

マレーシアの金融発展と貯蓄動員政策*

—銀行・年金基金・投資信託の役割—

首 藤 恵

要 旨

東アジア諸国の中でもマレーシアのユニークさは、独立後の比較的早い時期から成長のための「貯蓄基盤の確立」と社会的安定のための「所得分配と資本所有の平等」を明確な政策目的として、国内金融制度構築に着手した点にある。1960年代には銀行ネットワークの全国展開をベースとした「自発的貯蓄」と、被雇用者年金基金など社会保障基金をベースにした「強制貯蓄」を2つの柱とする貯蓄動員機構を整備し、1970年代に入って驚異的な貯蓄率の上昇とブミプトラ（マレー人）の社会的地位の向上に成功した。

1980年代から展開された公営企業の民営化と資本市場の育成政策も、成長のための自由化の過程で懸念される所得分配と資本所有の不平等化を考慮した、「コントロールされた自由化」であった。国営投資信託会社が設立され、金融機関の店舗を通じてブミプトラ向け優遇ファンドが売り出されて、広く全国規模での零細貯蓄の動員と資本所有の分散に大きな貢献を果たし、同時に民営化の受け皿として利用された。

すなわち、補完的な貯蓄動員ルートの形成と貯蓄インセンティブの提供を巧みに組み合わせた貯蓄動員政策が、持続的成長と社会的安定を同時に実現する鍵であった。金融発展プロセスにおける「効率と安定のトレード・オフ」が途上国の直面する最大の課題であることを考えれば、長期的視点から社会的安定を成長の前提条件として認識し、そのコストをあえて負った多民族国家マレーシアの選択は、金融制度構築の面で注目すべきものであろう。

ところが、政府主導型から民間主導型へと成長政策が転換し、金融グローバル

*本論では、一橋大学経済研究所中核的拠点形成プロジェクトの一環として収集した基礎データを用いている。本論作成の過程で、寺西重郎教授をはじめ同プロジェクト金融班の諸氏から有益なコメントを頂いた。本論作成に際して行った現地調査は、社団法人信託協会の1997年度信託研究奨励金の援助を受けた。また、銀行マイクロ・データの入手の際には、富士通総研経済研究所の村上美智子氏から多大な協力を得た。記して感謝したい。ただし、本論のありうべき誤りは、すべて筆者に帰すことは言うまでもない。

化が進むなかで成長のための外資依存度を強めるにしたがい、従来の金融システムがかかえる矛盾と環境変化への不適合が明らかとなってきた。国内銀行育成のために講じられた各種優遇措置と競争制限措置は、寡占的市場構造と銀行経営の非効率化を生み出し、長期にわたって政策金融の原資を提供してきた年金基金は、強制貯蓄機構としての機能と社会保障機能との矛盾に直面するようになった。国営投資信託もまた、資本所有の社会的平等を重視したスキームが採用されてきたために、投資機関として果たすべきリスク分散機能は低いという問題を抱えている。マレーシアの金融システムがもつ強さと弱さを明らかにすることは、金融制度構築の視点から東アジア型金融発展を評価する上で、興味深い論点の1つと考える。

社会的安定は、持続的成長の前提条件である。だが、1990年代に入って、社会的安定のコストは相対的に高まり、経済効率と社会的安定について新たなバランスの選択に迫られている。1997年夏に始まる金融通貨危機と政治的不安定は、効率と安定のバランスの選択をいっそう難しいものとしている。マレーシアにおいて、社会政策の転換と金融部門の構造転換は、コインの両面である。

目 次

- | | |
|---|--|
| <p>I. はじめに</p> <p>II. 金融制度改革と資金フロー</p> <p> 1. 金融仲介システムの特徴</p> <p> 2. 国内貯蓄の動向</p> <p> 3. 家計貯蓄の構成要素</p> <p> 4. 政府貯蓄の構成要素</p> <p>III. 貯蓄動員機構としての国内銀行部門</p> <p> 1. 国内商業銀行の育成
 ——競争制限的規制と全国展開の支援——</p> <p> 2. レントの保証とフランチャイズ効果
 ——規模拡大のインセンティブ——</p> | <p>3. 銀行の拡張競争とモラル・ハザード</p> <p>IV. 強制貯蓄機構としての年金基金</p> <p> 1. 貯蓄手段としての被雇用者年金基金</p> <p> 2. 強制貯蓄機能と社会保障機能の矛盾</p> <p>V. 国営投資信託と資産管理産業の振興</p> <p> 1. 国営投資信託とプミプトラ政策</p> <p> 2. 資本市場の整備と国営投資信託の改革</p> <p> 3. ファンド・マネージメント産業の振興</p> <p>VI. プミプトラ政策の転換と国内銀行主導型システムからの脱却——むすび</p> |
|---|--|

I. はじめに

東アジア諸国の中でもマレーシアのユニークさは、独立後の比較的早い時期から成長のための「貯蓄基盤の確立」と社会的安定のための「所得分配と資産保有の平等」を明確な政策目

的として、国内金融制度構築に着手した点にある。本論の目的は、マレーシアの金融発展における貯蓄動員政策に焦点を当て、銀行、年金基金、投資信託の補完的役割を重視した金融制度構築を評価し、金融自由化と対外開放に際して金融システムが直面する課題を明らかにすることにある。

本論の構成は次の通りである。Ⅱ節では金融制度と資金フローの特徴について概観する。Ⅲ節では、貯蓄動員機構としての銀行部門の役割に注目し、広範な貯蓄動員インセンティブの供与と貯蓄意欲の植え付けを目的とする国内銀行育成政策の意義と問題点について論じる。Ⅳ節では、被雇用者年金に注目し、強制貯蓄機構としての機能と社会保障制度としての機能との間で矛盾が広がりつつあることを明らかにする。

V節では、資本市場育成との関連で注目すべき、ファンド・マネージメント産業の振興政策を採り上げる。1980年代に資本所有の分散と投資教育を目的に導入され急成長した国営投資信託スキームに注目し、資本市場を介した投資機関としての限界を指摘すると同時に、年金基金と民営投資信託を核とするファンド・マネージメント産業の成長が、長期資金動員の新たな手段であることを論じる。Ⅵ節では、結びとして、金融自由化と対外市場開放を前提とする金融改革の方向性を示したい。

国内金融システムの強化は、金融自由化と対外市場開放の前提条件である。投資信託や年金基金が政策金融の手段から機関投資家へ変貌することは、将来の資本市場の動向を決定する鍵であるだけでない。銀行部門の競争促進の鍵でもある。銀行部門の競争促進による金融仲介の効率化と、内外長期資金動員とリスク投資の場としての安定的に機能する証券市場の基盤整備が急がれなくてはならない。

Ⅱ. 金融制度改革と資金フロー

1. 金融仲介システムの特徴

マレーシアでは、1959年に中央銀行（Bank

Negara Malaysia）が設立されると同時に、中央銀行主導の金融制度構築が開始された。そのプロセスを要約すれば、①輸入代替工業化を支えるための低金利政策と国内銀行部門の育成（1960年代）、③輸出促進工業化への転換とプミプトラ優先政策を実現するための金融部門への公的介入の強化（1970年代）、④公営企業による重工業計画と財政危機・銀行経営危機への対処（1980年代前半）、⑤民間主導型成長への転換と対応する金融規制の再構築（1980年代後半）、⑥外資導入のための資本市場の基盤強化と対外開放への準備（1990年代初め）、の6つの段階に分けることができる。

1970年に、貧困撲滅による国家統一を国是とし、それを実現する手段として新経済政策（the New Economic Policy : NEP）が導入されて、マレー人優先政策（プミプトラ政策）が本格化した。後で触れるように、GNP成長率と1人当たり所得のいずれの指標で見ても、マレーシア経済は1960年代を準備期間として、1970年代から成長を開始した。その後、1997年7月に始まる深刻な通貨・金融危機に至るまで、長期にわたって比較的順調な成長と社会経済的安定性を維持してきた。成長と安全を同時に実現できたのは、活発な国内投資と潤沢な国内貯蓄そしてそれを投資に結びつける金融仲介システムであったといえてよい。まず、マレーシアの金融仲介システムを概観しよう。

