

## アジア・マーケット

### 進むマレーシアの証券市場整備

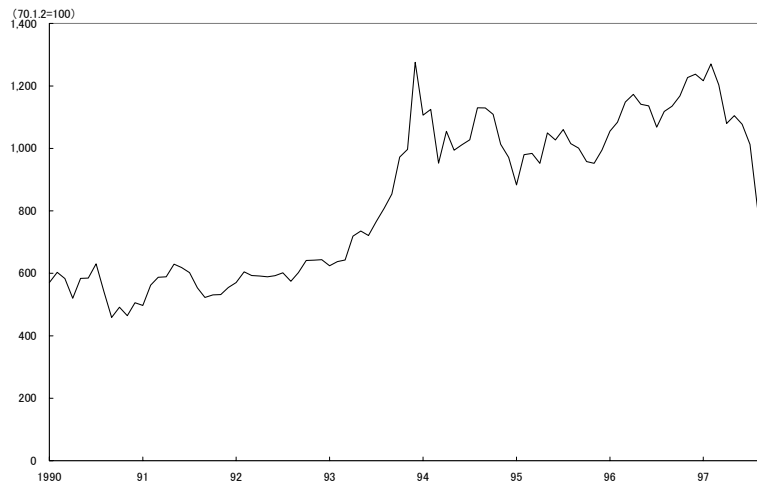
タイ・バーツの急落に端を発したアジアの通貨危機は、マレーシアにも及んだ。マレーシアでは、他のアジア市場に比べても株価の下落幅が大きく、その影響は甚大である。

これまでマレーシアは、資本市場の整備に着々と取り組んできた。今年は、95年に発表された資本市場整備に関する「3カ年計画」の最終年に当たり、すでに多くの内容が実行に移されている。しかし、まだ残された課題は多く、今回の混乱に怯むことなく、さらに資本市場を整備を進めることが期待される。

#### 1. 株価の暴落

バーツの急落に端を発したアジア諸国の株価暴落は、マレーシアにも大きな影響を与えた。10月20日現在のKLSE総合指数は797.97まで下落し、2月末につけた今年のピークから約40%の大幅な下落となった。

図1 KLSE総合指数の推移



(出所) クアラルンプール証券取引所

マレーシアの株価の下落幅は、他のアジアの国と比べても大きい。マレーシアを上回る株価の下落が見られたのはタイのみである。マハティール首相が、今回の為替レートの暴落は海外機関投資家の無節操な投機のせいであるとして、外国為替や株式の売買について強引な規制を行ったことが、外国人投資家の反発を招いたこともあろう。

表1 アジア各国市場の株価の下落率比較

(各取引所指数、%)

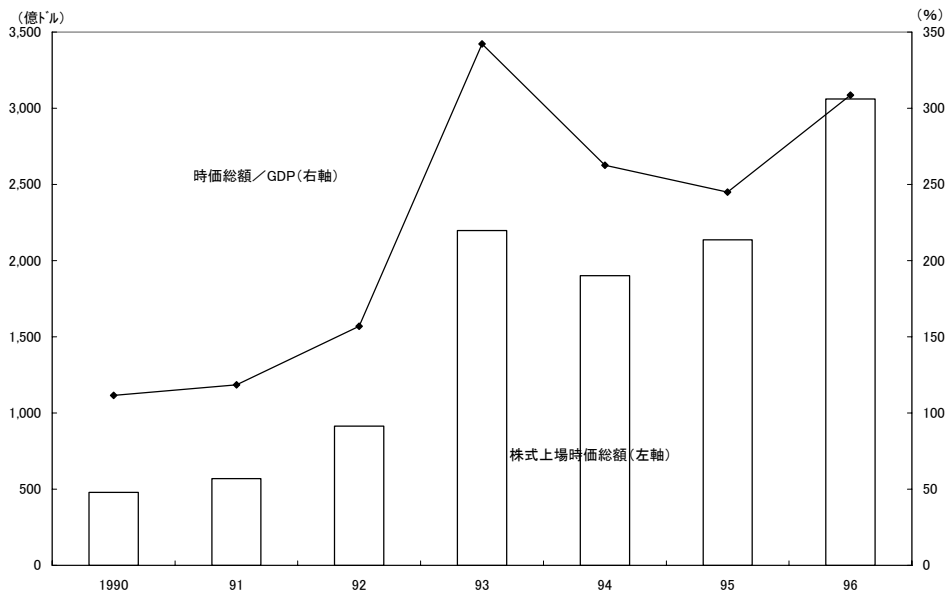
	最高値	10月20日	下落率
タイ	858.97	509.51	40.7
マレーシア	1,271.57	767.97	39.6
インドネシア	740.83	514.17	30.6
韓国	792.29	565.64	28.6
台湾	10,116.84	7,316.78	27.7
香港	16,673.00	12,970.88	22.2
シンガポール	2,252.46	1,794.92	20.3

