する規則
12. 規制対象の者における経営者の任命と適格な経営者の決定方法に関する規則
13. 規制対象の者における記録の保存等に関する規則
14. 規制対象の者による FRC への報告の標準フォームに関する命令(Instructions)
15. 規制対象の者による規制実施のための費用の設定(Setting)
16. 海外の資本市場におけるブローカレッジ業務に関する規則
17. 預託証券(DR)の取引及び記録に関する規則
18. 上場会社のインサイダー情報に関する規則
19. 上場会社から株主への情報提供に関する規則
20. 会社の全株又は支配的株数の公開買付けに関する規則
21. 自主規制機関に関する規則
22. 証券市場における規制対象となる者の非常事態における調整に関する規則
23. 株価操作を防止するための規則

24. 金融派生商品を発行するための規則
25. コーポレート・ガバナンス・コード(Codex)
26. 証券市場の参加者に法的な助言を行う者の登録に関する規則
27. 証券市場の参加者のために監査を行う者の登録に関する規則
28. 証券市場の参加者のために資産の評価を行う者の登録に関する規則
29. 証券のトラスティーに関する規則
30. 証券市場で働く個人の免許の交付に係る試験や免許の交付等に関する規則
31. 投資ファンドに関する規則
32. 投資マネジメント会社に関する規則
33. 格付けに関する規則
34. 紛争解決機関に関する規則

法律事務所の Hogal Lovells によると、2014 年 2 月 6 日現在、以下の 9 規則が公布されていると  
のことであった。なお、規則の後ろに括弧書きで記載した数字は、関連すると思われる上記規則の  
番号である。

1. 規制対象の者又は有価証券の発行者による広告に関する規則 (10)
2. 規制対象の者が保有する情報データベースに係る規則 (13)
3. 有価証券市場での規制対象となる業務のライセンスに係る規則 (5)
4. 有価証券の発行者による一般への情報開示に係る規則 (9)
5. 規制対象の者のリスク基金に係る規則 (直接的に該当するものなし)
6. 有価証券に関するインサイダー情報及びインサイダー情報保有者による有価証券市場での活  
動に係る規則 (18)
7. 有価証券の登録に関する規則 (1)
8. 規制対象の者の活動に係る規則 (4)
9. 投資マネジメント会社のライセンス及び運営に係る規則 (32)

## 5.2.2 会社法

会社法は 2011 年 10 月に改正公布、同年 11 月に施行され、以下のとおり 14 章 100 条から構成さ  
れている。従前の会社法からの改正点としては、①経営者責任の厳格化、②会社自身、経営者或い  
は株主の違反行為に対する罰金制度の導入、③コーポレート・ガバナンスの厳格化、④重要な取引  
及び利益相反取引の開示強化などが挙げられ、これらはモンゴル企業のガバナンス水準を先進国に  
近づける意図が込められている。

① 総則 (第 1 条～第 2 条)
② 会社及びその法的地位 (第 3 条～第 10 条)
③ 会社の設立 (第 11 条～第 17 条)
④ 会社の組織変更、清算及び債務と株式との交換 (第 18 条～第 29 条)
⑤ 会社の資本及び会社の株式その他の有価証券 (第 30 条～第 45 条)
⑥ 利益配当及び会社財産の譲渡 (第 46 条～第 48 条)
⑦ 会社による自己発行有価証券の買戻し (第 49 条～第 55 条)
⑧ 株式の支配的部分の取得 (第 56 条～第 58 条)
⑨ 会社の管理 (第 59 条～第 83 条)
⑩ 会社の権限を有する管理役職員の責任 (第 84 条～第 86 条)
⑪ 重要な取引 (第 87 条～第 88 条)

⑫ 利益相反取引（第 89 条～第 93 条）
⑬ 会社の財務及び経済的活動に対する監査（第 94 条～第 99 条）
⑭ その他（第 100 条）

会社法により上場会社に対して課されるガバナンス関係の規制の概要は以下のとおりである。

- 上場会社は取締役会を設置しなければならない（会社法第 75 条第 2 項）
- 上場会社は最低 9 人の取締役を置く必要があり、そのうち 3 分の 1 は独立取締役である必要がある（同第 75 条第 4 項）。
- 監査委員会議長は、社外取締役から選出されなければならない（同第 81 条第 4 項）
- 取締役会は会計年度終了後 50 日以内に配当宣言を行い、その根拠を説明する必要がある（同第 46 条第 5 項）。
- 定時株主総会は年次決算の承認（同第 59 条第 11 項及び第 62 条第 1 項第 9 号）等のために、事業年度終了後 4 か月以内に開催されなければならない（同第 59 条第 4 項）、これに違反すると株主総会の招集に係る権限以外の取締役会の権限は消失し（同第 59 条第 5 項）、それ以降に取り交わされた契約等は無効となる（同第 59 条第 6 項）。また、当該期限内に株主総会を開催しなかった上場企業については取締役会の権限が消失する旨を FRC が公表する（同第 59 条第 7 項）。
- FRC は証券市場法に従い上場会社の新規上場や新株発行を登録する（同第 42 条第 4 項）
- FRC は上場会社の清算を裁判所に請願することができる（同第 26 条第 6 項）
- 重要な取引及び利益相反取引はその価格等を年次報告書等に記載しなければならない（同第 84 条第 4 項及び第 89 条第 5 項）。

### 5.2.3 投資法

外国投資法及び戦略的重要分野において事業を行う企業への外国投資に関する規制に代わって、投資法が 2013 年 10 月に公布され、11 月より施行された。2012 年第三四半期以降から外国からの直接投資が減少し始め、2013 年第一四半期においては、2012 年の同時期と比較し、42%の減少となっている。このような状況において、外国からの投資が安定的に行われることを目的とし、新しく投資法が作られた。

投資法の概要は以下のとおり。

- 国内外の投資家は同様に扱われる。
- 海外の投資家は、民間と国有法人に区分けされ、海外の民間投資家による投資制限はない。
- 国有法人とは、直接又は間接に海外の国家が 50%以上の株式を保有する法人をいう。国有法人がモンゴル企業の 33%以上の株式を購入する場合には許可が必要。
- 戦略的重要分野における投資についての規定は、投資法から削除された。しかしながら、従来の戦略的重要分野に属する企業は、他の法律等で特別な許可のもとに業務が行われるものことから、国より当該許可を得るときに管理が可能であると整理された。
- 投資の保護及び保障を法律的に整備し、税金の安定化を図るインセンティブを導入した。

証券市場関係者からは、同法により海外からの直接投資がモンゴルに戻ってくることを期待されている。

#### 5.2.4 投資ファンド法

今回の投資ファンド法の制定により、初めて投資ファンドに係る包括的な法律が制定され、規制の枠組みが制定された。(2014年1月1日施行)

この法律の概要については、以下のとおり。<sup>23</sup>

- 投資ファンド法では、投資ファンドの種類、設立、運営、管理、解散、会計記録、投資マネジメント会社及び保管銀行等について定められている。
- 主たる監督機関であるFRCは、投資ファンドや投資マネジメント会社のライセンス付与、規制、監督の権限を持つ。
- 投資信託 (Mutual Fund、オープン型及びクローズ型) 及び個人ファンド (Private Fund) の2種類の設立を認める。
- 投資マネジメント会社はクローズド型及び個人ファンドについて、最長10年の運用期間を設定することができる。
- 投資ファンドは、投資マネジメント会社と資産の管理に係る契約を締結し、保管銀行と保管に係るサービス契約を結ぶ。

投資ファンドの収益は「モ」の法人所得税について非課税とされるが、それ以外の税金優遇措置はない。

この法律の狙いは、国内においては①小口の資金を集積して、新たな機関投資家を育てていくこと、②富裕層の投資を Private Fund により証券投資に向けること、国外においては、より利便性の高いスキームを提供することにより、投資を呼び込むことであると考えられる。

なお、FRCによると、投資ファンド法の施行にともない、証券市場法(改正法)と同様に以下の13の下位規則の制定・改正が必要となるとのことであるが、2014年2月10日現在、これらの規則で公布されているものはない。

1. 投資ファンドの設立に関する規則
2. 投資ファンドの運営と監視に関する規則
3. 投資ファンド法に関する投資者の記録の保管に関する規則
4. 投資ファンドの投資家集会の招集に関する規則
5. 会計、財務報告、ファンドの活動及び評価に関する規則
6. 投資ファンドの情報と広告に関する規則
7. 投資ファンドの解散に関する規則
8. 資産・投資マネジメント業務に関する規則
9. カストディアン業務に関する規則
10. 投資ファンドの業務に関連する詳細な一連の規則
11. 外国で登録された投資ファンドに関する規則
12. 投資ファンドの合併や統合に関する規則
13. 投資ファンドに関連した適格性のある候補者の定義に関する規則

<sup>23</sup> Hogan Lovells 「モンゴルの法律の発展」(2014年2月6日) プレゼンテーションを参考に記載。

## 5.2.5 鉱物法

鉱物法は、「モ」国領域内での鉱物の探査及び採鉱等について規制することを目的としている。当該法律において、証券市場に関連する条文としては、第5条第6項があげられ、そこには「戦略的に重要な鉱床の採鉱ライセンスを持つ法人は、モンゴル証券取引所において、株式の最低10%が取引されなければならない」旨の規定がある。

証券市場関係者からは、戦略的に重要な鉱床の採鉱ライセンスを保有する法人は、モンゴルでも有望な法人であると考えられており、その法人が株式市場を通じて資金調達を行う場合に、その10%であってもモンゴル市場において行われれば、モンゴル市場の活性化につながると期待されている。

なお、同法においては、同条に反した場合における罰則は設けられていないと思われる。

## 5.2.6 関連機関別の課題に対処する関連法制度

ここまで述べた一連の関連各法の改正は、4章「モ」国金融・資本市場の評価と課題に述べられた課題に対処するものを多く含むものである。これを関連機関別にまとめると表5-5のようになる。なお、ここでは関連機関別にまとめているものの、対処する関連法制度によって導き出される結果は相互に影響しあうものである。

表 5-5 関連機関別の課題に対処する関連法制度

関連機関	課題	課題に対処する法制度等
投資家	・投資家層の拡大	<b>(海外投資家)</b> <b>証券市場法</b> ・カストディ制度、二重上場、預託証券による投資家の利便性向上 ・FRCの監督強化、自主規制機関の導入、不公正取引規定の国際水準へ改定、上場会社の開示強化による証券市場の信頼性向上 <b>投資法</b> ・海外からの投資についての規定整備、手続きの簡略化 <b>投資ファンド法</b> ・投資スキームの拡充による投資家の利便性の向上（その他、決済期間のT+3日化による国際標準化） <b>(国内投資家)</b> 証券市場法について上記に同じ <b>投資ファンド法</b> ・投資ファンド法のスキームを利用した国内機関投資家の育成 （魅力的な上場会社の増加、流動性の向上は、海外・国内ともに投資家層の拡大を促す。）
上場会社	・魅力的な上場会社の上場 ・質的向上	<b>証券市場法</b> ・二重上場、預託証券の利用による魅力ある企業の上場促進 ・上場会社の開示強化による上場会社の質的向上 <b>鉱物法</b> ・有望な鉱床を持つ企業の強制的な国内上場の実現（投資家層の拡大、流動性の向上は、魅力的な上場会社の上場を促す。）

証券会社	・質的向上	<b>証券市場法</b> ・FRC の監督強化、自主規制機関の導入による証券市場の信頼性向上
証券取引所	・流動性向上	(最新取引システム (Millennium IT) 導入による取引インフラの整備) (投資家層の拡大、魅力的な上場会社の上場による流動性の向上)

このように FRC は、証券市場法をはじめとする一連の関連各法改正により、証券市場の発展へ向けて大きな一歩を踏み出したといえる。この取組み自体は合理的なものであり、また一方で、同法が施行されてもいない段階であることから、評価を行うのも時期尚早である。FRC としては、この取組みをまずは動かすことが重要であり、日本としては、そのための協力を行うことが肝要であると考えられる。

### 5.3 投資家関連の規制・監督

証券市場法（改正法）により、投資家が規制・監督されるのは①証券市場における禁止行為、②会社の全株又は支配的株数の公開買付け及び③投資家情報の提供である。また、5.2.3 投資法にて記載したとおり、証券市場関連法の枠組みの他にも、投資家に関連した規制がある。ここでは、証券市場法（改正法）による投資家関連の規制・監督について記載する。

#### 5.3.1 証券市場における禁止行為

改正法第 76 条から第 81 条において、証券市場における禁止行為としてインサイダー取引及び市場濫用の禁止が規定されている。なお、同法第 81 条においては、同条第 1 項では、インサイダー取引、インサイダー情報を規定の手続きに基づき公表しなかった場合又は市場濫用を行った場合には、違反者は他の者に対する損害賠償義務が規定されており、同条第 2 項では、インサイダー取引又は市場濫用によって得られた所得又は利益については、モンゴルの民法による請求を行うことができる」とされている。

##### 5.3.1.1 インサイダー取引

インサイダー取引については、まず、同法第 76 条第 1 項にて、インサイダー情報の定義が行われており、「公に取得が可能ではなく、有価証券の価格に影響を与える情報をインサイダー情報とみなす」としている。一方、同条第 2 項において、「明らかに価格や売買高に影響を与える可能性がある場合でも、公に取得可能な情報を基にした分析についてはインサイダー情報とはみなさないものとする」と規定されている。

