

シンガポールの証券税制，証券規制

木村 由紀雄
古川 文久

要 旨

シンガポールの証券税制は、経済発展戦略と結びつけられていることが大きな特徴である。これは先進工業国を追うアジア諸国には共通しているが、特にシンガポールは国内市場の狭隘な島国であることを考慮し、オフショアとの関係に配慮した構造になっている。しかも、アジアの経済発展の先頭を切っていることから、最近では資本輸出国としての相貌も見せ始めている。

税制による経済活動へのインセンティブは木目細かな仕組みになっているが、証券税制もそれに見合った配慮がなされている。配当課税は所得への二重課税を排し、法人の投資活動を支援している。個人についても、証券投資が魅力を持つよう、様々な工夫がなされている。

シンガポールの証券市場はイギリスの伝統を踏襲し、証券取引所の自治が極めて強かった。しかし、不正取引などが目立つ一方、証券市場の国際化、情報技術の発展などがそうした伝統を許さなくなった。

過去四半世紀の間、いくつかの事件を契機にシンガポール証券市場の規制は大きな変貌を遂げた。今はMAS（通貨庁）が全面的に管理する市場になっているが、証券市場の自己規制も有効に作用しており、政府規制と自己規制がうまくかみ合ったシンガポール・モデルといえる仕組みを作り上げている。

86年に制定された新証券業法は、証券業界がその後の試練をくぐり抜けるのに役立った。証券業者がそれ以前と違って、破綻することなくその役割を果たしたからである。証券規制の焦点が証券業者の信用、経営基盤の強化に置かれてきた成果と考えられる。

業者規制の代表が免許制である。86年証券業法によって、免許の基準が細かく定められ、ハードルが高くなった。証券業者の財務内容に非常な注意が払われている。80年代までの混乱の原因がここにあるという判断からであろうが、その判断は正しかったといえよう。

目次

I. 証券税制の概要と特色	ポート
1. シンガポール税制の背景	4. 1986年証券業法の制定と証券業者の免許制について
2. 二法による税務インセンティブ	5. 1986年証券業法の構成
3. 証券税制の特色	6. 免許適用基準の規定
II. 証券規制の変遷と概要	7. 証券会社数の純資本額
1. 歴史的な背景と発展	8. CLOB インターナショナルの規制
2. 1973年の証券業法による規制	9. シンガポール・モデル?
3. パン・エレクトリック危機と経済委員会レ	

I. 証券税制の概要と特色

1. シンガポール税制の背景

シンガポールの証券税制は、もちろんシンガポールの税制全体の中で位置付けられなければならない。その税制はシンガポールの経済発展戦略を背景として作り上げられていることをまず、理解しておく必要がある。

シンガポールの税制は、旧宗主国イギリスのそれに学んでいるところが多いといわれる。多くの国々と同様に直接税と間接税に大別され、前者には法人所得税、個人所得税、遺産税、固定資産税、技能開発基金税、後者には印紙税、自動車税、物品税、ホテル及び飲食税、商品及びサービス税(消費税)、輸入税(関税)がある。なお、法人所得税、個人所得税は「The Income Tax Act」に一緒に規定されている。

シンガポールは天然資源に恵まれない、狭隘な島国であり、人口も少なく、国内市場は狭い。そこで、シンガポール政府は1965年のマレーシアからの分離独立以来、経済発展戦略として、工業化と輸出の促進、国際金融センターの中心になるという明確な目標を打ち出してきた。このため、外国からの投資を歓迎し、外資

が入って来やすい環境作りに注力してきた。

こうした姿勢は程度の差はあれ、先進工業国の後を追って経済発展を目指すアジア諸国に共通しているといえる。ただ、シンガポールの場合、アジアの中では経済発展のフロントランナーであることから、産業構造も一歩早く高度化が進んでおり、外資歓迎の中身が次第に変化してきていることを見落としてはならない。一言でいえば、産業の高付加価値化を目指し、研究開発、資本・技術集約型の投資を歓迎するようになってきた。製造業では、移転される技術の内容、技能者の訓練、研究開発活動の実施、付加価値のレベル、資本投資額などを吟味するようになっている。

経済発展の担い手としての企業に対する優遇と外資導入を促進するための具体策が、税務上の優遇措置である。税務上のインセンティブは主として、①所得税法②経済拡大奨励法(The Economic Expansion Incentives Act, 1967年制定)に規定されている。経済拡大奨励法はその後、改正が繰り返されてきたが、その中心の考え方は何ら変わっていない。

