

## マレーシアの資本市場の発展と日系企業による活用動向

岩谷 賢伸、吉川 浩史

### ■ 要 約 ■

1. わが国企業の進出先としてアジアの存在感は大きく、世界全体に展開する現地法人の60%が集中している。マレーシアで活動する現地法人の数はアジアで6番目となっており、製造拠点や製品・サービスの提供先として重要な国である。
2. マレーシアの日系企業では、現地通貨リングの資金需要に対し、親会社や銀行からの借入に加え、直接市場から調達する動きも見られる。その背景には、金融危機以降、資本市場マスタープランという10カ年計画に基づくマレーシアの資本市場の発展がある。
3. 株式市場は、上場基準が先進国の取引所に近く、情報開示も国際会計基準に従い英語で行うことが可能となっており、外国企業に利用しやすい環境となっている。現在も市場の再編や上場基準の緩和が進められると共に、取引所による上場企業とイスラム圏の投資家とのマッチングも行われており、資金調達現場として魅力が高まりつつある。
4. 債券市場は、イスラム金融の国際的なハブを目指すマレーシア政府の政策もあり、イスラム債（スーク）を中心に拡大してきた。インフラ整備や税制優遇など様々な振興策が採られており、マレーシアでイスラム教徒向けに金融サービスを提供したり、イスラム圏の投資家から低コストでの資金調達を期待したりする日系企業による利用が、今後増加すると見込まれる。
5. 現地通貨リングの取扱いへの規制など資本市場活用の制約もあるが、マレーシア政府や当局は外国企業や投資家の誘致に積極的であり、資本市場マスタープランに基づいたさらなる規制緩和も期待できる。グローバルに展開するわが国企業においては、グループ全体の財務効率の向上を図るために、マレーシアのような急速に成長する新興国資本市場をいかに活用するかが今後の検討課題の一つとなろう。

## I マレーシアへのわが国企業の進出状況

わが国企業は、製造拠点や製品・サービスの提供先を求めて海外展開を進めてきたが、その進出先としてアジアの存在感は非常に大きい（図表 1）。現地法人数の分布を地域別に見ると、アジアが 12,710 社と世界全体の 60%を占めている。アジアの中では中国が群を抜いて多いが、マレーシアも 6 番目の 759 社となっており、わが国企業の主な進出先となっている。マレーシア政府が投資に対する優遇税制（パイオニア・ステータス、投資税額控除など）を設けていることもあり、進出企業を中心に製造業、特に電機メーカーが多い<sup>1</sup>。

マレーシアの日系企業では、現地での生産活動において現地通貨リング（1 リング＝約 30 円）の資金需要が生じるが、調達コストの削減や調達先の多様化を目的に、親会社や銀行からの借入に加えて直接市場から資金を調達する動きも一部に見られる。その背景には、1997 年から 1998 年のアジア金融危機後、国内資本市場の発展のために株式市場の改革や、イスラム債（スーク）市場の振興を始めとする債券市場の活性化が進められ、市場調達の環境が整備されてきたことがある。本稿では、マレーシアの資本市場の発展経緯を解説すると共に、わが国企業による現地資本市場の活用動向を紹介する。

図表 1 地域別・国別のわが国企業の現地法人数

地域別			国別		
	現地法人数	構成比(%)		現地法人数	構成比(%)
アジア	12,710	59.8%	中国(本土)	4,878	38.4%
北米	3,547	16.7%	タイ	1,577	12.4%
ヨーロッパ	3,390	15.9%	香港	1,135	8.9%
中南米	852	4.0%	シンガポール	991	7.8%
オセアニア	530	2.5%	台湾	896	7.0%
中近東	123	0.6%	マレーシア	759	6.0%
アフリカ	112	0.5%	韓国	712	5.6%
世界全体	21,264	100.0%	インドネシア	659	5.2%
			フィリピン	419	3.3%
			ベトナム	332	2.6%
			インド	261	2.1%
			その他	91	0.7%
			アジア全体	12,710	100.0%

- (注) 1. 2007 年 11 月時点。  
 2. わが国企業による出資比率の合計が 10%未満の現地法人を除いた集計。撤退、被吸収合併、休眠が判明したり、存在が確実でない現地法人を含まない。  
 (出所) 『【国別編】海外進出企業総覧 2008 年版』東洋経済新報社より、野村資本市場研究所作成。

<sup>1</sup> 事業内容や製品、経済への影響に関する一定の基準を満たしてパイオニア・ステータスを認められた企業には、法定所得の 70%（投資奨励地域は 100%）が 5 年間にわたり免税となる。または、適格資本支出と認められた投資の 60%について、法定所得の 70%を上限に、所得から控除できる投資税額控除を代わりに選択することもできる。

## II マレーシアの資本市場の発展～資本市場マスタープラン

### 1. マレーシアの資本市場とアジア金融危機

1990年代前半、マレーシアの資本市場は国営企業の民営化と外資流入の影響により急速に市場規模が拡大した<sup>2</sup>。株式時価総額は1990年の1,312億リンギから1996年には8,068億リンギまで増加したが、当時の株式市場は売買代金の大半が個人投資家により占められており、投機的な行動によって市場は過熱していた。一方、民間部門の債券発行額（ネットベース）も同期間に21億リンギから145億リンギまで増加したが、企業の資金調達は借入が中心で間接金融への依存度が高く、金融機関の経営状態の悪化が資本市場に大きな影響を与える構造となっていた<sup>3</sup>。アジア金融危機では、このような構造的な問題が顕在化したため、証券委員会は資本市場の健全な発展を促すための10カ年計画を策定し、資本市場マスタープラン（Capital Market Masterplan）として発表した。

### 2. 資本市場マスタープランの概要

資本市場マスタープランの目的には、①アジア金融危機で顕在化した資本市場の問題点の改善、②産業の発展を促す市場に改革するための戦略的ロードマップの提示、③効率的で競争力のある市場の形成、が掲げられ、2001年から実行に移された。具体的には、図表2の主要6項目が示され、様々な市場インフラや規制の整備が謳われている。項目6の「国際イスラム金融センターの創設」は、マレーシアをイスラム金融の国際的なハブとすることを意図しており特徴的である。実施内容としては総計152の勧告が挙げられている。