同法第 77 条において、インサイダー情報の保有者の定義が行われており、同条第 1 項において、「大株主 (influential shareholder)、経営者等 (governing person)、発行者の従業員及びこれらの者の関係者」、同条第 2 項において、「公務を行ううえで、又は、契約や取引を準備又は遂行するうえで情報を得た者又はこれらの者の関係者」と規定されている。

ここでいうところの大株主、経営者等及び関係者については、それぞれ定義が存在する。

大株主とは、同法第 4 条第 1 項 29 号に規定されており、「個人又は法人で、単独又は共同で発行者である会社の議決権を伴う発行済株式の 5%以上を保有する者、若しくは、法律又は契約に基づき、その有価証券における議決権を行使する者」となっている。

経営者等とは、会社法第 84 条第 1 項に規定されており、役員等の会社の決定、取引や契約を行うプロセスに直接又は間接に参加する者とされている。

関係者とは、証券市場法（改正法）第 4 条第 1 項第 30 号に規定されており、家族、その者が経営者等として働く会社、関係者が 10%以上の議決権を直接又は間接に保有する会社又は法人、雇用主の場合にはその従業員、会社である場合には、親会社、子会社又は姉妹会社、その他 FRC が定める者であるとされている。

さらに、同法第 77 条第 2 項において、同第 1 項に該当する者は、直接又は間接に情報を知ったかにかかわらず、インサイダー情報の保有者とみなされる。

同法第 78 条第 1 項において、インサイダー情報の保有者は、その情報の影響する有価証券又は派生商品の取引を禁止され、また、その情報がインサイダー情報であるかどうかということが知られているかどうかにかかわらず、取引を勧めてはならず、さらに、その情報自体を業務の必要外で他の者に知らせてはならないものとされている。

同条第 2 項において、インサイダー情報の保有者又はその関係者が、その情報を用いて有価証券等の取引を行った場合には、同条第 1 項に違反したものとみなすこととなっている。

同法第 79 条第 1 項においては、インサイダー情報の公表について規定されており、有価証券の発行者は、証券取引所及び FRC の規則に基づきインサイダー情報の公表をすることと求められており、また、情報を公表する際には、FRC 及び証券取引所にその情報を知らせることが義務付けられている。

同条第 2 項では、公表の方法が定められており、発行者、証券取引所又は FRC のウェブサイトを通じて行われること、FRC によって決められた印刷物によっておこなわれること、又は、利害関係者により問題なく、情報が取得できる他の方法により公表が行うことが求められている。

同条第 3 項では、FRC がインサイダー情報のリスト及び公表の手続きを認可することとしている。

### 5.3.1.2 市場濫用

同法第 80 条第 1 項において、詐欺的な取引、人為的な価格形成、取引を誘引又は誘引しない目的の詐欺的な取引等を行うことが禁止されている。同条第 2 項においては、他の者に所有権の移動がないにもかかわらず、取引が繁盛だと誤解させること、又は共謀して特定の価格帯において注文を発注したり、購入したりすることは、詐欺的な取引であるとみなすとされている。

さらに、同条第 3 項において、他の者が買い付けること又は買い付けないこと若しくは発注すること又は発注しないことを確実とするため、価格を上下させたり、固定する 2 以上の取引がおこなわれた場合には、人為的な価格形成が行われたとみなすこととされている。さらに同条第 4 項では、顧客の取引を誘引したり、思いとどまらせたりする目的をもって、次の 3 つの行為を行う又は行為を行わなかった場合には、詐欺的であるとみなすとされている。当該 3 つの行為とは、①不正確、虚偽又は誤解を招くような情報、予想又は見通しを発する又は公表すること、重要な事実を公表しないこと、②特定の事実について虚偽の情報を与えることにより、取引の相手方に誤解を生じさせること、③特定の方法等により、取引の相手方に誤解を生じさせること、である。

### 5.3.2 会社の全株又は支配的株数の公開買付け

同法第 22 条によると、会社の全株又は支配的株数以上の買付けを行う場合には、公開買付けを行うこととなる。公開買付けは、会社法第 57 条第 1 項の規定に定められた義務として、会社の支

配的株数以上を取得する者が他の株主に対して行うものと、投資家が自発的に行うものがある。公開買付けを行う者は、その買付けの公表前に対象会社の取締役会にその旨を知らせる義務があり、また、FRC に知らせるとともに、買付者の名称・所在地、買付対象の株数及び下限価格の情報が含まれた公表を行わなければならない。会社法第 57 条第 1 項に求められる公開買付けの場合には、同項の手続きに従い、同時に当該買付けに興味を持つすべての者に情報を提供することが求められる。公開買付けは、1 か月以上 3 か月未満の期間で、買付価格は市場価格を下回ることはできず、FRC が認める取引所の推薦に基づき市場価格を決定する方法によるものとする。公開買付けの手続きについては、FRC が別途定めることとされており、改正法にはその手続きに含まれる項目が列挙されている。

なお、FRC 又は証券市場法の手続きに従わない場合は、議決権を失う旨の規定があり、また、同法第 22 条第 3 項により、会社の支配的株数以上を保有する株主は 5%以上の持ち株数の変動がある場合には、FRC 及び取引所に 5 日間以内に通知するとともに、ウェブサイトを通じて公表しなければならない。

### 5.3.3 投資家情報の提供

同法第 58 条により、有価証券の保有者管理者又はノミニーに対して、必要な情報を提供することが義務付けられており、また、この義務を怠った場合の損害は投資家のものとなる旨が定められている。また、FRC の求めがある場合には、投資家は投資家及び関係者の所有の状況についての情報を開示しなければならない。

## 5.4 発行体関連の規制・監督

### 5.4.1 新規上場時の規制・監督

MSE に新規上場するにあたっては、FRC に必要書類を提出し登録に係る承認を受けた後、MSE の上場審査による承認を受ける必要がある。MSE の上場審査基準は表 5-6 のとおりである（MSE 上場規則第 23 条、第 25 条等）。

表 5-6 上場審査基準

No.	基準	通常銘柄	特別銘柄*
1	株主資本	1,000 万 MNT 超	1,000 万 MNT 超
2	上場時価総額に占める固定資産の割合	10%超	20%超
3	株主数**	50 人超	50 人超
4	公募される普通株の割合**	30%超	10%超
5	事業年数**	1 年超	3 年超
6	利益規模**	黒字であること又は赤字の場合には赤字額が純資産の 30%以内であること。	要件なし
7	その他	1. 国際的水準のコーポレート・ガバナンスを有すること。 2. 財務報告書及び会社と経営陣の有価証券取引等につき MSE 及び公衆に速やかに開示できること。 3. 証券取引に責任を負う専門家を有すること。 4. 株主総会の招集を法定期間内に行い、かつその結果を定め	

られた期限内に MSE に報告すること。

**備考** \* 「モ」国経済やインフラに影響を及ぼす戦略的に重要なセクターの企業に適用される。  
\*\* 基準 5 及び 6 はプロジェクト実現のために設立される会社には適用されない。また、  
基準 3,4 及び 6 は民営化会社には適用されない。

出所：MSE ウェブサイトから作成

MSE としては、新規上場について IPO 自体の妥当性なども考慮するが、大きな方向性としては取引所の設定した数値基準への充足により上場させる方向にし、今後、上場審査基準の緩和も検討している。なお、海外上場会社が今後 MSE に重複上場する場合には、MSE の上場審査においては海外他市場での提出書類の翻訳版を提出することで足り、発行体側への負担は小さいと考えられる。

なお、証券市場法の改正施行に伴い、MSE は新たな上場規則を作成し FRC がこれを承認したようであるが、2014 年 3 月 18 日時点でその内容は公表されていない。

## 5.4.2 上場後の規制・監督

### 5.4.2.1 開示及び資料提出の義務

証券市場法（改正法）の施行により開示義務が拡充されるため、現状及び改正法施行後において現状想定されている義務の内容を記載する。なお、会社法上当然に課される義務については、別途 5.2.2 を参照するものとする。

<証券市場法（旧法）下における規制>

- 会計法に定める期間に年次報告書及び半期報告書を FRC 及び MSE に提出する。（証券市場法（旧法）第 10 条第 1 項第 3 号）
- 発行体は FRC が定めた規制に従い、B/S を公表する。（同第 10 条第 1 項第 4 号）
- 上場会社は、定時株主総会の議事録を 6/1 までに、臨時株主総会の議事録を開催後 20 日以内に提出する。（同第 10 条第 1 項第 5 号）
- 発行体は、関係する法律に規定された情報を投資家及び公衆に開示する義務を負う。（同第 14 条第 1 項）
- 株主総会の結果を（取引所との）合意書の記載に基づいて特定の期間内に提出する（MSE 上場規則第 29 条第 6 項後段）

これらの規制により実際に MSE のウェブサイト等で開示されているのは、年次報告書及び半期報告書（いずれもほぼ財務諸表のみ）並びに株主総会決議結果程度である。財務諸表の開示が行われていなかった上場会社等について上場廃止や罰金等の措置を講ずることは可能であったが、長期にわたりこれらの規制の運用が厳格でなかった。もっとも、近時は MSE の信頼性向上への取り組みも始まっており、FRC が数十銘柄の上場廃止等の決定を下したのは前述のとおりである。

なお、過去に提出され MSE のウェブサイトで開示されている財務諸表を見ると、手書きのモンゴル語でありかつ印刷が掠れて見えないといったものも見受けられ、海外投資家が安心できる情報開示の質とはいえない水準であった。この点、2013 年 9 月には、MSE が各上場会社の財務諸表をエクセル形式で閲覧できるよう対応しており、一定の進歩が見受けられる（ただしモンゴル語のみであり、開示していない会社も依然として存在する。）。

＜証券市場法（改正法）下における規制＞

- 発行体は、以下の開示事項を FRC、MSE 及びそのウェブサイトを通じて公衆に 1 営業日以内に通知する。（証券市場法（改正法）第 56 条第 1 項）
  - 経営管理体制の変更
  - 支配株主等の変更
  - 子会社、関連会社等を含む組織変更
  - 資産の差し押さえ又は没収
  - 許認可事業の開始又は許認可の停止又は失効
  - 株主総会決議結果
  - その他株価に影響を与える事項
  
- MSE は証券及び発行体に係る以下の情報を、ウェブサイトを通じて公開する。（同第 56 条第 2 項）<sup>24</sup>
  - 株価その他株価に影響を与える情報
  - 発行体の事業状況及び財政状況
  - 株主総会決議の招集及び決議結果
  - 発行体により締結された主要な又は利益相反の契約又は取引
  - 支配株主が保有する株式及び派生商品の数及びその割合
  - 経営管理体制の変更及び組織変更並びに独立役員の情報
  - 主要株主及びその関係者に係る情報
  - 法律及び FRC 又は MSE の規制により課される情報等

これらの開示を FRC 又は MSE が事前にチェックするようなことは想定していないようであり、開示の質をどのように確保するかは課題といえる。

また、どのようなフォーマットで開示させるか、これらの開示義務の着実な履行をどのように担保するのか（違反した場合の FRC 又は MSE からの措置の問題）などが注目されるほか、証券市場法改正施行日（2014 年 1 月 1 日）から各上場会社が新たな運用を開始できるのか気になるところである。

#### 5.4.2.2 上場廃止

上場会社に対する究極的な上場後の規制・監督の効果としては、上場廃止があり、MSE 自身も以下の上場廃止基準により独自に上場廃止を決定することができるが、これまでのところ FRC の決定を受ける形で上場廃止を行っている。また、上場廃止未満の措置として、売買停止がある。

MSE の上場規則には以下の規定が設けられている。

＜上場廃止＞

- 廃止申請（MSE 上場規則第 61 条）
- 会社法に従い、権限ある者による組織再編又は清算が決定された場合（MSE 上場規則第 59 条第 1 項）
- （売買停止等になった場合で）2 年以内の特定期間内に再上場申請又は再登録申請が提出されない場合（MSE 上場規則第 59 条第 3 項）

<sup>24</sup> MSE は、証券市場法改正施行後は SRO の業務としてこれらを実施することとなる。

- 株主の権利保護のため、MSE は廃止審査を行う（MSE 上場規則第 62 条）

<売買停止>

- 以下の(a)から(d)までのうち 2 つ以上の要件に該当した場合（MSE 上場規則第 60 条第 1 項）
  - (a) 上場審査基準を満たさない場合
  - (b) 証券市場法の規制や義務又は（取引所との）合意により課された責任に違反した場合
  - (c) 公開情報に虚偽や隠蔽が発見・確認された場合
  - (d) 1 年超取引がない場合

これまで FRC 及び MSE は上場廃止につき消極的な姿勢を見せていたが、今後海外投資家を誘致していく過程では、上場会社の水準を維持・向上させる必要があり、FRC 自身もそのような認識のもと、2013 年 8 月には 57 社の上場廃止を決定したほか、9 月には 36 社に対し改善を促しており、改善がみられない場合には 2014 年に上場廃止になる可能性がある。

民営化プロセスにより上場した会社の中には、その後家族経営となった会社が多数あり、これらの会社は財務諸表の開示や株主総会の開催を行わないなど法令を遵守しないことから、上場廃止や売買停止などのドラステックな手法を用い、上場会社の質の維持・向上が漸く図られつつある状況である。

