

マレーシアの資本市場育成 10 ヶ年計画

マレーシア証券市場の監督機関である証券委員会（SC：Securities Commission）は 2001 年 2 月 22 日、マレーシア資本市場育成のための 10 ヶ年計画「資本市場マスタープラン（the Capital Market Masterplan）」を発表した。

1990 年代のマレーシア資本市場は、当初順調な発展を見せてきたが、97 年 7 月のタイの通貨危機に端を発したアジア金融危機によって、潜在していた弱点が露呈される形となった。資本市場マスタープラン（以下、マスタープラン）は、金融危機によるダメージからの回復には、現行の資本市場の見直しから始める必要があるという判断のもと、その回復へ向けての実際の行動計画を示したものである。それは同時に、先進国市場への仲間入りを希求するマレーシアの姿勢を示したものとなっている。

本レポートでは、マレーシア資本市場の現状と照らし合わせながら、マスタープランで述べられている提案事項について整理したい。

1. マレーシア資本市場の現状

1) マレーシア株式市場

株式市場は、アジア金融危機により甚大な影響を受けた。金融危機前の 1996 年には、時価総額において主要市場の 11 位、アジア（日本を除く）では香港に次ぐ第 2 位の規模に達していたが、99 年にはそれぞれ、23 位、5 位に転落した（表 1）。対 GDP 比で見ても、96 年末の約 3.2 倍という規模から、99 年末は 1.8 倍（2000 年末は約 1.3 倍）に縮小している。しかし、縮小したとは言え 1.8 倍の規模は、国の経済規模からすれば小さいとは言えず、金融危機によって、それまで過熱傾向にあった市場が調整されたという見方もある。

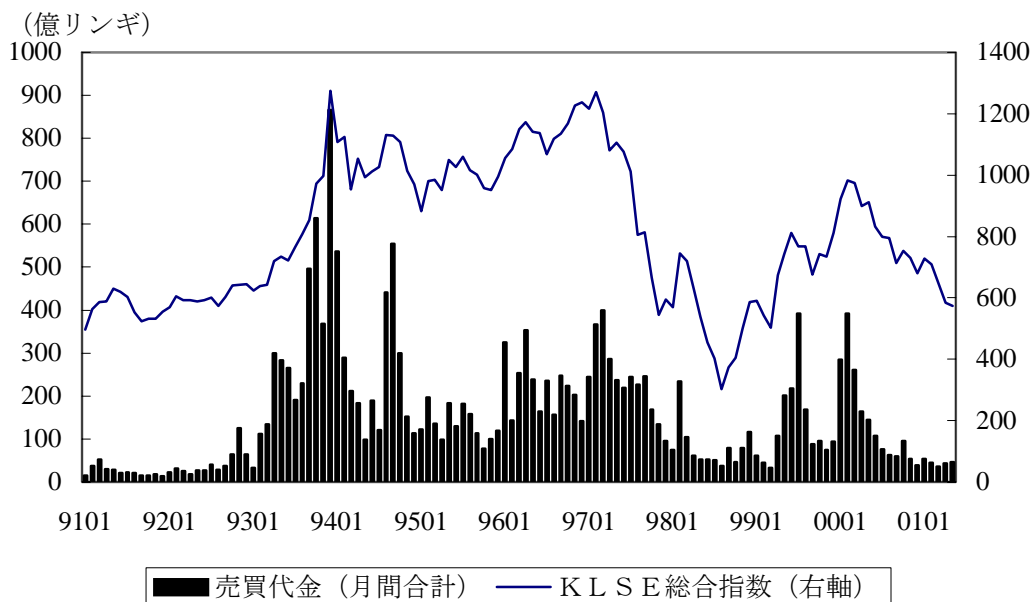
とはいえ、資本市場における主要な資金調達手段であった株式の発行額は急減し、また、ベンチャー企業向けの取引所 MESDAQ(Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automated Quotation)は 97 年 10 月に取引所としての認可を受けたものの、最初の上場を 99 年 4 月まで待たねばならなかった上に上場企業が依然 3 社にとどまるなど、株式市場が低迷していることは否めない。

表1 主要市場の時価総額比較

順位	国名	1999年	順位	国名	1996年
1	アメリカ	16,642	1	アメリカ	10,215
2	日本	4,555	2	日本	3,106
3	イギリス	2,855	3	イギリス	1,643
4	フランス	1,503	5	ドイツ	685
5	ドイツ	1,432	6	フランス	587
10	香港	609	7	香港	449
13	台湾	377	11	マレーシア	306
16	韓国	306	12	台湾	274
18	シンガポール	198	18	シンガポール	153
23	マレーシア	140	19	韓国	139
29	インドネシア	64	22	タイ	96
32	タイ	57	23	インドネシア	91
34	フィリピン	42	24	フィリピン	80

