

機関投資家の役割

丸 淳 子

要 旨

本稿は2部構成になっている。第1部はシンガポールに資産運用を目的で進出している機関投資家のヒアリング調査から日本の機関投資家の行動と証券市場のあり方を再検討しようというものである。日本においても証券市場の機関化が少なくとも表面上は進行しているが、機関化が実質的に証券市場にどのような影響を与えているかを機関投資家と証券会社（ブローカー）との関係を通して考えてみたい。

機関投資家の資産運用にとって証券ブローカーのリサーチは重要な情報収集源であり、機関投資家の証券ブローカー選択基準の1つがリサーチ力である。このような当たり前のことが日本の機関投資家の間では必ずしも当たり前でなかった。その結果、機関投資家のパフォーマンスが良くないばかりではなく、証券市場の価格形成をも非効率にしてきたと考えられる。わが国の証券市場は規模だけではなく、質的に世界的水準になるために、機関投資家の役割は重い。

第2部ではアジアの証券市場の機関化の問題を取り上げる。高い経済成長を表現しているアジア諸国は、それにとまって、証券市場、とくに、株式市場の発展が著しい。最近では、株式市場（証券取引所）のハード面の整備はかなりの国で完成に近いほどに進んでいる。問題は市場のソフト面であり、具体的には、市場における価格形成が効率的に行われるかということが重要となっている。アジアの株式市場は程度の差はあれ、海外（機関）投資家のウェイトが大きく、価格形成においても、彼らの行動を無視することはできない。その反面、多くのアジアの証券市場は個人投資家のウェイトが高く、個人投資家の行動はかなり短期的（投機的）投資といわれている。

アジア各国において株式市場育成は重要課題となっているが、これはより効率的な資金の動員、分配、および、投資家への高い収益配分を達成するためである。この目的のために国内機関投資家の育成が積極的に進められている。シンガポール・マレーシア・タイを例にアジアの機関化の状況と問題点を概観しよう。

目次

第I部 日本の機関投資家のアジア投資

—シンガポールにおけるヒアリング調査から—

1. はじめに
2. 機関投資家の投資基準
—アジア投資の視点—
3. アジア投資にみる日本の機関投資家の特徴
4. シンガポールにおける日本の機関投資家と証券ブローカーの関係
5. おわりに—わが国の証券市場の現状と将来

第II部 証券市場の育成と機関投資家の役割

—シンガポール・マレーシア・タイのケース—

1. はじめに
2. アジア株式市場への海外機関投資家の影響
3. 株式市場の株主構造と流動性
4. 流通市場における海外投資家規制
5. 国内機関投資家の育成
6. 海外機関投資家の国内証券ブローカー業界にあたる効果
7. おわりに

第I部 日本の機関投資家のアジア投資

—シンガポールにおけるヒアリング調査から—

1. はじめに

証券市場の機関化が表面化されて久しい。また、機関化現象が証券市場に与える影響について、すでに多くの論議がかわされてきた。証券市場が発達する過程で、機関化はある程度必然的現象である。証券投資にもとめられるリスク低減・情報コスト低減は投資資金の拡大によって達成されるからである。証券市場の機関化を容認するとき、証券市場の機能は機関投資家の行動によって規定されることになる。機関投資家が賢ければ、証券市場はうまく（効率的に）機能するが、機関投資家が賢くないと証券市場は、誤った資金配分やバブルをもたらすであろう。現在では、証券市場における機関投資家の役割は非常に大きい。では、わが国の機関投資家は賢く投資行動をしてきたのであろうか。

現在、年金問題は国民的課題として各方面か

ら討議されている。最大の関心事は将来の年金給付のための原資不足であり、原資不足の原因の一つが資産運用の非効率さである。非効率的運用のある部分は運用に対しての様々な規制から生じていた。たとえば、資金運用機関の限定は運用競争を弱めてきたであろう。さらに、年金運用機関がわが国に根強い系列金融体制に組み込まれているため、運用機関も無理に競争することより長期的関係を保持しようという姿勢が強かったと考えられる。このような状況は年金そのものにとって大変ゆゆしいことである。年金運用者は機関投資家である。機関投資家の競争的でない投資行動は証券市場の本来の機能である価格形成の効率性を低下させる。たとえば、証券ブローカー機能を低下させ、証券市場における価格形成を歪めてきたと考えられる。

シンガポールに現地法人としてアジア市場への資金運用のために進出している日本の機関投資家の行動を通して、機関投資家と証券市場との関わりから、機関投資家の機能をもう一度考え直してみたい。

2. 機関投資家の投資基準

—アジア投資の視点—

機関投資家が個人投資家と異なるのは運用資産の規模である。資産運用は将来に対する投資であるからリスクが伴うのは当然である。リスクを低減するための最大の戦略は分散投資であり、アジア市場あるいはエマージング市場への関心はこれらの地域への投資が機関投資家の選択対象を形成する有効フロンティアを拡大させるという期待があるからである²⁾。

エマージング市場のなかでもアジアへの関心が高いのは、アジアの経済発展がめざましいこと、また、将来の潜在的成長が高いという、まさに、経済のファンダメンタルズを評価したものといえよう。しかし、後で見ると、アジアへの投資は実際には、時価総額基準に比してかなり低い比率である。これは投資基準が潜在的成長率だけでなく、成長率がどのくらいのボラティリティを伴うかということに依存しているからである。将来の経済成長性は当然不確実であり、この不確実性からのボラティリティに加えて、流通市場の性質から生じる不確実性からのボラティリティがある。エマージング市場においては、とくに、後者のリスクが大きい。投資家がリスクとリターン基準で資産選択をしても、この点を考慮すると、時価総額基準の比率以下の投資が採用されることになる。

3. アジア投資にみる日本の機関投資家の特徴

(1) 海外投資家のアジア投資

アジア投資を通して日本の機関投資家の特徴を考察するとき、日本以外の機関投資家のアジア投資と比較できればより特徴が明白になるであろう。直接比較可能ではないが、海外機関投資家のアジア投資については Euromoney “Asian Investment Survey 1993” によって概観しておこう。

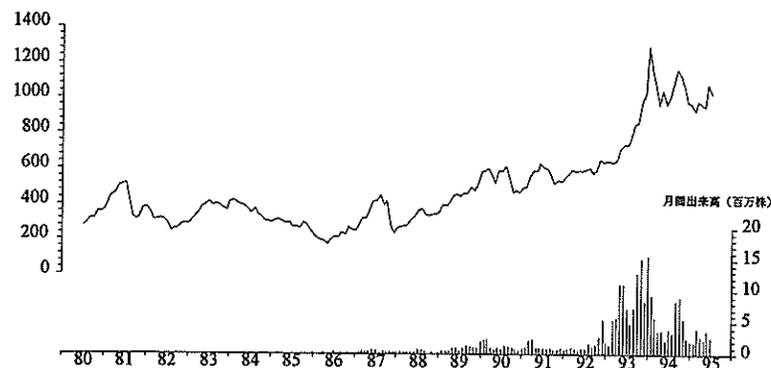
アジア経済の成長性が注目され、アジア投資が増加しているが、世界の機関投資家のアジア投資の実態と将来展望に関するデータは利用可能でないので、それを把握する目的でこの調査が実行された。調査項目は機関投資家のタイプ別（企業、生命保険、年金、ミューチュアル・ファンド、銀行、ユニット・トラスト、投資顧問、その他）、市場別（発達した、エマージング、休眠した）、および、市場の特徴（リサーチ、流動性、分散化、カントリー・リスク、企業の質、市場の将来性）などである。調査は1992年末の実績値と1994年末の予想値についてである。調査対象は運用資金200億ドル以上の600機関に質問書を送付し、124機関（日本の1機関投資家を含む）の回答を得ている。

調査が行われた1992年はアジア開発銀行によればアジア・パシフィックの経済成長率は7.1%であり、1993年7.6%を予想していた。また、アジア各国の証券市場の制度および整備は急速に改善されてきた。実際、アジアの各株式市場の価格指数は1994年初まで急騰していた。図I-1ではシンガポール（ストレートタイムスST指数）・マレーシア（KLSE指数）・タイ（SET指数）を示してある。