## 6. 他援助機関の動向および我が国による支援の可能性検討

以上の調査結果およびこれまでの分析に基づき、「モ」国金融資本市場の現状に関する評価、必要な改善およびそれに向けた支援とその達成期限目途、各ドナー機関による支援状況を表 6-1 にまとめた。評価対象となる項目は、「規制・監督」、「証券市場インフラ」、「証券関連業者」、「発行体」、「投資家」の 5 つのカテゴリーに分類した。

各ドナーによる支援状況については、各機関へのヒアリング結果をもとに、表中の最右列にまとめてある。大きく分けると、世銀は制度設計、枠組み作りといったアプローチが中心であるのに対し、EBRD や IFC については、民間セクター投融资におけるプレゼンスの大きさも反映して、潜在的な投資対象を視野に入れたコーポレート・ガバナンスにおける支援が目立つ。我が国に関しては、これまで証券業協会、証券取引所、証券保管振替機構等が、個別予算で研修等の国際協力事業を手掛けてきている。

また、個別項目毎に現状を 5 段階評価した。評価は調査団がヒアリング結果等に基づいて行なった定性評価であり、基本的には以下の考え方に基づくものである。

- 5 点： 国際標準に照らして、先進的な証券市場において実現されている水準。
- 4 点： 先進事例のレベルにまでは達していないものの、関連する取り組みが既に自律的に回っており、ドナー支援が必要とされる段階は通過し終えた水準。
- 3 点： 関連する取り組みが一定以上なされており、部分的には成果が上がりつつあるものの、さらなる改善のためには相応のドナー支援が必要とされる水準。
- 2 点： 関連する取り組みが動き始めてはいるものの、めばしい成果が上がっておらず、ドナー支援により大幅な改善・発展が期待される水準。
- 1 点： 関連する取り組みが一切なされていない状態。

また「達成期限」に関しては、「短期」が今後1～2年以内、「中期」は同5年以内、「長期」はそれよりも先の達成が目指されるべきとの基準をイメージした。ここでいう「達成期限」は、各項目の「重要性」ともある程度リンクしていると考えてよい。例えば「短期」に分類されている項目は、優先度の高いものを中心であり、必ずしも「すぐできるもの」を意味しているわけではないということである。以上を踏まえると、

- 「5段階評価」⇔「目標水準との乖離」（評価が低いほど乖離が大きい）
- 「達成期限」⇔「目標実現の優先度」（短期であるほど優先度が高い）
- 「達成期限+5段階評価」⇔「目標達成の難易度」（5段階評価のスコアが低く、長期に分類されているものほど達成が困難）

とまとめることができる。すなわち非常に大まかに言えば、「5段階評価のスコアが低く、達成期限が短期に部類されているものほど、取り組みの優先順位が高い」と考えることもできよう。

同リストの作成に当たっては、今後の我が国による支援の可能性を想定し、国内関連機関（金融庁、日本証券業協会、証券保管振替機構）へのインタビュー結果等も踏まえてはあるものの、本件調査の段階では必ずしもこれら機関のコミットを前提としたものとはなっていない。今後、本件調査により把握された現地ニーズに対する対応可否を精査する過程において、各機関との間でより踏み込んだ議論がなされていく必要があるだろう。

表 6-1 課題分析リスト

カテゴリー	評価項目	評価 (1:低~5:高)	必要な改善およびそれに向けた支援	達成期限	直接受益者	想定される 日本側リソース	他ドナー支援状況				
<b>規制・監督</b>											
各種手続・手順の整備	証券会社に対する検査 (証券会社の財務健全性にかかる検査)	2 1	マニュアル作成、手続導入支援 我が国の自己資本規制比率等に準じた財務健全性指標の導入支援	短期 短期	FRC	金融庁	世銀：当カテゴリーにかかる支援内容は、コーポレート・ガバナンスの実効性確保とSROの監督を除いて、世銀によるKorean Trust Fundを活用したTA（以下、KTF TA）と重複。  KTF TAが、投資ファンドの監視をカバー。  IFC：スコアカードに基づく現状評価、改善提案等  日本政府に対してFRCより支援要請あり。				
	不正取引の調査	2	マニュアル作成、手続導入支援	中期							
	投資ファンドの監視	1	マニュアル作成、手続導入支援	中期							
	SROの監督	1	マニュアル作成、手続導入支援	短期							
	上場企業の管理・監視	2	マニュアル作成、手続導入支援	短期							
	コーポレート・ガバナンスの実効性確保	2	マニュアル作成、手続導入支援	中期							
	紛争処理機関の設立・運用	1	証券・金融商品幹旋相談センター（FINMAC）周辺のノウハウを活用した研修実施、技術支援等	中～長期							
	リスクベース監督の整備	2	マニュアル作成、手続導入支援	中期							
	FRC内の業務改善	2	ケースマネジメント支援、DB構築	中期							
	法整備	証券化関連法整備 証券法・投資法・ABS法・投資ファンド法の下位法令のレビュー	2 2	レビュー実施、マニュアル作成、手続導入支援				短期 短期	FRC	金融庁	EBRD：法令ドラフトを支援予定（未だ具体の支援無し） 世銀：証券法および投資ファンド法の下位法令のレビューについて、KTF TAと重複。（ABS法は対象外）
	年金基金法整備	2	我が国や他国の経験紹介	短～中期							
	新商品（デリバティブ、預託証券等）に関する規制整備	1	マニュアル作成、手続導入支援	中～長期							
その他	司法当局の証券市場（犯罪）への理解促進	2	警察・裁判所・検察官・調停者への研修	中～長期	FRC、警察、 裁判官、検察官	金融庁					
	投資家保護基金の整備	1	我が国の経験紹介、基金設立に向けたTA	中～長期	FRC、MSCH&CD	日本投資者保護基金	世銀：投資家保護基金について、KTF TAもカバー。				
<b>証券市場インフラ</b>											
証券取引所	上場審査手続	2	マニュアル作成、手続導入支援	中期	MSE	東京証券 取引所	世銀：KTF TAおよびマルチセクターTAでは直接にはMSEと関わらないことから、JICAがこれら項目に注力することを奨励。				
	上場管理（上場廃止その他上場会社に対する措置）	2	マニュアル作成、手続導入及びシステム導入支援	中～長期							
	考査（証券会社管理、売買管理） 上場会社の情報開示の促進とその管理	2 1	マニュアル作成、手続導入支援 我が国の経験紹介とディスクロージャーシステムの導入	中～長期 短～中期							
	システム運用（売買ルール） 事業継続計画（BCP） 自主規制機関（SRO）化に向けた体制整備	2 2 1	マニュアル作成、手続導入支援 マニュアル作成、手続導入支援 マニュアル作成、手続導入支援、SROの機能に関する我が国の経験紹介	中～長期 長期 短期							
	重複上場の環境整備 ETF市場の整備 REIT市場の整備 モンゴル市場のプロモーション（投資家・上場会社誘致）	2 2 2 2	マニュアル作成、手続導入支援 市場創設に向けたF/S等 市場創設に向けたF/S等 我が国の経験紹介、モンゴルへの投資家・上場会社誘致に関する取組支援	短期 長期 長期 中～長期							
	清算決済関連	ミレニアムIT CSDへの完全移行・運用と、T+3決済サイクルの徹底 自主規制機関（SRO）化に向けた体制整備 日々のオペレーションの改善と将来ビジネスの検討 決済リスク低減のための施策（CCP設立に向けたFS調査） ITシステムの安定性と機密情報管理の改善	3 1 1 2 2	規則改正、マニュアル作成、手続導入支援 マニュアル作成、手続導入支援 我が国の経験紹介、コンサルティング 我が国の経験紹介 システム監査の実施、ミレニアムIT CSDIにかかるモニタリングの構築				中期 短期 短～中期 中期 短～中期	MSCH&CD MSE、MSCH&CD	証券保管 振替機構	緊急事項のため、KTF TAでカバー予定。
	<b>証券関連業者</b>										
	業界団体	外務員登録制度の整備	2	外務員登録制度の導入支援				中期	MASD	日本証券業 協会	世銀：外務員登録制度（免許制度）、紛争処理機関の設立・運用について、KTF TAもカバー。 日本証券業協会（研修実施実績あり） 日本証券業協会（研修実施実績あり）
		コンプライアンス（情報管理等）の徹底	2	内部管理責任者向け研修の実施				短～中期			
		倫理・道德規準 協会運営における効率性向上	2 2	規定の策定支援 我が国の事例紹介				短～中期 中～長期			
市場データ整備 投資家教育の取組		1 2	研修実施、データ整備に係る技術支援等 我が国の事例紹介、取組開始に向けた技術支援等	中～長期 中期							
ブローカレッジ業務		業界再編、市場退出・新規参入の環境整備	2	中長期の証券業界像イメージの構築。 業界再編の促進につながる様々な、実効性のある施策の導入	短～中期	MASD、投資家					
	ライセンスの明確化 ブローカレッジ・フィーの自由化（要・追加確認） オンライン取引の環境整備	2 2 1	オンライン取引にかかる枠組みの構築、我が国の経験・取組紹介	短期 短期 短期	FRC FRC、MASD	金融庁 金融庁、 日本証券業協会					

カテゴリー	評価項目	評価 (1:低~5:高)	必要な改善およびそれに向けた支援	達成期限	直接受益者	想定される 日本側リソース	他ドナー支援状況
	標準化されたバックオフィス・フロントオフィス機能の徹底、ミレニアムITとの接続	2	我が国の取組紹介、効果的な標準化にかかる支援	短期	証券会社	日本証券業協会	
	個人投資家向け商品開発	2	我が国の取組紹介	短~中期			
	コンプライアンス、内部牽制部門の整備	2	我が国の取組紹介	短~中期			
	ITインフラの整備	2	我が国の取組紹介	短~中期			
カスタディアン業務	サブ・カスタディー業務を中心とした技術移転	1	我が国の経験紹介	中期	カストディ銀行	信託銀行	金融庁：三菱UFJ信託によるレクチャー
投資銀行業務	証券取次業務、投資銀行業務等、業務範囲の明確化とウォール是否の検討	1		中期	FRC、証券会社、銀行	金融庁	世銀：KTF TAは、(法的枠組み支援の一環として)ブローカー・投資銀行に関する政策枠組みの構築をカバー。
	コンプライアンス、内部牽制部門の整備	2	我が国の取組紹介	短~中期	FRC、格付け会社、投資家	格付け会社	
格付け業務	格付けの普及・浸透	1	格付け会社に対する規制の整備 格付けの機能・役割にかかるセミナー実施 現在の信用格付けモデルのレビューとモンゴル版モデルの構築支援	中~長期			
<b>発行体</b>							
政府	国債発行市場の整備(定期発行、プライマリー・ディーラー制度整備等)	2		短~中期	MOF、BOM*	財務省、日本証券業協会、証券会社	ADB: TAを実施(オークション制度、発行年限の長期化等。プライマリー・ディーラー制度もカバー予定) 米国財務省: 専門家を派遣 世銀: 地方債発行に関して、UB市に対するTA
	国債流通市場の整備 ベンチマーク銘柄、イールドカーブの形成	2 2		短~中期 短~中期	SPC、国営企業、FRC	コンサル企業、民営化実施企業	
国営企業	民営化対象企業の選定	2	対象企業選定の考え方、スケジュール等の整理 財務分析を通じた民営化の合理性評価、ケーススタディ	短~中期			
	民営化前のリストラクチャリング 市場放出のスケジューリング	2 3	我が国の経験・取組紹介、実施プロセス支援 我が国の経験・取組紹介、実施プロセス支援	短~中期 短~中期			
上場企業	開示の拡充	2	手続導入支援	中期	上場企業	コンサル企業	世銀: マルチセクターTAでは、上場企業の情報開示ルール案をドラフト済み。 IFC: コーポレートガバナンス関連をカバー
	ガバナンスの向上 内部統制の強化	2 2	我が国の経験紹介 我が国の経験紹介	中~長期 中~長期			
その他	国際機関によるトゥグルク債発行の推進	2		短~中期	上場企業 FRC、発行体、投資家	コンサル企業	ADB、EBRDが検討中
	上場企業の情報開示状況 重複上場、預託証券に対する認識向上	1 2	情報開示のあり方にかかるセミナー実施 重複上場のメリット・デメリット、プロセス等にかかる理解 醸成のためのセミナー実施	短~中期 短期			
	成長志向の中堅・中小企業による証券市場の活用促進	2	証券市場を通じたファイナンスの考え方にかかるセミナー実施(上場のメリットに関するワークショップ等)	短~中期			
<b>投資家</b>							
機関投資家: 銀行	資産運用ノウハウの強化	2	我が国の経験、取組紹介	短~中期	商業銀行	銀行	
機関投資家: 年金・保険	年金スキームの設計 年金基金に関する法制整備 資産運用ノウハウ、ALM・リスク管理の強化	2 2 1	設計支援等 我が国や他国の経験紹介 我が国の経験、取組紹介 保険会社に対するセミナー(資本市場での運用、ALM、VaR、リスク選好、ロスリミット、ガバナンス等)	中期 中期 中~長期	FRC 年金・保険	生命保険業協会、日本損害保険協会、日本アクチュアリー会	
機関投資家: 投資信託(mutual funds)	投資信託の普及 ファンド管理運営能力の強化	1 1	新しい機関投資家層としての(銀行預金に対抗し得る商品としての)投資信託の普及促進のためのハンドブック、セミナー、ワークショップ等 新設のファンド運営会社に対する能力支援 我が国や他国の経験紹介	中~長期 中期	投資信託	投資信託協会	
機関投資家: その他	SWFの設立 国営ファンド(年金、健康保険等)の管理	2 1	各国事例紹介、運用スキル移転等 リスク・リターン分析を踏まえ、資金プールの一部を資本市場で運用することについてのFS調査	中~長期 中~長期	MOF、SWF	コンサル企業	世銀・IMF: マルチセクターTA等を通じたMOFへの支援。 MOFの担当部門と協議中。
個人投資家	投資家教育 貯蓄から投資へのシフト促進	1 1	我が国の経験紹介 幅広い層への投資教育を可能とするオンライン講座の構築支援 研修教材やTV広告等の作成支援 個人投資家の証券投資を促進するための優遇措置(税制等)の導入支援 我が国の経験、取組紹介	中~長期 中~長期	個人投資家	日本証券業協会、コンサル企業	世銀: KTF TAでも、投資家教育促進に関する支援を予定するが、その必要性の大きさを踏まえれば、JICAによる関与も有用で、この分野で世銀と協働することもあり得る。