(出所) 証券委員会『マスタープラン』

図1 売買代金と株価指数の推移

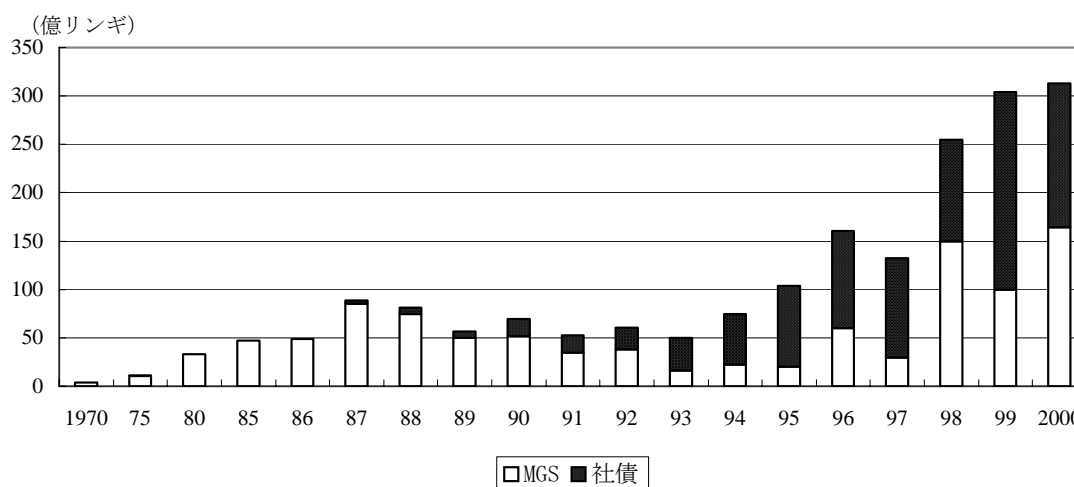


(出所) クアラルンプール証券取引所の資料より野村総合研究所作成

2) マレーシア債券市場

一方、マレーシア債券市場は、1990年代に急速に成長した。90年代前半は、財政収支の黒字基調により政府証券(MGS: Malaysian Government Securities)の発行は抑制されており、債券市場の成長は、社債が牽引したと言えよう(図2)。実際、社債の発行額は90年の18億リンギ(約558億円)から2000年には148億リンギ(約4,588億円)に拡大している。

図2 債券発行額の推移

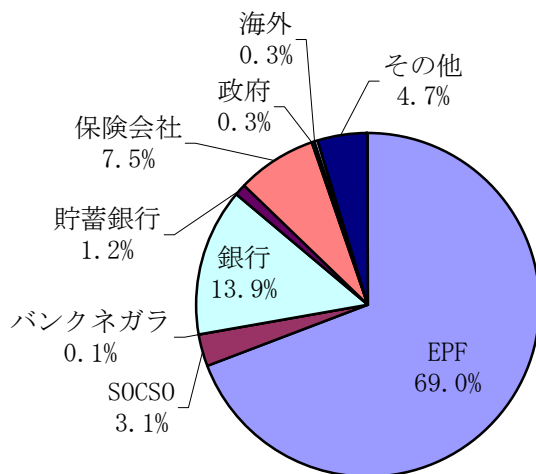


(出所) バンクネガラ・マレーシアの資料より野村総合研究所作成

しかし、発行市場は拡大しつつあるが、流通市場は未発達の状態にある。従来より指標となるベンチマーク債の構築を模索しているが、流動性の低さによって、未だベンチマーク債は定まっていない。

わが国の国債に相当する MGS は、発行額、信用リスクの面でベンチマーク債としての条件を兼ね備えているが、流動性の低さがネックとなっている。これは、最大の保有機関である被雇用者年金基金 (EPF: Employees Provident Fund) (図3) が満期まで持ちきること、また、金融機関も流動比率規制達成のために流動資産適格債券である MGS を保有することによるもので、MGS が市場に出回る阻害要因となっている。その他ベンチマーク債として、チャガマス債、カザナ債も候補として挙げられている。87年に設立された不動産担保会社チャガマス (Cagamas) が発行するチャガマス債はそれなりの発行額があるものの、不定期な発行に加え、他のベンチマーク候補債よりもデフォルト・リスクが大きい。また、93年に設立された政府全額出資の投資会社カザナ (Khazanah) が発行するカザナ債は、ベンチマーク債として期待されつつも、知名度、特に外人投資家への知名度の低さに問題が残されている。このように、いずれの債券も、市場の需要に対して十分な債券の発行量がないことが流動性の低さの原因となっており、ベンチマーク債となりえない最大の理由となっている。