また、2001年から2010年の10年間に3つのフェーズに分けられており、フェーズ1では株式市場の再編や証券発行のガイドライン改訂、コーポレート・ガバナンスの規制導入といった国内のインフラ整備が実施された<sup>4</sup>（図表3）。フェーズ2では、出資比率制限といった外資規制や業態間の障壁の段階的な緩和による競争環境の導入と、国内の金融

図表2 資本市場マスタープランの主要6項目

1 魅力的な資金調達場の形成	: 手続きの効率化や流動性の高い市場の育成
2 投資家育成と投資環境整備	: 機関投資家の育成やガバナンスの強化、リスクヘッジ手段の拡充
3 証券市場効率化による競争優位確立	: 取引所や清算機関の再編を通じた証券決済システムの強化
4 金融サービス業界の競争力強化	: 業態、商品、手数料に係る規制緩和や適切なリスク管理の導入
5 簡素で実効性のある規制体系確立	: 複数の監督機関の間での一致した対応の実施
6 国際イスラム金融センターの創設	: 投資家、商品、インフラ等の発展促進と国際的な認知度の向上

（出所）証券委員会“Capital Market Masterplan”より、野村資本市場研究所作成。

<sup>2</sup> 日本貿易振興機構アジア経済研究所（編）『アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察』（2007年度金融庁委託事業）

<sup>3</sup> 証券委員会へのインタビューより。

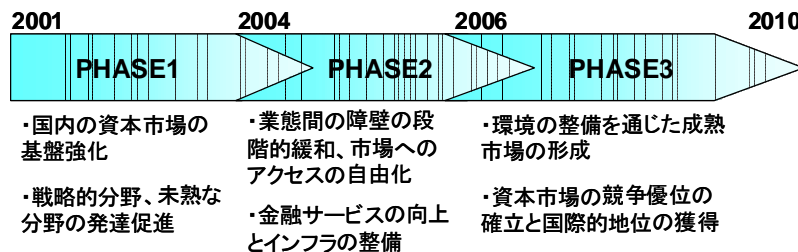
<sup>4</sup> フェーズ1における具体的な実施内容については、橋本基美「市場開放段階に移行するマレーシアの資本市場改革」『資本市場クォーターリー』2004年冬号参照。

サービス業の競争力強化が進められた。2006年に始まったフェーズ3の下では、一層の規制緩和によるマレーシア資本市場の国際的地位の獲得と、国際イスラム金融センターの確立が目指されている。

### 3. フェーズ3の進行状況

フェーズ3が始まり3年を経たが、証券委員会によると、2007年末時点で152の勧告のうち全体の85%に相当する129が既に実行され、23が進行中という(図表4)。今後は、証券及び資金決済システムの合理化、一層の規制緩和と投資家保護・自主規制の導入、イスラム金融のインフラ整備と海外での普及活動、といったことを中心に進められる。

図表3 3段階から構成される資本市場マスタープラン



(出所) 証券委員会”Update on the Implementation of Capital Market Masterplan”より、野村資本市場研究所作成。

図表4 資本市場マスタープランの進行状況

勧告の項目	主な進行中の取組み
証券市場のインフラ (勧告1~16)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国際的な戦略提携の締結と地位向上</li> <li>・統合された取引プラットフォーム及び清算・受渡しシステムの構築</li> <li>・資金決済システムと証券決済システムの直接的なリンク</li> </ul>
株式市場 (勧告17~32)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・複数ある規制当局の合理化</li> </ul>
債券市場 (勧告33~49)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・社債発行における格付の取得義務の廃止</li> <li>・債券の統合された決済プラットフォームの構築</li> </ul>
デリバティブ市場 (勧告50~64)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・仲介ブローカー(Introducing Brokers)に対するガイドラインの策定</li> </ul>
イスラム資本市場 (勧告65~77)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・イスラム資本市場における単独のシャリヤ・ボード(Syariah Advisory Council)の確立</li> <li>・イスラム金融における会計基準とマレーシア会計基準の協調</li> <li>・シャリヤ適格株式への投資ファンドの海外市場での上場</li> </ul>
資産運用業務 (勧告90~107)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資産運用業務における自主規制の導入</li> <li>・マレーシア従業員年金(Employees Provident Fund)の投資に係る規制緩和</li> <li>・民間の年金の発達の促進</li> <li>・投信運用会社の外資保有規制の緩和</li> <li>・投資家保護プログラムの検討</li> </ul>
コーポレート・ガバナンス (勧告108~117)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・持分の少ない株主の権利保護</li> </ul>
規制の枠組み (勧告118~133)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・業界ごとの自主規制機関の設立</li> <li>・5年ごとの規制体系のレビュー</li> </ul>
テクノロジー、Eコマース (勧告134~143)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・証券取引の標準化・電子化(STP化)</li> <li>・決済システムの電子化</li> </ul>

(注) 1. 証券委員会による最新の発表内容(2007年12月)に基づく。  
2. 証券業務(勧告78~89)及び訓練、教育(勧告144~152)は、すべて完了している。

(出所) 証券委員会”Capital Market Masterplan”、”Update on the Implementation of Capital Market Masterplan”より、野村資本市場研究所作成。

マレーシアは資本市場マスタープランに基づいて株式・債券市場の改革やイスラム金融の育成を進めており、外国企業、特に日系企業にとって、発展するマレーシアの資本市場の魅力は高まっている。以下では、株式市場と債券市場に分け、資金調達の方法としての活用の可能性を見ていく。