2. 二法による税務インセンティブ

法人に対しては、①事業所得②投資所得③資産所得④その他所得の性質を有する利得又は利

益, が課税対象となり, その税率は漸次引き下げられて, 現在26%, 将来さらに引き下げられることが明らかにされている。

そして, 前述の二法による事業上の税務インセンティブは, 以下のように多岐に亘る。

まず, 所得税法によって免税となる所得は次のようなものである。

- ・キャピタル・ゲイン
- ・資本的取引から生じる為替差益
- ・郵便貯金から生じる受取利息
- ・非居住者がシンガポール政府の認可銀行及び適格アジア・ダラー債から受け取った利息
- ・ACU (アジア通貨ユニット) を扱う金融機関及び認可証券会社の国際協調融資及び引受活動から生じた所得
- ・非居住者が金融機関の ACU 及び認可ファンドマネジャーにより運用されているファンドより稼得したオフショア所得
- ・シンガポール国籍船の運航から生じる所得及び当該所得からの受取配当
- ・認定国際海運会社の非シンガポール船籍船の運航から生じる所得及び当該所得からの受取配当
- ・SIMEX (シンガポール国際金融取引所) が先物取引から得た所得 (免税期間は15年)
- ・RAS (the Rubber Association of Singapore) 商品取引所の所得 (同5年間)
- ・認可ベンチャー企業が適格投資から得た所得

次のような所得は10%の軽減税率が適用される。

- ・金融機関が ACU 取引から得た適格オフショア所得
- ・オフショア・リスクに関わる保険あるいは再保険を取扱うことによって得た保険会社あるいは再保険会社の所得
- ・認可されたファンド・マネジャーが非居住投資家のファンド・マネジメントを行う場合, そこから得た所得
- ・SIMEX の会員が適格オフショア金取引及び金融先物取引, 石油先物取引を行うことによって得た所得
- ・認可証券会社が適格者とのシンガポールドル以外の有価証券取引から得た所得
- ・オペレーショナル・ヘッドクォーター (統括経営本部) と認可された会社が適格関係会社へのサービス提供から得た所得
- ・認可された石油取引業者が石油, 石油製品あるいは石油先物取引から得た所得
- ・認可された国際商品取引業者が一定の条件のもとで得た所得
- ・認可された信託会社が非シンガポール・ドル建て投資に関して非居住者に提供した特定の信託サービスから得た所得
- ・FTC (財政金融センター) によるファイナンスサービスにより生じた所得
- ・リース会社が機械その他の設備のオフショア・リース業務から得た所得
- ・認可された商品先物取引所の会員が特定の商品先物取引から得た所得
- ・美術品や骨董品を取扱う認可された業者の所得

これを見ると, シンガポール政府がどのような産業を発展させようとしているのか, 一目瞭然といえるようなリストである。特に島国であ

ることから、オフショアのビジネス活動に対して、きめ細かな対応をしていることが目につく。

次に、経済拡大奨励法は次のような企業や企業活動に対して免税あるいは所得税率軽減といった税務インセンティブを設けている。

- ・パイオニア企業 (Pioneer Industries)
- ・パイオニア・サービス企業 (Pioneer Service Companies)
- ・ポスト・パイオニア企業 (Post-Pioneer Companies)
- ・既存企業の拡大 (Expansion of Established Enterprises)
- ・拡大サービス企業 (Expanding Service Companies)
- ・輸出目的のための製造 (Production for Export)
- ・サービスの輸出 (Export of Services)
- ・国際貿易の奨励 (International Trade Incentives)
- ・生産設備のための外国借款 (Foreign Loans for Productive Equipment)
- ・ロイヤリティ、技術援助料及び開発分担金 (Royalties, Fees and Development Contributions)
- ・投資控除 (Investment Allowances)
- ・倉庫業及びサービス業奨励 (Warehousing and Servicing Incentives)
- ・国際コンサルタントサービス (International Consultancy Services)
- ・新テクノロジー企業への投資 (Investment in New Technology Companies)
- ・海外投資及びベンチャーキャピタルへの奨励 (Overseas Investment and Venture Capital Incentives)

- ・海外進出企業への奨励 (Overseas Enterprise Incentives)
- ・適格投資会社への奨励 (Eligible Investment Company Incentives)

以上のように耳慣れない言葉が多いが、パイオニア製品とは「その産業がシンガポールの経済的ニーズを満たすほど発展しておらず、将来性がある」と判断されたものである。パイオニア製品の製造を希望する企業は主務大臣にパイオニア企業としての承認を申請する。

パイオニア企業と認定された企業の特定の製品は、パイオニア製品と認定され、パイオニア証明書が発行される。パイオニア製品の取引から得た所得は5年以上10年以下の免税期間が認められるのである。

パイオニア・サービス企業とは、技術的専門的なサービス、コンピュータ関連サービス、工業デザインの開発や制作など高度なサービス業を営む企業が申請し、主務大臣が認定すれば、やはり所得に対し免税期間が認められる。