図3 MGSの保有者別比率(2000年末)



(出所) バンクネガラ・マレーシアの資料より野村総合研究所作成

2. マスタープランの目的

以上のように、株価は2000年初まで回復基調が見られたものの、再び反落し、その後低迷が続いている。債券市場も、発行額は増えているものの流通市場の発展は遅れている。デリバティブ市場もまた、上場商品が4商品にとどまっております取引も不活発である。

このような状況から抜けだし、マレーシアが目指す「国際競争力があり、効率性が高く、安定的で、かつ国際的なトレンドに柔軟に対応できる資本市場」を育成していくには、規制の見直しを含めて、多くの課題を解決していく必要がある。多岐にわたる課題に取り組むにあたり、遂行スケジュールを含めた包括的なビジョンの作成が必要とされた。

マスタープランは、このようなニーズに応えるべく、

- ①マレーシア資本市場の発展のための包括的ビジョン作成
- ②規制緩和、自由化の順序付け
- ③国内外におけるマレーシア資本市場の戦略的位置づけと方向性の確認

を目的として作成されたものである。

3. マスタープラン発表までの経緯と今後のスケジュール

マスタープランを作成するにあたっては、1999年9月23日にSCの理事長をヘッドとする資本市場戦略委員会(CMSC: A Capital Market Strategic Committee)が設立された。CMSC

は、1999年10月27日にウェブサイトを立ちあげ、マスタープラン作成の進捗状況を公表するとともに一般からの意見を収集し、検討を重ねてきた。2000年12月29日に大蔵省の承認を得て、2001年2月22日に発表にいたった。

今後は、SCの管轄下に設けられた実行委員会がマスタープランを遂行していくとともに、その進捗状況に応じてスケジュールを調整していくことになる。またSCにアドバイスをを行う機関として、内外の有識者から構成されるキャピタル・マーケット・アドバイザーリー審議会¹が設けられた。

マスタープランは、マレーシア資本市場育成の10ヶ年計画であるが、そのプランを遂行するにあたり、3フェーズに分け、各フェーズごとにテーマを設けている。

第1フェーズ（2001年～2003年）は、国内の基盤強化に主眼がおかれている。金融危機からの回復が遅れている国内市場を復興させるため、国内の市場関係機関の育成や市場環境整備の期間と位置づけられている。

第2フェーズ（2004年～2005年）は、段階的に市場開放を進める期間とされ、国際競争力を養成することを目標としている。

第3フェーズ（2006年～2010年）は、先進国の仲間入りを果たすべく、資本市場の更なる拡大計画を進める時期としている。

4. マスタープランの内容

マスタープランにおける提言事項は6つの柱からなっている。また、具体的な施策として152の提案が行われている。ここでは、「イスラム金融センター化」²を除く5つの柱について整理したい。

表2 マスタープランの6つの柱

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> 1) 資金調達機能の強化 2) 資産運用業務の強化 3) 市場機構（取引所など）の競争力強化・効率化 4) 仲介業者の強化 5) 規制体系の見直し 6) イスラム金融センター化 |
|---|

（出所）証券委員会『マスタープラン』

¹ わが国からは、野村證券の筒井常務取締役がメンバーに選ばれている。

² イスラム教の教義に沿った資本市場を育成し、マレーシアが中心的役割を担うことを提案している。

1) 資金調達機能の強化

マレーシア資本市場が、国内企業にとっての資金調達の間となることを提言している。マレーシア企業の資金調達手段は、銀行からの借入が大きな比重を占めているが、資金調達手段の多様化を図ることによって、企業の資金調達が効率的に行われることを求めている。

(1) 資金調達手続きの効率化

マレーシアで株式を新規公開するには、クアラルンプール証券取引所 (KLSE : Kuala Lumpur Stock Exchange) 及び SC から認可を取得する必要があるが、認可取得までには4ヶ月、上場までには8ヶ月以上かかることもある。この背景には、申請手続きの煩雑さに加え、KLSE の上場基準を満たしていても、その企業がマレーシアの産業政策に見合っているかどうかの判断が SC によってなされる (メリットベース方式) 課程が入るからである。債券の発行にも同様にメリットベース方式が導入されている。同プランでは、メリットベース方式から、開示情報を元に市場の判断に委ねる方式 (DBR 方式 : Disclosure-Based Regulation) への移行を提案している。