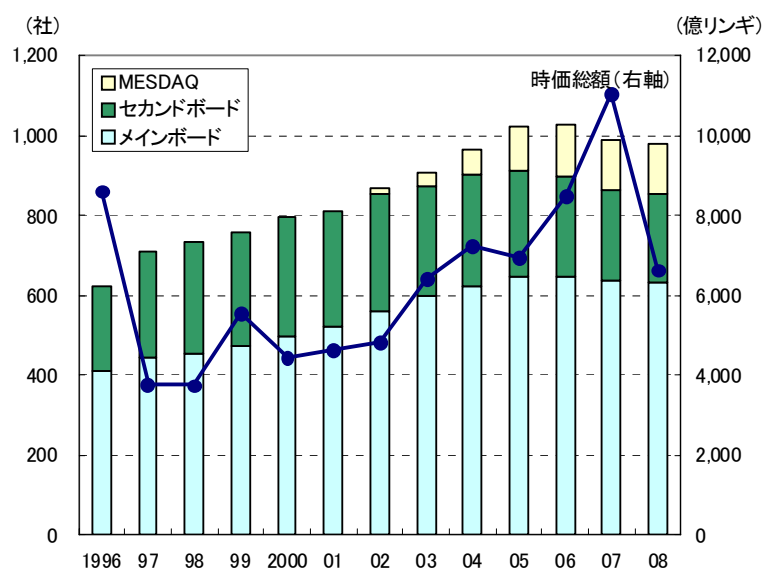
### III 規制緩和が進む株式市場

#### 1. 市場の概要

マレーシアの株式市場は現在、マレーシア証券取引所において、大企業向けのメインボード、中堅企業向けのセカンドボード、新興企業向けの MESDAQ の 3 市場から構成されている。アジア金融危機後、資本市場マスタープランに基づいて株式市場の改革が進められており、2000 年まではクアラルンプール証券取引所と 3 つのデリバティブ市場に分かれていた市場が、2001 年にクアラルンプール証券取引所に統合され、2002 年には新興企業向け市場の MESDAQ と合併した。2004 年には民営化によってマレーシア証券取引所となり、2005 年 3 月に上場して現在に至っている。

株式市場はアジア金融危機による混乱から順調に回復してきた。時価総額（年末ベース）は、1996 年から 1998 年にかけて 8,608 億リンギから 3,745 億リンギに大きく減少した後、2007 年の 1 兆 1,060 億リンギまで増加傾向にあった（図表 5）。ただし、2008 年の時価総額は今般の金融危機の影響を受けて 6,640 億リンギまで減少している。

図表 5 時価総額と上場企業数



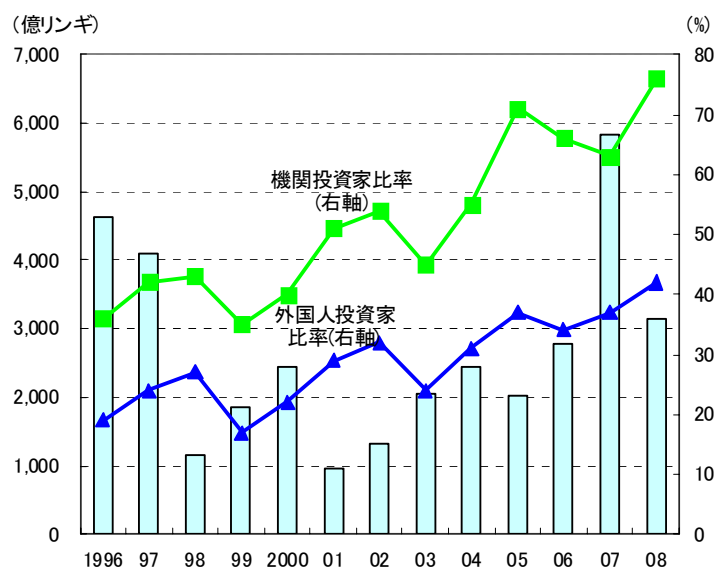
(出所) マレーシア証券取引所の開示資料等より、野村資本市場研究所作成。

上場企業数はアジア金融危機においても減少することなく、2006年の1,027社まで一貫して増加してきた。時価総額の増減の影響を受けず、より多くの企業に活用されてきていることが窺える。2007年以降は減少するが、2008年時点でも977社が上場している。

売買代金は、1996年の4,633億リンギから1998年の1,152億リンギに大幅に減少している(図表6)。しかし、2001年から2007年にかけて960億リンギから5,820億リンギまで、特に2007年に大幅に増加している。先述したようにアジア金融危機前の株式市場は個人投資家による取引が中心であったが、売買代金に占める機関投資家の比率は過去10年間で35%から76%へと倍以上の水準に高まり、わが国の株式市場(三市場)の比率77%(2008年)と同水準となっている。また、外国人投資家の比率も過去10年間で17%から42%へと大幅に増加しており、海外も含めて幅広い投資家に取引され、市場の流動性が高まっているといえる。

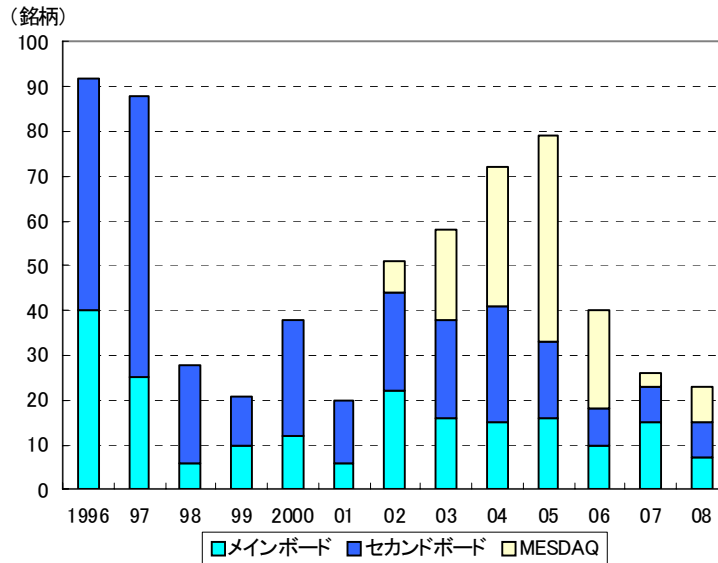
新規上場企業数は1996年の92社から1998年の28社まで大幅に減少したが、その後は2002年のMESDAQとの統合もあって2005年の79社まで増加傾向にあった(図表7)。2006年以降は再び減少しており、特にMESDAQへの新規上場が2005年の46社から2008年の8社へと大きく減少している。これは、2006年から政府がインフレ抑制のために政策金利を引き上げたため、企業の資金調達コストが上昇したことや、2007年後半以降は世界的な金融危機が深刻化していることが影響していると思われる。マレーシア証券取引所は上場基準の見直しを進めており、今後基準が緩和され、かつ、景気や株価も回復していけば新規上場企業数は増加していく可能性がある。