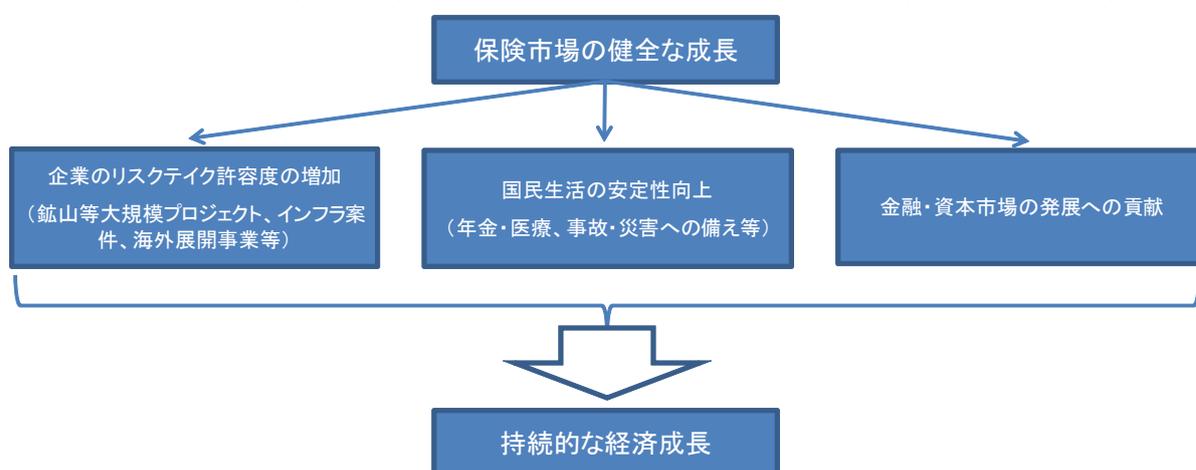
\*: 法律上は、FRCの担当分野

## 7. 「モ」国 保険業における現状と課題

保険市場の発展は、一国の金融・資本市場の強化の実現の上で、極めて重要な要素である。保険会社は、受け取った保険料収入を将来の保険金支払いのための準備金として積み立てるが、一般にこうした資金は資本市場において運用されることから、保険市場が成長しその運用資産が大きくなる程、資本市場の強化に貢献するのである。中でも、生命保険の様に長期の保険を取り扱う保険会社は、金融・資本市場において長期資金の供給主体としての役割を担うことが想定される。

保険市場の発展は、一国の長期安定的な経済成長の上でも不可欠な要素である。「保険」は、企業・国民が抱える将来の様々なリスクに伴う経済的損害を軽減するものであることから、経済活動の活発化を促す効果を有していると言えよう。また、「モ」国で見られる様な鉱物資源プロジェクトやインフラプロジェクトといった大型案件の実施や円滑な資金調達といった面でも、保険の果たす役割は大きい（下図参照）。

図 7-1 保険市場の発展の重要性イメージ



因みに、The United States Agency for International Development (USAID) はそのレポート<sup>25</sup>の中で、一国の保険業界の発展と経済成長とはリンクするとしており、1) 保険市場が順調に発展している国ほど持続的な経済成長を経験している、2) 保険市場の成長と金融業界のパフォーマンス改善とは関連している、3) 保険市場は、官民双方によるそのインフラへの投資が十分に行われなければ発展しない、と分析している。また、

- ・生命保険会社（また損害保険会社も一定程度）は、貯蓄商品の普及やその負債構造の性質上、長期のファイナンスの重要な出し手となりうる
- ・保険は、長期資金の供給や高リスク・エクスポージャーを計測・管理することで、インフラへの投資やハイリスク・ハイリターン事業を促進する
- ・貯蓄商品を通じて得られた資金を債券・株式への投資に活用することで、保険会社は債券・株式市場の成長を促進する
- ・保険会社は機関投資家として、企業のコーポレート・ガバナンスや透明性が向上するよう働きかけることができる

等のポイントが指摘されており、「モ」国保険業の成長の重要性を考える上で、示唆のある内容と

<sup>25</sup> USAID “Assessment on How Strengthening the Insurance Industry in Developing Countries Contributes to Economic Growth” (2006)

言えよう。

以下では、「モ」国の保険業の現状と課題を整理し、他援助機関の支援状況も踏まえた上で、我が国の有する経験等に基づき提供し得る支援分野について検討する。

## 7.1 保険業の現状

「モ」国で最初の保険会社、Mongol Daatgal<sup>26</sup>が誕生したのは、今から80年前の1934年に遡る。社会主義体制下では、同社が唯一の国営の損害保険会社であったが、市場経済化に伴い民間の保険会社が設立され、また、Mongol Daatgalは2003年に民営化されており、現在は民間保険会社17社が存在している。

### 7.1.1 保険関連法制と規制・監督

「モ」国では1997年に最初の保険業法（Law of Mongolia on Insurance）が制定されたが、その内容を国際標準に近付けるべく2004年に同法が改正され、現在に至っている。同年には、保険業法改正に加えて、エージェント、ブローカー、損害鑑定人の役割等を規定する保険仲介人法（Law of Mongolia on Insurance Intermediaries）も制定されており、保険業界に参加する関連業者に対する法規制が整備されることとなった。また、「モ」国における車社会の進行を背景に、2011年10月には自動車損害賠償責任保険（以下「自賠責保険」）法（Law on the Driver's Insurance）が保険業法とは別の枠組みで制定されている。これら3つの法律に加えて、同国の民法（Civil Code、2002年制定）では、保険に関する契約、種類、補償内容等について基本的な事項が規定されている。

また、保険業法の制定以降に、同法関連規則として以下が策定されている。

- ・任意保険商品のリスト（2006年）
- ・保険会社の払込資本金と責任準備金による運用の条件（2006年）
- ・保険責任準備金の積立て、その支出と管理に関する規則（2006年）
- ・保険会社の監査を実施する監査人に対する許可（2006年）
- ・保険会社の資格・認可を受けるためのガイドライン、保険会社及び保険仲介業者の要件（2007年）
- ・保険会計に関するガイドライン（2007年）
- ・保険仲介業者の財務報告書等の形式・内容に関する規則（2007年）
- ・保険割合及び保険料率に関する概算方法（2007年）
- ・保険会社のソルベンシー要件とその監督に関する規則（2007年）
- ・保険会社及び保険仲介業者が支払う監督サービス手数料について（2007年）
- ・標準的な手数料に関する規則と、保険会社から被保険者に対して提示する情報・書類に関する諸条件（2007年）
- ・保険会社のオペレーションに対する検査実施に関する規則（2007年）
- ・保険会社及び保険仲介業者が健全な経営を維持するための倫理規定（2007年）
- ・アクチュアリー業務内容に関する資格、アクチュアリーによる調査・報告等（2007年）
- ・オフサイト・モニタリング実施と保険会社の評価に関する規則（2008年）
- ・保険会社及び保険仲介業者によるレポート発行、データと苦情に関するガイドライン（2008年）
- ・保険の研修と試験の実施に関する規則（2008年）
- ・長期保険の保険料の概算に関する規則（2008年）

<sup>26</sup> Daatgal は、モンゴル語で「保険」を意味する。

- ・長期保険会社のソルベンシー要件とその監督に関する規則（2008年）
- ・長期保険会社の払込資本金と責任準備金による運用の条件（2008年）
- ・外資の保険会社及び保険仲介業者におけるモンゴルでの支店・駐在員事務所を通じた業務運営に関する諸条件（2008年）

保険業界の規制・監督主体は、FRCの保険部（Insurance Department）である。以前は財務省の保険監督サービス部（Insurance Supervision Service）がその役割を担っていたが、2006年以降はFRCにシフトしている。尚、保険業にかかる政府の政策立案に関しては、財務省の金融政策・負債管理部 金融市場・保険課（Financial Market and Insurance Division, Financial Policy and Debt Management Department）が関与している。

FRC 保険部は、損害保険課（Non-Life Insurance Division）、生命保険課（Life Insurance Division）、政策企画課（Policy Planning Division）の3部門から構成され、合計17名が勤務する。

### 7.1.2 保険市場の現状

表 2-10 で示した通り、銀行セクターの存在が圧倒的な「モ」国の金融セクターにおける保険業の位置付けは極めて小さく、現状は金融セクター全体の総資産の1%弱を占めるに過ぎない。

下表は、「モ」国保険業界の発展状況について、アジア諸国等と比較したものである。保険料支出額の対GDP比で計算される保険の浸透度では「モ」国はアジア諸国の中で最も低い水準にある。また、一人あたり保険料支出額の金額も最も低く、一人あたりGDP(2012年)では「モ」国(USD3,627.2)と同水準のインドネシア(USD3,593.7)の数値を大きく下回っていることに加えて、一人あたりGDPでは下位にあるベトナム(USD1,752.6)の数値とほぼ同じとなっている。これらの比較から、「モ」国はアジア諸国の中でも保険後進国という位置付けとなるが、今後の成長余地が大きいとも言えよう。

表 7-1 アジア諸国等における保険浸透度（保険料支出額の対GDP比）と一人あたり保険料支出額

	premium as a % of GDP in 2012			premiums per capita in USD in 2012		
	Total	Life	Non-life	Total	Life	Non-life
台湾	18.19	15.03	3.16	3,760	3,107	653
香港	12.44	11.02	1.42	4,544	4,025	519
韓国	12.12	6.87	5.25	2,785	1,578	1,207
日本	11.44	9.17	2.27	5,168	4,143	1,025
シンガポール	6.03	4.43	1.60	3,362	2,472	890
タイ	5.02	2.95	2.70	266	157	110
マレーシア	4.80	3.08	1.72	514	330	184
インド	3.96	3.17	0.78	53	43	11
中国	2.96	1.70	1.26	179	103	76
インドネシア	1.77	1.24	0.53	65	46	19
ベトナム	1.42	0.63	0.78	22	10	12
フィリピン	1.40	0.90	0.49	36	23	13
モンゴル	0.57			20	* USD1=MNT1,377.5	
アフリカ	3.65	2.53	1.12	67	47	21
全世界	6.50	3.69	2.81	656	373	283

出所：Swiss Re sigma “World insurance in 2012”(No 3/2013)、及び、MIG Insurance 社プレゼン資料より作成

尚、Swiss Re は、一国における保険の需要に影響を与える要因を下表の通り整理しているが、規制当局や保険業界の取組に加えて、経済状況や文化、人口動態といった外部要因も、一般に保険の

浸透度に影響することを留意しておく必要がある。

表 7-2 保険の需要に対する影響要因

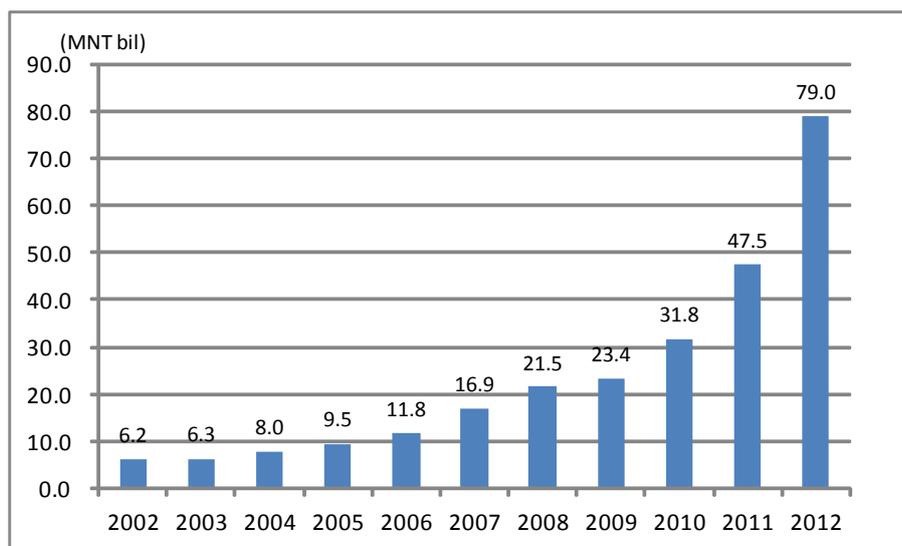
一般的要因	特定要因
<ul style="list-style-type: none"> <li>・経済成長</li> <li>・富の分配状況</li> <li>・宗教、文化、教育</li> <li>・不動産所有権、法的安定性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・提供される保険商品</li> <li>・販売チャネル</li> <li>・リスクに対する意識</li> <li>・保険に関する法規制</li> <li>・保険に対する信頼</li> </ul>
損害保険	生命保険
<ul style="list-style-type: none"> <li>・強制保険</li> <li>・自然災害の頻度</li> <li>・健康保険、労災保険における公的部門の役割</li> <li>・損害賠償請求への裁定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経済の安定性(例: インフレ、為替)</li> <li>・貯蓄率</li> <li>・人口動態</li> <li>・税制措置</li> <li>・年金制度</li> </ul>