(2) 社債市場発展の促進

マレーシア企業の資金調達は、銀行部門からの借入が大半を占めていた。しかし、アジア金融危機による資金調達への影響は甚大であり、特に不良債権をかかえる銀行部門からの借入を厳しくした。また、株式市場の低迷により株式市場からの資金調達も困難な状況にある。このような中で、第3の調達手法として社債の重要性が相対的に増している。表3に示すように、株式発行と債券発行による資金調達の比率はここ数年で逆転している。

また、従来、長期の資金ニーズに対しても短期借入での調達が行われていたが、長期の資金調達手段の代替として社債発行が重視されている。

表3 民間部門の資金調達額

(単位：百万リンギ、%)

	1997	1998	1999	2000
銀行部門からの借入	89,210 (72.5)	5,377 (36.0)	1,140 (6.0)	23,206 (49.6)
その他金融機関からの借入	1,102 (0.9)	1,564 (10.5)	1,596 (8.4)	1,510 (3.2)
ベンチャーキャピタル	201 (0.2)	200 (1.3)	104 (0.5)	117 (0.3)
資本市場	32,461 (26.4)	7,804 (52.2)	16,201 (85.1)	21,912 (46.9)
株式	18,358 (14.9)	1,788 (12.0)	6,096 (32.0)	6,004 (12.8)
債券	14,103 (11.5)	6,016 (40.3)	10,105 (53.1)	15,908 (34.0)
合計	122,974	14,945	19,041	46,745

(注) 括弧内は、合計に対する比率

(出所) バンクネガラ・マレーシア

マスタープランでは、調達手段が多様化されることによって、企業が用途にみあった資金調達方法を選択できるとともに、投資家にとっても投資の選択肢が増えることを期待している。

社債市場発展のための具体的施策としては、①発行登録制度（shelf-registration）を導入するなど債券発行の手続きを簡素化するとともに、その関連コスト削減を図る、②上場・非上場債券の集中決済プラットフォームを設立するなどのインフラ整備を図る、③MGSをベンチマーク債にして、社債の価格形成の適正化を図る、④ABS債を導入し³、商品の多様化を図る、⑤社債の空売りを認める、⑥国際機関、多国籍企業によるリング建て債券の発行を認可する、などを挙げている。

（3）ベンチャーキャピタルの育成

マレーシアには、既にベンチャーキャピタルはあるものの、表4が示すようにベンチャーキャピタルへの出資者の大半は政府であり、他国との違いが顕著である。マスタープランでは、マレーシア経済の発展には新興成長企業に期待するところが大きく、そのためにはベンチャーキャピタルの育成が不可欠であるとしている。またベンチャーキャピタル業界は民間が主導的役割を担うことを求めている。具体的な施策の一つとして、ベンチャーキャピタルにとっての投資の出口として、公開による市場での売却を推進することを提案している。そのためには、MEDSAQの発展は重要な課題である。

その他の施策としては、①スタートアップ企業に投資するテクノロジー・インキュベーターの上場を2001年内に許可し、インキュベーター自体の資金調達手段を拡大する、②ベンチャーキャピタル産業に関連する税制、法制、規則などについて検討する調整機関を設立する、③未公開企業に100%まで投資できるベンチャーキャピタル・トラストの設立を許可する、④政府と民間セクターのベンチャーキャピタルの合同投資案件を増やし、政府のシードやスタートアップ企業への投資に対する民間の参加を増加させる、等が提案されている。

表4 ベンチャーキャピタルの出資者（1998年）

	(単位：%)						
	年金基金	生保	企業	政府機関	個人	銀行	その他
マレーシア	1	5	29	41	1	16	7
日本	5	15	51	4	2	15	8
香港	7	27	46	6	6	8	-
シンガポール	3	9	49	11	5	18	5
フィリピン	-	-	67	5	7	11	10
台湾	1	7	61	2	20	6	3
オーストラリア	52	4	8	15	7	9	5
インド	1	3	59	10	8	17	2