図表6 売買代金と機関投資家・外国人投資家の比率



(出所) マレーシア証券取引所の開示資料等より、野村資本市場研究所作成。

図表 7 新規上場企業数



(出所) マレーシア証券取引所の開示資料等より、野村資本市場研究所作成

## 2. マレーシア証券取引所への上場

マレーシア証券取引所の株式上場基準は、取引所と証券委員会により定められており、世界の主要な取引所と大きく異なる内容ではない。外国企業の重複上場については、当該企業が世界取引所連盟に属している取引所に上場していることを条件に、マレーシア証券取引所から求められる上場の要件が少なくなっている。ただし、外国企業であっても、マレーシア証券取引所に単独上場する場合は、資本の割当規制など一部を除き国内企業と同様の基準を適用される<sup>5</sup> (図表 8)。

なお、マレーシア証券取引所は、「税引後利益の半分以上をマレーシア国内で得ている企業」に特殊な規制を課している。そのため、わが国企業の現地法人が上場する場合には規制の対象となるケースが多い。それは、上場の際にマレー系資本に原則 30%以上を割り当てるという規制であり、政府系の投資会社・年金基金や、民間の生命保険会社、銀行といった機関投資家を中心に配分することが求められる<sup>6</sup>。ただし、後述するように、実際には達成していなくても上場している企業があり、2008年11月には現状を追認する形で事実上規制が緩和された。

上場後の情報開示については、四半期開示が義務付けられている。英語による開示が認められており、マレーシアの基準に加えて、国際会計基準及び国際監査基準が採用されているため、欧州企業を始め外国企業にとって利用しやすくなっている。

<sup>5</sup> 逆に、外国企業には、マレーシアに取締役が1人以上駐在することが定められている。

<sup>6</sup> 代表的な投資家は政府系機関投資家で、カザナ・ナショナル（財務省管轄の国有持株会社）、マレーシア従業員年金基金（Employees Provident Fund）、国立有価証券投資会社（Permodalan Nasional Berhad）がある。

マレーシア証券取引所には、日系ではパナソニックや味の素の現地法人が 30 年以上前から上場している（図表 9）。当時は、マレーシア政府や当局から上場による現地資本の導入を求められたことが背景にあったという<sup>7</sup>。近年はイオンやイオンクレジットサービスの現地法人が上場しているが、事業運営に必要な現地通貨の調達手段の多様化などが目的とされている。日系以外の外国企業では、カールスバーグやロイヤル・ダッチ・シェルの現地法人のように 30 年以上にわたり上場している企業もあれば、エッソマレーシアのように比較的最近上場した企業もある。

図表 8 上場基準の概要

	国内企業		外国企業(メインボード)	
	メインボード	セカンドボード	単独上場	重複上場
収益性				
税引後利益	直近3~5年度の総額が3,000万リンギ以上、かつ直近年度で800万リンギ以上。	直近3~5年度の総額が1,200万リンギ以上、かつ直近年度で400万リンギ以上。	直近3~5年度の総額が3,000万リンギ以上、かつ直近年度で800万リンギ以上。	—
営業キャッシュ・フロー	プラスであること。	同左。	同左。	—
企業規模				
時価総額	5億リンギ以上(直近年度の税引後利益が3,000万リンギ以上でも可)。	—	5億リンギ以上(直近年度の税引後利益が3,000万リンギ以上でも可)。	既の上場している取引所で10億リンギ以上(直近年度の税引後利益が6,000万リンギ以上でも可)。
払込額	6,000万リンギ以上。	4,000万リンギ以上。	6,000万リンギ以上。	—
流動性				
浮動株比率	25%以上。	同左。	同左。	—
株主数	100株以上保有する株主数が1,000以上。	同左。	同左。	—
ガバナンス	独立取締役及び監査委員会の設置。 内部統制システムの構築。	同左。	同左。	—
会計基準	国際会計基準可。	同左。	同左。	同左。
監査基準	国際監査基準可。	同左。	同左。	同左。
資本割当規制	原則として、マレー系資本への割当が30%以上。	同左。	—	—

(出所) マレーシア証券取引所の開示資料等より、野村資本市場研究所作成。

図表 9 マレーシア証券取引所に上場する主な外国企業の現地法人

現地法人	業種	設立	上場	親会社	親会社の出資比率
パナソニック マニュファクチャリング マレーシア	電機	1965年	1966年	パナソニック	45%
マレーシア味の素	食品	1961年	1970年	味の素	50%
イオンマレーシア	小売業	1984年	1996年	イオン	51%
イオンクレジットサービス マレーシア	金融業	1996年	2007年	イオンクレジットサービス	57%
シェル・リファイニング	石油精製	1960年	1962年	ロイヤル・ダッチ・シェル(蘭)	52%
カールスバーグ・ブリュワリー・マレーシア	食品	1969年	1972年	カールスバーグ(デンマーク)	51%
ネスレ マレーシア	食品	1912年	1989年	ネスレ(スイス)	73%
エッソ マレーシア	石油精製	1893年	1999年	エクソンモービル(米)	65%