表1は、1960年から現在にいたる金融仲介システムの構造的特徴を、金融機関別資産構成の形で要約したものである。これから金融仲介ルートの変化を追うことができる。1960年代には政府出資によって大規模商業銀行が設立され、国内商業銀行と被雇用者年金基金（Employees Provident Fund : EPF）を2つの

表1 金融システムの構成 (1960~96年)

	資産総額 (10億リンギ)					シェア (%)				
	1960	1970	1980	1990	1996	1960	1970	1980	1990	1996
<銀行部門>	2.356	7.455	54.336	226.965	629.6	66.3	64.1	73.3	70.2	68.8
貨幣機関	2.346	6.882	45.180	171.584	458.8	66.0	59.2	60.9	53.1	50.1
中央銀行 ¹⁾	1.114	2.244	12.994	40.914	96.7	31.4	19.3	17.5	12.7	10.5
商業銀行 ²⁾	0.930	4.460	32.186	130.670	360.4	26.2	38.4	43.4	40.4	39.4
国内銀行	—	—	19.961	97.954	278.4	—	—	26.9	30.3	30.4
外国銀行	—	—	12.224	31.331	79.7	—	—	16.5	9.7	8.7
非貨幣金融機関	0.010	0.573	9.156	55.381	170.8	0.3	4.9	12.3	17.1	18.7
ファイナンス・カンパニー	0.010	0.531	5.635	39.448	119.6	0.3	4.6	7.6	12.2	13.1
マーチャント・バンク	—	—	2.229	11.063	34	—	—	3.0	3.4	3.7
ディスカウント・ハウス	0.000	0.042	1.292	4.870	17.2	0.0	0.4	1.7	1.5	1.9
<非銀行部門>	1.197	4.167	19.817	96.320	285.6	33.7	35.9	26.7	29.8	31.2
年金基金	0.733	2.717	11.370	51.823	135.7	20.6	23.4	15.3	16.0	18.2
被雇用者年金基金(EPF)	0.633	2.265	9.481	46.734	117.6	17.8	19.5	12.8	14.5	12.9
保険ファンド	0.103	0.776	2.476	9.498	30.6	2.9	6.7	3.3	2.9	3.3
開発金融機関 ³⁾	0.001	0.133	2.193	6.253	13.3	0.0	1.1	3.0	1.9	1.4
貯蓄機関 ⁴⁾	0.267	0.645	2.463	8.489	17.3	7.5	5.5	3.3	2.6	1.9
国営貯蓄銀行(NSB)	—	0.284	1.239	2.873	6.3	—	2.4	1.7	0.9	0.7
投資信託(ユニット・トラスト)	—	—	—	—	60.0	—	—	—	—	6.6
国営投資信託(ASN&ASB)	—	—	—	12.256	48.9	—	—	—	3.8	5.3
その他金融機関 ⁵⁾	0.093	0.233	1.315	8.287	28.7	2.6	2.0	1.8	2.6	3.1
総計	3.553	11.622	74.153	323.285	915.2	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

注) 1. Assets of Central Bank before November 1979 include the Currency Board.

2. Includes Islam Bank Malaysia.

3. Includes Malaysia Industrial Development Finance Berhad (MIDF), Agricultural Bank of Malaysia, Borneo Development Corporation, Sabah Development Bank Berhad, Sabah Credit Corporation, Development Bank of Malaysia and Industrial Development Bank of Malaysia Berhad.

4. Includes NSB, Bank Kerjasama Rakyat and co-operative societies.

5. Includes Building Societies, Pilgrims Management and Fund Board for Muslim Community, Credit Guarantee Corporation and Cagamas.

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, Annual Report, Quarterly Bulletin, 各号から作成。

柱とする金融仲介システムが確立された。

商業銀行のシェアは、1960年の26.2%から70年には38.4%に上昇し、80年には40%をこえる水準に達している。その後、商業銀行のシェアはやや低下しているが、これは外国銀行の後退によるものであり、中核をしめる国内商業銀行のシェアは1990年代もむしろ増加している。1980年代に入って、ファイナンス・カンパニー、マーチャント・バンクなどの非貨幣機関の成長が始まった。1990年代には、非銀行部門

とくに投資信託が台頭し、強制貯蓄機構として政策金融の原資を供給してきた被雇用者年金基金は停滞した。この間、1974年に郵便貯金を引き継いだ国営貯蓄銀行のシェアは大きく後退している。ノンバンクや投資信託が年金基金および貯蓄銀行に置き換わったものの、90年代にいたるまで基本的に「国内商業銀行優位」の金融システムに変化はない。

2. 国内貯蓄の動向

次に、表2から、この間の国内貯蓄投資の動向とマクロ経済パフォーマンスを見てみよう。国内総貯蓄率(対GNP)は1970年代前半までは徐々に、1970年代後半から急速に上昇し、1990年代前半には年平均34%という驚異的な水準に達した。

政府部門は、1960年代から80年代まで一貫して貯蓄不足部門であり、1960～70年代は、民間部門が国内貯蓄の70～80%を生みだしていたのである。とくに1970年代後半には、民間貯蓄率は平均22.7%とピークを迎え、急増する投資をまかなってGNPは平均19%の高い成長率を実現している。

ところが、1980年代前半に国内資金フローは大きく変化した。それまで安定的に伸びて国内貯蓄を下支えしてきた民間貯蓄が激減し、政府貯蓄の上昇が民間貯蓄の低下を補って高い成長を支える傾向が強まったのである。民間貯蓄が

伸び悩む一方で民間投資は引き続き拡大しただけでなく、重工業化政策に着手したことから政府投資も膨張し、大幅な貯蓄投資ギャップが生み出された。経常収支赤字は年々拡大を続け、外資依存経済の特徴が明らかとなってきた。

ここでこの点を確認するために、図1を用いて、この間の民間貯蓄と政府貯蓄の動向を見てみよう。1970年代に比較的安定していた民間貯蓄率は80年代に入ると不安定化し、政府貯蓄の上昇が民間貯蓄の下落を補完する役割を果たしてきたことが分かる。

次に、1980年代後半以降の貯蓄動員ルートをもう少し詳しく見てみよう。表3は、1985～95年の資金循環勘定を用いて、民間部門、政府部門、海外部門の資金フローを、項目別に分解したものである。民間貯蓄の動員ルートは、貨幣機関(主として商業銀行)を経由する部分、年金基金や保険ファンドなど社会保障基金を経由する部分、および、貯蓄機関を含むその他金融機関を経由する部分に分けられる。1988年ま

表2 貯蓄投資ギャップ(対GNP比率)

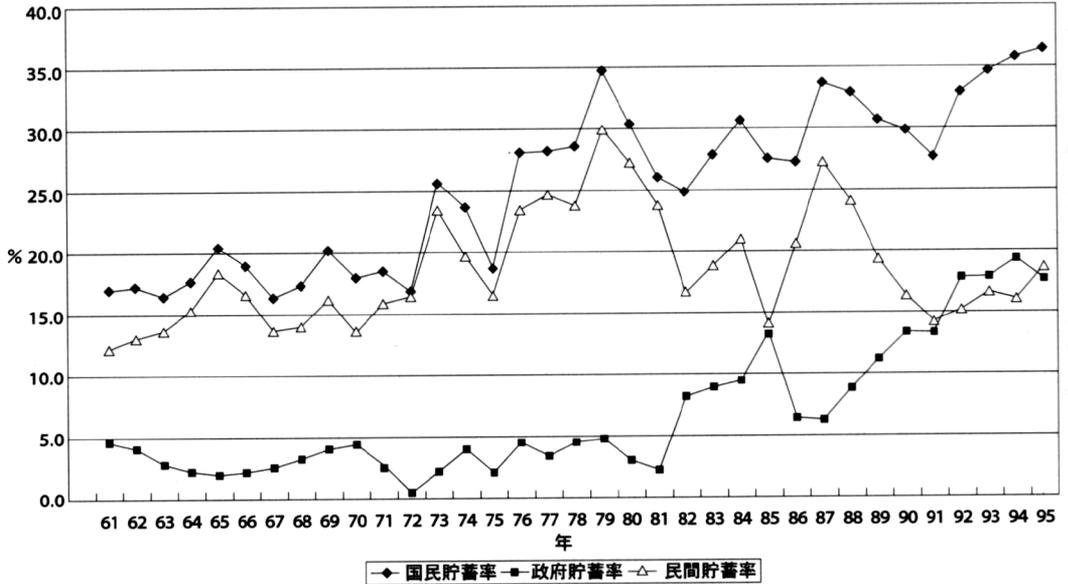
(単位 %)