ポスト・パイオニア企業とは、免税期間の終了したパイオニア企業、パイオニア・サービス企業が申請し、認定されると、さらに軽減税率が適用されるというものである。

また、シンガポールでは会計上の減価償却と税務上の減価償却は完全に切り離されている。会計上の減価償却費は税務上の課税所得計算上、損金として認められず、これに代わって特定の固定資産に対しては税法所定の償却費 (Capital Allowance) を損金に算入することが認められる。具体的には産業用建物及び構築物、機械及び設備、プランテーション業に係わる資本的支出、鉱山に係わる資本的支出である。この面からの企業優遇も大きい。

3. 証券税制の特色

次に、証券税制を整理してみたい。証券税制とは、「証券から生ずる収益その他証券に対して課される税に関する制度」（日本証券経済研究所編『現代証券事典』）である。それを区分すると、「①証券の保有に係わる収益（利子、配当等）に対する税、②証券の譲渡による収益（キャピタル・ゲイン）に対する税、③証券の譲渡、移転行為に対する税が中心的」（同）といえる。さらに、「証券の作成に課される印紙税、株券等の発行に関連して必要になる登記について課される登録免許税、証券取引の委託等に伴う手数料等サービス提供の対価に課される消費税、また、相続税等の資産税も資産の中に証券が含まれると対象になろう。

まず、シンガポールではキャピタルゲインは非課税である。所得税法は「所得」に課税し、「資本取引利益」には課税しないと規定している。したがって、有価証券だけでなく、不動産、ゴルフ会員権などについてもキャピタルゲインは課税されない。

利子課税については、まず法人に対しては利子所得に他の所得と同様に26%の税率が課せられる。ただし、ACU預金、シンガポールの銀行への定期預金、CDの利子は非課税である。また、個人に対しては利子所得は総合課税となるため、他の所得と合算した上で、課税されることになる（税率は所得に応じた累進税率2.0%~28%が適用される。ただ、郵便貯金の利子は非課税である。また、マルユー制度のような個人貯蓄の優遇制度はない。日本の居住者（法人、個人）が受け取る利子は、日本・シンガポール租税条約により漸次、引き下げられ、現在の税率は10%となっている。

配当課税については、シンガポールは源泉控除制度（Imputation System）を採用し、税引後利益からの配当金は追加課税されことなく支払われる、すなわち二重課税が排除される仕組みにしている。具体的には、配当金の受取人＝株主は正味受取配当金に源泉控除相当額を加算した金額が課税対象所得となる。しかし、配当を支払った法人が既に支払った法人所得税相当額＝源泉控除額は自動的に受取人＝株主側でも同額の税額控除が認められ（控除しきれない場合は還付される）、二重課税にはならない。

配当を受け取る株主が法人である場合、他の所得と同様にグロス配当額に対し26%の課税が行われるが、源泉控除額の税額控除が認められているから、実際には法人所得税の追加支払いはない。配当財源に対しては課税は一回限りである。

株主が個人の場合は、配当に係わる所得税の負担率はその個人に適用される累進税率（2.0~28%）と同率になる。配当支払い法人は27%の源泉控除を行っているが、個人の実効税率との差額は配当所得以外の所得にかかる所得税と相殺されるか、相殺しきれない場合は還付される。結果的には配当所得については、その個人に適用される累進税率によって最終的に精算され、配当財源に対する二重課税は排除される。

配当課税については、さらに①国外所得を源泉とする配当金支払いと課税の問題②企業が外国で支払った税金との二重課税を排除する外国税額控除の問題がある。

①については、国外所得を源泉とする免税配当の規定を設け、これらの配当に対しては源泉控除の規定を適用しないことになっている。これによって、企業は国内での所得残高に関係な

く、配当が可能である。これはシンガポールが資本輸出国としても成長して行くことを睨んだ措置である。

②については、課税所得概念を全世界所得ではなく、シンガポールから生じる、または稼得する所得のみを対象とし、外国所得はシンガポールに送金される場合に限り、課税所得とする、地域限定的な考え方をとっている。したがって、外国税額控除は英連邦諸国に対しては片務的外国税額控除（租税条約の有無に係わらず、一方的に外国税額控除を認める）を認めているが、原則的に租税条約を結んだ国との間でのみ認められる。しかし、最近では片務的外国税額控除の適用範囲を広げてきた。

特に、「受取配当金に係る片務的外国税額控除」は、シンガポールが租税条約を締結していない国からの配当金の送金を企図している。これも資本輸出国への仲間入りを果たしつつあることの反映といえよう。

また、一定の取引に係る書類には、印紙税が課せられる。ところが、社債には印紙税がかかるが、株券は免税である。その他、多くの取引書類が実際は免税となっている。

シンガポールの証券税制は法人に焦点を当て、その発展に多くを配慮した構造になっているのが特色である。しかも、発展段階、成長段階に応じて巧みに変貌を遂げていることが注目されよう。