出所：Inter-American Development Bank “Insurance Market Development in Latin America and the Caribbean” (2007)

図 7-2 は、「モ」国保険市場の規模に関して、収入保険料（Gross Written Premium）の推移を示したものである。近時、収入保険料は順調に拡大してきており、特に 2012 年には強制的自賠責保険制度がスタートしたこともあり、収入保険料は前年の 475 億 MNT から 790 億 MNT へ大きく伸長している。

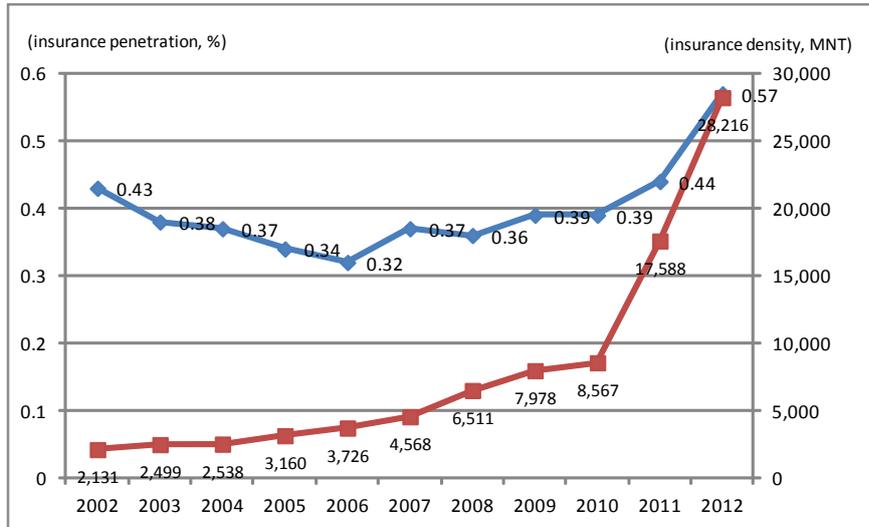
図 7-3 は「モ」国における保険の浸透度と一人あたり保険料支出額の推移を示したものである。足下の収入保険料の増加に伴い、それまで 0.4% 前後で推移してきた保険の浸透度は 2012 年に 0.57% まで上昇しており、また、一人あたり保険料支出額も 2010 年以降の 2 年間で約 3 倍の 28,216 MNT にまで大きく増加している。

図 7-2 収入保険料の推移



出所：MIG Insurance 社プレゼン資料

図 7-3 「モ」国における保険の浸透度（保険料支出額の対 GDP 比）と一人あたり保険料支出額



出所：MIG Insurance 社プレゼン資料

表 7-3 は、保険商品別の収入保険料の推移を示したものである。構成比の大きな保険商品としては、物保険（property insurance）、自動車保険（auto vehicle insurance）、航空保険（aviation insurance）、賠償責任保険（liability insurance）であり、2012 年には強制自賠責保険制度導入もあり自動車運転者損害賠償責任保険（driver's liability insurance）の構成比が大きく増加しており、これら 5 商品の収入保険料が全体の 85%を占めている。2001 年時点では、物保険、賠償責任保険、傷害保険（accident insurance）の 3 区分しかなかった様であるが、この 10 年間で保険商品の種類が広がってきたことも窺える。尚、終身保険（life-term insurance）や年金保険（pension）といった生命保険会社が取り扱う保険商品の構成比が非常に小さくなっており、前掲のアジア諸国における生保・損保別の浸透度において全体的に生保のウェイトの方が大きくなっているのとは対照的である。

保険商品の主たるユーザー（＝保険会社の主要顧客）について、近年は強制自賠責保険の導入に伴い個人顧客数が増えている様であるが、法人分野では、鉱物資源、建設・不動産、通信、航空といった業界の大手企業が中心となっている模様である。例えば、鉱物資源プロジェクトにおいては、鉱山事業そのものに加えて、大型重機、現場労働者等が保険の対象となることから、保険会社にとっては大きなビジネス機会として捉えられよう。

表 7-4 は、「モ」国保険業界の関連業者数の推移である。現在の保険会社 17 社のうち、損保会社が 16 社、生保会社は 1 社のみである。ここ数年間、保険会社数に大きな変動は無いが、その支店数は大きく伸びていることに加えて、保険エージェント（大半が個人）や保険ブローカーの数も増えており、保険市場の成長を背景に販売ネットワークの拡充が図られていることが窺える。尚、モンゴルの商業銀行は 2010 年の銀行法改正を受け、保険のブローカー業務を行うことが許可されたことから、近年保険会社は、大手商業銀行との提携を通じて販売ネットワークの強化に取り組んでいるところが多い。こうした結果として、保険商品の販売チャネルにおけるエージェントやブローカーの役割も大きくなっている（図 7-4 参照）。

表 7-3 保険商品別 収入保険料の推移

(MNT mil)

	2001年		2009年		2010年		2011年		2012年		2012/2009 平均伸び率
property insurance	3,216	62%	6,450	28%	8,247	26%	12,427	26%	18,717	24%	43%
auto vehicle insurance			4,771	20%	6,914	22%	11,880	25%	15,343	19%	48%
aviation insurance			3,083	13%	2,343	7%	5,282	11%	8,570	11%	41%
liability insurance	1,427	28%	3,079	13%	4,657	15%	6,056	13%	7,514	10%	35%
accident and treatment expense insurance	527	10%	2,677	11%	3,750	12%	5,538	12%	6,201	8%	32%
drivers liability insurance			1,828	8%	2,071	7%	3,026	6%	16,298	21%	107%
financial insurance			612	3%	1,299	4%	1,631	3%	1,975	2%	48%
construction insurance			395	2%	1,369	4%	354	1%	1,756	2%	64%
transport insurance			375	2%	766	2%	1,071	2%	1,393	2%	55%
life-term insurance			60	0%	192	1%	174	0%	327	0%	76%
health insurance			55	0%	92	0%	229	0%	308	0%	77%
livestock insurance			14	0%	69	0%	222	0%	441	1%	220%
agriculture insurance			1	0%	0	0%	0	0%	0	0%	-100%
accumulation insurance			0	0%	1	0%	85	0%	125	0%	647%
pension			0	0%	1	0%	23	0%	35	0%	
Total	5,170	100%	23,400	100%	31,769	100%	47,997	100%	79,004	100%	50%

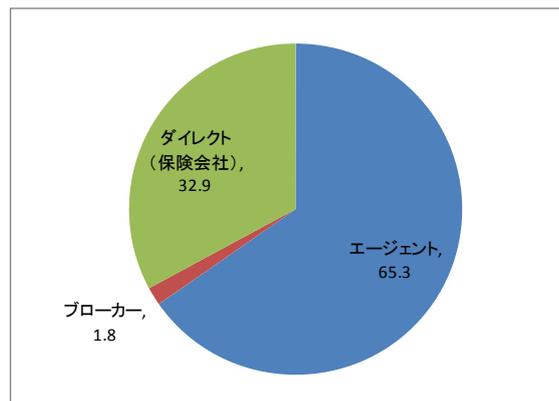
出所：FRC annual reports (2010・2012 年版)、MIG Insurance プレゼン資料より作成

表 7-4 「モ」国保険業界における関連業者数の推移

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013/6
保険会社	15	16	18	17	17	18	17
支店数	91	120	129	138	188	213	N.A.
保険エージェント	690	1,167	1,676	2,061	2,057	2,357	3,227
保険ブローカー	2	4	5	9	8	17	20
損害鑑定人	0	0	2	6	9	9	11
アクチュアリー	0	9	10	12	13	15	N.A.

出所：FRC annual reports (2010・2012 年版)、MIG Insurance 社プレゼン資料より作成

図 7-4 「モ」国保険商品の販売チャネル (2012 年)



出所：MIG Insurance 社プレゼン資料

尚、関連業者の属性毎に、保険会社による Mongolian Insurers Association (MIA)、自賠責保険を提供する保険会社による Association of Mandatory Insurers (自賠責保険協会)、保険ブローカーによる Mongolian Insurance Broker's Association、損害鑑定人による Association of Loss Assessors、アクチュアリー (保険数理人) による The Society of Actuaries of Mongolia といった業界団体が設立されている。

下表は、「モ」国保険会社の総資産金額とその順位、構成比を示したものである。業界最大手は旧国営保険会社の Mongol daatgal であり、10 年程前にはシェア約 75%を有していたと言われるが、近年は競争環境の激化に伴い、総資産ベースのシェアで 20%にまで落としている。業界 2 位（シェア 10%）の Bodi daatgal 以降のプレーヤーは、Practical、Tenger、Mandal、Mig、Soyombo、Ard、Nomin の 7 社が 6～7%のシェアで肩を並べており、10 位で国内唯一の生命保険会社である National life を含めた上位 10 社合計の総資産ベースのシェアは約 80%である。

尚、「モ」国保険業界の 2012 年末の総資産は 1,076 億 MNT であるが、この金額は「モ」国商業銀行第 1 位の Trade and Development Bank of Mongolia の総資産 2 兆 6,988 億 MNT は言うに及ばず、第 4 位の Xac Bank の 9,391 億 MNT（何れも 2012 年 9 月末）も大きく下回っており、保険業界全体の規模の小ささを物語っている。「モ」国では上場している保険会社は無く、また、国際的な格付け会社からの格付けを取得している保険会社も無い。

表 7-5 「モ」国保険会社の総資産順位

(MNT million)

	insurance companies	2010	%		2012	%
1	Mongol daatgal	16,058	28%	1	21,274	20%
2	Bodi daatgal	5,072	9%	2	10,937	10%
3	Tenger daatgal	4,310	8%	4	7,412	7%
4	Practical daatgal	4,184	7%	3	7,728	7%
	Mandal			5	7,271	7%
5	Mig daatgal	4,104	7%	6	6,655	6%
6	Nomin daatgal	3,029	5%	9	5,993	6%
7	Ard daatgal	2,983	5%	8	6,345	6%
8	Soyombo daatgal	2,438	4%	7	6,366	6%
9	National life daatgal	2,143	4%	10	4,683	4%
10	Ganzam daatgal	2,032	4%	15	3,144	3%
11	Monre daatgal	1,695	3%	11	3,600	3%
12	Mongoltrust holding daatgal	1,678	3%			
13	Ulaanbaatar city daatgal	1,656	3%	13	3,263	3%
14	Munkh daatgal	1,527	3%	14	3,166	3%
15	Jonon daatgal	1,409	2%	18	1,646	2%
16	Grand daatgal	1,402	2%			
	Ger daatgal			16	2,584	2%
17	Monnis daatgal	1,046	2%	12	3,283	3%
18	Khan daatgal			17	2,255	2%
	<b>Total</b>	<b>56,764</b>	<b>100%</b>		<b>107,605</b>	<b>100%</b>

出所：FRC annual reports (2010・2012 年版)より作成

保険業界上位 10 社の中には、商業銀行 Golomt Bank を傘下に有する Bodi Group、同じく商業銀行 Xac Bank を傘下に有する Tenger Financial Group、流通の Nomin Group、といった大手地場企業グループに属する保険会社もある。

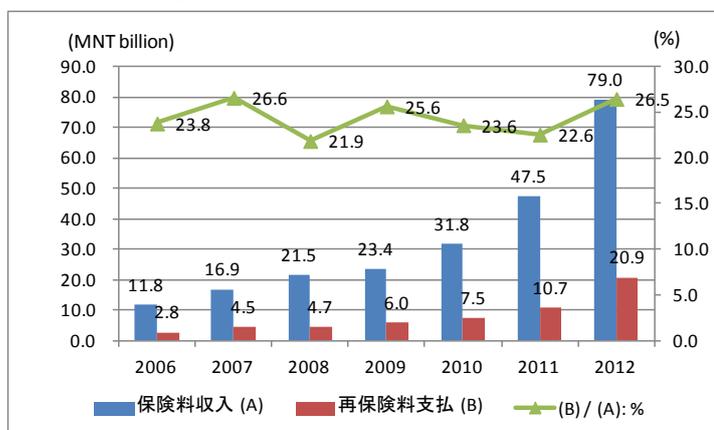
外資企業が株主となっている保険会社に関しては、旧国営の Mogol daatgal は、Chinggis Khaan Bank の取締役会議長も務めるロシア人企業家 Gromov 氏による投資会社 Millennium Security Management Limited が現在 100%保有していることに加えて、Ard daatgal には新興国等の保険業にフォーカスした投資会社、英 Whittington Group が大株主のうちの 1 社となっている。また、Mandal