(注) 親会社の出資比率は、2008 年度末の値。

(出所) マレーシア証券取引所及び各社の開示資料より、野村資本市場研究所作成。

<sup>7</sup> 日経金融新聞 1991 年 12 月 6 日。



### 3. 上場のメリット

マレーシア証券取引所に上場するメリットとしては、①資金調達手段の多様化、②自己資本拡充手段の確保、③知名度・信用の向上、が挙げられる。①については、マレーシアで事業を営む上で現地通貨への需要が継続的に発生する企業においては、株式発行が調達手段の一つとなり得る。日系企業の多くは親会社や銀行からの借入により資金を調達してきたが、中には親子間で資金を融通する習慣があまりない企業や、銀行の融資枠の限界を意識している企業もある<sup>8</sup>。そうした企業では、金融危機において融資が突然受けられなくなる事態に備え、危機管理として株式市場から調達できる環境を整えようとする動きも見られる。②については、自己資本比率規制のある金融業を営む日系企業においては、株式を上場しておくことによって、必要なときに増資して、資本を厚くすることができる。③については、現地の消費者向けに事業を行う企業は、上場による知名度・信用度の向上で顧客が増加したり、人材採用において有利に働いたりすることが期待できる。

### 4. 上場を促進する動き

証券取引所や証券委員会は、株式市場を発展させるために外国企業やその現地法人の上場を促す様々な施策や規制緩和を進めている。例えば、現在3つある取引所を、トラックレコードのある大・中規模企業のための新メインボードと、ハイテク企業のみならず幅広くあらゆるセクターの新興企業を対象とする新MESDAQの2つの市場に再編する案があり、2009年4月末に最終規則が発表される予定となっている。上場基準についても収益性や流動性の基準を緩和し、特に新MESDAQ上場企業にはトラックレコードの有無を求めず、そのアドバイザーの役割に上場申請企業の質・適合性の評価を含めるとしている。上場の申請から取引所や証券委員会等の関係機関による承認までの期間の短縮も検討されている。通常は13週間程度となっているが、状況によって短くなる可能性があり、東京証券取引所やニューヨーク証券取引所、ロンドン証券取引所に上場する企業の重複上場の場合、証券委員会の承認については1日で下りることもあり得るとい<sup>9</sup>。

さらに以前は、新規上場に際してマレー系資本への株式30%以上の割当ての達成が、上場を検討する際の課題とされてきたが、事実上緩和された。規制上は国内企業が上場する場合、証券委員会のガイドラインにより、資本の30%以上をマレー系資本に割当てることが義務付けられてきた。しかし、実際には制度が柔軟に運用されているため、全対象企業におけるマレー系資本の持株比率は19.8%に過ぎない<sup>10</sup>。目標の30%に達していない企業は2008年6月時点で260社あり、マレー系起業家を支援する起業家育成省（Ministry of Entrepreneur and Cooperative Development）が目標達成を要請したところ、前向きな反応を示したのはわずか6社であったという。このような実態を踏まえ、2008年11月、ナジ

<sup>8</sup> 現地法人へのインタビューより。

<sup>9</sup> 証券委員会へのインタビューより。

<sup>10</sup> “30 Pct Bumi Stake In Listed Companies Only A Policy, Says Noh”, Malaysian National News Agency, 10/28/2008 参照。

ブ副首相兼財務相は、制度の運用方法の見直しを発表した<sup>11</sup>。今後は上場までに 30%の基準に達しなくとも、基準を満たすための手続きを行ってれば、基準を満たしたと見なされることとなった。

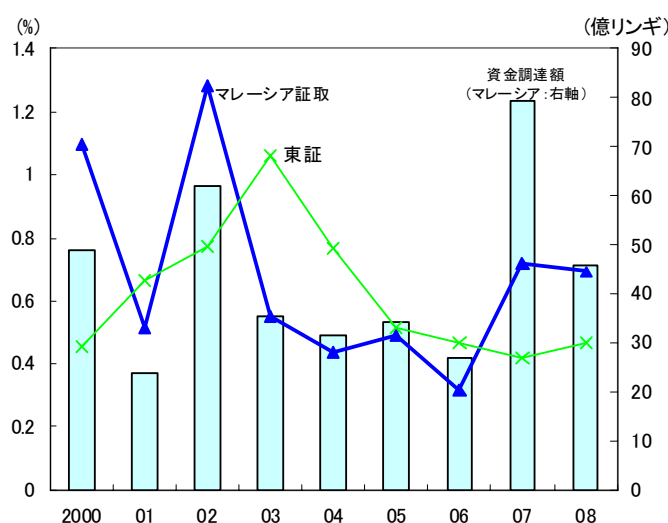
また、上場後は、取引所傘下のマレーシア IR 協会からコンプライアンスや IR に関する支援を受けることができる。取引所は証券委員会のシャリア・アドバイザー委員会にシャリア適格と認められた上場企業を明示しており、また上場企業とイスラム投資家とのマッチングのイベントも催していることから、イスラム投資家からの投資を期待するシャリア適格企業にとって、上場はイスラム圏へのアピールとなり得る。

## 5. マレーシアの株式市場活用の可能性

マレーシア証券取引所の上場企業による上場後の資金調達状況を見ると、2002 年と 2007 年が 60 億リングを上回り特に多いが、他の年も年平均 35 億リングの水準で資金が調達されている（図表 10）。時価総額に対する比率では、0.4～1.3%で推移し、東京証券取引所の 0.4～1.1%と同水準にある。

しかし、マレーシアの日系企業の現地法人からは株式による資金調達について、①財務基盤が強固であったり親会社の保証が受けられる場合は銀行借入や債券発行の方が調達コストが低い、②増資の際に親会社も一定額を引き受けないと持株比率が低下してしまう、という否定的な声も聞かれた。しかし、こうした点が問題とならず、享受できる上場のメリットの方が大きいと考える場合は、マレーシアの株式市場を通じた資金調達が日系企業にとって一つの選択肢となる。

図表 10 上場後の資金調達金額と時価総額に占める割合



(出所) マレーシア証券取引所の開示資料等より、野村資本市場研究所作成。

<sup>11</sup> 証券委員会プレスリリース ([http://www.sc.com.my/eng/html/resources/press/pr\\_20081112.html](http://www.sc.com.my/eng/html/resources/press/pr_20081112.html)) 参照。