II. 証券規制の変遷と概要

1. 歴史的な背景と発展

シンガポールの証券取引所は歴史的な理由によって、マレーシアのそれと1つの証券取引所

として始まった。そして、1965年にシンガポールがマレーシアから独立した後も、1つの取引所として存在し、その後数年間はシンガポールとクアラルンプールの2つのトレーディング・フロアを持つ1つの取引所として機能した。

1973年に両国の通貨の相互交換が廃止された時に、両取引所は法的に2つの取引所になった。それにもかかわらず、両取引所間では企業の重複上場が続けられた。最終的に分離し終わったのは、1990年1月2日に重複上場が廃止された時である。

シンガポールの証券取引所はASEAN諸国の中でも、最古の歴史を誇り、宗主国イギリスにならって、全面的な自治を確立していた。しかし、証券取引を巡る不正、株価操作、インサイダー取引などが跡を断たず、国際金融センターたらしめるためには、法的な規制が必要との話は早くからあった。具体的には1969年のフェリス・レポートがシンガポールの証券市場の規制問題の起源となっていると考えられる。

フェリスは当時、ニューヨーク証券取引所の理事で、シンガポール政府の要請に応じて、シンガポール、マレーシアの証券市場を調査して、レポートを作成した。この中で、証券規制の必要性が強調された。

これを受ける形で、シンガポールでは1970年にいったん証券業法が制定されたが、マレーシアとの調整がうまく行かず、施行されないままに終わった。その後、株式ブームとその反動を経験した1973年に最初の証券業法が制定された。

2. 1973年の証券業法による規制

1973年証券業法による法的な規制の枠組みは、タン・ベン・テン博士によって（『シンガ

ポールとマレーシアの証券規制』適切に要約されている。すなわち、「証券市場には、証券取引所と政府の二重の規制がある。まず、証券取引所の自己規制。これは会員定款や規則、正則や準則、上場マニュアルや企業の開示政策などに基づくもの。そして、もう一つは政府の規制である。

政府の規制は証券業法に基づき、特に以下の分野に係わる。

- ①証券取引所の設立には政府の認可が必要。
- ②証券取引所のルール作りには同じく政府の認可が必要。
- ③ディーラーと投資顧問業者、及び各代理人は免許を要求される。
- ④証券ディーラーは監査を受ける信託勘定を含む適切な勘定を維持することを要求される。
- ⑤ディーラーと投資顧問業者、及び各代理人、金融ジャーナリストは、彼らが利害関係を持つ証券の登録をすることを要求される。
- ⑥証券取引所の設立した信託基金（会員証券会社などの瑕疵保険）の規定。
- ⑦虚偽取引、馴れ合い相場の形成、インサイダー取引、市場操縦などの不正な取引、そして、その他の詐欺的な行為は明確に証券業法で禁止されている」。

1973年証券業法の下で、シンガポール証券取引所（SES）は、73年5月から業務を開始した。73年証券業法の主な条項は、オーストラリアの証券法、特にビクトリア州の証券法から採用されていた。73年証券業法は大蔵大臣が責任を持って、シンガポール証券市場の業務の枠組みを決めるものであった。当初はROC（企業登記官）の手で管理運営されたが、その後、1984年に法規の管理運営はMAS（通貨庁）に移された。

MASは1971年に設立された中央銀行（発券業務を除く）に相当する機関で、外国為替市場、金融市場、金融機関、証券取引所、先物取引所などの許認可行政について、一元的に管理している。

しかし、シンガポールの証券法規は、ROCが証券業法を管理運営している間は実際上、何年間も変わらなかった。能力不足もあって、ROCの役割は市場参加者に免許を与えることが中心となっていた。証券市場を調査したり、取り締まったりすることに力を注いだケースは、最小限に止まった。

したがって、73年証券業法の下でも、これらの業務は、ほぼ完全にSESに残されたといえる。SESは証券市場や自己規制の枠組みの下にある取引所会員を規制し続けたのである。

MASは1973年証券業法の管理運営を継承すると、現存する規制の不適切性や証券業界の問題点を理解するようになった。そして、85年次に新たな証券法案を準備し、様々な規制を改革しようと試みた。MASは証券業界と意思疎通を図りながら、理解を求めた。しかし、証券業界は証券業法の改革の必要性を全く感じていなかったため、MASが提案した改革に強い反対の意思を表明したのである。証券業界は自己規制の制度は満足できるものであり、変更の必要性はないと信じていたからである。

3. パン・エレクトリック危機と経済委員会レポート

しかし、1985年12月に発生した事件によって、環境は一変してしまった。事件とはパン・エレクトリック・インダストリー社（PE社）という企業の倒産であった。

この会社は傘下に海事サルベージ、不動産、

ホテルなど60社を擁する一大コングロマリットであったが、証券業にも進出していた。85年はシンガポール経済が建国以来、最悪の不況に見舞われた年であったが、PE社の業績も急速に悪化していた。倒産の直接的なきっかけは、同社の株式先物購入契約を巡ってトラブルが発生し、債務不履行に陥ったことであった。