(出所) 証券委員会『マスタープラン』

³ SCは2001年4月10日に『ABS証券発行に関するガイドライン』を発表。

2) 資産運用業の強化

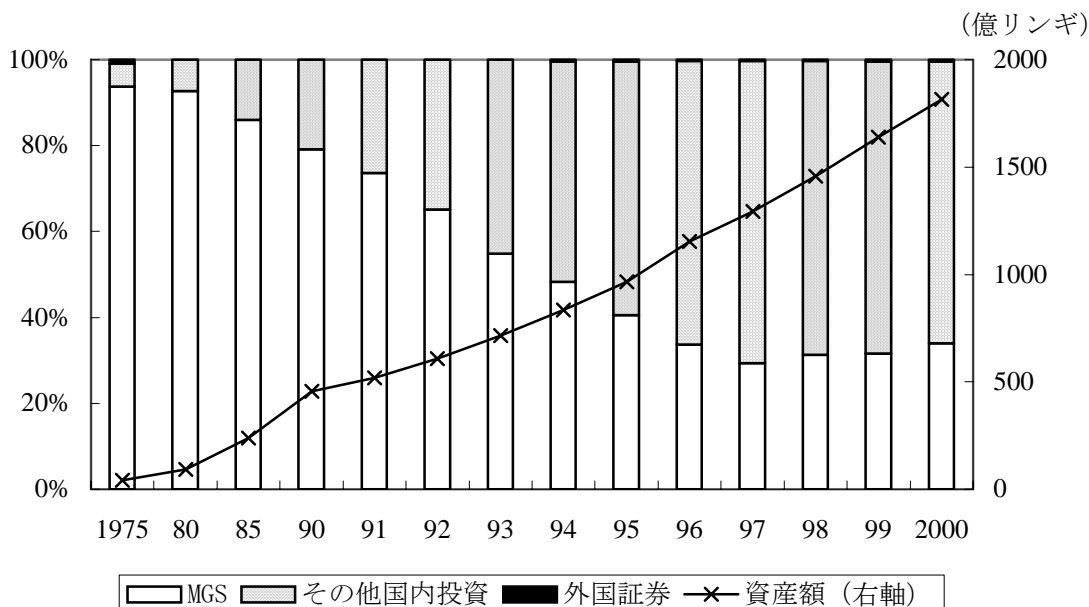
機関投資家の規模拡大とともに資産運用手段の多様化に関するニーズも高まっている。ニーズに応えるには、資産運用に関する規制の緩和を通して、効率的な運用に資する条件を整備していくことを提案している。またコーポレートガバナンスを強化していくことを要望している。

(1) 資産運用制限の緩和

マレーシア最大の年金基金であり、最大の機関投資家である EPF の総資産は、2000 年末現在 1,790 億リンギ（約 5 兆 5,490 億円）、GDP の約 50% の規模となっている。その資産の大半はインハウスで運用されている。マスタープランでは、外部のファンドマネジャーへの委託を通して分散投資を進めるとともに、外部の資産運用会社間の競争を促し運用会社が活性化されることを求めている。また、複数の運用会社へ分散することによって、投資行動によるマーケット・インパクトをおさえることを要望している。

また、EPF には、1991 年 EPF 法 (the EPF Act 1991) によって、その資産の 70% 以上を MGS で運用すべきという資産配分制限が課されている。しかし、図 4⁴に見るように、MGS の比率は 2000 年末現在 40% を下回っている。これは、EPF の資産配分制限に見合うだけの

図 4 EPF 資産配分比率の推移



(出所) バンクネガラ・マレーシアの資料より野村総合研究所作成

⁴ 外国証券への投資は 1994 年から増加傾向にあるが、比率としては 2000 年末現在、0.5% に満たない。

MGS の発行が十分になされていないことによるものである。とはいえ、図3で見たように、MGS の約 70%を EPF が所有している。現在でも、EPF は、資産配分制限及び満期債券の借り換えのために、MGS の発行直後に、そのほとんどを購入している。EPF はその資金の性格上、MGS を満期まで保有するため、債券市場の流動性、発展を阻害していると言える。マスタープランでは、流通市場活性化のためにも EPF に課されている規制の緩和を提案している。

(2) 競争力のある資産運用業界を育成

マスタープランでは、外資系運用会社の市場参入を促進することも提案している。2000 年末現在、国内には 72 社の投資顧問が設立されており、そのうちマレーシア資本 100%の会社は 57 社、外資とのジョイントベンチャーは 14 社、外資 100%の会社は 1 社である。外資運用会社が少ない理由は、例えば、ジョイントベンチャーは、国内機関投資家から資産運用を受託することができるが、外資 100%の会社は、外資の資産運用しか認められていない、などの規制の存在が大きいと言えよう。マスタープランでは、このような規制を緩和することによって外資導入の促進を図ることを提案している。外資の高度な資産運用ノウハウを吸収し、マレーシア資本の運用会社のレベル向上を図りたい意向もある。マスタープランでは、外資 100%の会社にも 2002 年からは、EPF の資産も含めて、国内機関投資家の資産運用を認めることを提案している。

また、株式及び先物ポートフォリオを運用するには、1983 年証券業法、1993 年先物業法の両法に基づいて、それぞれ免許を取得する必要がある。これらの規制の見直しを図り、免許の統合を通して運用コストの削減を促進するとともに、高度な技術をもったプロフェッショナルの育成を提案している。