(注) 最高値は、97年内のもの。

(出所) 各証券取引所資料より野村総合研究所作成。

しかし、より根本的な原因として、既にマレーシアの株価が高水準に達していたことがある。マレーシアのPERは、今回の暴落以前は他のアジア諸国に比べても高かった。マレーシアの株式上場時価総額が、一時、GDPの3倍以上に達していたと考えれば、もともと下落の余地も大きかったと考えられる。

図2 クアラルンプール証券取引所の上場時価総額と対GDP比の推移



(出所) クアラルンプール証券取引所資料より野村総合研究所作成。

## 2. 進む資本市場の制度整備

これまでのところ、マレーシアは、証券市場の制度整備を着々と進めてきた。マレーシアでは、証券市場の規制機関である証券委員会（Securities Commission）が95年5月に「3カ年計画」を発表した。今年はその最後の年となるが、すでに多くの点で対応が取られている。

### 1) 取引所の効率化

クアラルンプール証券取引所は、8月15日、新しい取引所ビルに移転した。クアラルンプール市内の中心に出来た新ビルの周囲には、金融機関の移転のための土地が用意されており、取引所周辺をマレーシアの新金融センターにしようという構想もある。

また、92年11月より進められてきた中央預託機関での預託への移行も6月30日には完了し、クアラルンプール証券取引所に上場する全証券の無券面化が実現した。今後上場される証券は全て上場時から中央預託機関で預託されることになる。

取引所の効率化は、決済システムの改善によっても図られている。これまでは、T+7で決済されており、しかも、証券の売り手はT+5日目に株式を相手方のブローカーに渡し、現金をT+7で受け取るため、証券の売り手がカウンター・パーティー・リスクを負っていた。しかし、新しい決済システムの導入により、T+5日目の同時受け渡し（delivery versus payment）が実現した。取引所は、できるだけ早いうちにT+3での決済に移行することを目指している。

この他、今回一時的に制限されてはいるものの、空売りや貸し株も昨年末に認められたり、外部に提供する価格情報を増やすなど、取引の効率化が実現している。

さらに、派生商品取引所の統合も検討されている。現在マレーシアには、商品先物取引所のKLCE（Kuala Lumpur Commodity Exchange）、証券先物取引所のKLOFFE（Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange）、金融先物取引所のMME（Malaysia Monetary Exchange）の3つの派生商品取引所があるが、KLOFFE、MMEは設立されてから日が浅いこともあり、上場商品が少ない。証券委員会はこれらを統合することによって、取引や決済システムも統合し、効率化を図っていく考えである。これに先立ち、商品先物取引の規制機関である商品取引委員会（Commodities Trading Commission）は証券委員会に統合された。

### 2) 上場企業の拡大

証券委員会は、外国企業のクアラルンプール証券取引所への上場をこの4月1日から認めた。ただ、今回の措置は外国企業の上場を認可する第1段階であり、今後緩和されることが見込まれるとはいえ、厳しい条件が付されている。例えば、最大株主はマレーシアの居住者でなければならず、その持株比率は33%を下回ってはならない。また、発行済み株

式の50%以上がマレーシアの居住者によって保有されなければならない。さらに、プライマリー・リスティングでなければならず、既に海外で上場している企業は認められない。

このように上場要件が厳しいことや、国内に海外企業向けの投資を積極的に行うような投資家層が確立していないことを考えると、外国企業上場の上場が今回の措置によって相次ぐ状況は考えにくい。

むしろ上場企業の拡大に向けて注目されるのが、ベンチャー企業のための取引所MESDAQ (Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation) の設立である。

MESDAQは、ハイ・テクノロジーを持ってはいるが設立経過年数が短く、規模も小さい企業に資金調達の間を与えるための取引所である。我が国を含め、全世界的に行われている試みであり、構想自体は決して珍しいものではない。しかし、NIEs、ASEAN諸国で、ベンチャー企業に特化した取引所を作るのは、マレーシアが初めてである。今年の12月から稼働を目指しており、すでに以下のような概要が証券委員会から発表されている。