このたった1社の倒産により、シンガポールの証券業界は史上最悪の危機に苦しめられることになった。シンガポールとマレーシアの証券取引所の立ち会いは、3日間もストップし、地方の6つの証券会社が倒産に追い込まれたのである。

PE社危機は証券会社の過少資本、過剰取引、不十分なインフラ体制（特にいくつかの会社のバックオフィスなどの支援体制）といった証券業界の経営上の問題点にスポットを当てることになった。同時に、この事件は証券取引所の規則や証券規制、1973年証券業法がはなはだしく不完全で、不十分であることをさらけ出した。

この背景には、1970～80年代にかけて、世界の資本市場やビジネス環境における規制緩和を引き金として、世界経済、アジア経済の著しい成長と金融・証券市場に劇的な変化をもたらされたことがある。シンガポールの証券市場はそうした変化に十分対応できる体制を整えていなかった。その結末はシンガポールの証券業界を法令によって規制する機関を強化するなど、規制を幅広く改めることであった。

前述したように、1985年はシンガポールの経済史上、かつてない不況の年となったが、その結果、経済成長率は初めてマイナスに陥った。マイナス成長の理由が国内要因であったことは、政府主導の経済運営によって高成長を続

け、「アジアの奇跡」をリードしてきたという自負の強いシンガポール政府には、大きな衝撃であった。

政府は経済戦略の再検討のため、政労使の指導者からなる経済委員会を設置し、政策勧告をさせた。その報告書の中で、シンガポールの証券規制の問題点が、シンガポールが第一級の国際金融センターとして発展する上で直面している2つの大きな挑戦として、要約されている。

①第1は世界的にそれぞれの国内の金融市場を規制緩和しようとする動きである。銀行が係わるような業務は、より規制の少ない金融システムとして公的に認められること。そして、それは洗練された金融テクノロジーに支えられて、金融資源の配分を国の内外を問わず効率的に推進するものでなければならない。

②第2は資本市場と貸出市場の統合に伴って、債券市場が拡大していることである。これには3つの要因がある。1つは、国際的な負債問題が流動性を重視する方向を強めていることであり、2つ目は、規制緩和で最終投資家と資金の借り手が直接アクセスできるようになったことである。さらに、情報技術の進歩によって、国境を越えた証券市場のリンクが加速していることである。

特に、情報技術の問題は重要である。最近の情報技術は、資本市場のグローバリゼーションという概念をはっきりと目にみえるものにしてきた。したがって、問題は現在、規制があるかどうかではなく、今後、規制の枠組みをどう作っていくかにある。簡単にいえば、問題は自己規制か政府の規制か、両者の中間なのか、ということである。

4. 1986年証券業法の制定と証券業者の免許規制について

1973年証券業法に代わって登場したのが1986年の証券業法である。これはアメリカの証券法を模範としており、非常によく似てはいるが、証券業務をコントロールするため、一段ときびしい条項を備えている。業務管理規定には、証券会社は認められた業務の範囲内では、自由に活動してよいとの保証が含まれている。規制システムの全般的な改訂の中で、SESの皮袋も新しくなって、SES委員会の構成も一般投資家や発行企業の利益を守るために、一般の代表者を参加させるように変更された。

SES委員会はかつては専ら証券会社の会員で構成されていた。委員会のメンバーには投資家や発行体といった、証券会社以外の他の団体の利益代表者は誰も入っていなかった。多分、証券会社は、自分の利益に心を奪われてしまい、一方、SESは規制するという責任を十分に果たさなかった。結果として、証券業界は過少資本のまま、商売の手をあまりにも広げ過ぎた。

そうした中で、前にも述べたパン・エレクトロニック社(PE社)事件が起こり、取引所会員の証券業者の多くは、経営危機に陥ったのである。

こうした証券会社の経営危機は、シンガポールの4大銀行(Development Bank of Singapore, Overseas Chinese Banking Corporation, United Overseas Bank, Overseas Union Bank)からの1.8億ドルの支援により救済された。その後、4大銀行や外国金融機関による証券取引所会員証券会社に対する出資が認められた。これはシンガポールで銀行

が証券業務へ進出する契機となったものであった。

これに伴い、シンガポール政府は証券会社の経営基盤の強化を図るために、証券会社に対する監督・規制を強化するなど制度改革を実行した。実は、MASは金融機関に対する全面的な監督権を与えられていたが、証券会社に対しては実際には証券取引所の自主性が尊重され続けており、監督権を行使することはなかった。しかし、この改革により証券取引所の自主的な運営体制は崩壊した。具体的には73年に成立した証券業法を改正し、86年3月に新証券業法が施行された。しかし、具体的な規定は同年8月15日に制定された「証券業規則」に委ねられていた。