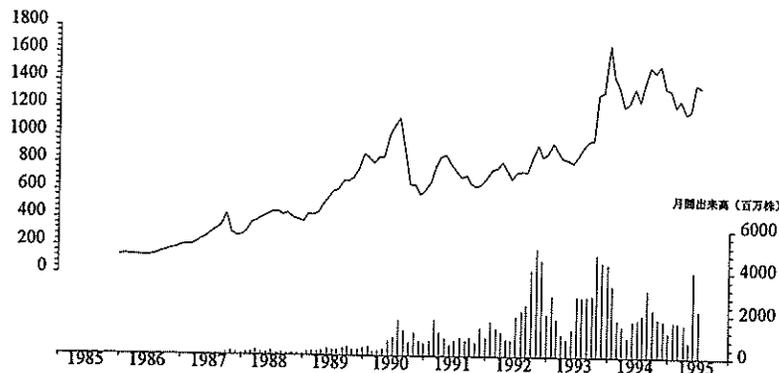
図I-1 アジアの株価指数の動き



マレーシア：KLSE総合指数の推移

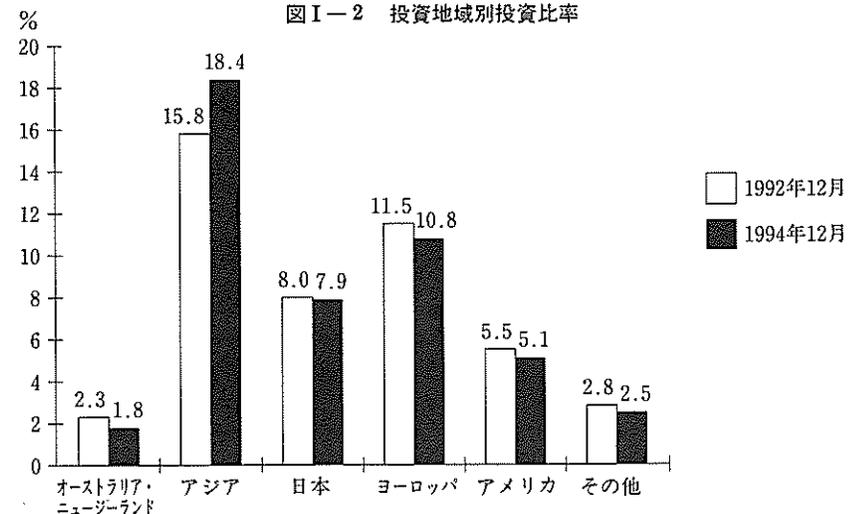


タイ：SET指数の推移



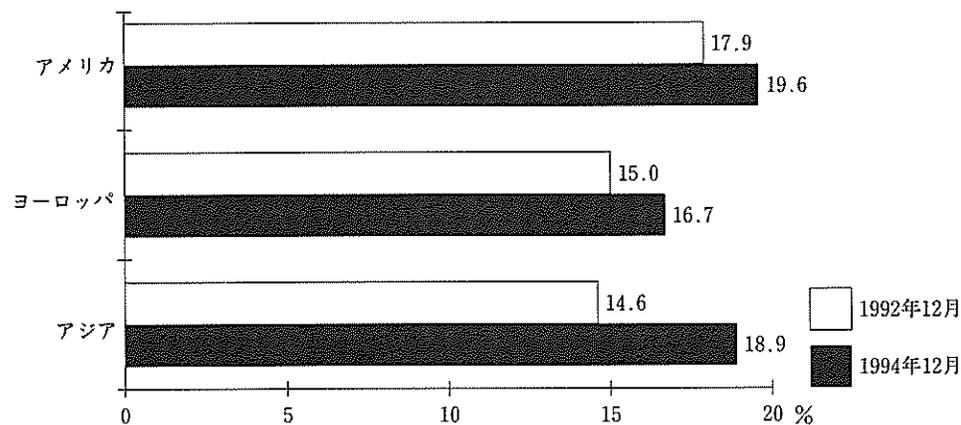
〔出所〕大和総研『アジアの証券市場』。

図I-2 投資地域別投資比率



注) 自国以外の投資比率。自国への投資は1992年54.1%、1994年53.2%である。

図I-3 投資家の地域別(ヨーロッパ・アメリカ・アジア)のアジア投資比率



図I-2は機関投資家が自国以外に投資した地域別投資比率である。機関投資家は自国への投資を時価総額比率以上に行っているが、自国を除くと、アジアへの投資が多いことがわかる。また、将来(1994年)アジア投資(日本を除く)を増加させると予想している。アジア投資の比率は時価総額比率のより大きい日本などにくらべて高く、機関投資家のアジアへの積極投資が確認される。機関投資家を米国・欧州・

アジアの地域に区分してアジア投資の特徴を図I-3によってみると、米国が現状および将来ともアジア投資が高い比率であるが、アジアが将来アジア投資比率を高めようとしていることがわかる。表I-1から米国・欧州・アジアの機関投資家の自国投資を含めた資産運用をみると、米国・欧州の機関投資家は運用資産の半分以上を海外で運用しているのに対して、アジアの機関投資家は3分の2近くを自国で運用して

表I-1 投資家の地域別のポートフォリオ

	国内	オーストラリア ニュージーランド	アジア	日本	ヨーロッパ	アメリカ	その他
アメリカ							
31/12/92	48.3	2.1	17.9	10.8	17.6	—	3.3
31/12/94	47.9	2.2	19.6	10.7	16.5	—	3.1
% 変化	-0.4	+0.1	+1.7	-0.1	-1.1	—	-0.2
ヨーロッパ							
31/12/92	49.7	1.4	15.0	7.8	11.6	11.2	3.3
31/12/94	48.1	1.3	16.7	8.0	11.3	12.0	2.6
% 変化	-1.6	-0.1	+1.7	-0.2	-0.3	+0.8	-0.7
アジア							
31/12/92	64.2	3.3	14.6	5.3	5.2	5.6	1.8
31/12/94	63.5	1.8	18.9	5.0	4.7	3.3	2.8
% 変化	-0.7	-1.5	+4.3	-0.3	-0.5	-2.3	+1.0
変化の平均	+0.9	-0.5	+1.4	-0.2	-0.6	-0.7	0.0

表I-2 アジアの国別投資比率

	1992	1994	変 化
発達した株式市場	84.5	76.3	(8.2)
香港	46.2	46.3	0.1
シンガポール	21.1	16.6	(4.5)
マレーシア	20.3	21.6	1.3
タイ	12.4	15.5	3.1
	100	100	
エマージング株式市場	15.4	22.6	11.1
バングラディッシュ	0.1	0.2	0.1
中国	15.6	21.6	6.0
インドネシア	25.4	18.6	(6.8)
台湾	16.7	15.5	(1.2)
インド	5.5	6.9	1.4
パキスタン	1.8	1.7	(0.1)
スリランカ	0.7	1.1	0.4
韓国	16.9	22.0	5.1
フィリピン	17.3	12.4	(4.9)
	100	100	
休眠した株式市場	0.1	1.1	1.0
ブルネイ	0.0	2.5	2.5
マカオ	50.0	8.0	(42.0)
バプア・ニューギニア	0.0	8.4	8.4
ベトナム	50.0	72.7	22.7
ブータン	0.0	0.1	0.1
ラオス	0.0	2.8	2.8
カンボジア	0.0	4.9	4.9
ミャンマー	0.0	0.6	0.6
	100	100	

おり、米国・欧州機関投資家のグローバル運用の進展を伺わせる³⁾。

アジアのなかの投資細分化をみると、この調査で developed stock markets と定義された香港・シンガポール・マレーシア・タイの4カ国にはアジア投資の84.5%が投資されている⁴⁾。さらに、これら4カ国の投資比率は表I-2から香港がシンガポールの倍以上の比率で高く、将来も香港は変化せず、シンガポールの比率減少がマレーシアとタイの比率増加と見合っている。香港市場は1997年の中国返還という大きな問題を抱えているが、対象機関投資家は香港投資を減少させるということはない。この調査での中国への投資を将来増加させるとい

う回答とあわせて、機関投資家は香港市場を高く評価しているものと見る事ができよう。

投資家の投資基準はリスクを考慮した期待収益率であるが、実際にパフォーマンスを実現するためには、様々な要素、投資基準がクリアされねばならない。この調査では、アジア各市場を8つの項目についてランクづけを試みている。項目は、リサーチ (Research)、流動性 (Liquidity)、分散可能性 (Diversification)、カントリー・リスク (Country risk)、企業の質 (Company quality)、および、長期収益 (Return L/T)、中期収益 (Return M/T)、短期収益 (Return S/T) である。表I-3は項目別得点および総合得点によるランキングを

表I-3 投資基準ランキング

	総 合	リサーチ	流動性	分散可能性	カントリー・リスク	企業の質	長期収益	中期収益	短期収益
発達した株式市場									
1 ホンコン	17.69	1.47	1.45	2.23	3.25	2.11	2.12	2.22	2.84
2 シンガポール	20.08	2.07	2.60	3.15	1.84	2.23	2.57	2.73	2.89
3 マレーシア	21.06	2.65	3.08	2.95	2.43	3.00	2.16	2.27	2.52
4 タイ	23.82	3.09	3.76	3.23	3.27	3.38	2.20	2.37	2.52
エマージング株式市場									
5 韓国	24.18	3.16	3.48	3.17	3.03	3.28	2.41	2.73	2.92
6 台湾	24.82	3.23	3.30	3.15	3.08	3.09	2.66	2.86	3.45
7 インドネシア	27.92	3.54	4.56	3.53	3.54	3.83	2.44	2.94	3.54
8 フィリピン	29.58	3.48	4.05	3.85	4.15	3.79	3.08	3.45	3.73
9 インド	30.87	4.24	4.35	3.46	4.04	3.90	2.81	3.66	4.41
10 中国	31.25	4.09	4.99	4.24	4.04	4.42	2.12	3.19	4.16
11 パキスタン	33.42	4.53	4.98	4.09	4.27	4.36	3.33	3.71	4.15
12 スリランカ	35.51	4.77	5.24	4.20	4.67	4.62	3.67	3.97	4.37
13 ベトナム	39.54	5.36	5.56	4.92	5.00	5.63	3.14	4.43	5.50
14 バングラディッシュ	39.92	5.56	5.60	4.93	5.21	5.26	4.19	4.49	4.67
休眠した株式市場									
15 ブルネイ	39.97	5.48	5.38	5.00	4.64	5.33	4.48	4.57	5.09
16 マカオ	40.07	5.42	5.61	5.24	4.63	5.17	4.09	4.55	5.36
17 バプア・ニューギニア	41.88	5.50	5.43	5.10	5.00	5.48	4.73	5.05	5.59
18 ラオス	42.71	5.73	5.60	5.04	5.38	5.62	4.71	5.17	5.46
19 ブータン	42.94	5.64	5.63	5.05	5.32	5.60	4.78	5.22	5.70
20 ミャンマー	42.94	5.69	5.60	5.09	5.46	5.64	4.79	5.17	5.50
21 カンボジア	43.26	5.69	5.68	5.09	5.46	5.68	4.75	5.33	5.58

注) 最高点1, ..., 最低点6

示したものである。この調査で発達した株式市場と評価された4カ国が上位を占めている。韓国と台湾は時価総額で見ると大きいにもかかわらず、海外機関投資家からの投資基準では時価総額の順位以下である。他方、シンガポールは時価総額に比して高く評価されている。また、タイは時価総額は韓国・台湾よりかなり少ないが、株式市場の急成長と市場整備の拡充で4位にランクしている。投資基準のなかで評価格差の大きいリサーチと流動性をみると、どちらも香港の評価が高く、とくに、流動性に関しては圧倒的に高い。ただし、高い流動性を評価された香港においても、流動性の高い銘柄はかなり限られているといわれており、アジア各市場とも海外機関投資家からみて、流動性は非常に重要な項目であり、実際の投資に対する制約条件となっている。

この調査を見る限り、1992年時点での欧米機関投資家のアジア投資はかなり積極的に行われていたことがわかる。これは1993年から1994年初までのアジア株ブームに先行した投資行動であった。実際、欧米機関投資家は早い時期からグローバル投資を念頭に置いてアジアへの関心を深めていた。欧米機関投資家のアジアへの関心は1980年代初めからであり、また、エマージング市場としては、アジアばかりではなく南米あるいは東欧などの市場も投資対象として認識していた。

World Bank のデータによると、東アジアへの株式投資は1992年から増加し、1993年にピークに達している。また、東アジアへの投資に先行して南アメリカへの株式投資が1991年から増加し1993年にピークに達しており、1994年には激減している。

(2) 日本の機関投資家のアジア投資

日本の機関投資家のアジア株式投資についてのデータ、たとえば、上で述べた Euromoney 誌のようなものは利用可能ではないので、ここでは、シンガポールで資金運用している12の機関投資家（4証券系投資顧問会社、4証券系投資信託委託会社、4生命保険の現地法人）のヒアリングなどの情報によりアジア投資の特徴を推察しよう。ヒアリング対象機関投資家が現地法人を設立したのは、投資顧問が1985年から1990年、投資信託が1990年から1995年、さらに、生命保険が1986年から1989年にかけてである。投資顧問と投資信託はシンガポールでは Investment Advisors のライセンスを取得して活動している。また、生命保険は本社からの資本金あるいは借入金によってその資金を運用する現地法人という形式で活動している。