	1961～65	1966～70	1971～75	1976～80	1981～85	1986～90	1991～95	1992	1993	1994	1995
政府投資	8.4	6.7	7.8	10.3	17.3	11.0	14.1	14.9	15.2	13.7	13.3
政府貯蓄	3.1	3.4	2.4	7.3	11.7	10.3	17.4	17.4	17.4	18.4	15.9
過不足	-5.3	-3.3	-5.4	-3.0	-5.6	-0.7	3.3	2.5	2.2	4.7	2.6
民間投資	10.5	10.0	16.5	17.1	18.9	17.5	26.7	22.1	24.8	28.8	32.2
民間貯蓄	14.7	14.9	18.4	22.7	15.7	20.7	16.6	15.7	17.4	17.4	20.6
過不足	4.2	4.9	1.9	5.6	-3.7	3.2	-10.1	-6.4	-7.4	-11.4	-11.6
国内総資本形成	19.0	16.7	24.4	27.4	36.2	28.6	40.8	37.1	39.8	45.2	45.4
国民総貯蓄	17.8	18.3	20.8	30.0	27.4	31.1	34.0	32.6	35.4	35.8	36.5
経常収支	-1.2	1.6	-3.6	2.6	-8.8	2.5	-6.8	-4.5	-4.4	-6.7	-8.9
1人当たりGNP(RM)	851.4	999.6	1,549.8	2,911.8	4,381.0	5,104.6	8,244.6	7,380	8,022	8,993	10,058
年GNP成長率(%)	5.7	5.8	12.0	19.0	7.1	9.3	13.5	11.9	11.7	15.2	15.1

注) Investment is gross domestic capital formation.

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Annual Report* 1996, p. 34 Table III.1 and p. 216 Table A. 6, *Quarterly Bulletin*, First Quarter 1997.

図1 民間貯蓄率と政府貯蓄率 (対GNP比) : 1961~95年



注) 1. Government saving is calculated on Consolidated Public Sector Finance.
 2. Private saving is calculated by deduction of Government saving from Gross National Savings.
 [出所] *Economic Report*, Ministry of Finance Malaysia, 1972/73, 1984/85, 1987/88, 1990/91, 1997/98.
Bank Negara Malaysia Quarterly Bulletin, various issues.

表3 資金フロー (単位 10億リンギ)

	民間貯蓄					政府貯蓄			海外からの純資金流入				資金フロー 総額
	総計	貨幣機関	年金基金・ 保険ファンド	貯蓄機関等 金融機関	その他	総計	公的部門 余	民間部門へ の移転 ¹⁾	総計	直接 投資	公的長期 資金流入	その他海 外資金 ²⁾	
1985	10.4	2.8	4.1	2.7	0.8	10.2	8.9	1.3	4.2	1.9	2.3	-	24.8
1986	14.9	5.3	4.0	0.4	6.6	2.3	1.0	1.3	3.4	1.4	2.0	-	20.6
1987	21.2	2.9	4.4	-0.2	14.1	2.2	1.6	0.6	-4.9	1.5	-2.6	-	22.3
1988	22.8	4.3	5.1	1.6	11.8	5.3	2.8	2.5	-3.2	1.6	-4.8	-	24.9
1989	19.4	9.5	5.9	5.8	-1.8	9.5	7.4	2.1	2.3	5.0	-2.7	-	31.2
1990	21.5	10.8	7.3	5.7	-2.3	12.6	10.1	2.5	7.1	8.0	-0.9	-	41.2
1991	20.4	10.6	9.0	5.0	-4.2	14.0	12.0	2.0	11.7	9.5	0.6	1.6	46.1
1992	28.7	18.0	9.4	4.0	-2.7	16.5	14.2	2.3	19.2	10.5	-2.0	10.7	64.4
1993	29.0	23.5	12.4	8.8	-15.7	20.6	20.2	0.4	37.1	11.2	0.5	25.4	86.7
1994	32.2	18.6	14.6	6.4	-7.4	27.6	25.2	2.4	-1.3	13.0	0.5	-14.8	58.5
1995	39.2	*26.4	16.2	-	-3.4	30.0	28.8	1.2	16.3	10.0	5.6	0.7	85.5

注) 1. Includes lending to private sector.
 2. Other foreign funds include short-term funds and others.
 * Figure of 1995 is banking sector.

[出所] Bank Negara Malaysia, *Annual Report*, 各年版から作成。

では、年金基金・保険などの社会保障ファンド
 経由の流れが貨幣機関経由よりも大きく、強制
 貯蓄部分が民間貯蓄の最大の項目であった。

資金の源泉と仲介ルートは、1980年代末を境
 に、大きく変化している。1989年からは、民間

貯蓄は貨幣機関を含む金融仲介機関経由の自発
 的貯蓄部分が増え、政府貯蓄が激増し、海外資
 金の流入が年々増えている。海外部門からの資
 金流入は主に直接投資であるが、1992年からは
 その他海外資金として現われている短期資金の

流入が活発化している点に注目しよう。1994年に、急激な外貨流入に対して、一連の抑制措置がとられたことから、短期資金流入は一時的に激減した。

1990年代のマレーシアは、外資導入を促進し高い国内貯蓄をさらに上回る投資を行い、表2で示されるように平均13.5%の高い経済成長率を実現した。しかし、民間貯蓄は不安定化し、政府貯蓄のみならず海外資金流入に依存する構造に変化したのであった。実質的には、民間主導型成長政策へ転換した後も、資金配分における公的部門への依存は前にも増して高まったと同時に、不安定な海外資金の動向に影響されることになった。

3. 家計貯蓄の構成要素

1970年代末以降の民間貯蓄の不安定化は何に起因しているのだろうか。民間貯蓄の源泉は、主として家計貯蓄であり、家計の貯蓄行動が民

間貯蓄を左右する。家計貯蓄と法人貯蓄を分割した公表データは得られないため、1980～92年の家計貯蓄について Lin(1994)が行った推計をベースに家計貯蓄の内訳を見ることにしよう。

Lin (1994) は、家計資産の増分を積み上げて家計貯蓄を計算し、その動向と構成比を計算している。表4は、1980～92年について、主要構成要素を積み上げて家計貯蓄を求めたものである。預金（銀行およびノンバンク）、年金基金、生命保険、現金に関して Lin 推計を使い、さらに、国営ユニット・トラスト（ASN and ASB）の保有増分を加えて計算した¹⁾。厳密な数値とはいえないが、少なくとも家計貯蓄の動向を見るのには役に立つだろう。同表から、次の事実を読みとることができる。

第1に、家計貯蓄は景気動向に左右されて変動が大きく、1980年代に入って民間貯蓄の変動が強まった原因は、主として家計の消費行動の変化にあると推測できる。預金は家計貯蓄の30