5. 1986年証券業法の構成

86年証券業法は全10章で構成されており、総条文数は118条となっている。全10章の章別構成は、第1章 前章(1条~4条)、第2章 第1節総則(5条~13条)、第2節証券業協議会(14条)、第3章 証券取引所(15条~22条)、第4章 第1節証券業者、投資顧問業者とその代理人(23条~39条)、第2節免許証券業者(40条)、第5章 証券利害関係人名簿(41条~47条)、第6章 証券業の行為(48条~55条)、第7章 第1節会計 証券取扱人(56条~61条)、第2節会計 投資顧問業者(62条~68条)、第3節監査(69条~73条)、第8章 信託基金(74条~96条)、第9章 第1節証券取引所(97条~105条)、第2節雑則(106条~118条)から成っている。

また、1986年証券業規則は全65条と25の書式から成っている。

86年証券業法及び証券業規則の規定と73年証券業法との相違をみてみよう。73年証券業法では、証券登記官を証券会社の監督機関としていたが、86年証券業法はMASを新しい監督機関と定めており、また、MASはSES委員会のメンバー、投資顧問業者やその関係者に対する監督機関でもある。

また、証券取引における禁止行為としては、虚偽の取引、不正手段による市場取引、証券市場操縦、虚偽あるいは誤解を与える陳述等、詐欺的勧誘の他に内部者による証券取引が追加されており、禁止行為に対しての罰則規定は5万シンガポール・ドル（以下、ドルと省略。法人の場合は10万ドル）以下の罰金や7年以下の懲役またはその併科に処せられる。

さらに、MASは証券業者、投資顧問業者、その関係者に対して免許を与える権限を持つことになった。証券業者の免許期間は、1年間であり、満期日の1ヵ月前より更新の申請ができる。免許申請時には10万ドルの供託金をMASに預けることになっている。MASには免許の保有者の氏名及び所在地等が記載されている登記簿の保管が義務付けられている。

免許申請者が破産者であったり、3ヵ月以上の禁固刑の判決を受けた者等である場合には、免許は与えられない。

6. 免許適用基準の規定

86年証券業法では証券業者に免許を与える条件として、証券業者の最低限の財政基盤を定めていることが注目される。これは具体的には証券業規則に定められている。

免許基準として財政基盤を重視するのは、証券業者の資本と経営の安定化を求めているからである。86年証券業法と証券業規則の中に定め

られた内容をみてみよう。

まず、第1に資本面についての規則では、証券取引所の会員証券会社の授権資本を最低3,000万ドルとし、非会員証券業者の授権資本、払込資本を共に最低200万ドルとしている。会員証券会社の免許基準として、4週間連続して負債総計が調整済み純資本額の800%を超えるか、もしくは調整済み純資本額が800万ドル以下となった時には失効する。

しかし、この前段階として負債総計が調整済み純資本額の600%を超えるか、もしくは調整済み純資本額が1,000万ドル以下になった時には直ちに、遅くとも翌営業日まではMASと証券取引所に報告しなければならず、この状況が5営業日連続した場合には会員証券会社は証券取引所委員会の管理下に置かれる。そして、貸借対照表、調整済み純資本額を証券業規則の書式22にしたがって作成し、負債総計が調整済み純資本額の600%以下になり、調整済み純資本額が8週間連続して1,000万ドルを越えるまで、毎週MASと証券取引所に提出させられる。MASに対しては週末から定められた日までは提出しなければならない。

非会員証券業者の免許基準は、会員証券業者よりやや緩やかになっている。すなわち、調整済み純資本額が4週間連続して25万ドル以下になったら失効する。しかし、その前段階として調整済み資本額が40万ドル以下になった場合には翌営業日までにMASに報告しなければならない。この状況が5営業日連続した場合には、非会員証券業者はMASの管理下に置かれる。そして、貸借対照表、調整済み純資本額を証券業規則の書式23に従って作成し、調整済み純資本額が8週間連続して40万ドルを越えるまで、毎週定められた日までにMASに提出しなけれ

ばならない。

第2に会員証券会社による取締役に対する無担保融資や前貸金は、合計で5,000ドルを超えることが禁止され、役員や従業員に対する無担保融資や前貸金はそれぞれの年間報酬を超えることも禁止されている。

第3に信用供与額に関しては、会員証券会社は一顧客に対して3カ月の平均調整済み純資本額の20%を越えることを禁止している。

第4に担保受入れにおける制限としては、会員会社は1銘柄の証券をそれがシンガポール証券取引所のメインボードに上場されている場合には、調整済み純資本額の300%、他に上場されている場合には調整済み純資本額の100%、非上場の場合（ただし、シンガポール証券取引所あるいはその子会社やMASの承認した会社の発行したものを除く）は、調整済み純資本額の10%を越えて担保として受入れてはならないことになっている。