アジア株式への投資はアジア株価の急騰ともなって急増したことが、また、アジア株式投資は完全に欧米機関投資家の後塵を拝したことが各機関投資家のヒアリングからほぼ確認できた。また、株価がピークを打った後、投資信託に関しては大量の解約が生じ、運用資産が激減している。

このヒアリングではシンガポールに進出している非常に限られた金融機関が対象となっているため、日本の機関投資家のグローバル投資、また、その中でのアジア投資についての情報は得られなかった。生命保険では、グローバル投資自体がかなり少なく、アジアへの投資も非常に少ないということであった。さらに、信託銀行は運用機関としてシンガポールに現地法人を設立して進出しているところは皆無である。

4. シンガポールにおける日本の機関投資家と証券ブローカーの関係

(1) シンガポールの日本の機関投資家

シンガポールに進出している機関投資家は日本の本社機能の一部を代行しているものであり、シンガポールでの意思決定は運用の一部に限られている。アジアのどの国へどのくらい投資をするかという地域配分は本社がシンガポールからの情報を参考に決定し、各国内のどこの企業へ投資するかは主にシンガポールの現地法人が決定している。シンガポールにおけるファンド・マネジャーの大きな仕事は会社訪問を含めた情報の収集・分析による個別銘柄選択であり、そのパフォーマンスによって、報酬が左右される。ただし、ファンド・マネジャーの報酬システムは日本人は本国のシステムによる、すなわち、運用パフォーマンスに依存しない。他方、現地のファンド・マネジャーの報酬も外資系などに比して、固定部分が高いところが多い。現在、シンガポールでは経験のある優秀なファンド・マネジャーが少ないので、ジョブ・ホッピングが活発化しており、機関投資家管理者の頭痛の種となっている。

対象機関投資家のうち、アジアをグローバル投資の中で位置づけて資産運用をしているのは投資顧問である。投資顧問会社の顧客が機関投資家であること、顧客のかなりの部分は海外投資家（欧米の年金が多い）であることから、顧客が投資顧問を選別する基準は厳しく、海外機関投資家はしっかりしたトラック・レコード（コンサルティング会社のランクなど）がないと注文を出さない。このような競争状況は投資顧問業の質を高めることが期待される。

投資信託は、日本の投資家（とくに、個人投

資家)を対象としたものであり、現在の日本の投資信託が抱えている問題がシンガポールでの運用にも反映されている。たとえば、アジア投信がアジア株価のピークに近いところで設定されたためもあり、株価の下落はアジア投信の解約を急増させた。運用資産の減少は最適パフォーマンスの維持のためのコストを高め、また、ポートフォリオに組み込める銘柄の高い流動性を基準に選択せざるえないという制約を課すものであった。シンガポールの投資信託業界へ進出は可能であるが、日本の投資信託会社は進出していない。

生命保険のアジア証券投資は生命保険全体の資金からみれば微々たるものであり、シンガポールにおける資金運用はパイロット・スタディと位置づけられている。アジア株式の投資戦略の実践やファンド・マネジャーの育成がその目的である。しかし、資金が資本金・借入金という性質上、配当・金利の支払いが要求されるのでアジア株式だけへの投資は難しく、安全なアメリカ国債に資金の半分を投資しているところもあり、アジア投資の実践という視点が薄れているようである。

対象機関投資家がシンガポールで行っている業務とスタッフの関係（コストとパフォーマンスの関係）は具体的なデータがないが、ファンド・マネジャーの数は運用資産に比して多いということである。なお、本社のファンド・マネジャーとシンガポールのファンド・マネジャーとの質が違う、たとえば、パフォーマンスの責任の取り方が異なることも考慮しなければならない。概して言えば、現時点では、アジアへの投入は運用資産に比して多いとの印象をもった。それに対する一つの回答はこれらの機関投資家は今後、アジア投資をより積極化しよ

うという戦略をもっているということである。かれらはアジアの経済成長は将来も継続し、そのファンダメンタルズに注目しているのである。

(2) シンガポールの証券ブローカー業界

資金運用のためには情報収集・分析が最大の手段である。ファンド・マネジャーの最大の仕事は情報を収集・分析して適切な銘柄分析を行うことにある。当然、会社内の情報収集機関(証券会社の総合研究所など)や各自の会社訪問を行うが、さらに、証券ブローカーからの情報取得が重要である。ファンド・マネジャーの重要な仕事はどこの証券ブローカーが良いかを選択することである。

ここで、シンガポールの証券ブローカー業界を簡単に説明しよう。証券ブローカーは取引所会員と非会員に分けられる。非会員は取引所上場銘柄に売買に関しては会員経由で取引を執行させる。さらに、会員は法人会員と個人会員があり、法人会員(証券会社)は33社、うち、外資系(100%出資)は7社でインターナショナル・ライセンスを取得したものである。この7

社のうち4社は日本の大手証券4社である(後掲表I-5を参照)。なお、インターナショナル・ライセンスによる証券会社は海外(非居住者)からの注文および国内(居住者)からの500万Sドル以上の注文の執行が可能である。非会員証券ブローカーは現在47社ある。

(3) 機関投資家と証券ブローカー

ヒアリング対象機関投資家がどのような証券ブローカーを選択しているかをみてみよう。外資系を日系とその他(以下、外資系)、および、ローカルに分けてヒアリングした。12機関投資家をもっとも高く評価したのは外資系である。外資系はリサーチの内容がtop-down、すなわち、世界的な政治・経済の分析からアジアおよびアジアの各国の位置づけ、さらに、国別の業種分析・個別銘柄分析と系統立っており理解しやすい。他方、ローカルはどちらかといえばbottom-up、すなわち、個別銘柄分析が先行している。日系はtop-downを狙っているが現時点では外資系に先んじられている。

表I-4はEuromoney誌が機関投資家にアンケート調査した証券ブローカーのランキン

表I-4 証券ブローカーのランキング(シンガポール・マレーシア・タイ)

シンガポール:リサーチ	マレーシア:リサーチ	タイ:リサーチ
1 Crosby Securities	1 Crosby Securities	1 Jardine Fleming
=2 ING Barings	=2 Jardine Fleming	2 W1 Carr
=2 Merrill Lynch	=2 UBS	=3 Asia Equity
=2 UBS	=2 ING Barings	=3 ING Barings
=5 Crédit Lyonnais	5 Rashid Hussain	5 Crosby Securities
=5 BZW		
シンガポール:売買執行	マレーシア:売買執行	タイ:売買執行
1 BZW	1 ING Barings	1 Jardine Fleming
=2 UBS	2 HG Asia	2 Crosby Securities
=2 Crosby Securities	3 Crosby Securities	=3 HG Asia
4 Crédit Lyonnais	4 Jardine Fleming	=3 W1 Carr
5 ING Barings	5 Rashid Hussain	=5 BZW
		=5 Crédit Lyonnais

グの一部である。この種のアンケート調査はいろいろの機関投資家向けの雑誌が行っているおり、いわば、人気投票である。ここでは、調査結果の正確な順位を問題としているのではなく、ラフな傾向を知るために使用している。なお、いろいろな雑誌の結果は傾向的にはかなり類似しているため、1社の結果を示してある。この表をヒアリング対象金融機関に示してこのランキング結果に対して実感かどうかをたずねたところ、概ね実感ということであった。ただし、細かいランキングなどは各機関で異なるが、証券ブローカーとして外資系が優位であることは十分に確かめられた。

では、対象金融機関は実際にどの証券ブローカーと取引を行っているのだろうか。調査対象が4証券系顧問会社と4証券系投資信託を含むので系列関係を重視して質問を行った。証券顧問と生命保険が証券ブローカーのリサーチ力(Research)と売買執行力(Execution)の重視であり、その結果、外資系との取引が多い。日系は系列であっても特別考慮することはないし、生命保険では日系証券会社とまったく取引していないところもあった。他方、投資信託は1社を除くと5割あるいはほぼ全部が系列の日系証券会社との取引であるということであった。

なお、この表で、シンガポールでは取引所会員会社ではない証券会社、たとえば、Crosby Securities、マレーシア・タイ市場では、100パーセントの外資系証券会社が証券ブローカーのライセンスを取得できないにもかかわらず、外資系証券会社が機関投資家間ではブローカーとして高い評価を得ていることがわかる。

(4) シンガポールにおける日系証券会社
1992年に4つの大手日系証券会社が3つの外資系証券会社とともにインターナショナル・ライセンスをシンガポール証券取引所からあたえられた理由は、日本の膨大な資金がグローバル投資の一環としてアジア市場に流入されるとの期待が非常に大きかったからである。さらに、日本の資金は日系証券会社を経由して投資されるという日本の金融慣行をも考慮した決定であった。

では、日系証券会社はシンガポールの期待にそった貢献を証券市場で行っているであろうか。インターナショナル・ライセンスはシンガポールのリーテイルを顧客にできないというハンディがあり、顧客は機関投資家と自国の個人投資家が主である。たとえば、日本からのシンガポール株購入には、日本国内の証券会社に注文を出し、それをシンガポール取引所会員に繋ぐ方法とシンガポールの取引所会員に直接注文を出す方法がある。日本からの注文の多くは前者の間接的な方法が期待されてきた。

表I-5はシンガポール取引所会員の純利益とグロス手数料を1994年について示したものである。一般的には、国内会員が相対的に比率の高い国内個人投資家を顧客としているので高いパフォーマンスをあげている。インターナショナル・ライセンスをもつ7つの外資系証券会社では、日系より外資系の方が高いパフォーマンスをあげている。ただし、この結果は、シンガポールで資金運用している機関投資家の日系証券離れから生じているよりは、当初期待していた日本からのアジア(シンガポール)への投資が少ないためであろう⁵⁾。

シンガポールに資金運用のために進出している機関および運用資金額は日本全体からみれば

微々たるものである。実際、シンガポールの外資系証券会社でのヒアリングでは日本の投資家は顧客として非常に少ないということであった。また、日本国内からアジアへ直接注文を出

す例も非常に少ないようである。シンガポールでヒアリングした機関投資家の日系証券会社離れは日本の機関投資家の中ではまだ少数派の行動ということであろう。

表I-5 シンガポール証券取引所会員の純利益とグロス手数料 (1994年)