表4 家計貯蓄の構成要素

	金額 (100万リンギ)							構成比 (%)						
	家計貯蓄	銀行部門預金	非銀行部門預金	年金基金	生命保険	現金	国営投資信託 (ASN・ASB)	家計貯蓄	銀行部門預金	非銀行部門預金	年金基金	生命保険	現金	国営投資信託 (ASN・ASB)
1980	5,683	2,500	268	1,900	351	664	-	100.0	44.0	4.7	33.4	6.2	11.7	-
1981	7,142	3,360	220	2,360	485	342	375	100.0	47.0	3.1	33.0	6.8	4.8	5.3
1982	8,506	3,590	385	3,029	593	627	282	100.0	42.2	4.5	35.6	7.0	7.4	3.3
1983	6,694	1,460	146	3,700	642	298	448	100.0	21.8	2.2	55.3	9.6	4.5	6.7
1984	9,586	3,140	1,005	4,114	765	-52	614	100.0	32.8	10.5	42.9	8.0	-0.5	6.4
1985	11,787	3,520	1,863	4,600	919	246	639	100.0	29.9	15.8	39.0	7.8	2.1	5.4
1986	10,001	3,200	-270	4,600	1,009	360	1102	100.0	32.0	-2.7	46.0	10.1	3.6	11.0
1987	9,112	1,830	-29	5,000	1,031	778	502	100.0	20.1	-0.3	54.9	11.3	8.5	5.5
1988	11,604	1,940	1,662	5,300	1,136	1,018	548	100.0	16.7	14.3	45.7	9.8	8.8	4.7
1989	18,164	5,680	2,359	6,200	1,375	797	1,753	100.0	31.3	13.0	34.1	7.6	4.4	9.7
1990	20,391	7,330	643	7,000	1,643	885	2,890	100.0	35.9	3.2	34.3	8.1	4.3	14.2
1991	23,884	10,070	470	8,356	2,030	985	1,973	100.0	42.2	2.0	35.0	8.5	4.1	8.3
1992	32,490	14,580	2,036	11,061	2,425	1,098	1,290	100.0	44.9	6.3	34.0	7.5	3.4	4.0

注) Household saving is calculated as aggregation of the above six components.

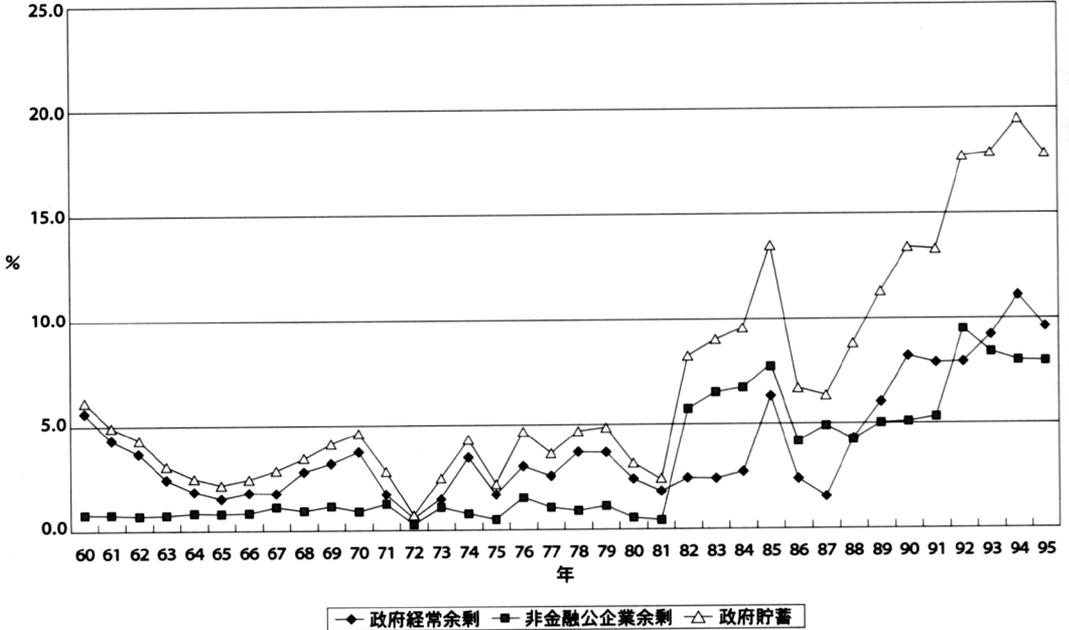
(出所) Deposits, provident and pension funds, life insurance funds, currency are from Table 4 (a) p.62 Lin (1994).

Saving by ASN and ASB is from Table 1 p.171 Abdul Khalid Ibrahim (1994).

Lin (1994) は以下のデータにもとづいて、積み上げ方式で計算。

Financial Survey of Limited Companies, National Accounts Statistics, Department of Statistics Malaysia.

図2 政府貯蓄構成 (対 GNP 比) : 1960~95年



(出所) 表1に同じ。

～40%以上を占める最大の要素だがその比率は不安定であり、家計貯蓄の調整項目となっていることが分かる。

第2に、年金基金による強制貯蓄は、少なくとも1990年代初頭まではもっとも安定した要素であり、家計貯蓄の「ビルト・イン・スタビライザー」として重要な貢献を果たしてきたといえる²⁾。とくに、1984～88年の景気後退期には、預金の形をとる自発的貯蓄は激減し、年金基金による強制貯蓄部分が民間貯蓄の低下をくい止める決定的な役割を果たしたことは注目される。

第3に、生命保険や国営投資信託 (ASN および ASB) は、比率はそれほど高くないものの、家計にとってノンバンク預金と代替性の高い自発的貯蓄部分となっている。

4. 政府貯蓄の構成要素

次に、政府貯蓄に目を向けよう。政府貯蓄

の大部分をしめる公的部門余剰は、政府経常余剰と非金融公営企業 (NFPEs) の営業余剰から構成される。プミトラ政策が正式に採用された1970年代には、政府貯蓄は低水準にとどまる一方で公共投資が急増し、財政赤字が累積した³⁾。ところが、政府貯蓄は、1970年代末からは徐々に、1980年代前半からは急速に増加している。表2で示されるように、1980年代後半には政府部門の資金不足は解消に向かい、1990年代前半は黒字に転じている。

図2は、政府貯蓄の内訳を示している。1980年代前半は公営企業部門の余剰が、後半以降は政府経常余剰が政府貯蓄の上昇に貢献してきたことが分かる。1980年代前半の上昇は、主として非金融公営企業余剰の増加に起因している。この時期には、ゴム、パーム・オイル、石油など主要一次産品の国際価格が上昇したからである。とくに政府石油公社 Petronas の営業余剰の増加が政府貯蓄に大きく貢献した⁴⁾。した

がって、1986年から国際商品価格が低下すると、公営企業の経営余剰は激減する結果となった。

一方、1980年代後半に政府貯蓄の減少を抑えたのは、政府経常余剰の増加であった。1982年に経済は後退期に入り拡張的財政から緊縮財政へと転換したこと、公営企業の業績改善のためのリストラ措置や経営監視機関の創設が功を奏したことによる。さらに、1992年以降には、大手公営企業（Tenaga Nasional, Proton, Malaysian Air Line System 等）が大量の株式を発行して部分的民営化を行ったことが、政府経常余剰の増加に貢献した⁵⁾。

マレーシア経済においては、1980年代に入って政府貯蓄が民間貯蓄を補完し、国内資本形成を支えてきたが、その内訳を見れば、それが少数の公営企業の経営状態や部分的民営化政策に依存するという、脆さをもっていたのである。政府部門のリストラと公営企業の民営化が一段落すれば政府貯蓄は縮小し、政府部門に国内貯蓄の下支えを期待することはできなくなるだろう。海外資金への依存が金融システムの不安定性を高めると懸念されることから、マレーシア経済が引き続き安定的に成長を維持しようすれば、適切な外資流入のコントロールと並んで、民間貯蓄の動員がこれまで以上に重要な課題となるのは明らかである。

Ⅲ. 貯蓄動員機構としての 国内銀行部門

1. 国内商業銀行の育成

——競争制限的規制と全国展開の支援——

マレーシアの金融制度構築でもっとも注目される点は、広く貯蓄習慣を植え付けて貯蓄基盤

を拡充するために、少額貯蓄動員ネットワークを整備したことである。中央銀行が設立されて以来、健全で強い国内銀行を育成すること、また、全国規模の貯蓄動員網を整備し預金ベースを拡充することが、安定かつバランスのとれた経済社会的成長に不可欠な前提条件と認識されてきた⁶⁾。以下で述べる特徴的な銀行育成政策は、民間部門の自発的貯蓄の吸収に大きな役割を果たした点で注目される。（以下、付表参照）