また、現行異なっている投信会社と投資顧問会社の免許⁵も、2003 年末までには単一の免許にすることを提案している。

(3) コーポレートガバナンスの強化

マレーシア資本市場における規制は、メリットベース方式から DBR 方式への移行過程にある。すなわち、産業政策の見地から、証券発行の可否を SC が差配するのではなく、情報開示を通して市場が証券発行の可否を決めることになる。既に、DBR 方式導入プログラムは進行しているが、その導入の第 1 歩としてコーポレートガバナンスの認識を高める活動を行っており、金融委員会は 1999 年に『コーポレートガバナンスに関するレポート』を発表している。マスタープランでは、このレポートでの提案事項を遂行していくことを要望している。

レポートでは、既存の法律、規制を改正して、国際的に通用するコーポレートガバナンス

⁵ 2000 年 12 月末現在、投資顧問の免許を取得している会社は 72 社、投信会社の免許を取得している会社は 34 社。

スの概念を取り入れることを推奨している。具体的には、役員の義務、権利、責任に関する規定の見直し、的確な情報開示、株主の権利・保護の確立を提案している。また、役員、監査役、及び投資家等に対してコーポレートガバナンスに関する認識を高めるように教育、訓練を実施することを提案している。

3) 市場機構（取引所など）の競争力強化・効率化

先進国の資本市場では、証券取引所とデリバティブ取引所の統合や、決済期間の短縮などによる決済効率の向上が進められている。マレーシアにおいても、取引所の合併や決済システムの見直しを通して、効率性を高め、競争力を強化することを提案している。

(1) 証券取引所と決済機関の再編

もともとマレーシアにはクアラルンプール証券取引所（KLSE：Kuala Lumpur Stock Exchange）とマレーシア版 NASDAQ にあたる MESDAQ の 2 証券取引所と、クアラルンプール・オプション金融先物取引所（KLOFFE）、クアラルンプール商品金融取引所（COMMEX）の 2 デリバティブ取引所があった⁶。

マスタープランでは、これらの取引所を統合して単一の取引所とし、規模の経済性を発揮できる環境を整え、多様な商品を提供できる取引所の創設を提案している。

具体的には、MESDAQ を KLSE に合併させ、2002 年までには 4 取引所を単一の取引所にすることを提案している。また、2003 年までに統合後の取引所を株式会社化し、上場することも施策として挙げている。既に、香港、シンガポールの証券取引所は上場を果たしており、GEM 構想に参画するなど国際的リンクも拡大しつつある。こうしたなかで、アジア資本市場において主導的立場を確保したいマレーシアとしては、両国の取引所に早急に追いつきたいという意識は強い。

⁶ KLOFFE は 1999 年 1 月 4 日に KLSE の子会社になっており、COMMEX は、2000 年 3 月 24 日に、KLSE との合併の同意書にサインをしている。また、2001 年 6 月 11 日に、KLOFFE と COMMEX は合併して、マレーシア・デリバティブ取引所（MDEX：the Malaysian Derivatives Exchange）が誕生した。

表 5 各国証券取引所の株式会社化の上場

	株式会社化	上場の状況
ストックホルム証券取引所	1993	上場
ヘルシンキ証券取引所	1995	未上場
コペンハーゲン証券取引所	1996	未上場
アムステルダム証券取引所	1997	未上場
イタリア証券取引所	1997	未上場
オーストラリア証券取引所	1989	上場
シンガポール証券取引所	1999	上場
香港証券取引所	2000	上場
トロント証券取引所	2000	未上場
NASDAQ	2000	2002年に予定
ロンドン証券取引所	2000	上場
東京証券取引所	検討中	-
ニューヨーク証券取引所	検討中	-

(注) 2001年3月末時点

(出所) 証券委員会『マスタープラン』の資料を元に野村総合研究所作成

(2) トレーディング、決済機能のインフラ整備

マレーシアにとっては、資本市場にテクノロジーを積極的に導入してきたという自負がある。1989年に、それまでの立会場でのオープン・アウトクライ方式から SCORE と呼ばれるトレーディングシステムへ移行し、取引の自動化を進めた。導入当初の SCORE は、注文のマッチング部分にマニュアルでの作業が残されていたが、92年10月には全てを自動化している。

また、87年に KLSE は MASA と呼ばれるリアルタイムの相場情報システムを導入し、順次機能の拡張を行っている。

証券取引のインフラは、性能の向上により効率性を増すことができ、投資家、証券仲介業者の両者にとって、コスト削減、遅延リスクの軽減ができるだけでなく、大量の処理を可能にする。このような観点から、更なるインフラ整備を推進していきたい考えである。