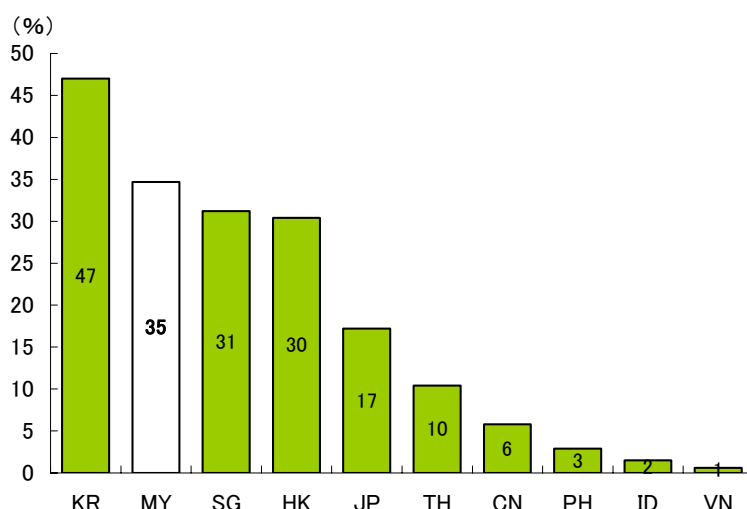
## IV 拡大する債券市場と日系企業による活用

### 1. 発展するマレーシアの民間債券市場

1997年のアジア金融危機が勃発するまで、マレーシアの民間部門は、資金調達を銀行システムに依存していた。だが、金融危機が起きてから数年間は不良債権を抱える銀行の貸出余力が低下し、しばしば貸し渋りも発生したため、代替的な資金調達の場としての社債市場の拡大が要請された。だが、当時は起債プロセスに9～12ヶ月もかかったり、起債の許可が当局からいつでいいのか不透明であったりするなど、様々な構造的問題を抱えていた。これらを受けて政府は、社債市場の本格的な整備に着手し、1999年には監督権限を証券委員会に一元化するとともに、諮問機関として国家債券市場委員会（NBMC）を設置、2000年には「負債証券の募集に関するガイドライン」を公表した。その後も、証券委員会が2001年に「資産担保証券の募集に関するガイドライン」、2003年に「仕組み商品の募集に関するガイドライン」、2004年に「イスラム債の募集に関するガイドライン」を公表するなど、精力的に起債プロセスの明確化・簡易化に努めた。その結果、社債の発行は着実に増加し、2008年末現在、残高は743.1億ドルに達している。アジア各国の社債市場と規模を比較してみると、残高では日本、韓国、中国に離されて第4位であるが、対GDP比で見た場合は35%と、韓国に次いで第2位であり、銀行システム依存からの脱却に成功しているという見方もできる（図表11）。ただし、社債の発行は大企業に偏っている上、格付けがシングルA格以上でないと実質的に起債は難しいという現実もある。

マレーシアの社債市場を支える主な投資家は、マレーシア従業員年金基金（EPF）、

図表11 アジア各国社債残高対GDP比（2008年末）



(注) KR：韓国、MY：マレーシア、SG：シンガポール、HK：香港、JP：日本、  
TH：タイ、PH：フィリピン、ID：インドネシア、VN：ベトナム

(出所) Asia Bond Monitor より野村資本市場研究所作成

KWAP (Kumpulan Wang Persaraan) などの政府系年金基金と、保険会社、銀行などの民間機関投資家である。外国人投資家は、政府債に関しては約 15% 保有するが、社債についてはまだそれほどの水準に達していない。

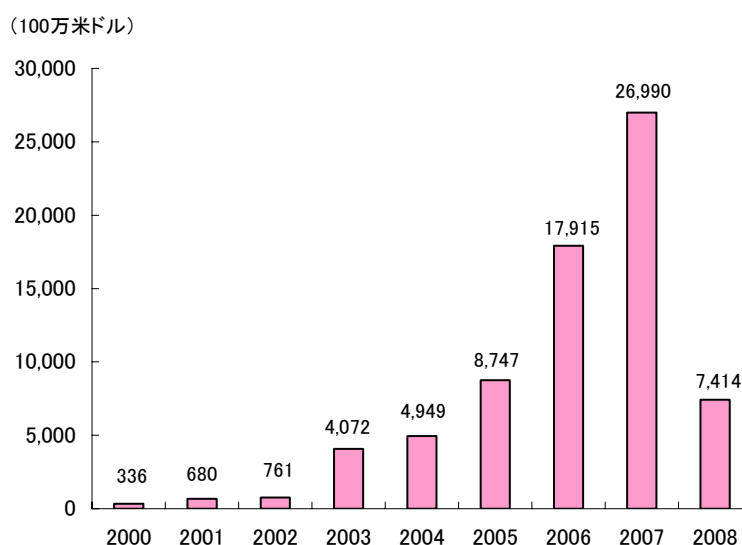
また、マレーシアでは自国の格付機関を育成するために、居住者が従来型 (conventional) の社債<sup>12</sup>及びスクークをリンギ建てで発行する場合、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P)、ムーディーズ、フィッチレーティングスといった国際的な格付機関の格付けを認めていない<sup>13</sup>。その結果、現在のところ、S&P と提携する RAM (Rating Agency Malaysia) とムーディーズと提携する MARC (Malaysian Rating Corporation) の 2 社が市場を独占している<sup>14</sup>。

## 2. イスラム金融の振興とスクーク市場の拡大

### 1) マレーシア政府によるスクーク市場の振興と発展

マレーシアの債券市場が他のアジア諸国と異なりユニークなのは、イスラム金融のハブを目指す政府がスクークの市場を振興し、従来型の (conventional) 債券市場と並存させようとしている点である<sup>15</sup>。2008 年はスクークの起債が大幅に減少したものの (図表 12)、マレーシアのスクーク市場は、2008 年末現在、残高ベースで世界シェアの 61.4% を占めている<sup>16</sup>。社債残高に占める割合で見ると、従来型の 44% に対して、ス

図表 12 マレーシアのスクーク発行額



(出所) IFIS より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> マレーシアでは、スクークと区別するために、いわゆる普通社債を従来型の (conventional) 社債と呼んでいる。