第5に会員証券会社による自己の計算に基づく投資についても規定がある。会員証券会社は調整済み純資本額が7,500万ドル以上は平均調整済み純資本額の300%、7,500万ドル未満は平均調整済み純資本額の150%を越えて、自己の計算に基づく証券投資をしてはならないことになっている。

第6に会員証券会社は準備金の積立て義務がある。払込済み資本金が3,000万ドル以上の場合には準備金が払込済み資本金の50%になるまで毎年の税引後の純利益の30%を、払込済み資本金の50%以上100%以下になったら、純利益の20%を、払込済み資本金の100%以上になったら、純利益の10%を積立てなければならない。払込済み資本金が3,000万ドル未満の場合には、毎年の税引後の純利益の50%以上を積立

てなければならない。

しかし、このまま無限に積み立てるわけではなく、会員証券会社の準備金が営業上、適切になったとMASが判断した場合には準備金の積立義務を免除することもあるとしている。

第7に顧客との信用取引にも規定が定められ、会員証券会社は顧客が買い付けた株式の時価総額の30%以上の証拠金を徴収しなければならないとしている。

会員証券会社は4半期毎に資産と負債の表、調整済み純資産と総負債の表を規定の書式で作成し、MASの指定した日までにMASに提出しなければならない。また、非会員証券会社は半期毎に資産と負債の表、調整済み純資産と総負債の表を規定の書式で作成し、MASの指定した日までにMASに提出しなければならない。

これらの規則に違反した者は、5,000ドル以下の罰金に処せられるという罰則も定められている。

7. 証券会社数と純資本額

シンガポールの証券業者の数は、97年3月現在で89社（96年3月末82社）となっており、内訳としては証券取引所会員会社数は33社（同33社）で、証券取引所非会員会社数は56社（同49社）となっている。

証券業者の96年12月末現在の資本状況をみると、証券取引所会員会社の調整済み純資本額は26億2,500万ドル（95年12月末25億1,800万ドル）、授權資本額は28億9,500万ドル（同27億2,600万ドル）、総資産は53億1,200万ドル（同61億5,300万ドル）となっている。

証券取引所非会員会社の調整済み純資本額は2億3,500万ドル（同2億5,600万ドル）、授權資本額は3億1,600万ドル（同3億2,800万ドル）

ル)、総資本78億900万ドル(同48億3,500万ドル)となっている。

このように免許の基準は証券会社の財務内容に重点が置かれている。これまでの苦い経験から、証券市場の混乱回避、危機管理のためには、まず証券会社への信頼がポイントになるという判断があるためであろう。そして、この改正証券業法は1987年10月の最初のテストを見事にクリアし、ほぼ満足の行くものであることを証明した。シンガポール証券市場はブラック・マンデーによって相当な打撃を被ったにもかかわらず、SESの会員証券会社の中に金融的苦境に立たされた証券会社はなかったからである。

さらに、1989年の世界的な証券市場の暴落時にも、証券市場は秩序を保ち、SESの会員会社はどれもデフォルトを起こさなかった。

8. CLOB インターナショナルの規制

1986年証券業法が動き始めてから、SESが経験した大きな変化はKLSE(クアラルンプール証券取引所)との分割であった。そして、外国株専門の市場としてCLOB(Central Limit Order Book)インターナショナルが作られた。SESはそうした証券取引のためのインフラを供給する責任を立派に果たしたといえよう。CLOBインターナショナルは最終的にはアジア太平洋諸国を代表する地域的なOTC市場になることが予想されている。そこには既にマレーシア、香港、フィリピンなどの企業が上場されている。

1990年1月2日まではKLSEとSESは、お互いの証券取引所の上場制度を認めてきた。2つの取引所の暗黙の政策は、企業が設立された国の取引所がホーム取引所として中心的に管理

するというものであった。一般への情報公開は、1つの取引所に企業情報などが提出されると、当該企業の株式流通の秩序を確保するため、同時にもう1つの取引所にも情報が提供される形をとった。

両取引所にとって、十分なディスクロージャーとタイムリーな情報の流布は、各取引所の政策が効率よく機能するための基本である。

1990年の始め、マレーシアとシンガポールの両市場に重複上場していた企業は、相手の市場から上場を外された。この結果、シンガポールにはCLOBインターナショナルがマレーシアやアジア地域の株式取引を容易にするために設立された。しかし、SESはコンピュータシステムを利用する外国企業の株式取引については、何らの監督権限も持っていない。また、SESはシンガポールの投資家に対して、そのような企業の十分かつタイムリーな情報の開示を確実に行なわせることができなかった。SESは証券取引の機能を提供しただけで、道を外れた外国企業に対して、規則や規制を課すことはできなかったのである。

ビジネス・スタンダードからみて受け入れられる範囲内に自らの行動を律することができない外国企業に対して、SESが唯一できた制裁はそうした企業をCLOBインターナショナルから外すことであった。買い手がリスクを負うという原則は、あらゆる証券取引において最も優れたものだが、CLOBインターナショナルで証券取引を行う投資家は、この原則に注意を払うほかはないのである。

9. シンガポール・モデル?