第1に、経済発展の初期段階で、政府出資による「大規模商業銀行の創設」が行われたことである。中央銀行が設立された1959年には、銀行総数26行のうち国内銀行は8行にすぎなかったが、1960年～66年に新たに10行が設立された。なかでも、1960年に創設された Malayan Banking (May Bank) と United Malayan Bank の政府出資比率は高く、1966年にプミプトラ専門機関として設立された Bank Bumiputra は100%政府所有であった⁷⁾。

1995年末現在、総資産規模で見れば商業銀行総数37行のうち上位5行はすべて国内銀行であり、Bank of Commerce Malaysia (1956年創設)を除く5行は、1960年代に集中的に設立されたものである。しかも、表5で示されるように、Malayan Banking と Bank Bumiputra は、1995年末現在も合わせて預金と貸付の3分の1をしめる上位2行の地位にある。これら2行は、依然として政府系機関（国営投資信託 ASB、被雇用者年金基金 EPF および国営企業）が大株主であり、とくに政府の強い影響のもとに置かれてきた。

第2に、国内銀行の「地方展開の支援」である。農村地域への出店する銀行には都市部での支店新設を認可し、農村地域の免許料を都市部の支店より割安とするなど各種優遇措置を与

表5 上位商業銀行の特徴 (1995年末現在)

	総資産シェア %	預金シェア %	貸出シェア %	創立年	政府系機関の株式所有
Malayan Banking	21.5	23.1	19.9	1960	ASB 42.32%
Bank Bumiputra Malaysia	11.7	10.4	11.4	1966	ASB 37%, Permodalan Nasional 15.22%
Public Bank	7.5	8.7	4.7	1966	EPF 48.7%
DCB Bank ¹⁾	5.6	4.3	6.2	1966	(持ち株会社所有)
Bank of Commerce ²⁾	4.7	4.8	5.0	1956	(持ち株会社所有)
上位5行シェア	51.0	51.3	47.2		
上位10行シェア	69.7	71.0	67.3		
総計(商業銀行総数 37行)	100.0	100.0	100.0		

注) 1. Development Commerce Bank before 1993.

2. Bank of Commerce was merged with United Asian Bank in 1996.

[出所] Association of Banks in Malaysia, *Financial data*. Thompson Information, *Corporate Handbook*.

え、地方進出を積極的に支援した。

第3に、中央銀行の裁量的な「店舗行政」による、地域市場の競争制限である。支店の地域集中を防いで全国的な銀行サービスの展開を行わせるために、中央銀行が店舗の地域配分を行って国内銀行間の競争をコントロールしてきた。

第4に、厳格な「外国銀行規制」により、国内銀行保護を徹底してきたことである。健全で強い国内銀行を育成するためには、外国銀行主導の金融システムからの脱却が必要であった。1966年に外国銀行の支店新設は禁止され、1974年以来、外国銀行に対する新規免許交付は皆無である。国内銀行の新設が支援される一方、外国銀行による新規参入は禁止され、国内業務は制限された。

第5に、個人少額貯蓄動員の手段として、「ファイナンス・カンパニー」に商業銀行を補完する機能をもたせたことである。ファイナンス・カンパニーは、主として定期預金で調達し住宅金融や消費者金融を行うリテール専門機関である。商業銀行に次ぐ民間貯蓄動員機能を担う銀行部門として位置づけられてきた。1960年代に設立が始まったが、1969年 Finance Companies Act により免許制が導入され正式

に中央銀行の監視下に置かれてから、商業銀行に次ぐ第2の民間金融仲介機関として成長を続けた。ファイナンス・カンパニーの多くは銀行の関連会社として設立されたものである。

これらの銀行政策によって、1960年代から銀行店舗数の増加とともに預金残高は爆発的に増加し、国内商業銀行は金融部門資産の40%前後をしめる存在となった。国内銀行優位の金融システム構築に成功したのである。この点を確認するために、表6および表7に目を向けよう。1970~95年に国内銀行預金は約48倍、商業銀行預金は94倍に伸びた。1995年末現在、国内銀行22行1,209店舗に対し、外国銀行は15行144店舗、預金残高シェアはわずか5分の1以下となった。

とくに注目すべき点は、商業銀行は、固有の商品である当座性預金のみならず長期性預金(定期預金や貯蓄性預金)に関しても、絶大な力を発揮してきたことである。表8は、銀行部門の預金構成と機関別シェアの変化を要約している。全体の預金構成を見ると、1980年代から、定期預金が伸びて預金の内訳が大きく変化し、長期的な資金の動員に銀行部門が貢献してきたことが分かる。

表6 銀行部門の行数と支店数（商業銀行とファイナンス・カンパニー）

	商 業 銀 行						ファイナンス・カンパニー	
	行 数			支 店 数			会社数	支店数
	総 数	国内銀行	外国銀行	総 数	国内銀行	外国銀行		
1959	26	8	18	111	12	99	-	-
1960	28	10	18	131	29	102	-	-
1965	33	13	20	302	153	149	-	-
1970	38	16	22	336	177	159	29	169
1975	36	18	18	403	254	149	32	175
1980	38	21	17	546	398	148	37	214
1985	38	22	16	770	624	146	47	372
1990	38	22	16	998	852	146	46	542
1995	37	22	15	1,434	1,209	144	40	988

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin*, 各号およびBNM, *Money and Banking in Malaysia 1994*, p. 140 Table 6.1から作成。

表7 商業銀行とファイナンス・カンパニーの預金残高

	総 預 金 残 高				個人預金残高	
	商 業 銀 行			ファイナンス・ カンパニー	商業銀行	ファイナンス・ カンパニー
	総 額	国内銀行	外国銀行			
10億リンギ						
1960	0.941	-	-	-	-	-
1965	1.732	-	-	-	1.469	-
1970	3.392	1.307	2.085	0.386	2.684	0.230
1975	8.099	4.079	4.019	1.436	7.154	0.885
1980	23.326	15.417	7.909	4.872	10.380	2.733
1985	45.853	34.399	11.454	14.541	20.456	8.456
1990	62.259	44.250	18.008	28.437	34.823	18.223
1995	161.922	123.240	38.755	59.313	82.827	30.453
1970=100						
1960	28	-	-	-	-	-
1965	51	-	-	-	55	-
1970	100	100	100	100	100	100
1975	239	312	193	372	267	385
1980	688	1,180	379	1,262	387	1,188
1985	1,352	2,632	549	3,767	762	3,677
1990	1,835	3,386	864	7,367	1,297	7,923
1995	4,774	9,429	1,859	15,366	3,086	13,240

〔注〕 Prior to January 1981, deposits were classified on different basis.

Deposits by individuals is from other customers than governments, financial institutions and business enterprises in Malaysia.

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin*, 各号および BNM, *Money and Banking in Malaysia 1989*, p. 172 Table 6.5から作成。

表8 預金の構成と預金シェア (1964~95年)

(単位 %))

	預金の構成			総預金残高シェア		
	総預金残高	貯蓄性預金	定期預金	商業銀行	ファイナンスカンパニー	国営貯蓄銀行
1964~69	100.0	25.2	40.8	89.6	7.7	9.1
1970~74	100.0	21.4	53.3	81.8	12.0	6.2
1975~79	100.0	22.0	57.4	80.1	14.6	5.3
1980~84	100.0	16.0	66.7	78.1	18.8	3.1
1985~89	100.0	18.3	68.4	72.9	24.8	2.3
1990~95	100.0	15.0	68.9	69.7	28.8	1.5
	貯蓄性預金シェア			定期預金シェア		
	商業銀行	ファイナンスカンパニー	国営貯蓄銀行	商業銀行	ファイナンスカンパニー	国営貯蓄銀行
1964~69	63.2	—	36.2	97.6	14.1	—
1970~74	68.2	3.0	28.8	78.6	21.4	—
1975~79	70.4	5.5	24.2	76.6	23.4	—
1980~84	72.9	8.0	19.1	73.1	26.2	—
1985~89	74.1	14.0	11.9	67.1	32.6	0.2
1990~95	77.2	15.1	7.7	60.9	38.6	0.5