<sup>13</sup> ただし、居住者が従来型の社債及びスクークを外貨建てで発行する場合は、国際的な格付機関の格付けの使用が容認される。また、非居住者 (国際開発銀行、国際金融機関、多国籍企業、外国政府・機関、マレーシア政府機関・国有企業) については、何れの場合も国際的な格付機関の格付けの使用が容認される。

<sup>14</sup> 特に、RAM のシェアが 7、8 割に達するとされている。

<sup>15</sup> イスラム金融について詳しくは、神山哲也「イスラム証券ビジネス—マレーシア市場を中心に—」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照。

<sup>16</sup> BNM Annual Report 2008

クークが56%（残高1,528億リンギ）と、近年、スクークと従来型の割合が逆転した。

マレーシアで発行された最初のスクークは、1990年にロイヤル・ダッチ・シェルのマレーシア現地法人Shell MDSが起債したものである。だが、イスラム金融が銀行業を中心に発達してきたことや、1990年代終わり頃まで銀行システム中心の企業金融であったことなどから、スクーク市場が拡大し始めたのは、2000年代前半からである。マレーシア政府は、規制のフレームワークの整備、シャリア（イスラムの教義）適格性の基準の整備、多様なスクークの商品開発の支援などを通じてスクーク市場を育成してきた。2006年には、中央銀行、証券委員会、証券取引所といった金融当局が一体となってマレーシア国際イスラム金融センター（MIFC）構想を立ち上げ、特に外貨建てのイスラム金融取引の拡大に力を入れた。その結果、居住者、非居住者双方に国内で外貨建てのスクークを発行することが認められ、米ドル建てのスクークの発行も徐々に出てきている。

また、政府は非居住者によるスクークの活用も推進している。2004年には国際開発銀行、国際金融機関に対して、2006年には多国籍企業に対してリンギ建てスクークの発行に関するガイドラインが公表され、以前よりもスクークの発行がし易くなった。それを受けて国際金融公社（IFC）や世界銀行など非居住者のスクーク発行が増加傾向にある。

加えて、2008年にはスクークのマレーシア証券取引所への上場が可能になった。対象となるスクークの発行通貨は問わず、外国の取引所に上場されているスクークの重複上場も認める。また、上場を促進するために、2009年についてはスクークの上場に関わる手数料が免除されている。

## 2) スクーク発行のメリット

では、企業にとってスクークを活用するメリットは何か。

第一に、投資家層を多様化できることである。即ち、スクークには、国内投資家中心の従来型社債に対する投資家に加え、シャリア適格性に厳格なイスラム投資家からも投資需要がある。特に、これまで米ドル建てで発行されたスクークに対しては、募集額を上回る応募が集まり、中東など海外の投資家が大部分を引き受けている。スクークの発行は、イスラム投資家の資金を呼び込むと共に、イスラム社会にその存在を知らしめる機会になる可能性もある。

第二に、マレーシア政府がスクーク市場振興のために定めた優遇策を活用できることである。例えば、税制に関しては、2010年までの発行費用の税額控除や海外で発行するスクークの契約に伴う印紙税の免除などが認められている。また、非居住者がスクークを発行する場合には、S&Pなど国際的な格付機関による格付けや国際標準の財務報告書類の使用が認められている。だが一方で、シャリア適格の認可手続きにおいてシャリアボードに支払う手数料など、追加的なコストがかかる点には留意が必要である。

第三に、従来型社債に比べて資金調達コストを低く抑えられる可能性があることで

ある。その根拠としては、スクークの潜在投資家ベースは広く、また、新たな投資対象として希少性があることから、従来型社債よりも投資需要が高くなり、発行条件が良くなることが挙げられる。だが、スクークの発行残高が増加して市場における希少性が下がるにつれて、従来型社債との調達コストの差は数ベース・ポイントまで縮まってきたという指摘もある<sup>17</sup>。

### 3. 日系企業の資金調達動向と債券市場の活用

#### 1) 日系企業の現地資金調達動向

マレーシア国内企業に関しては、大企業を中心に社債の活用が進んでいる一方で、現地の日系企業の資金調達は銀行借入と親会社からの貸付・増資に頼る傾向が強い。銀行借入に関しては、邦銀、地場銀行、外資系銀行のいずれかの選択肢がある。まず、邦銀では、三菱東京 UFJ 銀行が唯一現地で銀行業のフルライセンスを持ち、リング建ての融資ができるが、その他の銀行はオフショア・ライセンスのみでリングの取扱いが認められていないので、外貨建て融資と債券・地場銀行融資の信用補完などを行っている。次に、地場銀行の中には、ジャパン・デスクを置いて積極的に日系企業に融資を行っているところもある。他方、今般の金融危機で打撃を受けた欧米系の銀行の中には、日系企業に対する融資を絞っているところもあるようである<sup>18</sup>。

一方、社債の発行、コマーシャル・ペーパー及びミディアム・ターム・ノート・プログラム（以下、CP/MTN プログラム）の設定など、資本市場からの資金調達については、少なくともこれまでは多くの日系企業が行ってきたとは言えない。その理由としては、第一に、進出している大半の日系企業は中小企業であり、格付けを取得して社債を発行することが困難、又は、コストに見合わないことが挙げられる。第二に、大企業にとっても、銀行借入の方が社債の発行よりも多くの場合、機動的、且つ、調達コストもリーズナブルであったことが挙げられる。第三に、工場や店舗の建設など、大規模な資金需要のある場合は、これまで親会社に増資を引き受けてもらうケースが多かったことも指摘できる。だが、近年、一部の日系企業においては、資金調達に現地の債券市場を積極的に活用していこうという動きも見られる。

#### 2) 日系企業によるマレーシア債券市場の活用

近年、現地の債券市場で資金調達を行った日系企業の例としては、オリックス・リーシング・マレーシア（以下、オリックス）、イオン・クレジット・サービス・マレーシア（以下、イオン・クレジット）、トヨタ・キャピタル・マレーシア（以下、トヨタ・キャピタル）の3社があり、いずれもリース、クレジット・カード、消費者金融、自動車販売金融といった形で金融業を手がける会社である（図表 13）。オリックスのよう