証券業界を法律で規制するようになるのは、株式市場に発生した悲惨な事件が契機になるこ

とが多い。これは各国に共通した経験であるように、シンガポールも例外ではなかった。1985年に前述のように、証券業法は強化され、監督機関にはより多くの力が名実ともに与えられた。しかし、同時に政府の規制と自己規制が証券市場の規制として、いぜん車の両輪であることは変わらないのである。

シンガポールの経験からすると、2つの規制の形態はお互いに排他的なものではない。実際、シンガポールの規制の枠組みは、経験と自己規制がミックスされたシンガポール・モデルとして、もっと顕彰されてよいように思われる。

シンガポール・モデルは、アメリカのそれとは大きく異なっている。アメリカではSECは独立機関ではあるが、強力な法的な権力を付与された準司法機関である。これはシンガポールとの大きな違いである。

規制の基盤は法的、経済的、社会的なものであり、そして、大部分は道徳の問題になってくる。すなわち、市場の欠陥、ディスクロージャーの要求、投資家保護、価格の透明性、市場の誠実さ、株式ブローカーの受託者責任と誠実さといったように。

市場の誠実さの問題は、シンガポールの証券業法の中でも強調されており、インサイダー取引や市場の操作を取り除くことが求められている。簡単にいえば、国内投資家と外国投資家が同等の立場で動ける市場を確保する必要があると、規制当局は認識している。

資本市場の統合化と国際化の潮流の中で、政府もまたそのような活動の規制と自由化を引き出すこととのバランスをとらなければならない。最も重要な問題は、規制が排他的ではないとしても、依然ドメスティックなものであるに

もかわらず、市場がグローバル化していることである。国家主権の問題と国際金融の安定性と統合性の問題は、常に向き合っている。国内市場が国境によって、外からの衝撃を和らげてもらう時代は去った。規制すべき状況も変化しなければならないのである。

97年後半に、突如としてアジア諸国を襲った金融危機に対しても、シンガポールは相対的に打撃が小さかった。しかし、政府は金融制度再検討委員会を設置し、企業金融、証券取引所、銀行情報公開基準などの問題を検討してきた。そして、証券取引規制については、ディスクロージャーに重点を置く方向に改めるという報告書をまとめた。監督機関中心から投資家の自己責任中心へのシフトであるといえる。

今日のシンガポールでは、法規や規制機関のあり方は他の主要市場と一致するようにしなければならない。しかし、要求される国際協調のレベルは、望ましいというだけでなく、実際のビジネスの問題として考慮されなければならない。

この点、シンガポールは実用主義的に行動していると評価されよう。シンガポールの規制の状況について、最も考慮すべきことは、地域の金融サービスのために資金の管理や分配センターになって第一級の国際金融センターという国家のイメージを高める目標が明確であることである。

先の経済委員会の報告書の言葉を借りれば、シンガポールはリスク管理、ファンド管理、資本市場という点で、「アジアのスイス」たらんとしているのである。政府は、特にMASは他の法的機関とともに、証券業界と協力して、前向きな役割を演じたいと願っている。規制はこの国家的な目標に到達するために、じゃまにな

るのではなく、励みになるものと考えられている。

参考文献

Singapore Securities Industry Act
SECURITIES INDUSTRY REGULATIONS
The Monetary Authority of Singapore Annual Report 1997.

鑑査法人トーマツ編『シンガポールの税制と投資』, 1994年。

ピートマーウィック編『シンガポールの税制』, 1994年。

日興リサーチセンター編『アジア金融・証券市場の見方』, 1990年, 東洋経済新報社。

杉江雅彦編『アジア NIEs の金融・証券市場』,

1991年, 晃洋書房。

呉 明珊 編『アジア諸国の金融・証券市場』, 1992年, 日本経済評論社。

安田 信之「パン・エル社事件と新シンガポール証券業法」『証券研究』Vol. 82, 日本証券経済研究所。

Singapore Academy of Law『The Regulation of Financial and Capital Market』, 1991.

濱田博男編『アジアの証券市場』, 1993年, 東京大学出版会。

(財)国際金融情報センター編『世界の金融・資本市場』, 1995年, 金融財政事情研究会。

(木村由紀雄 和光経済研究所ベンチャー企業調査部長)

(古川文久 だいこう証券ビジネス企画開発部)