具体的な施策としては、株式取引所とデリバティブ取引所の統合を機に、全商品が取引可能な取引システムの導入を提案している。

また、決済システムに関しても、株式、デリバティブのシステム統合を将来に見据えて、まずは決済機関の統合を提案している⁷。更に、バンクネガラ・マレーシアが管理している資金決済システムと証券決済システムの統合を図ることも施策として挙げている。

⁷ KLSE と MESDAQ の決済機関は SCANS (the Securities Clearing Automated Network Services)、MDEX (KLOFFE と COMMEX が合併) の決済機関は MDCH (the Malaysian Derivatives Clearing House)。

4) 仲介業者の強化

投資家ニーズの変化、テクノロジーの進展、金融サービスの総合化など、資本市場をとりまく様々な変化に対応するには、仲介業者の基盤強化を図る必要がある。国際的にも、近年、銀行業、資産運用ビジネス、保険会社、投資銀行業、アドバイス業、等の業務の垣根が取り払われている。マレーシアにおいても競争力のある仲介業者を育成するために、規制緩和、自由化の促進を提案している。

(1) 手数料体系の見直し

既に証券仲介手数料の自由化計画は2段階で進められている。第1段階は2000年9月から開始されており、取引額が10万リンギ(約310万円)以下は75bp(ベースポイント)固定、10万リンギ(約310万円)超は手数料の自由化がなされている。また、2001年7月1日以降は、上限70bpのもと完全自由化される予定である⁸。

オンライントレーディングは、ここ数年の間に、技術の進歩、手数料の自由化の流れの中で、多くの市場で導入されてきた。マレーシア市場でも手数料自由化を実現し、オンライントレーディングの導入を進めたい考えである。

その他、証券決済機関であるSCANSでの決済手数料を、現行の5bpから、2001年7月以降、4bpへ引き下げる。ただし1契約ごと200リンギ(約6,200円)を上限とする。KLSEのトレーディングシステムSCOREへ支払う手数料を、1bpから2000年9月以降0.5bpへ縮小、2001年7月以降は0.25bpへ引き下げることが計画されている。

(2) 総合証券会社の設立を促進

2000年4月21日、SCは総合証券会社の設立を促す方針を発表した⁹。この方針は、当時63社あった証券会社の再編を図り、2000年末までに15社近くまで減らす、というものである。証券会社設立に関して、支店規制、ブローカレッジ業務の中でも引受やアドバイス業ができないなどの業務規制の存在が、小規模の証券会社が乱立する¹⁰状況を生んだと言えよう。当初の方針では、総合証券会社の免許を取得するには、①4社以上の統合、②2億5千万リンギ以上の資本金、③1.5倍以上の自己資本比率、等が条件とされ総合証券会社には税制優遇装置をとることとした。また、2002年1月1日以降は、支店を自由に設立できるものとしている。一方、期限までに他社と合併しない証券会社は、証券会社の免許を更新しないことを示唆した。しかし、合併は思うように進まず、2000年10月には、12月までという条件は取り除かれ¹¹、12月末までに合併の合意ができた証券会社には支店数の増加

⁸ 2001年6月11日、SCは手数料の完全自由化を1年間延期することを公表。

⁹ 2001年3月1日、バンクネガラ・マレーシアは金融業界育成のための10ヶ年計画である『金融業界マスタープラン』を公表。その中で、マーチャント・バンクと証券会社を合併し、インベストメント・バンクの設立を提案している。

¹⁰ 2000年9月末現在、62社の証券会社のうち58社は単店舗、4社は各1店舗の支店をもつ。

¹¹ 新たな期限は設けられていないが、SCとしては手数料の自由化等、市場の環境変化に対する証券会社の

を認める¹²などの優遇措置を講じている¹³。

マスタープランにおいても、今後自由化が進展した市場においては、競争力のある証券会社が総合的な金融サービスを提供すべきとして、既存の証券会社の統合を進めることを提案している。具体的施策としては、株式とデリバティブ取引において各々必要とされる免許を統合する、資産管理業務、アドバイス業務、など業務毎の免許も統一する、等を挙げている。

5) 規制体系の見直し

マレーシア資本市場には、規制する法律や規制機関が重複しており、それが非効率の原因となっている。規制機関が重複している点についてはなるべく一つの規制機関に権限を集中し、その機関の権限強化を図ることを提案している。また、メリットベース方式から DBR 方式への移行にも注力したい考えである。

(1) 情報開示をベースとした規制体系の導入

先に述べたように、マレーシア資本市場ではメリットベース方式から DBR 方式へ規制の移行課程にある。1996 年から開始された DBR 方式への移行プログラムは 3 段階で進められており、2001 年現在は第 3 フェーズに進んでいる。