ローカル会員証券会社 (26社) (単位 1,000シンガポール・ドル)

	証券会社名	純利益	グロス手数料	決算期
1	Phillip Securitise	88,000	168,000	6月
* 2	Kim Eng Securitise	76,112	268,937	3月
* 3	GK Goh Securities	64,843	145,177	6月
* 4	Kay Hian James Capel	60,699	163,045	12月
5	UOB Securities	46,900	110,000	12月
6	SBCI & Associates	43,607	145,658	3月
* 7	Vickers Ballas	36,104	202,947	12月
8	OCBC Securities	35,671	124,135	12月
9	OUB Securities	35,270	81,330	12月
10	DBS Securities ('93)	29,900	70,900	12月
11	Lum Chang Securities	27,314	97,040	6月
12	Lee & Co.	22,700	89,100	12月
13	J M Sassoon	21,613	92,951	6月
14	Ong & Co.	19,780	52,600	12月
15	Keppel Securities	18,336	35,894	12月
16	Morgan Grenfell Asia	15,803	70,456	12月
17	Fraser Securities	12,131	31,419	3月
18	RHB-Cathay Securities	11,691	31,500	5月
19	BZW-Pacific Union	8,347	27,540	12月
20	BT Brokerage	7,968	19,464	12月
21	Summit Securities	5,991	28,553	12月
22	Alliance Securities	5,930	36,965	12月
23	Lim & Tan Securities	5,900	36,900	12月
24	Tsang & Ong Securities	5,179	28,288	12月
25	Tat Lee Securities	3,608	38,978	12月
26	Grand Orient Securities	NA	NA	NA

インターナショナル会員証券会社 (7社)

1	Baring Secs	31,482	121,184	12月
2	Smith New Court	14,375	39,114	4月
3	Credit Lyonnais Secs	8,519	34,498	12月
4	Nikko Secs	2,395	19,549	3月
5	Nomura Secs	2,064	33,609	3月
6	Yamaichi Secs	1,678	13,218	3月
7	Daiwa Secs	1,106	12,620	3月

注) インターナショナル会員の Smith New Court (Singapore) は Merrill Lynch (Singapore) に1995年11月に社名変更した。

* 取引所上場証券会社

〔出所〕 上場会社は Company Fact Book。

非上場会社は Registry of Company から入手。

表I-6 証券ブローカーのランキング (日本)

日本: リサーチ	
1	Nomura
2	Kleinwort Benson
3	Merrill Lynch
4	Jardine Fleming
5	James Capel
日本: 売買執行	
1	Nomura
2	Merrill Lynch
3	Salomon Brothers
= 4	Jardine Fleming
= 4	Goldman Sachs
= 4	Yamaichi

投資家の日本市場における証券ブローカーのランキングを示したものである。機関投資家(多くは海外機関投資家であるが)は日本の市場においても、リサーチ部門で1社、執行部門で2社の日系しか選んでいない。もちろん、言葉の問題もあり、海外投資家が海外証券ブローカーを選択しているのはリサーチ力や執行力以外のファクターがある。それを割り引いても国内証券会社の競争力が心配になってくる。

(3) 証券会社の再編成と証券市場の機能向上

証券会社のブローカー業務は手数料自由化への移行が現実のものとなり、証券界は再編成の動きが激しくなりつつある。しかし、ブローカー業界の競争は手数料固定制の下でももっと激しくなっていてしかるべきであった。機関化現象はアメリカの例にもあるように、まず、リサーチ力での競争を盛んにさせ、それが手数料自由化の引き金の1つとなった。上で述べたように、わが国の機関化現象が証券ブローカー間の競争を激化させるという動きはアメリカのように強くなかった。機関投資家が必ずしも機関投資家として行動してこなかった結果である。

5. おわりに

—わが国の証券市場の現状と将来—

(1) 機関投資家と証券会社の関係

シンガポールに資産運用のために進出している金融機関が日系証券会社離れしている現象は運用のための情報収集に日系以外の外資系証券会社が優位であるという理由から当然のことである。機関投資家が本来の収益目的を最大にするよう行動するためである。このような当然のことが日本市場で行われていたであろうか。海外機関投資家を顧客としている投資顧問などでは、日本国内においても証券ブローカーの選択はブローカーの能力に応じて行うようになってきている。しかし、多くの金融機関は売買注文を証券会社ごとに大枠が予め決められてあって、注文の一部が変動するようになっているようである。つまり、証券ブローカーの選択はそのリサーチ力や取引執行力ではなく、長い取引関係に依存しているというのである。この結果、証券ブローカー間の競争はリサーチ力や執行力だけで行われるのではない。当然、証券ブローカーのリサーチの質は競争不足から落ちることが予想される。

このような機関投資家と証券ブローカーの関係は、機関投資家の資産運用のパフォーマンスを下げるとともに、証券市場の価格形成に大きな打撃をあたえている。競争すれば得られるであろう情報をミスする事から、価格に十分な情報が反映されないからである。

(2) 日本における海外証券会社の実力

日本の国内市場にも海外証券会社が進出している。海外証券会社と国内証券会社の間には当然競争が生じているはずである。表I-6は機関

国内機関投資家が機関投資家として行動するとき、日本市場においても海外証券会社と国内証券会社競争が激化しよう。証券ブローカー業務において、リサーチ力が重要な要素であるということはかなりの規模の業務を行わないと採算がとれないということである。執行力も規模の経済性が存在する。しかし、問題は、規模が大きいことが生き残りの要因の1つであっても、すべてではないということである。証券業界再編成は大手と中小の間の問題よりは1社ごとの問題である。

しかし、証券市場における海外証券会社を交えての競争激化は日本の証券市場にとっては歓迎すべきことである。一時的には、海外証券会

社に市場をリードされる場面があるかもしれない。しかし、これを乗り切らないことには、日本の市場ばかりではなく海外市場でも競争に勝てないということである。また、証券価格形成にとってもこのような競争は望ましい現象ととらえられるべきであろう。

注

- 1) ヒアリングにご協力いただいた機関投資家の方々へ感謝したい。
- 2) 具体的には、第II部2節参照。
- 3) 1994年末のアジア各国の時価総額比率は以下のようである。韓国14.3、台湾18.5、香港20.2、シンガポール13.2、マレーシア14.4、タイ9.4、フィリピン4.3、インドネシア3.5、中国2.3。
- 4) 先進国の定義は海外投資家に対する投資制限が(相対的に)弱いということである。
- 5) 表1～3は日興証券シンガポールの白岩宏章氏から提供を受けた。

第II部 証券市場の育成と機関投資家の役割

—シンガポール・マレーシア・タイのケース—

1. はじめに

“アジアのミラクル”とまでいわれるアジアの高い経済成長は株式市場の急速な発展をともなってきた。これら株式市場の量・質両面に強い影響を与えてきたのが海外機関投資家の行動である。海外投資家は各自のポートフォリオのグローバル化の一環としてアジア市場を位置づけ、最近のアジア各国の経済ファンダメンタルズの好調さと将来性を買って積極的にこれらの市場に参入している。

海外機関投資家の増加はアジア市場を機関化しているが、アメリカや日本における機関投資家化とはいくつかの点で異なっている。急速に拡大しているとはいえ、アジア各国の株式市場は規模が小さく、成熟度が低い。また、機関投資家の大多数が海外からということは資金の流

入・流出が速いことが予想される。

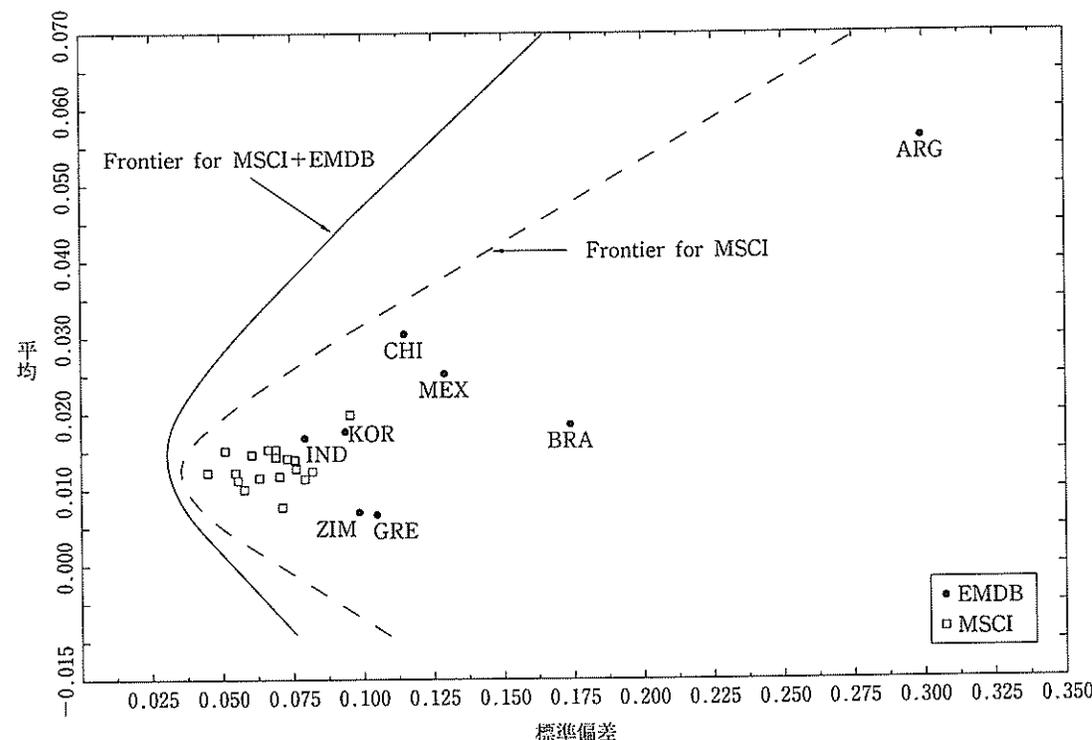
アジア各国における株式市場の流通市場の機関化問題点をシンガポール・マレーシア・タイについて、海外機関投資家の行動と各国の海外投資家対策および国内投資家対策を通して考えてみたい。

2. アジア株式市場への海外機関投資家の影響

(1) 海外機関投資家のベネフィット

海外、とくに、欧米機関投資家の投資はいうまでもなくグローバル資金運用から得られるベネフィットである。アジアばかりではなく世界中の発展途上国(emerging or developing countries)への投資が増加しているのは発展途上国の株式収益率の期待値は高く、これらの国とその他市場の収益率の相関が低いからであ