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin* 各号より作成。

「貯蓄性預金」は、利子は定期性預金に比べて低いけれども、必要に応じて引き出せる個人に限定された預金である。経済発展の初期段階である1960年代後半には、貯蓄性預金は農村地域の少額貯蓄動員に大きな役割を果たしていた。その中心となったのが郵便貯金(1974年に国営貯蓄銀行に改組)であり、全体の3分の1を超えるシェアを有していた。しかし、国営貯蓄銀行のシェアは、1990年代前半には貯蓄性預金の7.7%に、総預金残高の1.5%にまで低下した。商業銀行の地方展開により、国営貯蓄銀行は零細貯蓄動員というその役割を完全に終えたといえよう。

定期預金の伸長とともに、商業銀行のシェアは相対的に低下している。これは、ファイナンス・カンパニーの登場による。1995年末現在、ファイナンス・カンパニーの支店数は国内商業銀行の8割程度、預金残高は約半分には達する規模となった。しかし、ファイナンス・カンパニーの多くが国内商業銀行の関連会社であるこ

とを考えると、預金市場は1990年代半ばに至ってもなお、ほぼ国内商業銀行の支配下にあるといえよう。

国内商業銀行の市場集中度は高く、少数の大銀行とその他の規模格差はきわめて大きい。表5で示されているように、1995年現在、預金残高シェアは上位1行で23.1%、上位5行で48.1%を占める。しかも上位2行の主要株主は1965年末現在も政府系機関であり、実質的には政府所有銀行といっても差し支えない。1960年代から進められた国内銀行育成政策によって、政府系銀行を中核とする寡占的構造が形成された。

2. レントの保証とフランチャイズ効果 ——規模拡大のインセンティブ——

Hellman, Murdock and Stiglitz (1997) は、金融発展における政府の役割を積極的に評価している。金利規制と参入規制の併用によって金融部門の競争を制限し、民間部門に「レン

ト」獲得の機会を創出し、店舗網や業務の拡大のために初期投資に必要な資金を生み出す上で、政府による介入の意義を認めている。すなわち「金融制約」(financial restraint)こそが、長期的な視点に立てばむしろ金融深化(financial deepening)の条件であると主張している。低金利政策と金融機関への競争制限的規制こそが貯蓄動員と効率的金融経営を阻害し、経済成長のネックであるとした、Mackinnon (1973) および Shaw (1973) の「金融抑圧」(financial depression)の主張と相反する見解であり、東アジア型経済成長モデルとして注目を集めた⁸⁾。

上で述べた国内銀行育成のための競争制限的措置は、まさに銀行部門に「レント」を保証し、それを支店網整備や業務拡大に再投資させる銀行部門育成政策と理解すべきである。全国的な金融サービスの提供を目指して、銀行が全国規模での支店ネットワークを拡大し金融仲介に必要な情報能力を蓄積するには、時間と多大な投資コストが必要であり、結果の不確実性を覚悟しなくてはならない。支店設置に際しての税制上の優遇措置や支店認可の容易さといった初期条件のみでは不十分であり、支店設置後の利潤確保が決定的となる。支店網拡大のインセンティブとして、出店時の支援に加えて、競争制限措置——①外国銀行の参入規制、②店舗行政による地域独占、③裁量的な金利の誘導による価格競争の回避——により、支店ネットワークに一定のレントを保障して「フランチャイズ価値」を高めることが必要である。

1960年代から、銀行部門は競争制限措置と支店網拡大のための優遇措置により、安定したレントを享受しつつ、自発的貯蓄の動員機構として民間貯蓄を吸収してきたのである。銀行の支

店数および預金残高の伸びを見れば、貯蓄基盤の拡大という面で、厳しい競争制限的規制と各種優遇措置によって銀行に外延的拡大のインセンティブを与えた銀行育成政策は、明らかに成功したといえよう。この点で、銀行部門への徹底的な公的介入によって金融深化を進めるという Hellman, Murdock and Stiglitz (1997) の仮説は、マレーシアの貯蓄動員政策にきわめてよく適合している。

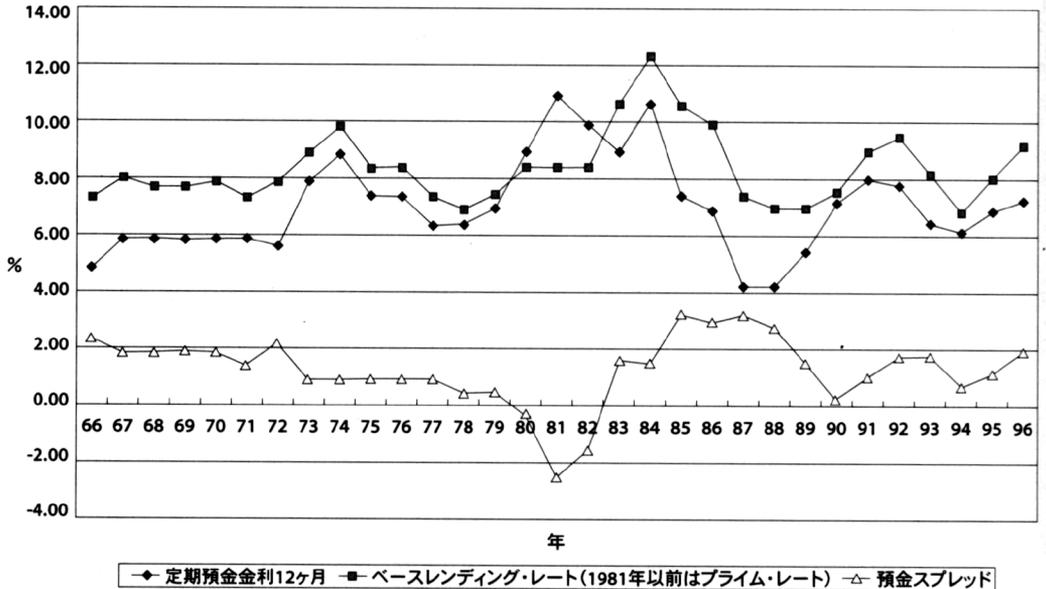
3. 銀行の拡張競争とモラル・ハザード

ところがマレーシアでは、銀行業務への新規参入を制限する一方で、銀行行動規制に一貫性を欠いていたために、銀行のシェア獲得競争を招いて非生産部門への融資を拡大し、金融仲介機能の向上に必ずしも結びつかないという問題を生み出したと考えられる。その理由は、次の3点である。

第1に、「早期の金利自由化」である。1970年代の比較的早い時期に、預金インセンティブを高めるために預金金利の自由化が実施された。具体的には1973年に商業銀行定期預金(1年以上)とファイナンス・カンパニーの預金金利が、完全に自由化された。さらに1978年10月に銀行部門の預貸金利も自由化され、金利は急速に実勢化されていった⁹⁾。

第2に、「不徹底な貸出規制」である。1970年代半ばから、中央銀行により商業銀行とファイナンス・カンパニーに対する「融資ガイドライン」が導入され、優先部門(プミプトラ・コミュニティ、小規模企業、個人住宅、農業・食料産業部門など)への貸出枠と優遇金利が義務づけられた。しかしながらこの政策は、政策金融の実効性と金融仲介の効率性の両面で多くの欠陥をもつものであった。

図3 商業銀行の金利：1966～96年



〔出所〕 Bank Negara Malaysia Quarterly Bulletin, 各号から作成。

Lee Lock Hock (1992, pp.133-126) によれば、1975年には、商業銀行貯蓄性預金の50%は優先部門への貸付であった。また、1975年頃から1990年まで中央銀行によって次々と打ち出された融資ガイドラインは、優先部門の定義が広すぎて有効な融資に絞り込めないこと、政策目標が不明確で融資対象の選択に一貫性がなく、長期政策として計画されていないことが指摘されている。

第3に、「銀行のコーポレート・ガバナンス」に関する内在的な問題である。厳しい参入規制を行う一方、国内銀行の多くは家族所有であり、1985年法改正まで、銀行とファイナンス・カンパニーの株式保有制限はまったくなかった¹⁰⁾。

銀行監視システムが整備されないままに金利が自由化されたこと、プミプトラ向け貸出を除いて優遇貸出はあいまいであったこと、銀行の株式保有に規制が設けられていなかったことが、銀行間の激しい拡張競争を生み出したと考