第 1 フェーズ (1996 年～99 年) は、メリットベースを残しながらも DBR 方式の導入が目標とされており、情報開示の強化、デュー・デリジェンスの実行、コーポレートガバナンスに関する意識の向上が目指された。この間、従来 SC によって IPO の際の公開価格が決定されるという方式が廃止された。また、情報開示に関する規定が見直された。

第 2 フェーズ (2000 年) は、更に DBR 方式を拡張することが目標とされている。このフェーズでは、増資などを始め、IPO 以外の価格の決定に際して SC が介入する方式を撤廃し、情報開示を通して市場による評価を進めることとされた。

第 3 フェーズは、2001 年以降を想定しており、DBR 方式へ完全移行することになっている。完全移行後には、KLSE が証券発行の際の認可機関となり、SC は情報開示内容の検討、情報開示が徹底されているかどうかを監督する立場になる。

マスタープランでは、この移行プログラムの進捗をチェックし、スケジュール調整を行いながら DBR 方式への完全移行が行われることを要望している。

対応状況を見て、合併の進展を見守りたい意向。

¹² 例えば、4 証券会社が合併する場合には、本社を除く 6 支店までの設立が認められる。

¹³ 2001 年 4 月 12 日、SC は国内の 4 証券会社に総合証券会社の認可を与えたことを公表した。4 証券は、①ファン DBS 証券、②クアラルンプール・シティ証券、③OSK 証券、④ラシッド・フセイン証券。

(2) 複数機関による規制の合理化

マレーシアの資本市場の規制機関は主要なものだけで 5 機関あり (表 6)、規制の重複が見られる。

例えば、社債発行に関して、中央銀行であるバンクネガラ・マレーシアと SC の両機関が規制機関であったため、手続きの非効率を生んでいた。これは、2000 年 7 月に SC を単一機関にすることによって改善されている。

一方で、IPO に際しての諸手続きは、未だ調整が行われておらず、SC や KLSE の他に、バンクネガラ・マレーシア、企業登記所 (ROC)、海外投資委員会 (FIC)、通産省 (MITI) など、様々な機関が絡んでおり煩雑を極めている。

その他、インサイダー取引や株主へのレポートに関する規制機関も、SC、ROC で重複している。

マスタープランでは、規制機関間の調整を進め、合理化することを提案するとともに、規制機関の執行力の強化を提案している。

表 6 マレーシアの規制機関

規制機関名	主な機能
証券委員会 (SC)	<ul style="list-style-type: none"> 証券取引、先物取引に関連する規制全般 証券取引所などの市場機構や、証券会社の認可、監督 資本市場発展の推進 資本市場全般について、大蔵大臣に助言
中央銀行 (BNM)	<ul style="list-style-type: none"> 証券取引法における認可免除証券会社の規制、監督 金融機関による証券発行の認可
企業登記所 (ROC)	<ul style="list-style-type: none"> 株式に関する大量保有報告書の管理 証券会社による会社法違反に関する処罰
海外投資委員会 (FIC)	<ul style="list-style-type: none"> 証券委員会に対し、買収合併に関する準則の適用除外を勧告 外国人によるマレーシア企業の買収や合併に関するガイドラインの運営
通産省 (MITI)	<ul style="list-style-type: none"> 同省が監督する企業による証券発行の認可

(出所) 証券委員会『マスタープラン』

5. おわりに

今回発表されたマスタープランで提案されている事項は、マレーシア資本市場活性化のために既に進行しているプログラムが多く盛り込まれており、特に新しい方針が示されているわけではない。とはいえ、マスタープランという包括的なビジョンを改めて発表したことで、マレーシアの資本市場の活性化に向けた強い意欲がうかがえる。

マスタープランが公表されてから、既に実行に移されている施策もある。その中で、2001年7月1日から実施される予定であった証券手数料の完全自由化は、1年間の延期が決まった。今回の措置は、証券会社等からの要望を受けたもので、2000年実施された制限付き自由化によって証券手数料が実質引き下げられたものの、市場への呼び水とはならず株式市場は依然低迷しており、証券会社の収益を圧迫していることが背景にある。

マスタープランがかかげる資本市場の育成が成功するには、現行の規制緩和、自由化は避けて通れないが、急激な変革は逆効果をもたらすこともありうる。今回のスケジュール変更はほんの一例に過ぎず、今後も調整を迫られることが生じるとと思われる。マスタープランを成功させるためには、スケジュールに固執することなく、資本市場の現況を確認しながら随時見直しを行い、プログラムを遂行していくことが鍵となるであろう。

(錢谷 馨)