図II-1 有効フロンティアの比率



注) 有効フロンティアは平均-標準偏差(条件なし): 1976~1992年データによる。

る。たとえば、図II-1は先進国(industrialized countries)の株式市場への投資から得られる投資フロンティアと発展途上国の株式市場を加えて得られる投資フロンティアとの比較を行ったものである¹⁾。先進国のデータはMSCI(Morgan Stanley Capital International)から、また、発展途上国のデータはIFC(International Finance Corporation)のEMDB(Emerging Markets Data Base)から得られたものである。図から明らかなように、発展途上国を含む投資フロンティア(MSCI+EMDB)の方が先進国だけのフロンティア(MSCI)より有効である。すなわち、同じリスク(標準偏差)であれば高い期待収益率をもつポートフォリオが存在するから、発展途上国への投資は非常に効率的なポートフォリオの

作成を可能にすることが期待される。

(2) 海外機関投資家のコスト

では、海外機関投資家は上のデータから得られるようなグローバルな分散投資を実際にやっているのだろうか。日本に比してはるかにグローバルな投資戦略を実行しているアメリカの株式投資をみてみよう²⁾。1978年第1四半期から1991年第3四半期の期間のアメリカの発展途上国への株式投資には4つの特徴がみられる。第1は、アメリカの発展途上国投資比率は市場時価総額の基準でみるとかなり小さく、国内への投資比率が大きいというバイアスがみられる。第2に、アメリカのポートフォリオのうち海外投資については、発展途上国の比率はほぼその時価総額に比例している。第3に、アメリ

力の発展途上国における取引額のボラティリティはその他の海外でのボラティリティより高い。第4に、発展途上国へのネットの株式売買は国内の株式収益率や金利の低下によって説明されるものではない。

理論的に導き出されたグローバルなポートフォリオに比べて、国内投資の比率が高いというバイアスはアメリカばかりではなく、ヨーロッパの機関投資家にも見られる傾向である³⁾。1つの大きな理由は海外投資にともなう為替リスクである。たとえば、Solnikによれば、完全なグローバル投資が最適なポートフォリオを生み出すとは限らないことを指摘している⁴⁾。

為替以外に、グローバル投資を阻害する要因として、主に、2つのコストが考えられる。1つは海外市場、とくに、発展途上国の株式市場における取引に関するコストである。取引コストとは株式を売買する委託手数料以外に情報収集・分析コスト、売買執行にかかる時間からの流動性コスト、および、カストディアン・セトルメントの確実性などが含まれる。発展途上国にみられる株式市場の制度の整備・市場運営の経験の遅れや上場株式の規模が小さく、企業情報が十分に入手できないなどが原因である。他のコストは発展途上国にみられる海外投資家に対する株式取得制限である。たとえば、台湾では非居住者による株式保有規制が厳しく、1996年8月まで個人投資家の台湾株式への直接投資は禁止され、機関投資家に対しても許可基準が設けられていた。そのため、世界規模のポートフォリオ・インデックスとして有名なMSCIにも台湾は含まれていなかった。台湾の株式取得規制の緩和を受け、1996年9月2日からMSCIに台湾が含まれるようになった。ま

た、株式取得制限を行っている国では、取得制限を超えた株式銘柄については、別銘柄として外国人専用の売買市場を設けているところがある。外国人名義株の売買は概ねプレミアムつきであり、外国人保有制限が有意に効いていることをうかがわせる。

(3) 発展途上国のベネフィット

発展途上国からみて、国内株式市場への海外投資家の参入は、当然、国内貯蓄不足を補う貴重な外資の獲得という経済発展には欠くことのできない要因であり、これからのベネフィットは非常に大きい。多くの発展途上国において、国内貯蓄を超えた投資が経済成長のためのインフラストラクチャー整備などに必要であり、これらの多くは政府経由の公的資金導入で賄ってきた。しかし、経済の本格的成長には民間の活力が必須であり、銀行の民営化・国際化とともに株式市場の育成が急がれてきた。

さらに、発展途上国からみた海外からの株式市場投資のベネフィットとして重要なのが、海外投資家の多くが機関投資家であり、ソフィストケートされた機関投資家の参入は国内株式市場の価格形成・国内証券会社の育成などに有益な影響をあたえることであろう。

(4) 発展途上国のコスト

海外投資家の発展途上国株式市場への参入のコストとしては、2つの要素が重要であろう。1つは、国内の産業が海外資金によって支配されてしまうという心配である。産業規模が小さいほど危険が大きい。もう1つのコストは株式市場に直接かかわるもので、海外投資家の資金は流入・流出が激しく、これによって国内の(規模の小さい)株式市場の価格変動が激しく

なることが予想される。

後者については、必ずしも自明のことではなく、発展途上国政府が心配しているほどの影響が生じているかどうかは実証的な問題であろう。この問題について、たとえば、E. Han Kim and Vijay Singalは20の発展途上国について、株式市場の自由化が株価のボラティリティに与える影響を実証的に分析している⁵⁾。結果は平均的に自由化後の株価は上昇し、ボラティリティは減少しているというものであった。

3. 株式市場の株主構造と流動性

株主所有構造および株主別売買高のデータが完備されていないので、以下、利用可能なデータから3つの市場の特徴をみよう。アジア諸国の流通市場は海外投資家が量・質において重要なポジションを占めていることをみてみよう。

(1) シンガポール

シンガポールについては簡単な株主保有構造のデータが利用可能である。表II-1は1985年、1990年の株主構造比である。ノミニーに機関投資家が含まれているので、3分の1が機関投資家などで、3分の1が法人(事業会社)、個人が2割というところである。事業法人は持

ち株会社の保有などで、流動性がないものである。シンガポールの流動市場では機関投資家と個人が主要投資家ということになる。海外投資家のデータがないので、その行動を把握しにくい。後述するようにシンガポールの機関投資家が比較的小さいことや外国人ボードでのプレミアムつき売買などから海外機関投資家は相対

表II-1 株主構成比率(シンガポール)

	1985年	1990年
法人	34.5%	31.3%
個人	25.3	20.1
機関	9.4	—
ノミニー	29.7	36.8
その他	1.0	11.8

〔出所〕大和総研『アジアの証券市場』。

表II-2 3カ国の売買回転率

(単位 %)

	シンガポール	マレーシア	タイ
1986	9.3	5.2	33.2
87	25.6	13.6	88.4
88	11.8	6.8	70.0
89	25.5	11.9	57.2
90	27.3	22.4	102.2
91	20.8	18.7	88.4
92	21.6	20.8	125.3
93	33.0	62.5	66.2
94	33.5	62.5	64.0
95	29.7	30.1	43.1

〔出所〕各証券取引所資料。

表II-3 東アジア諸国の株式収益率(%)の統計的分析

統計量	台湾	タイ	香港	マレーシア	インドネシア	フィリピン	韓国	シンガポール	日本
標本数	1,141	984	995	991	969	921	1,170	1,004	984
平均	▲0.013	0.101	0.162	0.133	0.157	0.114	▲0.004	0.048	▲0.070
標準偏差	2.43	2.01	1.26	1.38	2.22	1.43	1.00	1.26	1.43
歪度	▲0.106	▲0.124	▲0.752	▲0.212	1.034	0.402	0.441	▲0.466	0.360
尖度	4.06	8.28	10.26	11.30	16.80	19.42	4.19	9.53	7.59
最大値	6.79	9.68	6.24	7.99	13.91	19.66	4.59	5.29	9.12
最小値	▲6.79	▲9.35	▲8.12	▲7.74	▲7.18	▲16.22	▲4.56	▲6.57	▲7.37
LB(12)									
株式収益率	28.6	35.5	25.2	54.1	225.1	19.6	17.7	66.0	53.0
株式収益率の2乗	1,597.9	405.7	86.2	235.2	68.9	139.2	529.5	264.8	158.1

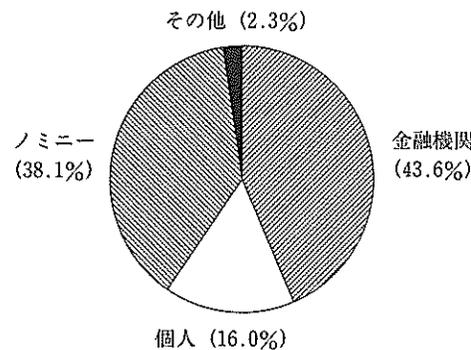
的にアクティブであると推定される。

シンガポールの流通市場の売買をその回転率でみると、マレーシアやタイに比して売買回転率の変動は小さい(表Ⅱ-2)。また、表Ⅱ-3はアジアの各株式市場の株価収益率の統計量を示したものであるが、収益率の変動(標準偏差)は、3つの市場ではシンガポールが一番小さい⁹⁾。

(2) マレーシア

クアラプール証券取引所の資料による投資家別株式保有比率は図Ⅱ-2である。機関投資家あるいはノミニーにどのような投資家が含まれ

図Ⅱ-2 マレーシアの投資家別株式保有状況

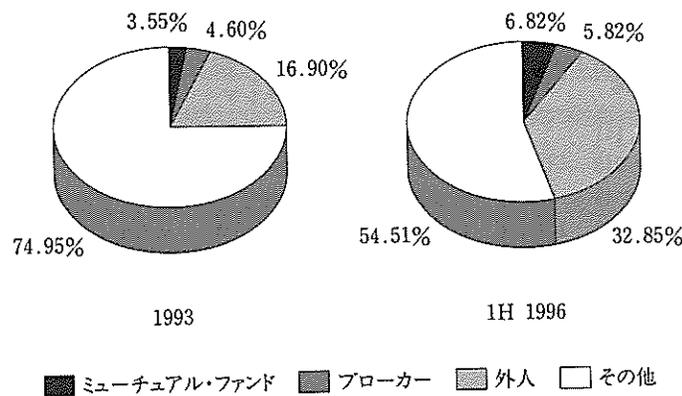


ているか、海外投資家の比率はどのくらいかは不明である。ここでは、Investment Digestのレポートにより、マレーシアの海外投資家の行動を概観しよう。このレポートはマラヤ大学の2教授による調査の結果に基づいている⁷⁾。1994年の売買の31%が海外投資家(海外ファンド)によるもので、国内機関投資家(国内ファンド)とリテール投資家がそれぞれ23%と46%であった。リテール投資家は市場の取引の半分近くを占めているが、この投資家はこの調査に先立つ調査から非常に投機的および短期的投資であることが示されている。また、この調査は海外投資家の売買単位が相対的に大きく、取引コストに規模の経済性が反映されていることを指摘している。取引コストの一部の売買手数料は海外ファンド0.6%、国内ファンド0.7%およびリテール投資家1.0%となっている。なお、このレポートでは、海外ファンドの増加はマレーシア市場の流動性に貢献していると評価している。