えられる。預金獲得競争とともに非生産的なりスク投資（不動産融資や株式投資関連融資など）への放漫な融資が行われ、70年代末には多く金融機関が経営危機に陥った。また、活発な銀行の拡張政策によって預金金利は急騰し、一時的に預貸金利の逆ざやが発生して銀行経営を圧迫した。結局、金利自由化は一時凍結され、1982年に商業銀行とファイナンス・カンパニーの貸出はプライム・レートから基準レート制（base lending rate）へと移行した。しかし、基準レートの決定には中央銀行の認可が必要であり、その水準は実際には中央銀行と銀行協会の協議により決定されるから、実態は金利規制に他ならなかった。

1980年代前半には、重工業化政策に加えて民間投資が拡大したため、資金需給が逼迫し預金獲得競争が激化した。基準レート制によって利子率は低めに誘導されたが、これは不動産等への融資拡大競争に拍車をかけ、銀行信用危機をもたらすことになった。

表9 商業銀行の金利

	預金金利 A (12カ月定期預金)	基準貸出レート B (1981年以前はプライム・レート)	貸出金利 C (商業銀行平均) ¹⁾	預貸金利スプレッド	
				B-A	C-A
66	5.00	7.50	—	2.50	—
67	6.00	8.00	—	2.00	—
68	6.00	8.00	—	2.00	—
69	6.00	8.00	—	2.00	—
70	6.00	8.00	—	2.00	—
71	6.00	7.50	—	1.50	—
72	5.75	8.00	—	2.25	—
73	8.00	9.00	—	1.00	—
74	9.00	10.00	—	1.00	—
75	7.50	8.50	—	1.00	—
76	7.50	8.50	—	1.00	—
77	6.50	7.50	—	1.00	—
78	6.50	7.00	—	0.50	—
79	7.00	7.50	9.44	0.50	2.44
80	9.00	8.50	9.42	-0.50	0.42
81	11.00	8.50	10.22	-2.50	-0.78
82	10.00	8.50	12.34	-1.50	2.34
83	9.00	10.75	11.64	1.75	2.64
84	10.75	12.25	12.80	1.50	2.05
85	7.50	10.75	12.10	3.25	4.60
86	7.00	10.00	12.02	3.00	5.02
87	4.25	7.50	9.73	3.25	5.48
88	4.25	7.00	8.95	2.75	4.70
89	5.50	7.00	8.70	1.50	3.20
90	7.25	7.50	8.99	0.25	1.74
91	8.00	9.00	9.72	1.00	1.72
92	7.80	9.50	10.29	1.70	2.49
93	6.45	8.22	9.65	1.77	3.20
94	6.15	6.83	8.24	0.68	2.09
95	6.89	8.03	9.28	1.14	2.39
96	7.26	9.18	10.12	1.92	2.86

注) 1. 1982年から prime rate に代わって中央銀行のガイダンスとして base lending rate を導入。

2. 全商業銀行貸出の加重平均。

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin* 各号。

1986年には、政府による救済措置が執られ、銀行経営の健全化を求めて規制が強化され、金利自由化は一時凍結された。1986年1月の銀行法改正により銀行の所有と経営が分離され、さらに1988年には中央銀行は銀行の資産運用に関する監視委員会 (Audit and Examination Committee of the Board) が設けられて、自己資本比率を引き上げるなどの健全性規制が

導入されたのである。その後、1987年から再び国債金利自由化を含む金利自由化が開始され、1988年にはインターバンク市場で変動金利 (K LIBOR) 導入された。

ここで注目したいのは、この固定金利から金利自由化そして自由化凍結と再自由化といった目まぐるしい政策の変更にもかかわらず、商業銀行の預貸スプレッドは、1980年代初頭の一時

期を除いて、長期的に見ればかなり高い水準に維持されてきたことである。とくに、1980年代後半の金利自由化凍結期において、銀行部門にきわめて高いレントが発生している。

図3は、1966～96年について、商業銀行の預貸スプレッドを、預金金利（12カ月もの定期金利）と基準貸出金利（1981年までプライム・レート）およびそのスプレッドを図示したものである。表9は、1979年以降、商業銀行の平均貸出金利のデータが利用可能となったことから、あわせてそれを用いて商業銀行の利ざやを計算している。

金利規制下の1960年代後半には、2%のスプレッドが維持されていた。預金金利自由化が始まった1971年以降も、相対的に縮小したとはいえ74年から77年までスプレッドは1%に固定されている。さらに、80年代前半に景気が後退し金利自由化が凍結されると、1983年からスプレッドは拡大して、1988年まで3%をこえるきわめて高い水準を維持し、銀行経営安定化のための利潤確保政策が実施されたことが分かる。表9から明らかなように、平均貸出金利と預金金利の差はさらに大きく、1980年代後半には4～5%にも達している。マレーシアにおいては、金利自由化も国内銀行の経営安定化を重視して、たくみにコントロールされてきたといえよう。

銀行健全性規制が未整備なままで不徹底な金利自由化が行われ長期にわたって銀行部門にレントが保証されてきたことは、銀行の規模拡大を促進する一方で、審査能力をめぐる競争を抑制し、銀行のモラル・ハザードを生み出す要因となってきたといえる。

IV. 強制貯蓄機構としての年金基金

1. 貯蓄手段としての被雇用者年金基金

第I節で指摘したように、マレーシアでは銀行部門とならんで、年金基金が家計の長期資金を安定的に政策金融に動員する手段として、決定的な役割を果たしてきた。なかでも独立以前の1951年に低所得被雇用者を対象に設立された被雇用者年金基金（EPF）は、強制貯蓄機構として突出した役割を果たしてきたのである。1995年末現在もなお、EPFは年金資産の87%、年金加入者の約50%をしめる最大の組織である¹¹⁾。

EPFは設立時から長期にわたって、政府証券への運用比率70%を義務づけられてきた。1986年法改正によってこの運用規制は50%に引き下げられ、さらに1996年法改正によって運用は自由化された。このように運用効率化が図られる一方で、政府は、退職時の生活の安定とインフレヘッジの手段として、低コスト住宅所有を目的とする退職前の給付金引出しを認め、福祉政策として退職前死亡時の親族への給付金受取りスキームの拡充を続けてきた。住宅取得目的による引出枠の拡大は、1990年に商業銀行とファイナンス・カンパニーに課せられた優遇住宅貸付枠が廃止されたこととも関係しており、社会保障機関として、住宅所有を奨励するプミプトラ政策を維持せざるをえなかったといえよう。（以上、付表参照）

ここであらためて、強制貯蓄機構としてのEPFの貢献を見てみよう。表10は、1970～96年における家計の拠出額の動向を示している。表10では、EPFへの拠出金払込額を、グロス

とネット（引出し分を控除）に分けており、これから年金基金に関する家計の行動変化が分かる。表11は、年金加入者の負担と年金財政の変

表10 被雇用者年金基金（EPF）の払込額と引出額

	加入者数 (1000人)	拠出金払込額 (10億リンギ)		引出額/ 払込額(%)
		グロス	ネット	
1970	2,103	0.207	0.134	35.3
1975	2,888	0.378	0.276	27.0
1980	3,758	1.068	0.869	18.6
1985	4,797	2.7	2.0	27.9
1986	4,843	3.0	1.7	43.4
1987	5,015	3.1	1.6	49.6
1988	5,250	3.2	1.6	48.6
1989	5,541	3.6	2.0	45.3
1990	5,862	4.1	2.4	41.2
1991	6,226	4.9	2.9	41.4
1992	6,548	5.6	3.8	31.6
1993	6,946	7.4	5.2	29.1
1994	7,277	8.8	6.3	28.7
1995	7,621	10.3	7.3	29.1
1996	8,054	12.4	8.5	31.3

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulltin* 各号。

化を示している。

まず、表10に注目しよう。グロスで見れば、加入者の増加と拠出金率（月当たり賃金支払いに対する拠出金）の引上げによって、払込額は順調に増加している。拠出金率は、1975年7月までは10%であったが、その後の4回の引上げにより、1996年には被雇用者と雇用者を合わせて、23%という高負担率となった。一方で、外国人労働者に加入を義務づけるなど、加入者の増加による基金基盤の拡大が図られた。