表2 MESDAQの概要

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>・最低自己資本：200万リンギ<sup>1</sup>（約7,000万円）。</li><li>・設立経過年数：ハイテク企業についてはなし。非ハイテク企業については1年。</li><li>・取引システム：オーダー・ドリブン制とマーケット・メーカー制を併用。</li><li>・会員制度：ブローカレッジやマーケット・メーカーを行う会員だけでなく、上場企業にアドバイスを行うスポンサー会員制度を導入。</li><li>・対象業種：①先端電子・情報技術、②装置・システム開発、③バイオ・テクノロジー、④電子光学、⑤先端素材、⑥エネルギー開発、⑦航空宇宙産業、⑧運輸・交通システム、⑨人材育成などの関連サービス</li></ul> |
|--|

(出所) 証券委員会資料より野村総合研究所作成。

MESDAQ設立の背景には、マレーシアのマルチメディア・スーパー・コリドー (MSC) 構想がある。クアラルンプールの南方に情報基盤都市を整備し、ハイテク産業を育成しようという国を挙げてのプロジェクトである。今回の通貨の混乱により、政府の投資計画が見直されることが報道され、MSC構想の今後の展開は不透明である。しかし、上場の対象は極めて明解であり、特に目的もなく新しい市場を用意したわけではないので、MSC構想の進展によっては発展も期待できる。

MESDAQのもう一つの注目点は、証券委員会がこの市場を利用して、ディスクロージャーに重点を置いた証券行政を浸透させていく狙いを持っていることである。これまでマレーシアでは、公開価格も証券委員会が決定するなど、極めて管理色の強い証券行政を行ってきた。現在は、公開価格も基本的には上場企業と引受証券会社の間で決定されることに

<sup>1</sup> 現在ある2部市場 (Second Board) の最低自己資本は1,000万リンギ。

なっているが、依然公開する前に証券委員会の認可が必要である。上場申請企業の上場基準以外の面での審査も厳しいと言われている。

証券委員会は95年に発表した3カ年計画で、情報開示の強化と投資家の自己責任原則に基づいた規制のあり方への転換が唱われている。MESDAQでは、公開価格決定に証券委員会が関与することはしない。この言わば当然の制度を「試験的」に導入し、うまく機能することを確かめた上で、公式市場にも適用していく考えである。

### 3) 機関投資家の育成

機関投資家の育成は、3カ年計画に盛り込まれた内容の中でも特に重要度の高い課題であった。マレーシアでは、1959年からユニット・トラストが導入されたが、その発展は遅れている。96年末現在、マレーシアのユニット・トラストの本数はわずかに77本で、純資産残高は約600億リンギ（約2兆円）と日本の投信純資産残高の4%にすぎない。しかも、うちほぼ9割に当たる約530億リンギは国営のファンドである。

このような状況を打開するため、証券委員会は外資系投信運用会社の参入を認可し、6月までに8社が免許を受けた<sup>2</sup>。また、これまで投信の運用を認められていなかった証券会社にも投信運用業務を認可し、3社が免許を受けた。

この他、95年にはクローズド・エンド型の投資信託も認可しており、この4月に初のクローズド・エンド型ファンドの株式5億リンギが発行され人気を集めた<sup>3</sup>。また、この5月からは投信の運用対象に非上場株や派生商品が認められた。6月には資産運用業協会MAAM (Malaysian Association of Asset Managers) も設立された。

規制緩和を進める一方で、顧客資産の記録管理強化やファンド・マネージャーの内部管理に関するガイドラインを発行するなど、投資家の保護も強化している。

### 4) 国内金融機関の再編、強化

国内金融機関の再編、強化は、金融資本市場の対外開放のためには不可欠とされている。国内最大の商業銀行であるマラヤン・バンクでさえ、総資産ベースの世界ランキングは175位に留まっている。同行の総資産は、東京三菱銀行の総資産のわずかに6.8%に過ぎない。このような状況では、外資系金融機関との競争に太刀打ちできないとの判断から、中央銀行であるバンク・ネガラ・マレーシア (Bank Negara Malaysia) も金融機関の再編を積極的に促している。