(3) タイ

タイについては株主別の売買比率が利用可能

図Ⅱ-3 タイの投資家別株式売買高比率



〔出所〕タイSEC & SET。

である(図Ⅱ-3)。1993年ではその他(個人など)が75%と圧倒的に高く、海外投資家が17%、ミューチュアル・ファンドが3.5%であったが、1996年(前期)ではその他が54%に減少し、海外投資家33%、ミューチュアル・ファンド7%と急速に機関化が進んでいる。

タイの株式流通市場は売買回転率でみるとシンガポール・マレーシアに比べてかなり高い。また、株式収益率の変動は3カ国のなかでは一番高くなっている。タイの株式収益率の変動が高いのは、タイにおいて個人投資家の比率が高いためかもしれない。タイに限らず、アジア株式市場の個人投資家は比較的金持ち(華僑など)であり、短期的投資が多いといわれていからである。

4. 流通市場における海外投資家規制

(1) シンガポール

シンガポールにおいては、基本的に外人投資家の証券投資は自由化されている。為替管理は

完全に撤廃されており、証券投資に係わる益金の本国送金も何ら規制はない。例外は銀行法、新聞出版法、または、会社定款で外人持株比率を制限している会社がある。たとえば、上場証券会社は会社定款で49%の持株制限がある。外国持株比率制限に達した銘柄は外国人名義株とシンガポール人名義株に分けて上場され、別々に取引される。外国人名義株は同一銘柄のシンガポール人名義株に対してプレミアムつきで売買されることが一般的である(表Ⅱ-4)⁸⁾。

(2) マレーシア

マレーシアの外国人の株式保有の上限は、現行30%となっている。また、会社は定款により外国人の株式保有比率の制限ができる。さらに、500万リンギット以上、または議決権の15%以上の株式取得には外国投資委員会(FIC, Foreign Investment Committee)の承認が必要である。なお、1997年度から上限が49%に引き上げられることになっている。マレーシア

表Ⅱ-4 シンガポールの外人持株制限比率とフォーリン株のプレミアム

(95年5月末)

	外人持株 比率上限 (%)	ローカル株 株価 (Sドル)	フォーリン株 株価 (Sドル)	プレミアム (%)
DBS Bank	40	10.40	16.30	56.7
Kay Hian James Capel Holdings	49	1.55	1.79	15.5
OCBC Bank	40	11.20	17.10	52.7
Overseas Union Bank	40	6.55	8.90	35.9
ST Aerospace	15	1.80	1.96	8.9
Singapore Airlines	27.51	7.95	13.30	67.3
Singapore Automotive	25	2.30	2.55	10.9
Singapore Bus Service	20	7.95	9.60	20.8
ST Computer Systems & Svcs	25	1.03	1.05	1.9
ST Electronic & Engineering	15	1.59	1.63	2.5
Singapore Petroleum	49	1.94	2.00	3.1
Singapore Press Holdings	49	16.60	26.00	56.6
ST Shipbuilding & Engineering	15	2.65	3.36	26.8
United Overseas Bank	40	9.20	13.90	51.1

〔原資料〕SES JOURNAL, Investamatic.

〔出所〕大和総研『アジアの証券市場』。

はマレー人の経済的地位の向上、いわゆる、ブミプトラ政策を国是としており、外国人の国内経済活動はこの政策との係わりからいろいろ制限をうけており、外国人投資も例外ではない。ブミプト政策の一環として、ブミプトラの資本保有比率目標が30%に設定されている。このため、新規公開にあたってはブミプトラに優先的に割り当てられる。また、後述する国営ユニット・トラスト会社の親会社である国営持株会社(PNB)などが積極的に育成されてきた。外国人は公募の場合、原則として応募できない。ただし、1992年3月の国営企業民営化としてTenaga Nasionalの公募に際しては、売出額が巨大であったこともあり、外国人の入札への参加が認められた。

(3) タイ

タイにおける外国人の株式保有制限は外国人事業法により上限が49%と規定されている。ただし、特定の業種、たとえば、銀行などは銀行法による上限規制が存在する。また、会社は定款により外国人の株式保有比率を49%以下に制限できる。

保有比率が上限に達した銘柄については、外国人間でディーラーあるいはブローカーを通して取引され、その結果が取引所の外国人ボードに報告される。外国人ボードのデータをみると、取引は活発ではないので、流動性に問題がありそうである。また、取引価格はプレミアムつきであることが多いといわれている。外国人の活発なタイ投資に関して、カントリー・ファンドの利用があり、また、ノミニエを使って国内投資家として株式取得する手段もある。これらに対しては問題もあり、タイは最近、トラスト・ファンド制度の導入により外国人のタイ株

購入の円滑性を図ろうとしている（これについては後述する）

また、日本人によるタイ株式保有について、日本固有の問題がある。当該企業が株主割当有償増資を行う際、株主が増資分を受け取ることができない。これは日本の証券取引法上、株主割当有償は募集行為であるためである。株主は権利放棄からの損失を免れるために権利を売却するが、タイには権利売却の市場が育っていないからである。

5. 国内機関投資家の育成

国内機関投資家の育成の視点は国によって多少異なっている。価格形成にとって機関投資家の存在が欠かせないという立場が強い国もあれば、投資収益の投資家、とくに特定の投資家への配分を可能にすることを目的とする国もある。以下、3カ国について、機関投資家の特徴をまとめておこう。

(1) シンガポール

シンガポールにおける最大の機関投資家といわれるのはCPF (Central Provident Fund; 中央年金基金) である。1955年に労働者の退職後の生活を守る目的で導入された強制的貯蓄制度である。基金は雇用者と非雇用者からの拠出金からなっていて、拠出比率は表II-5のような変遷があるが、現在は、雇用者20%と非雇用者20%とかなり高い比率であり、国内貯蓄のかなりの部分を占めている。投資家としてCPFを表II-6でみると、資金運用の大部分は政府証券 (Government Securities) であり、その他に、MAS (Monetary Authority of Singapore) の預金 (Advanced Deposits with MAS) などがある。国債発行の8割は

表II-5 CPFへの拠出率の推移

	雇用者	非雇用者	合計
Jul 1955	5	5	10
Sep 1968	6.5	6.5	13
Jan 1970	8	8	16
Jan 1971	10	10	20
Jul 1972	12	12	24
Jul 1973	13	13	26
Jul 1974	15	15	30
Jul 1975	15	15	30
Jul 1976	15	15	30
Jul 1977	15.5	15.5	31
Jul 1978	16.5	16.5	33
Jul 1979	20.5	16.5	37
Jul 1980	20.5	18	38.5
Jul 1981	20.5	22	42.5
Jul 1982	22	23	45
Jul 1983	23	23	46
Jul 1984	25	25	50
Jul 1985	25	25	50
Apr 1986	10	25	35
Jul 1987	10	25	35
Jul 1988	12	24	36
Jul 1989	15	23	38
Jul 1990	16.5	23	39.5
Jul 1991	17.5	22.5	40
Jul 1992	18	22	40
Jul 1993	18.5	21.5	40
Jul 1994	20	20	40

(出所) CPF

CPFによって購入され、保有されている。基本的には、CPFの資金運用は政府証券の保有であり、債券市場での売買を積極的に行っていない。また、株式市場に直接投資をしていることもない。

CPFと株式市場の関係は、最近、CPFが個人の証券投資のための積立金引き出し規制を緩和する自由化によって間接的に作り出されてきた。1978年に、CPF会員はSingapore Bus Service Ltdの株を購入するため5,000シンガポール・ドルを限度に積立金の引き出しが認められた。1986年には、認可投資スキーム (Approved Investment Scheme) により、trustee stocksと認められた上場株式とローン株式への投資のための資金引き出しがユニット・トラストや金と同様に可能になった。1993年には新しいスキーム (Enhanced Investment Schemes)によりさらに自由化が進み、引き出し金額が増加し、また、non-trustee stocksへの投資が可能となった。このようにCPF自体が株式市場で資金運用する代わりに会員が資金を引き出して株式運用をしている。なお、このような資金運用による配当・キャピタル・ゲインは消費などに使用できるが、原資は株式を

表II-6 CPFの資産内容

(単位 100万シンガポール・ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1st Qtr 1995
Interest Credited to Members' Balances (During Period)	1,424.1	1,966.1	1,868.0	1,329.6	1,337.3	447.2
Advanced Deposits with MAS (During Period)	4,211.0	5,478.3	6,058.0	1,782.8	4,617.3	2,282.6
Interest Earnings From Investments (During Period)	1,505.0	2,053.3	1,943.3	1,378.8	1,397.4	458.6
Holdings of Government Securities (End Period)	32,120.0	31,120.0	45,620.0	44,620.0	43,620.0	43,620.0
Members' Balances (End period)	40,646.4	46,049.0	51,526.9	52,334.3	57,649.2	59,789.4

売却した時点でCPFに戻される。

このようにCPFが会員に個人勘定で株式投資を促進させているが、これはどちらかといえば個別銘柄投資による個人株主増加を狙ったものである。たとえば、1993年に、政府はCPF Share Ownership Top-up Schemeをシンガポール人株主の育成のために導入した。これは会員に1993年10月に民営化により売り出されたシンガポール・テレコム株式を購入するための資金を提供するというものである。多額の発行株式を多様な株主に配分するためであるが、優良な株式を個人投資家に配分することによって、会員の財産形成促進を目的としたものでもあった。実際、CPF会員であるシンガポール人に対して、CPF勘定からの資金引き出しによって売却価格以下で得られるという特権を与えている。なお、このようにしてCPF会員によって保有された株式については配当請求権はあるが、議決権はCPFに属する。つまり、CPF会員の財産形成とシンガポール・テレコムの安定株主形成が達成される⁹⁾。

しかし、最近シンガポールも国内機関投資家を積極的に育成しようという政策転換を行っている。シンガポールの機関投資家については必ずしもデータが明らかでない。ここでは、ユニット・トラストを例に機関投資家行動の特徴をみよう。シンガポールには投資信託協会なるものはなく、ユニット・トラストについての集計されたデータがないので、“Fund Management”による推計値を利用する¹⁰⁾。1994年の純資産推計値はおよそ30億シンガポール・ドルで、1995年6月末の上場株式時価総額の2,600億シンガポール・ドルに比して非常に小さい。シンガポールのユニット・トラストは運用資産が少ない上に、1996年半ばまでは資産運