General Insurance は、会社設立当初、カナダ・トロント証券取引所に上場し「モ」国で不動産事業を展開する Mongolia Growth Group が出資していたが、現在では地場パートナー企業に株式を譲渡している。尚、「モ」国では今のところ、外資保険会社による子会社設立や駐在員事務所開設といった形での事業参入は見られない。

但し、これまで外資保険会社は、再保険ビジネスという形で「モ」国の保険業界に関わってきている。「モ」国の保険業法では、国内の法人やプロジェクトにかかる保険契約は、国内でライセンスを受けた保険会社との間で行うことが義務付けられているが、これを有さない外資保険会社は、再保険ビジネスを通じて間接的に「モ」国での保険事業機会に参加することが可能となる。また、再保険取引は、地場保険会社にとっても、一定の自己資本を所与とした場合に必要なりスク移転とこれによる保険引受余力の増加に寄与するという点でメリットがある。特に鉱物資源開発といった大型プロジェクトに係る保険や航空保険といった分野では、財政基盤が脆弱で保険リスク分析ノウハウの乏しい地場保険会社の保険引受能力には明らかに限界があることから、再保険取引は不可欠であり、保険金支払能力を確保するために大手の被保険者（事業会社）から地場保険会社に対して再保険を義務付けるケースもあるとのことである。

下図は「モ」国の保険会社による再保険の活用状況を示したものであるが、業界全体として保険料収入の約 25% 相当の再保険料支払を行っていることがわかる。再保険の活用度合は保険会社によって異なるが、調査団ヒアリングによれば、保険料収入の 40% 相当の再保険料支払を行っていたり、大手再保険会社との間で特約再保険契約（Treaty Reinsurance）<sup>27</sup>を締結する等、積極的に再保険を活用している大手保険会社も見られた。

図 7-5 「モ」国保険会社における再保険の活用状況

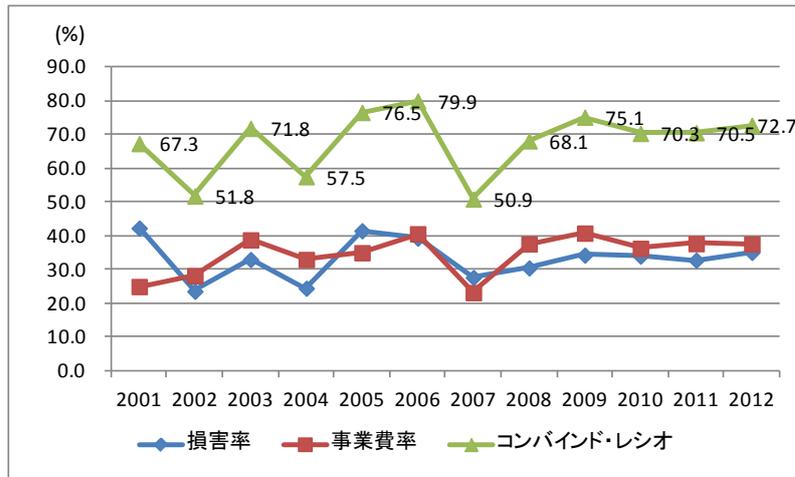


出所：FRC annual reports (2010・2012 年版)より作成

保険会社のウェブサイトや調査団ヒアリング等の情報によれば、世界の大手再保険会社たるミュンヘン再保険（Munich Re）やハノーバー再保険（Hannover Re）等が、「モ」国の再保険市場における重要プレーヤーとなっている。尚、日本の大手損保会社についても、「モ」国での再保険業務を一部手掛けており、現地で日系企業が関与する事業等において再保険を行っていると思われる。

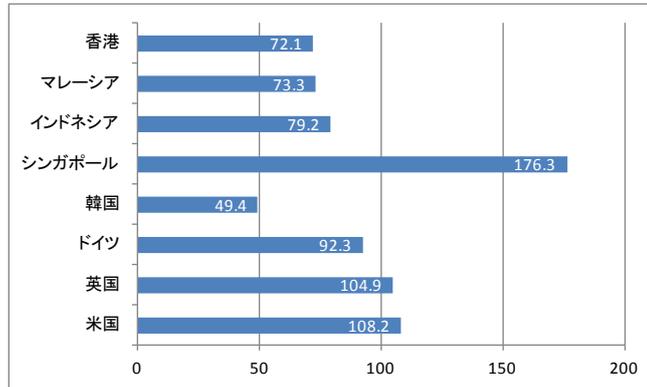
<sup>27</sup> 再保険契約の形態は、任意再保険（Facultative Reinsurance）と特約再保険（Treaty Reinsurance）とに分類される。任意再保険は、元受保険会社（「モ」国の保険会社）と再保険会社が個別の保険対象案件毎に契約条件を定める方式である一方、特約再保険は、元受保険会社と再保険会社が予め取引条件を定め、一定の条件に合致するものは再保険の対象とする方式である。

図 7-6 「モ」国保険業界におけるコンバインド・レシオの推移



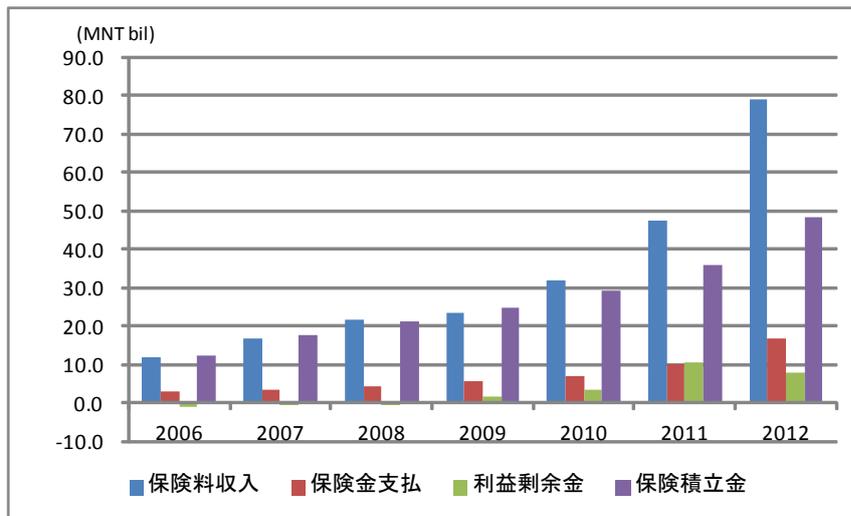
出所：MIG Insurance 社プレゼン資料

図 7-7 他国の損害保険事業におけるコンバインド・レシオ（2012年）



出所：OECD “Global Insurance Market Trends 2013”

図 7-8 「モ」国保険業界の主たる財務指標



出所：FRC annual reports (2010・2012年版)より作成

図 7-6 は、保険会社の収益力を示す指標としてのコンバインド・レシオ（損害率+事業費率）の推移を示したものである。近年のコンバインド・レシオの水準は概ね 70%前後で推移しているが、OECD の調査による世界主要国の損害保険事業におけるコンバインド・レシオ（2012 年）との比較から、概ね健全な収益力を維持していると言えよう<sup>28</sup>。その結果として、「モ」国保険業界全体の利益剰余金の水準は 2009 年にプラスに転じており、また、保険積立金の水準も順調に積み上がっている（図 7-8 参照）。2012 年末の業界全体の保険積立金残高は 482 億 MNT であるが、この金額は総資産 1,076 億 MNT の約 45%に相当する。

保険会社の経営の健全性を示す指標であるソルベンシー・マージン比率<sup>29</sup>について、FRC は 150%以上を最低基準としている。FRC のアニュアル・レポートでは各社の数値等については公表されていないが、調査団ヒアリング先で情報開示のあった保険会社のうち、A 社は 184.5%、B 社は 329%（何れも 2012 年末）となっている。

「モ」国の保険会社の資産運用に関して、2013 年までは銀行預金及び国債・社債投資以外の運用は認められていなかったが、社債市場は未成熟であり、国債の利回りは定期預金（調査団ヒアリングによれば 15~18%程度）に比し劣るといった背景から、実際には銀行預金が殆どであったとのことである。2014 年から資産運用に関する規制が緩和され、株式投資を含めた資本市場での運用（総資産の 10%を上限）と不動産担保付き融資（同 20%を上限）が解禁されることとなったのを受け、保険会社は資産運用の多様化を進める意向を有している。因みに、下表はアジア諸国等の保険会社の資産運用ポートフォリオを示したものであるが、これら各国では保険会社が機関投資家として資本市場に大きく関わっていることが確認される。

表 7-6 保険会社の資産運用ポートフォリオ（2011 年）

	日本*		韓国*		マレーシア		シンガポール		タイ		英国		米国	
	生保	損保	生保	損保	生保	損保	生保	損保	生保	損保	生保	損保	生保	損保
債券	55.4	33.7	48.2	38.1	55.1	60.5	57.8	36.8	70.6	31.2	67.4	48.1	74.7	66.4
株式	5.4	24.2	6.3	6.6	18.3	6.7	22.8	9.7	3.9	25.1	14.8	14.7	3.8	21.1
その他	39.2	42.1	45.5	55.3	26.6	32.8	19.4	53.6	25.5	43.7	17.8	37.3	21.5	12.5

\*: 2010年

\*: 2010年

出所： OECD “Global Insurance Market Trends 2012”

## 7.2 「モ」国保険業界の課題

### 7.2.1 FRC の能力強化と現行法規制の改善

FRC 保険部は、少人数ながらも、保険業界の法規制整備に関して、これまで短期間に精力的に取り組んできており、この点は評価されよう。FRC は、「モ」国保険業の持続的成長を実現するべく、MOF と共同での保険業界ロードマップの作成（2014 年 4 月頃までに第 1 次案を準備予定）、ソルベンシー-I からソルベンシー-II への移行（2018 年頃を目途）、リスクベース資本規制の導入、保険会社の最低資本金の段階的引き上げ（現行の MNT20 億を 2016 年末までに MNT50 億へ）、国内再保険体制の確立（後述）等に取り組んでいくとのことである。

<sup>28</sup> 日本は同調査 2012 年版には対象国として含まれているが、日本の損保業界の 2011 年のコンバインド・レシオ 232.3 は、調査対象国の中で最も高い数値であった。

<sup>29</sup> ソルベンシー・マージン比率(%)=【資本金・準備金等の支払余力 / (通常の予測を超える危険 x50%)】 x 100% として計算され、日本の保険業界では同比率が 200%以上であることを健全性の基準としている。

しかしながら、FRC 保険部によれば、現 17 名のうちの過半は保険業務の十分な経験を有していないとのことであり、調査団ヒアリングにおいても FRC のキャパシティ・ビルディングの必要性を強調する民間保険会社が多かったことから、FRC の能力強化は喫緊の課題として捉えられる。

また、調査団ヒアリングによれば、民間保険会社及び MIA からは、現行の法律・関連規則について、重複内容の整理や一部内容の見直し（例：保険料収入につき商品種類に応じた一定料率を保険会社が FRC に対して支払う監督サービス手数料の見直しや、責任準備金積立比率の見直し等）といった要望が寄せられており、FRC においてはこうした要望への検討、対応も求められよう。加えて、FRC には、業界団体や民間保険会社とのコミュニケーションの円滑化や連携の一層の強化が期待される場所である。

## 7.2.2 強制自賠責保険制度の改善

強制自賠責保険制度は、2011 年 10 月の自賠責保険法成立を受け、2012 年から本格運用が開始されており、自賠責保険協会によれば直近の加入率は 83%とのことである。強制自賠責保険は、自動車の保有者に同保険への加入を義務付けるものであり、事故被害者の生命、怪我、自動車にかかる加害者の損害賠償責任を補償するものである<sup>30</sup>。自賠責保険の保険料は自動車の種類・用途等によって異なるものの、基本料金として年 33,000MNT が同法中で規定されている。下表は、2012 年までの実績であり、契約件数、保険料収入とも順調に伸びており、自賠責保険は全体の保険料収入の約 20%を占めるに至っているが、保険金支払/保険料収入の比率が保険業界平均の数値より 10%ポイント程高くなっている点、また、2012 年第 4 四半期（冬の季節）に保険金支払が極端に増えている点、留意を要する。尚、自賠責保険協会への調査団ヒアリングによれば、2013 年実績は、保険料収入 145 億 MNT、保険金支払 70 億 MNT、保険事故件数約 17,300 件とのことであり、2012 年より大幅に増加した事故件数に伴い、保険金支払/保険料収入の比率は約 48%と大きく悪化している状況が窺える。

表 7-7 強制自賠責保険事業の実績

(MNT million)

	2011	2012	1Q	2Q	3Q	4Q
契約件数	30,051	373,480				
保険料収入 (A)	3,026	16,298	1,867	7,426	4,056	2,949
保険金支払 (B)	971	4,791	430	766	1,035	2,560
保険事故件数	2,627	9,521				
(B) / (A)	32%	29%	23%	10%	26%	87%
全体の保険料収入 (C)	47,997	79,004				
全体の保険金支払 (D)	10,072	16,917				
(D) / (C)	21%	21%				

出所：FRC annual reports (2012 年版)