---

<sup>2</sup> 第1号は、シンガポールの4大銀行の1つであるユナイテッド・オーバーシーズ・バンク (United Overseas Bank) で、マレーシアの大手証券会社OSKホールディングスと合弁で資産運用業務に参入した。

<sup>3</sup> 応募倍率は3~4倍に達したと言われている。

表3 マレーシアの10大銀行

(100万ドル、%)

国内	アジア	世界	銀行名	総資産	Tier1比率	ROE
1	15	175	Malayan Bank	43,764	7.53	30.8
2	36	301	Bank Bumiputra Malaysia	22,071	5.08	27.7
3	40	308	AMMB Holdings	17,528	5.83	46.6
4	53	361	Public Bank	14,316	5.79	40.0
5	69	457	RHB Capital	9,654	6.37	27.7
6	81	634	Hong Leong Bank	8,130	4.99	37.0
7	97	581	Sime Bank	6,641	5.78	25.2
8	108	616	Bank of Commerce	6,139	7.03	27.4
9	125	706	Perwira Affin Bank	4,780	9.90	31.2
10	147	811	Pacific Bank	3,635	8.03	21.4

(注) 1.順位は総資産額による。

2.アジア内ランキングと世界ランキングは発表された時期が異なるため、決算期の違う銀行があり、そのため、世界ランキングが国内ランキングの順位通りにならないケースがある。

3.RHB Capitalの世界ランキングは前身であるDCB Bankのもの。世界ランキングが発表されたときには、まだRHB Capitalが設立されていなかったため。

(出所) The Banker

これまで、すでにシンガポールの4大銀行の1つであるOCBC (Overseas Chinese Banking Corporation) のマレーシア現地法人と資産規模ベースで国内第10位のパシフィック・バンク (Pacific Bank) の合併、国内第7位のサイム・バンク (Sime Bank) による同11位のオリエンタル・バンク (Oriental Bank) の買収、大手金融グループMBfによるサブ銀行の買収、の3件のディールがあったがいずれも最終的には成立せず、再編はスムーズに進んでいない。

その中で、7月7日、資産規模で国内第5位となるRHBキャピタル (RHB Capital) が正式に設立された。マレーシア最大の証券会社ラシッド・フセイン・グループ (Rashid Hussain Bhd, RHB)<sup>4</sup>が、同国最大の銀行マラヤン銀行の子会社であるクォン・イック・バンク (Kwong Yik Bank) を買収し、RHBグループのDCB銀行と合併させて誕生した銀行である。今回の合併によりマレーシア最大の総合金融グループとなったRHBは、ASEAN諸国全域に積極的に進出する意向を示している。

バンク・ネガラ・マレーシアの意図に反し、金融機関の再編が進まなかった一つの理由

<sup>4</sup> ラシッド・フセインはアジアマネー誌の96年株式ブローカー・ランキングでリサーチ、セールス、バック・オフィスの3部門で全て1位となり、マレーシアのベスト・ブローカーとなった。

に、各行の収益性が高いことが挙げられる。上位 10 行の ROE を見ても、その収益性は欧米の有力銀行に引けを取らない。中小の銀行の収益性も同様に高いと言われており、この結果、銀行経営者に合併、再編を求める危機感がない。しかし、高い収益力を今回の為替レート、株価の急落後も維持できる保証はない。9 月には、ファイナンス・カンパニー<sup>5</sup>を中心とする大手金融グループの MBf で、会長が死去したとの噂から取り付けが起こったことを見ると、金融機関に対する国民の不安も募っているようである。今後、国際競争に十分耐えうる有力金融機関を目指した再編が急速に進む可能性もある。

### 3. 展望

マレーシアでは、証券市場の整備、育成を着々と進めてきた点は評価されてよい。しかし、それらが全て目に見える形での成果を挙げたわけではない。債券市場の発展や機関投資家の育成など、すでに何らかの対応が取られた部分も含め、まだ課題は多い。

40%もの株価の下落は、マレーシアの証券市場の発展に大きな影響を与えることは間違いない。株式投資は減少するだろうし、企業の資金調達や金融機関の経営にも大きな悪影響を及ぼすはずである。しかし、今回の混乱に臆することなく、市場の整備をより一層進めることが、マレーシアの将来のさらなる発展のためには不可欠である。

(落合 大輔)

---

<sup>5</sup> ファイナンス・カンパニーは、定期性の貯蓄預金や積立預金を受け入れている。