用に基本的に国内証券へ投資するという制約があった。

ユニット・トラストにはCPFが認可したCPF-Approved Fundsがあるが、1995年からファンドの対象をシンガポール国内だけではなく、マレーシア・タイ・香港・韓国・台湾の各市場に上場されている外国株式に拡大したものが登場した。この結果、ユニット・トラストの純資産は設定以後18カ月間で40%の成長したといわれている。CPF-Approved Fundsは現在、シンガポールにおける3大資産運用会社であるKEPPEL, OUB, UOB Asset Management Companiesによって運用されている。なお、ごく最近、DBSがこれに加わった。このファンドは1997年にはアジア各市場に上場されている株式銘柄を、また、1999年にはアジア以外の銘柄も運用対象とする規制緩和が予定されており、また、ファンド運用会社も現在の3社から外国を含むより多くの運用会社への拡大が期待されている。新聞報道によると、このよな期待もあり、海外からのシンガポールでの資金運用が増加しているということである。元来、シンガポールでは海外の資金運用会社がユニット・トラスト業務に参入できたが、運用活動は低調であった。

シンガポール政府がCPFを通してユニット・トラストを積極的に拡大させているのは2つの理由による。1つはいうまでもなくCPF会員の財産形成にリスク分散と高収益をもたらすポートフォリオを提供することであり、他の1つはファンド拡大によって、優秀なファンド・マネジャーの育成を考慮しているのである。国際金融センターとしてのシンガポールは近隣諸国の急速な追い上げに対抗するために、より高度な金融スキルの獲得が欠かせないからであ

る¹¹⁾。

(2) マレーシア

マレーシアの資金運用産業は図II-4であり、年金基金のウェイトが高いが、最近5年間では年金基金のウェイトが下がり、ユニット・トラストが高くなっている。マレーシアの年金基金(Provident and Pension Funds)の一覧表が表II-7である。強制的な年金基金が圧倒的に多く、私的年金はその他(others)のなかに含まれているが非常に少額である。年金基金のなかでは、EPF(Employees Provident Fund)が最大の基金である。年金基金の資産の内訳は表の通りであるが、40%以上が国債であり、証券関係では社債が16%を占めている¹²⁾。株式はわずかである。

マレーシアにおいて機関投資家として株式市場と関係が深いのはユニット・トラストである。純資産額は1995年3月末で株式市場時価総額の約8%であり、資産の90%を株式市場で運用している。アジアの多くの国において投資信託が当初国営企業として設立されたが、マレーシアも例外ではない。後述するタイなどにおい

ては、国営から民営への動きが活発であるが、マレーシアでは、民営が増加しているものの、国営のウェイトは圧倒的に高い。マレーシアのユニット・トラスト産業の資産額は表II-8の通りであり、政府系(国営・州営)が全体の85%以上を占めている。最大のASB(Amanah Saham Bumiputera)は1994年の65%から1995年の69%に急成長している。

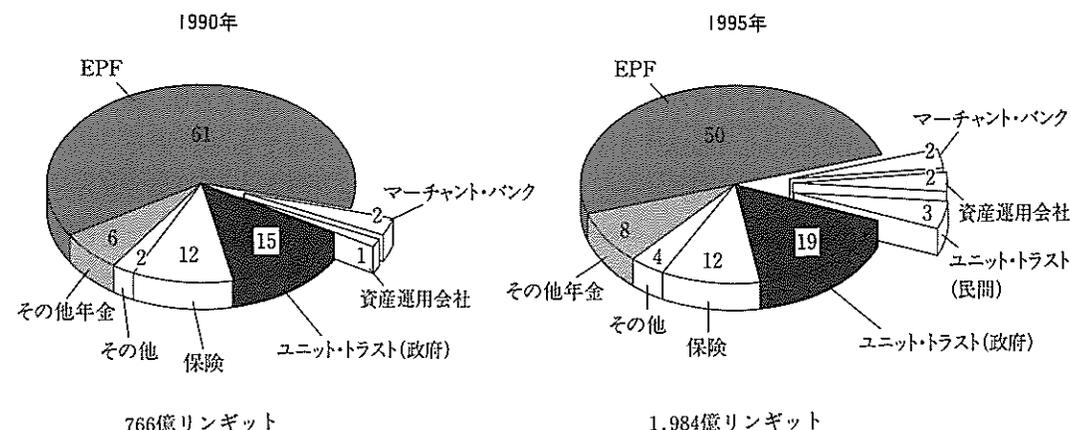
マレーシアのユニット・トラストは国営のASN(Amanah Saham Nasional)とともに

表II-7 マレーシアの年金基金

	総資産のうち政府証券			
	年 末			
	1994	1995 p	1994	1995 p
	100万リンギット			
全年金基金	97,204	113,379	42,289	41,394
EPF	84,485	98,133	40,271	39,152
PTF	4,437	5,916	0	200
SOCSSO	3,866	4,469	1,652	1,682
AFF	3,099	3,528	10	10
MESPPF	322	314	82	76
TPF	206	191	48	48
その他	789	828	226	226
うち				
PETRONAS	220	235	67	63

pは推定値。
(出所) 図II-4と同じ。

図II-4 マレーシアの資産運用産業



(出所) Bank Negara Malasia, Annual Report, 1995.

表II-8 マレーシアのユニット・トラスト産業

	ファンド数	保有者数	ユニット数	純資産額 100万リンギット
政府系				
Amanah Saham Bumiputera	1	4.2	20.7	33.0
Amanah Saham Nasional	1	1.3	1.3	1.8
その他	24	0.7	3.6	3.6
民間	38	0.7	6.3	5.8
計	64	6.9	31.9	44.2

〔出所〕 図II-4と同じ。

に成長した。ASNはブミプトラを対象に1981年に設定され、1990年末にはユニット・トラスト資産の93%を占めた。このファンドは1990年まで固定価格で取引されていたが、1991年以來市場価格で取引されている。このファンドのパフォーマンス（配当率）は1981~86年が10~12%、1987~90年が9~9.5%、1991年6.25%、そして、1992年8.25%となっている。また、ボーナス・ユニットがあり、1990年には特別ボーナスとして60%（1ユニットに対して0.6ユニット）が支給された。1990年初によりブミプトラ個人に魅力的なASBスキームが開始された。これはASNが市場価格での取引に移行した結果、リスクを好まないブミプトラに向けたものであり、ASNからASBへの移動が認められていたため、ASNの資産が激減し、ASBが急成長した¹³⁾。ASBのパフォーマンスも魅力的で、配当率とボーナスはそれぞれ1990年8%と6%、1991年8.5%と4%、1992年7.5%と5%、そして1993年9%と4.5%であった¹⁴⁾。

マレーシアの機関投資家の育成はマレーシアのブミプトラ政策を強く反映したものとなっている。ブミプトラ政策はマレーシアの過半数を占めるマレー人の生活・地位向上のためのものであり、政府系の機関投資家は金融・証券市場を通してブミプトラに優先的な資源配分を行っ

ている。ASBの親会社であるブミプトラ機関投資家のPNB（Permodalan National Berhad：国営持株会社）は国営企業株式政府・政府機関からの取得や新規公開企業の公募株の優先的割り当てによる取得を図っている。

マレーシア政府はユニット・トラストや資金運用産業の育成をめざし、様々な規制緩和を実行している。ユニット・トラストについては証券ブローカー会社にその運用を認め、また、ユニット・トラスト会社がオープン・エンド・ファンドの補完としてクロズド・エンド・ファンドの提供が認められた。しかし、国が新たに貯蓄促進のため全マレーシア人対象のビジョン2020（the Vision 2020）なるユニット・トラストを設定する構想を明らかにしているように国営の資産運用機関が圧倒的である。なお、資金運用産業に対しては、海外資金については100%の外国運用会社の認可、EPFの会員に対して、資金運用機関への投資を退職勘定の最大限20%まで引き出すことを認めるなどの規制緩和が進んでいる。

(3) タイ

タイはシンガポールやマレーシアに比して年金基金のウェイトが小さい。タイのProvident Fundは1996年に696億バーツでこれはファンドの50%弱は現金と預金であり、株式とワラントへの投資は11%である。また、Pension Fundは年金法が1996年9月に執行されたばかりであり、1997年から国家公務員に会員になることが義務づけられることになっている。また、保険業界の成長もこれから期待されることである。

タイにおいて、最近、機関投資家として急速に成長しているのが、ミューチュアル・ファン

表II-9 タイのミューチュアル・ファンド産業

マネージメント・カンパニー	ファンド数	増産額 100万バーツ	占拠率
SCB Asset Management Co., Ltd.	35	51,895.41	21.68%
The Mutual Fund Public Co., Ltd.	26	37,215.42	15.54%
BBL Asset Management Co., Ltd.	14	33,410.30	13.96%
Thai Farmers Asset Management Co., Ltd.	12	31,259.41	13.06%
GS Asset Management Co., Ltd.	16	26,087.69	10.90%
One Asset Management Co., Ltd.	31	25,499.91	10.65%
Thai Capital Management Co., Ltd.	16	21,427.83	8.95%
Thai Asia Mutual Fund Co., Ltd.	23	12,610.11	5.27%
計	173	239,406.08	100.00%

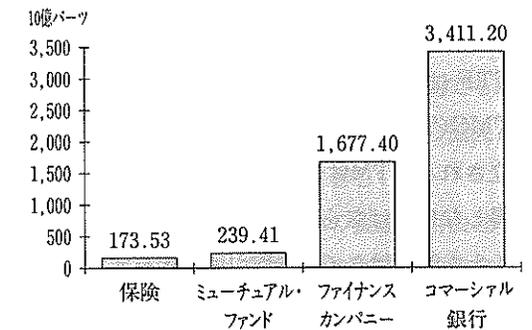
注) 1996年6月現在。

〔出所〕 Association of Investment Management Companies (タイ)。

ド産業である（表II-9）。タイのミューチュアル・ファンド産業は1975年にザ・ミューチュアル・カンパニー（The Mutual Fund Company Ltd）を国営企業として設立させたことでスタートした。この産業が急速に成長したのは1992年に7つの民営企業に免許が与えられてからである。現在では、国営のウェイトは15.5%で民営が急成長している。ミューチュアル・ファンドの純資産残高は1996年6月現在2,390億バーツでタイ取引所の時価総額のおよそ10%強である。

ミューチュアル・ファンド産業の自由化は貯蓄手段として預貯金の競争者の育成および資本市場の重要なプレーヤーの育成を期待しての政策である。図II-5は大手金融機関の資金量を示しているが、タイでは金融資金の大部分は商業銀行とファイナンス・カンパニーに集中しており、資金の調達・運用に多様化のメリットを導入する必要があった。また、前述したように1993年では投資家としては海外投資家が16.9%でその他が75%であった。1996年には33%が海外投資家でその他が54%に減少している。国内の投資家の大部分が短期投資を嗜好する個人投資家といわれているので、機関投資家の育成は

図II-5 タイの金融機関の資産額



〔出所〕 Bank of Thailand.