こうした状況下、調査団ヒアリングによれば、自賠責保険を取り扱う殆どの民間保険会社では、同事業が赤字になっており、同事業からの撤退を検討している保険会社が複数社存在しているとのことである。自賠責保険法中に規定される既存の保険料の引き上げは国会議決事項とされ簡単には実施できない中、保険会社の撤退が現実となった場合、モンゴル国民の「保険」に対する信用を大きく損なうことが懸念されようし、撤退する保険会社の規模や数によっては、制度自体の存続が危

<sup>30</sup> 日本の自賠責保険制度は、死傷者のいない物損事故のみの場合には適用されない点、賠償責任範囲が異なっている。

ぶまれる可能性もあろう。そして、自賠責保険に次いで、今後の導入が検討される医者等の専門職や建設業向けの強制賠償責任保険にかかる議論にも負の影響を与えることになる。

### 7.2.3 保険商品の浸透と国民への保険教育

強制自賠責保険制度の導入により個人の保険契約者は増加したが、国民の保険商品に対する認知度は依然として全般に低い水準にあり、税金的なものとして捉えられる傾向にある。また、銀行と比し規模の小さい民間保険会社に対する信頼性も高くない。

他のアジア諸国ではより普及している生命保険分野について、「モ」国の生命保険会社は現在 1 社しか存在しておらず、大手損害保険会社の参入も噂されるものの、実現には至っていない。「モ」国における年金や医療保険制度に対する国民の評価は必ずしも高くないとされる中、民間保険会社による生命保険事業の展開が期待される。

こうした状況下、民間保険会社は国民の保険リテラシー向上のための努力をしているものの、財務基盤の脆弱性を踏まえると、その活動には限界がある。また MIA は、保険会社の職員向けの研修には取り組んできているものの、国民への保険教育を実施するための財源は不足している状況とのものである。

### 7.2.4 保険業界全体の能力強化

#### 7.2.4.1 保険料率算出機能の整備

現在「モ」国には、種々の保険データを収集・分析した上で適正な保険料率を算出する組織・機能は存在しておらず、自賠責保険を除き、各社が個別に保険データを管理している状況である。保険業においては多数の法則が基本であり、一定規模以上のリスクのプールとこれにかかる統計情報が収集・分析されない限り、リスクを反映した適正な保険料率は算出し得ないことから、保険業の成長段階においては、業界全体のための保険料率算出機能の存在が非常に重要である。一部の保険会社においては、一定水準のリスク管理システムを構築している模様だが、アクチュアリーによる専門的な分析やこれに基づいた保険商品の開発、保険料率の設定が実施されている状況にはない。未だ小規模な市場に 17 社が存在する中、実態としては、内在するリスクを必ずしも反映していない保険料の引き下げ競争が展開されており、こうした状況が続けば保険業界全体が疲弊する恐れもあろう。

尚、FRC は、保険会社の財務情報や保険業務の基礎データを収集しているとのことではあるが、詳細な保険データとアクチュアリー人材の不足もあり、適正な保険料率にかかる分析等を行う体制には至っていないと見られる。

#### 7.2.4.2 アクチュアリー人材の育成

保険業務において極めて重要とされるアクチュアリーは、「モ」国では現在 15 名程度が FRC から資格を受けている（この人数は、保険会社 17 社の中にはアクチュアリー人材を有さない会社もあることを意味する）が、その技能レベルは国際標準のアクチュアリーに比し極めて低く、また、保険会社内における位置付け・役割も確立していない模様である。保険商品の開発や適正な保険料率の設定、適切なリスク管理は、アクチュアリー抜きに実現することは不可能であることから、「モ」国保険業界においては、早期にアクチュアリー人材を育成していくことが重要であろう。

### 7.2.4.3 国内再保険体制の確立

「モ」国の保険会社はリスク移転を目的とした外資保険会社との再保険取引を活発に行っているが、このことは保険料収入が外国に流出していることも意味している。ある大手資源関連企業によれば、地場保険会社は大型プロジェクトに関わるリスクの分析や引受の点で知見を有しておらず、また財務基盤が十分でないことから、外資保険会社への再保険を前提とした取引をせざるを得ないとのことである。また調査団ヒアリングによれば、現実には、国内事業であるにもかかわらず、外資保険会社と直接契約するといった法律違反行為も相応に行われているとのことである。こうした状況を改善し、保険料収入の外国流出を抑制するべく、FRC 及び MIA は、国内再保険体制の確立、即ち、国内の再保険専門会社の立ち上げを検討している。但し、再保険専門会社設立時の資金拠出や組織運営のあり方等については、慎重かつ十分な検討が要されよう。

### 7.2.4.4 今後の業界再編と保険契約者保護基金の立ち上げ

保険会社に対す最低資本金は、現行の 20 億 MNT から今後毎年 7.5 億 MNT ずつ引き上げられ、2016 年末に 50 億 MNT とすることが予定されている。FRC はかかる措置により、各社の財務基盤強化とともに、業界再編につながることを目論んでいる。因みに、ある保険会社幹部は、今後想定される業界再編の結果として、現在の損害保険会社数 16 社は 5~6 社に集約されるだろうという見通しを述べている。業界再編時には、事業撤退する様なケースも出てこようが、こうした事態に備え、保険契約者保護基金といったファンドの立ち上げを検討しておくべきであろう。

尚、今後の業界再編や保険業界全体の能力強化と関連し、「モ」国には現在外資保険会社が存在していない状態であるが、保険引受・リスク分析・保険商品開発・資産運用といった分野での優れたノウハウと強固な財務基盤を有する外資保険会社の参入は、モンゴル保険業界の中長期的な発展の上ではプラスの効果が期待されよう。

### 7.2.4.5 資産運用ノウハウの向上

保険業界は、「モ」国資本市場の発展を牽引する国内機関投資家としての役割が期待されており、大手保険会社も中長期的には資産運用収益を増やしていくことを目標としている。しかしながら、多くの保険会社はこれまでの運用規制等を背景に銀行預金以外の運用を行った経験が殆ど無いことから、十分な資産運用ノウハウを有していない。

### 7.2.4.6 貿易保険業務の立ち上げ

貿易赤字の続く「モ」国では、政府が輸出志向型及び輸入代替型企業の振興を政策として打ち出しているが、これと関連して政府系のモンゴル開発銀行 (Development Bank of Mongolia, DBM) は、貿易保険 (輸出代金保険) 業務の立ち上げを検討している。DBM への調査団ヒアリングによれば、同行は貿易保険業務を行う子会社の設立若しくは行内での専門部署の創設により、早ければ 2014 年中の事業着手を計画しており、現在は貿易保険の商品、事務手続き、法律面等に関する調査や DBM 法の改正といった準備作業を行っているとのことである。また、将来は外国の輸出信用機関と組んで「モ」国国内のプロジェクトに対して保証を付与することも検討しているとのことである。しかしながら、貿易保険業務は「モ」国では初めての業務分野であり、また、日本や韓国では政府系開発金融機関とは別組織が同業務を担っていること等を踏まえると、今後の円滑な事業運営のためには、DBM における当該分野にかかるノウハウを強化していくことが必須である。

### 7.3 「モ」国保険業界に対する他援助機関の動向

FRC、MOF、業界団体、民間保険会社への調査団ヒアリングによれば、「モ」国保険業界に対する援助機関のこれまでの支援は、銀行業界や資本市場等、金融セクターにおける他の業態に比し限定的であり、主としてマイクロ保険の育成を対象とした支援がメインとなってきている。

以下は、調査団ヒアリング等を通じて得られた、他援助機関による主な支援内容である。

#### 7.3.1 世界銀行

世界銀行は、雪害等による被害が深刻な影響を与える「モ」国の畜産業を支援するべく、同国政府との間で、2005年から家畜インデックス保険プロジェクト（Index-based Livestock Insurance Project, IBLIP）<sup>31</sup>をスタートしている。同プロジェクトは2006～2009年の特定地域におけるパイロットプロジェクトを経て、概ねポジティブな評価を受け、モンゴル全土に拡大されることとなった。IBLIPは現在、地場保険会社5社（Mongol, Practical, Tenger, Bodi, Monre）、モンゴル政府、世銀等によって運営されている。

また、世界銀行では、MOFに対する短期プロジェクトとして、国内再保険体制構築可能性に関する調査を実施中である。

#### 7.3.2 UN Development Program (UNDP)

UNDPでは、2009年から2014年5月までの間、「モ」国のマイクロ保険市場育成支援プロジェクトに取り組んできている。具体的には、①マイクロ保険教育、②マイクロ保険の商品開発、③保険業界関係者のキャパシティ・ビルディング、を目的としており、総予算として約1.5百万ドルを予定している。UNDPは同プロジェクトの一環として、2014年4月に2日間に亘る現地セミナーを開催予定であり、マイクロ保険に加えて、保険業界の規制環境、リスク管理、強制保険、生命保険の可能性、“inclusive insurance”（主として低所得層向け保険の普及）等の幅広いテーマをカバーする予定とのことである。

#### 7.3.3 KOICA

KOICAは、FRCからのアクチュアリー派遣要請を受けて、韓国生命保険会社のアクチュアリーとして豊富な経験を有する専門家を、2013年12月から1年間の予定でFRC保険課に派遣している。同専門家は主として、FRC保険課のアクチュアリー人材の育成を担う予定とのことである。

また、KOICAは、自賠責保険協会が有する同保険に関わる様々な関連機関をネットワーク化するITプロジェクト構想の計画作成において、Korea Insurance Development Institute（韓国保険開発院）での勤務経験を有するIT専門家1人を2013年下期の半年間派遣し、支援を行ったとのことである。

#### 7.3.4 GIZ

GIZは2013年12月から2年間、“inclusive insurance”プロジェクトに取り組む予定とのことであるが、FRCへの調査団ヒアリングによれば、詳細な支援内容は今後詰められるとのことである。

<sup>31</sup> 通常の保険契約においては、損害が発生した場合には損害鑑定人が現地に赴き査定することとなるが、ウランバートルから遠く離れた遊牧地で保険契約者を見つけ個々に損害を評価することは、時間とコストを要することとなるため、インデックス保険（観測されたインデックス（＝家畜数）が予め設定した数値を下回れば、それに応じて保険金が支払われるもの）が導入されることとなったとのことである。

## 7.4 我が国の有する経験等を踏まえた、モンゴル保険業界への支援の可能性

以下は、7.2 で述べたモンゴル保険業界の主たる課題に対して、我が国の有する経験等を踏まえ、具体的にどのような支援の可能性が検討し得るかについて考察を行ったものである。尚、以下内容については、調査団ヒアリングを通じて寄せられた他の意見等を加えた上で、本章の末尾に課題分析リストとして総括表を掲載している。

### 7.4.1 FRC の能力強化

FRC の能力強化の必要性は、FRC 自身、民間保険会社と業界団体、他援助機関といった主たる関係者が一様に強調する課題であり、「モ」国保険業界の今後の成長を実現するための最重要課題の一つとして捉えられよう。我が国が支援を検討し得る分野としては、FRC の規制監督能力を強化するべく、保険会社の監督方法の改善（例：保険検査マニュアルの整備）やリスクベース規制体制の導入といった分野における、金融庁によるノウハウ・技術支援が考えられよう。

### 7.4.2 強制自賠責保険制度の改善

「モ」国の強制自賠責保険制度の導入に際しては、日本損害保険協会（後述）がセミナー開催等を通じて一定のノウハウ提供を行ったとのことであるが、同制度の本格運用から 2 年強が経過した中、制度に綻びが生じ始めているという見方も出来よう。自賠責保険制度は、我が国では 1955 年に法制化されており、これまで制度の改正等も行われてきていることから、日本損害保険協会や、自賠責保険の保険料率算出の面で大きな役割を果たしてきた損害保険料率算出機構等の有する知見をベースとしたノウハウ・技術支援の可能性を検討し得るであろう。

尚、前述の通り、強制自賠責保険制度に関連して、そのネットワーク化促進の分野で 2013 年に KOICA による支援が実施されているが、我が国が支援を検討する場合、KOICA による今後の継続支援の状況について確認する必要があるだろう。

### 7.4.3 保険商品の浸透と国民への保険教育

国民の「保険」に対する知識・認知度の向上は、一朝一夕に実現されるものではなく、中長期的に継続した取組が求められることになろう。我が国における保険教育の分野では、民間保険会社の取組に加えて、生命保険の分野では公益財団法人 生命保険文化センター、損害保険の分野では日本損害保険協会といった組織が一定の役割を果たしてきていることから、これら組織の有するノウハウ等をベースとした支援の可能性を検討し得よう。また、「モ」国では普及度合いの低い生命保険の分野については、FRC や「モ」国保険会社の職員に対して、公益財団法人 国際保険振興会や公益財団法人 アジア生命保険振興センターが主催する国内研修（後述）への参加を促すことも有効であろう。

また、我が国においては、国民の保険加入を促進するための政策インセンティブ（支払保険料の所得税控除といった税制上の優遇措置）が実施されているが、こうした措置は「モ」国での保険の普及を進める上で参考となるだろう。

尚、保険商品の浸透は、前述の GIZ による inclusive insurance プロジェクトがカバーすることも想定され、我が国が支援を検討する場合、GIZ による具体的な支援内容について確認する必要があるだろう。