<sup>17</sup> 現地インタビューより。

<sup>18</sup> 現地インタビューより。

図表 13 日系企業のマレーシア債券市場における資金調達事例

現地法人	発行/設定 時期	調達手段	金額	格付け/ 格付機関	親会社	出資比率
オリックス・リーシング・マレーシア	2006年	社債(3年債)	1.5億リンギ	AAA	オリックス	80%
	2007年	社債(3年債)	2億リンギ	AAA		
イオン・クレジット・サービス・マレーシア	2007年	従来型・イスラミック CP/MTNプログラム (7年間)	4億リンギ	P1/AAA	イオン・クレジット・サービス	57%
トヨタ・キャピタル・マレーシア	2004年	CPプログラム	6億リンギ	P1	トヨタ・ファイナ ンシャル・サー ビス	70%
	2005年	MTNプログラム	4億リンギ	AAA		
	2007年	MTNプログラム	12億リンギ	AAA		
	2008年	イスラミック CP/MTNプログラム (7年間)	10億リンギ	P1/AAA		

(注) 格付けは全てRAMより取得している。

(出所) 証券委員会への開示資料より野村資本市場研究所作成

に社債を発行するケースもあれば、イオン・クレジットやトヨタ・キャピタルのようにCP/MTNプログラムを設定し、発行条件や資金需要を見ながら随時資金調達を行うケースもある。イオン・クレジットとトヨタ・キャピタルは、従来型に加え、イスラム金融方式のCP/MTNプログラムも活用している（イオン・クレジットの場合は、従来型とのコンビネーション）。また、ほぼ全てのケースで国際協力銀行、民間銀行、親会社などからの信用補完を受け、格付機関から最高格付けを取得している。

従来、以上の3社も主に銀行借入や融資枠の活用によって資金調達を行ってきたが、近年、債券市場を活用し始めたのにはいくつかの理由がある。第一に、現地でのビジネスの拡大により、定期的なリング建ての資金需要が拡大し、債券をある程度以上の規模で継続的に発行していく意義が増したからである。第二に、リーマン・ショックによって社債のスプレッドが開く前の過去数年間は、債券発行による資金調達コストが銀行借入よりも低かったからである。特に、スクークへの投資家の需要が高かったため、有利な条件での起債が可能であった。イオン・クレジットやトヨタ・キャピタルは、消費者金融や自動車ローンにおいてイスラム金融方式の商品を提供しており、そのための資金を融通するのがスクーク発行の一つの理由だと推察される<sup>19</sup>。第三に、資金調達手段の多様化が推進されたからである。米国発の金融危機の煽りを受けた信用収縮の影響により、銀行が融資枠を突然減額するといったリスクが想定されるため、代替的な資金調達手段を確保しておくことが重要となった。

#### 4. マレーシア債券市場活用の可能性

金融危機で貸出余力の低下した銀行が融資を絞ったり、財務基盤の悪化した親会社に海

<sup>19</sup> 証券委員会の規則により、イスラム金融関連ビジネスは、イスラム方式（イスラミック銀行からの借入やスクークの発行など）で調達した資金で行わなければならない。

外現地法人に資金を回す余裕がなくなってきたりしている中で、日系企業の海外現地法人では、代替的資金調達手段としての現地債券市場の活用に対する関心が従来よりも高まっている。だが、実際には、リーマン・ショック以降開いた社債のスプレッドは未だそれ以前の水準には戻っておらず、足元では起債は難しい状況である。

だが、中長期的には日系企業のマレーシア債券市場の活用に関しては、3つの可能性が考えられる。第一に、ノンバンクのように、日系企業の中でも現地の消費者向けのビジネスを手がけている会社に関しては、CPや社債の発行による資金調達のニーズは高く、今後も起債が更に活発化する可能性がある。第二に、マレーシアを生産やR&Dの拠点とする電気機器や化学製品の製造業者に関しても、新工場の設立など大型の設備投資を行う際に、現地での知名度や信用力の高さを生かして低いコストで調達できるならば、社債の発行も資金調達の選択肢の一つとなるだろう。第三に、現地に大きな拠点を持たない日系企業でも香港やシンガポール市場を純粹に資金調達市場として活用するケースがあるように、マレーシアのスクーク市場を日系企業が今後同様に活用する可能性がある。例えば、金融機関、公益企業、商社といった頻繁に社債を発行するセクターの会社が、調達コストの削減や投資家の多様化を目的にマレーシアでスクーク等を発行するケースが想定できよう。ただし、マレーシアのスクーク市場が中東などのイスラム投資家の資金を更に呼び込めるようにならなければ、投資家の多様化は絵に描いた餅になりかねない。現在、中東とマレーシアの間に一部シャリア適格に関して認識の差異があるようだが、マレーシアのスクーク市場拡大のためには、中東の投資家からの信頼を増していくことが重要であろう。

## V 今後の展望

以上、マレーシアの資本市場の発展状況とわが国企業の株式市場・債券市場の活用動向を見てきた。マレーシアでは、依然としてリングの国外持ち出し規制や金融機関のリング取扱い規制があるなど、通貨規制の面では外国企業にとって必ずしも使い勝手の良い金融市場だとは言えない。だが、マレーシア政府は、マレーシア証券取引所への外国企業誘致や外国企業による債券市場、特にスクーク市場の活用促進に大変熱心であり、近年、外国企業・投資家に対して開かれた資本市場をアピールしている。

一方、わが国企業によるアジア進出と現地でのビジネスの拡大が、今後M&Aなどを通して更に活発化することが予想される中で、進出先の資本市場を上手に活用できるかどうかは、グループ全体の財務の効率性を上げる一つの鍵となる。従来、わが国企業の資金調達における海外資本市場の活用に関しては、せいぜい米国や欧州市場に留まるところが多かったと思われる。だが、新興国の中でも、マレーシアのように急速に資本市場を発展させているところがあり、今後はグローバルに展開するわが国企業の間で、そのような新興資本市場の活用が重要課題の一つとなっていくだろう。