市場の効率性のために必要であるが、海外機関投資家にだけ頼るリスクを減少させるために国内機関投資家の育成は重要な課題である。実際、既に4つのミューチュアル・ファンド会社があらたに認可され、1997年中には現在の8社から16社になるであろうと予想されている。

タイには海外向けのファンドが14本ある。これらはすべてタイにのみ投資する海外投資家向けファンドである。1985年に最初の海外投資ファンドが設定され、ロンドンに上場されている。14本のファンドのうち、10本は国内で登録されたオン・ショア・ファンドであり、4本が海外で登録されたオフ・ショア・ファンドである。前

者は the Mutual Fund Co., Ltd が運用し、後者は海外の資産運用会社が運用している。オン・ショア・ファンドの運用には日本などの海外の運用会社が参加している。

海外投資家専用のファンド設定の目的の1つは国内株式の海外投資家規制であり、規制のバイパスとして利用されてきた。しかし、タイでは1990年以降オン・ショア・ファンドが設定されていない。海外機関投資家が既成のファンドに魅力を感じないためであろうか。そこで、タイ政府は新たな手段を作り出した。これが TTF (Thai Trust Fund) である。これは株式保有制限に縛られる海外投資家にあつた投資機会を与えるために設定されたものである。TTF は投資ユニットでそれを運用するために TMC (Trust Management Company) が設立される。TMC は大蔵省からライセンスを取得しなければならないが、TMC の株式の少なくとも99%はタイ証券取引所が保有することになっている。TTF の最大の特徴は海外投資家がポートフォリオとしてではなく、個別銘柄を TTF を通して取引ができる点であるが、株式発行会社に直接議決権を行使することはできない。タイとしては海外資金を株式市場から調達するために、また、最近急速に増加しているとはいえ、まだ小さい国内機関投資家を補完するためにも海外機関投資家に期待するところが強いといえよう。

6. 海外機関投資家の国内証券ブローカー業界にあてる効果

(1) 海外証券ブローカー規制

アジア各国では株式市場の急成長がみられ、市場の制度的整備というハード面でのキャッチ・アップはかなり進んでいる。しかし、証券業

務を行う上でのノウハウや人的資源の育成というソフト面ではまだ成熟していないので、国内証券業務を育成するため、証券業務に対する規制が存在している。しかし、証券業務、ここでは、証券流通に関するブローカー・ディーラー業務が規制下であっても海外機関投資家の影響を強く受け、それが国内証券業の迅速な成長をもたらしていることを指摘したい。

(2) 海外証券ブローカーの実態

1部でみたようにシンガポールにおける海外証券ブローカーについては国内証券ブローカーは会社定款により株式持株制限している。たとえば、取引所上場証券会社 (Kay Hian James Capel Holdings Ltd, Kim Eng Holdings Limited, Vickers Balls Holdings Ltd, GK Gon Holdings Ltd) は外国人株式保有制限を49%としている。そこで、別途、インターナショナル・ライセンスにより海外証券会社の取引所会員を認めている。マレーシアでは原則、30%、タイでは49%が保有制限比率であり、外人株というのもないのでシンガポールに比して厳しく、100%出資の海外証券会社が取引所会員になることはできない。

マレーシア取引所の法人会員は現在60社 (個人会員118名) であり、取引所の定款による法人・個人会員250名を大きく下回っている。また、最近、多少自由化の動きがでていたとはいえ、会員の営業地域を州単位で制限しているし、支店開設には取引所の承認を必要とする。日系証券会社がマレーシア国内証券会社に出資している例はない。

タイの証券会社はファイナンス・カンパニーの形態をとっているのが多く、タイ証券取引所の会員の多くもこの形態である。ファイナンス

・カンパニーは日本の証券会社と銀行の機能をあわせもっている。タイにおいて、海外証券会社が証券業に進出するときには資本参加あるいは業務提携によっている。国内の大手証券会社の多くは海外証券会社と業務提携をしている。1988年に ING Baring が Dhana Siam (1996年10月で業界10位; 以下同様) と業務提携をしたのを皮切りに、BZW と Kiatnakin, Crejit Lyonnais と Iam City Credit (8位), Crosby と Dynamic Eastern, James Capel と Ekachart, Merrill Lynch と CMIC (3位), Morgan Stanley と Securities One (1位), SBC Warburg と Phatrathanankit (7位), WI Carr と Nava (2位) が業務提携している。さらに、Jardine Fleming は JF Thanakom (4位), Peregrine は Pedegrine Nithipat に資本参加している¹⁵⁾。日系の金融機関は銀行を中心に進出しており、取引所会員は8社で、うち証券会社は野村証券と日興証券である。野村証券は Capital Nomura Securities Public に38%の資本参加をしている。

タイにおいて業務提携の形態が多いのは、現地証券会社と海外証券会社の関係が競合的であるよりは補完的であるためである。海外証券会社の証券業務スキルは現地証券会社にはなく、また、タイ国内の情報は現地証券会社が優位にある。海外証券会社は現地証券会社を支配下に置くことなく、彼らの優位性からのメリットを享受できるからである。

(3) 海外証券ブローカーの国内証券ブローカーへの効果

1部ですでに述べたように、アジア各国市場において、機関投資家からみた証券ブローカー

の評価は欧米系が非常に高かった。シンガポール、マレーシア、タイにおいて程度の差はあるが、海外証券会社の国内進出には制限があるが、この規制は海外機関投資家にとっては必ずしも高いバリアではない。ブローカー業務のかなりの部分がリサーチであるためである。たとえば、これらの国で取引所会員でない証券会社が証券ブローカーとして高く評価されているが、これはそのリサーチ力を買われた結果である。取引の執行は地場会員証券会社にまかせ、売買手数料をシェアすることで利益がえられるし、地場証券会社も海外証券会社経由の海外投資家の注文が獲得できる。このような過程において、地場 (国内) 証券会社は海外証券会社のスキルを吸収し、次第に、リサーチの面でも成長してきている。地場証券会社の規模の拡大とリサーチ部門への人材投入は著しい。

シンガポールにおける日本の資産運用会社へのヒアリングからマレーシアやタイへの注文はシンガポールにある証券会社を通して注文する間接的ルートが縮小し、直接的な注文になっているとのことである。マレーシアやタイの証券会社が海外証券会社との資本・業務提携あるいは間接的關係から急速に成長していることがうかがえる。この背景として、海外投資家の活発なアジアへの投資姿勢があったのである。

7. おわりに

一口に機関投資家といってもその実態は多様である。証券市場にとって機関投資家化が評価されるためには条件が必要である。機関投資家は市場で取引される証券を効率的に評価できる能力をもっているということである。本稿で概観してきたシンガポール・マレーシア・タイにおいて、一般に機関投資家とよばれている金融

機関がこの条件を満たしている訳ではない。

たとえば、典型的な機関投資家とみられる投資信託(ユニット・トラスト、ミューチュアル・ファンド)が国営機関であり、新規発行株式が優先的に配分されている。国営機関投資家のウェイトが巨大であったり、年金基金から引き出して投資できる運用会社に制約があったりする。機関投資家の目的は最終投資家の利益最大化であるが、この目的を強調するあまり、正常な機関投資家間の競争が制限され、証券市場の機能を損なう危険があるかもしれない。証券市場の機能の1つは証券市場への資金供給者、すなわち、投資家の利益確保であるが、もう1つの機能は証券市場で決定される価格による資金配分である。機関投資家に期待されるのは、前者の機能以上に後者の機能を高めることにある。アジアの証券市場の機関投資家の今後の発展がそれぞれの市場の価値を左右することから、今後の動向が注目されよう。

注

- 1) Giorgio De Santis, "Asset Pricing and Portfolio Diversification: Evidence from Emerging Financial Markets," *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discussion Papers, 1993.
- 2) Linda Tesar and Ingrid Werner, "U. S. Equity Investment in Emerging Stock Markets," *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discussion Papers, 1993.
- 3) 第I部3節も参照。
- 4) B. Solnik, *International Investment*, 1994.
- 5) E. Han Kim and Vijay Singal, "Opening Up of Stock Markets by Emerging Economies: Effect on Portfolio Flows and Volatility of Stock Prices." *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discussion Papers, 1993.
- 6) 河合正弘+QUICK総合研究所アジア金融研究会『アジアの金融・資本市場』の8章から引用したもので、1990年から93年までの4年間の日別収益率が基礎データである。
- 7) "How Foreign Funds Invest Their Money",

Kuala Lumpur Stock Exchange, *Investors Digest*, Aug. 1996.

- 8) スクリプトレス・トレーディング銘柄以外の銘柄はローカル株を購入できるが、名義変更が行えない。また、スクリプトレス・トレーディング銘柄は外国人はローカル株を購入することができない。
- 9) M. Ariff and M. Asher and I. Thnne, "Singapore" Ian Thynne ed., *Corporatization, Divestment and the Public-Private Mix: Selected Country Studies*.
- 10) アジア投信研究グループ、「アジアの投資信託市場(その1)」『FUND MANAGEMENT』1995冬季号。
- 11) Monetary Authority of Singapore 1994/1995 *Annual Report*.
- 12) 年金基金の国債投資は1994年まで残高の70%を限度としていたが、1995年度に50%を限度とするよう改正があった。
- 13) Abdul Khalid Ibrahim, "Role of Unit Trusts in Mobilising Private Individual Savings, Al" Alim Ibrahim ed. *General National Savings Movement*, ISIS Malaysia 1994. 国営ユニット・トラストがプミプトラ資金の動員に効果があったと評価している。
- 14) Bank Negara Malaysia, *Annual Report*, 1995.
- 15) "The 1996 Guide to Thailand," *Euromoney* Sep. 1996による。

参考文献

- Monetary Authority of Singapore. *Annual Report*.
- Bank Negara Malaysia *Annual Report*.
- 50 *Years of the Bank of Thailand, 1942-1992*.
- Tan Chwee Huat, *Financial Markets and Institutions in Singapore*, Singapore University Press 1996.
- Bank Negara Malaysia, *Money and Banking in Malaysia : 35th Anniversary Edition 1959-1992*.
- Euromoney/Euromoney Research Division, *Asian Investment Survey*, 1993.
- 河合正弘, Quick 総合研究所アジア金融研究会『アジアの金融・資本市場』1996年5月。
- (武蔵大学教授・当所主査研究員)