## 7.4.4 保険業界全体の能力強化

### 7.4.4.1 保険料率算出機能の整備

我が国においては、公的な組織として損害保険料率算出機構がデータバンク機能を有しており、種々の損害保険の保険料率の算出と決定に大きな役割を果たしてきている。「モ」国の保険業界が健全に発展していく上では、こうした機能・組織の立ち上げが不可欠であると思料され、損害保険料率算出機構の有する知見をベースとしたノウハウ・技術支援の可能性が検討し得よう。尚、同機構と日本損害保険協会は 2013 年から、インドネシアにおいて料率算出団体の設立支援に取り組んでおり、同様の取り組みはモンゴルにおいても検討し得よう。

### 7.4.4.2 アクチュアリー人材の育成

アクチュアリーは保険業界の健全な成長のためには不可欠であるが、非常に高度な専門知識を要するアクチュアリー人材を育成していく上では、中長期的に継続した取組が求められることになろう。アクチュアリー人材の育成の分野では、現在 KOICA が FRC に専門家を派遣していることから、我が国が支援を検討する場合、KOICA による今後の支援内容について確認する必要がある。また、一定水準以上のアクチュアリー人材については、日本アクチュアリー会による国内研修（後述）への参加を促すことも有効であろう。

### 7.4.4.3 今後の業界再編と保険契約者保護基金の立ち上げ

我が国の保険業界は、生命保険会社の破綻や大手損害保険会社の合併等を通じた業界再編を経験してきている。また我が国では、1996 年に保険契約者保護基金の仕組みが法制度化され、1998 年に生命保険、損害保険それぞれの分野で保険契約者保護機構が設立されている。「モ」国の保険業界でも今後の業界再編の可能性等を踏まえ保険契約者保護基金の必要性が検討されているが、同基金の設立にかかる法整備や運営といった面で、金融庁や保険契約者保護機構、保険業界団体の有するノウハウ等をベースとした支援が検討し得よう。

### 7.4.4.4 資産運用ノウハウの向上

我が国の大手生命保険会社は、グローバルな金融市場で多額の金融資産を運用する機関投資家として知られているが、生損保会社とも機関投資家としての豊富な資産運用ノウハウを有している。「モ」国の保険業界の資産運用ノウハウの向上の分野では、我が国の生損保会社によるノウハウ・技術支援の可能性が検討し得よう。

### 7.4.4.5 貿易保険業務の立ち上げ支援

我が国では、独立行政法人日本貿易保険（NEXI）が貿易保険業務等を行う公的機関として位置付けられ、日本企業の輸出を含めた海外事業展開を支援してきている。経済産業省では、アジア諸国の貿易保険制度の基盤整備の円滑化や人材育成を目的とした「貿易保険研修事業」を実施しており、NEXI がこれに協力している。DBM による貿易保険業務の立ち上げに際して、先ずは同研修への参加を促すことが有効であろう。

#### 7.4.5 我が国において保険業界の国際協力を実施する主たる組織

我が国の保険業界においては、業界団体等が、「モ」国を含めた保険後進国に対して保険の普及に向けた国際協力活動を展開してきている。以下では、その主な内容と、「モ」国に対する協力実績や今後の可能性に関する調査団ヒアリング時のコメントを紹介するが、「モ」国保険業界への協力に対して概ね前向きであり、今後の支援可能性の検討において参考となろう。

##### 7.4.5.1 一般社団法人 日本損害保険協会

当協会国際部によれば、国際協力の分野では、1972年から毎年、アジア各国の損害保険関係者を対象とした日本国際保険学校<sup>32</sup>を国内で開催してきており、「モ」国からは2007年以降、民間保険会社等から毎年1~2名が参加しているとのことである。また、現地での海外セミナーも毎年1~2回開催しており、「モ」国では2010年にウランバートルにてセミナーを開催し、同国の自賠責保険制度創設に貢献したことに加えて、同年のMIAとの協力覚書締結につながっている。尚、当協会では、MIAに加えて、アジア、欧米11カ国の保険協会と協力覚書を締結している。

当協会からは、我が国企業のモンゴル国内での今後の事業拡大に伴い想定される保険ニーズの増大可能性等を踏まえ、モンゴルにおける具体の支援ニーズに応じて、研修等を通じて前向きに協力していく姿勢がコメントされた。

##### 7.4.5.2 公益社団法人 日本アクチュアリー会

当会の国際協力活動としては、アジア各国のアクチュアリーを対象として、1970年から毎年日本で開催してきている東アジアアクチュアリー講座（ASEA：Actuarial Seminar of East Asia）<sup>33</sup>が挙げられる。同講座には、アジア各国から毎年20名程度が参加しているが、これまでのところ、「モ」国からの参加者は無いとのことである。当協会は、保険後進国に対する支援活動に引き続き取り組んでいくとのことであり、ASEAへの「モ」国からの参加受け入れを含めて、同国への協力可能性に前向きなスタンスであった。

##### 7.4.5.3 社団法人 生命保険協会

当協会国際部によれば、国際協力の分野では、韓国、台湾、タイといったアジア諸国を中心に、日本へのミッション派遣時の対応等の要請がある場合にこれに応じてきているが、「モ」国との接点はこれまでは無いとのことであった。尚、当協会においては、上述の2団体における様な、海外の規制当局・保険会社向けの国内や現地での研修事業にはこれまでは取り組んできていない。当協会における今後の国際協力分野の業務の可能性については、人的制約（国際部所属人数は5~6名で、国際保険監督基準のフォロー等が業務の中心）は存在するものの、我が国の生命保険業界の制度・仕組み等につき国内で研修するといった様な取組は検討可能とのことであった。

##### 7.4.5.4 公益財団法人 国際保険振興会(FALIA：The Foundation for the Advancement of Life & Insurance Around the World)

当会は、アジア諸国への生命保険研修事業を目的に、第一生命保険㈱により1970年に設立されている。当会の事業は、国内研修と海外研修とから成り、国内研修<sup>34</sup>については年2回程度、約1

<sup>32</sup> 当該プログラムは一般コース・上級コースに分かれており、毎年約60名が参加している。尚、プログラム参加費用に加えて国内宿泊費用は、当協会が負担しており、参加者は渡航費用を負担する。

<sup>33</sup> プログラム参加費用に加えて国内宿泊費用は、当協会が負担しており、参加者は渡航費用を負担する。

<sup>34</sup> プログラム参加費用は当協会が負担しており、参加者は渡航費用及び当協会研修施設での宿泊費用を負担する。

週間の期間で開催され、アジア諸国の保険会社、保険監督官庁、業界団体等から毎回 24 名が参加している。因みに、2014 年は、5 月に商品戦略研修、11 月にリスク管理研修を実施する予定とのことである。当会の国内研修受け入れ人数は累計で 3,346 名（2013 年 3 月末現在）にのぼるが、このうち「モ」国からは約 30 名の受け入れ実績があるとのことである。海外研修については年 2 回程度、1～2 日間で開催され、これまで 15 カ国 156 回（2013 年 3 月末現在）の開催実績があるが、「モ」国（ウランバートル）では 2012 年 9 月に「生命保険会社の商品開発戦略」というテーマで初めて実施しており、保険業界関係者 54 名が出席したとのことである。

当会は、公益財団法人という組織の性格上、対象を「モ」国に限定した研修の実施は困難ではあるものの、既存の国内研修・海外研修の枠組みを通じた同国への協力には前向きなスタンスであった。

#### 7.4.5.5 公益財団法人 アジア生命保険振興センター(OLIS : Oriental Life Insurance Seminar)

当センターは、アジア諸国における生命保険業の健全な発展に寄与することを目的に、旧協栄生命保険(株)により 1967 年に設立されている。当センターの研修事業は、東京セミナーと海外現地セミナーとから成り、東京セミナー<sup>35</sup>については年 2 回程度、約 1 週間の期間で開催され、アジア諸国の保険会社、保険監督官庁、業界団体等から毎回約 40 名が参加している。因みに、2014 年は、5 月に販売チャネルの構築と顧客保護、秋にリスク管理をテーマとしたセミナーを実施する予定とのことである。当センターの東京セミナー受け入れ人数は累計で 4,200 名にのぼるが、このうち「モ」国からの受け入れ実績は未だ 1 名のみとのことである。海外研修については年 2～3 回程度、1～2 日間で開催され、2013 年度はジャカルタ、ハノイ、台北にて開催しており、2014 年度はウズベキスタンでの開催が決まっているが、「モ」国（ウランバートル）での開催実績は無いとのことである。

当センターは、アジアの保険後進国に対する協力を強化せんとしていることもあり、既存の国内研修・海外研修の枠組み等を通じた「モ」国への協力には前向きなスタンスであった。

---

<sup>35</sup> プログラム参加費用は当会が負担しており、参加者は渡航費用を負担する。

表 7-8 課題分析リスト（保険業）

カテゴリー	評価項目	必要な改善およびそれに向けた支援	達成期限	直接受益者	想定される我が国の支援リソース	他ドナー支援状況
<b>規制・監督</b>						
規制・監督体制	保険会社に対する検査 リスクベース規制体制の導入、ソルベンシーIIへの移行 FRCの人材育成、業務改善	保険検査マニュアル作成 マニュアル作成、手続導入支援 一般的なキャパシティビルディング、DB構築	短期 中期 短～中期	FRC FRC FRC	金融庁 金融庁 金融庁	KOICA: FRCにおけるアクチュアリー人材育成支援
法整備	現行の保険関連法制の整理・改善	重複内容の整理や、保険会社からの改正要望事項 (準備金積立比率の見直し等)の検討	短期	FRC、保険会社	金融庁	
その他	強制自賠責保険制度の改善  支払保険料に対する税制優遇措置の導入検討  契約書内容の標準化	我が国の経験紹介、制度改善案の作成  我が国の取組紹介  保険商品毎の契約書雛型作成	短～中期  短～中期  短期	FRC、保険会社  FRC、保険会社、 被保険者  被保険者、保険会社	損害保険料率算出機構、日本損害 保険協会  金融庁  日本損害保険協会、生命保険協会	KOICA: 自賠責保険関連機関のネットワーク化構想に対する支援 日本損害保険協会: 制度導入時に知見提供
<b>保険市場インフラ</b>						
保険料率算出機能	保険料率算出機能/機構の立ち上げ	我が国の経験紹介、コンサルテーション	短～中期	FRC、保険会社	損害保険料率算出機構、日本損害 保険協会	
国内再保険体制	国内再保険体制の整備	実現可能な体制等の検討	短～中期	FRC、MOF、保険会社		世銀: 具体的な業務、組織体制、運営方法等について調査中
その他	保険契約者保護基金  貿易保険業務の立ち上げ	我が国の経験紹介、基金/機構設立に向けたTA  我が国の取組紹介、研修の実施	中期  短～中期	FRC、MOF、保険会社  DBM	金融庁、保険契約者保護機構、日本 損害保険協会、生命保険協会  NEXI(経産省)	
<b>保険関連業者</b>						
保険業協会(MIA)	保険会社職員に対する研修、専門人材育成機関の立ち上げ 国民への保険教育  市場データ整備 協会運営における効率性向上 倫理・道徳規準	我が国の取組紹介 我が国の取組紹介、取組開始に向けた技術支援等  研修実施、データ整備に係る技術支援等 我が国の事例紹介 規定の策定支援	短～中期 短～中期  中期 長期 中期	MIA、保険会社 MIA、被保険者  MIA、AMI MIA MIA	日本損害保険協会、生命保険協会 日本損害保険協会、生命保険文化 センター 日本損害保険協会、生命保険協会 日本損害保険協会、生命保険協会 日本損害保険協会、生命保険協会	GIZ: 2014～2015年、inclusive insurace プロジェクトを実施予定
保険会社	業界再編の環境整備 基礎的なオペレーション(引受、保険金支払等)の向上  アクチュアリー人材育成  資産運用ノウハウの向上  新保険商品開発  マイクロ保険の取り組み  リスク管理体制の構築  コンプライアンスの整備	中長期の保険業界イメージの構築に対する支援 研修の実施  アクチュアリー人材のキャパシティビルディング  我が国の経験紹介、研修の実施  我が国の取組紹介  マイクロ保険の普及  我が国の取組紹介、研修の実施  我が国の取組紹介	中～長期 短～中期  中期  中期  短～中期  中期	FRC、保険会社 保険会社、被保険者  保険会社、モンゴルア クチュアリー協会 保険会社 保険会社 保険会社、 被保険者  保険会社 保険会社	金融庁 日本損害保険協会、FALIA、OLIS、 保険会社 日本アクチュアリー会、保険会社 日本損害保険協会、FALIA、OLIS、 保険会社 日本損害保険協会、FALIA、OLIS、 保険会社 日本損害保険協会、FALIA、OLIS、 保険会社 日本損害保険協会、生命保険協会、 保険会社	世銀: 2005年から家畜インデックス保険プロジェクトを支援 UNDP: 2009年から2014/5まで、マイクロ保険市場育成支援プロ ジェクトを実施 GIZ: 2014～2015年、inclusive insurace プロジェクトを実施予定
保険ブローカー	能力強化	我が国の取組紹介、研修の実施	長期	保険ブローカー	日本保険仲立人協会	
保険エージェント	能力強化	我が国の取組紹介、研修の実施	長期	保険エージェント	日本損害保険代理業協会	
損害鑑定人	能力強化	我が国の取組紹介、研修の実施	長期	損害鑑定人	日本損害保険鑑定人協会	