しかし、引出額を控除したネットで見れば、1980年代後半から90年代初頭にかけて払込額は減少ないし停滞している。つまり、拠出額ベースは拡大しているが、それをさらに上回る引出しが生じていたわけである。1985年以前は、拠出金に対する引出額はほぼ安定して4分の1程度にすぎなかったが、1985年以降は、3分の1から半分程度にまで上昇している。1990年代に入って払込額に対する引出率は低下しているも

表11 被雇用者年金基金の負担

(%)

	月賃金に対する拠出比率			配当率	参 考	
	被雇用者	雇 用 者	合 計		政府証券への 投資比率	政府経常支出に 占める年金支出
1970	5	5	10	5.75	92.7	4.1
1975	6	7	13	6.60	93.8	3.4
1980	6	7	13	8.00	92.0	5.0
1985	9	11	20	8.50	86.0	4.1
1986	9	11	20	8.50	85.6	4.1
1987	9	11	20	8.50	89.3	4.7
1988	9	11	20	8.00	88.2	4.6
1989	9	11	20	8.00	84.7	4.7
1990	9	11	20	8.00	79.2	4.6
1991	9	11	20	8.00	73.6	6.5
1992	9	11	20	8.00	65.4	9.3
1993	10	12	22	8.00	55.1	7.3
1994	10	12	22	8.00	48.4	7.8
1995	10	12	22	7.50	40.5	7.6
1996	11	12	23	7.70	33.6	8.0

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulltin* 各号。
Employees Provident Fund, *Annual Report*, 各号。

の、表10から、これは新規加入者の増加に起因するとみることができる。

次に、表11に目を向けよう。政府証券への投資比率は運用規制の緩和にもかかわらず1980年代までは80%を超える高い水準を維持し、銀行預金を上回る配当率を実現してきた。1990年代に入ると、政府証券への投資は激減し1996年には約3分の1程度となり、企業証券やマネー・マーケットへの投資へのシフトが急速に進んだ。だが、ポートフォリオの多様化にもかかわらず、配当率を維持するのは困難となってきた。1988年と95年の配当率の引下げは、退職前引出規制の緩和に加えて、引出しの増加に拍車をかけたと言われる¹²⁾。こうした事態の進行と並行して、連邦政府経常支出にせめる年金支出割合は、1980年代末から急速に高まっており、同表で示されるように年金財政の悪化が政府財政の重い負担となってきたことがわかる。

2. 強制貯蓄機能と社会保障機能の矛盾

こうして、強制貯蓄手段としての年金基金の役割は、1980年代後半から徐々に、90年代に入って大きく変わってきたといえよう。

第1に、「金融仲介機能」の変化である。EPFは、1970年代まで、政府の主要な資金調達手段であったが、1980年代半ばからの民間主導型成長と政府部門縮小への政策転換により、EPFのポートフォリオに占める預金や民間証券投資の比率は上昇した。EPFの投資資金は、預金を介して間接的に、証券投資を通じて直接的に、民間投資に振り向けられるようになった。ただし、民間証券への投資比率の上昇を、必ずしも運用自由化と受け取ることはできないであろう。後で触れる国営投資信託と同じく、公営企業民営化や外国企業買収の受け皿としての役

割を担わされたからである。

第2に、「長期資金動員機能」の低下である。すでに指摘したように、拠出金に対する退職前の引出比率が急増し、長期資金の供給という本来の役割は後退している。社会的安定の手段の1つとして政府は個人の住宅所有を奨励し、EPFに対しても退職前の引出しを認めてきたからである。

EPFの1997年年次報告書によれば、1991年EPF法改正後の5年間(1992~96年)に、引出額は170.5億リングから348.5億リングに倍増した。ただし、住宅融資額そのものは、24.9%から18.5%に低下しているにもかかわらず、住宅融資減額のための引出しが0.17%から12.6%へ増加している¹³⁾。すなわち、個人にとって年金は長期資産というよりは預金と類似の流動性の高い資産となり、退職後の年金ベースは縮小して貯蓄手段としての機能に問題が出てきていると見られる。

第3に、企業負担の増加による「モラル・ハザード」である。拠出金比率(対賃金支払い)は、当初は被雇用者と雇用者の等分負担(5%ずつ)であったが、1975年から雇用者負担を増す形で引き上げられてきた。1995年末現在、雇用者12%、被雇用者10%である。その結果、被雇用者負担に耐えきれず、安易に支払い不能に陥る企業が増加していると指摘されている¹⁴⁾。このことも、長期資金の動員機構としての機能の低下をもたらした要因と見ることができる。

年金基金の貯蓄動員機能の低下に対処して、運用を効率化し長期資産としての魅力を高める目的で、資金運用・調達両面で自由化を進める制度改革が実施された。すでに触れたように、1991年の新EPF法施行により、政府証券への投資規制は70%から50%に引き下げられ、自主

運用の範囲が広げられた。同時に退職前給付上限の引上げが合わせて実施され、調達面では預金機関との類似性を強める改正となっている。

民間主導型成長政策の転換に対応した金融制度改革の大きな流れの中で、マレーシアの年金基金は、政策金融の原資を調達する強制貯蓄機関から、投資機関への変貌を試みていることは確かである。1996年現在、株式への投資比率は運用資産の15.6%に達し、EPFはいまや資本市場の代表的プレーヤーである¹⁵⁾。運用規制緩和とともに、資産運用の効率化を図るために外部ファンド・マネージャーへの運用委託も始まり¹⁶⁾、投資機関として、投資信託などの資産運用会社やマーチャント・バンクとの競争が期待されている。

マレーシアの年金基金は、加入者にとっては国家が受託責任を負ったファンドであり、その最大の特徴はパフォーマンスの安定性と投資期間の長期性にある。投資規制緩和によって長期的視点からリスク分散効果が期待される一方で、退職前給付の弾力化にも対応せざるをえないという実態は、社会保障機関としての機能と長期投資機関としての機能との矛盾を強め、加入者の信頼の低下を招いている。

V. 国営投資信託と 資産管理産業の振興

1. 国営投資信託とプミプトラ政策

1990年代の民間資金フローの変化は、銀行市場から資本市場への資金調達・運用のシフトであった。民間主導成長への方向転換と公企業民営化の受け皿として年金基金を利用することの矛盾を縮小する1つの解決策は、資本市場を介

した投資手段の多様化であろう。その代表的なものが保険や投資信託である。

マレーシアの投資信託は主として、オープン・エンド型の「ユニット・トラスト」(unit trusts)であり、投資信託運用機関は信託契約の規定にしたがってユニットを販売し、ユニット・ホルダーが売却したいときにはつねに買取りの義務を負う¹⁷⁾。

ところが、マレーシアでは、証券投資による資産の合同運用を業務とする投資信託もまた、プミプトラの資産形成と資本所有ための政策手段として活用されてきた¹⁸⁾。投資信託の本格的成長は、国営投資信託の導入に始まる。1979年に国営投資信託運用機関 PNB が設立され、1981年末にプミプトラを対象とする国営ファンド ASN が初めて売り出された。

ASN の最初の発行額は、5.3億リングであったが、1990年末には108億リングに成長し、全投資信託資産の93%に達した¹⁹⁾。表12は、1996年末における投資信託産業の概略をまとめたものである。1996年末現在、国営投資信託の資産規模は489億リングであり、依然として投資信託資産の81.5%を占めている。

国営投資信託計画の目的は、①プミプトラ社会に証券保有の形での貯蓄習慣を植え付けること²⁰⁾、②新経済政策で掲げられたプミプトラの資本所有目標30%を実現するために株式投資を行うこと、の2点にあった。これらの目的を実現するために、ASN は株式ポートフォリオの形をとると同時に、投資家に対して多くの優遇措置が付けられた「プレミア・ファンド」として設計された。

国営ユニット・トラスト ASN は、次の特徴をもっていた。

第1に、形態的には売買可能な株式リンク資

表12 投資信託産業の主要指標 (1996年末)

	政府ユニット・トラスト		民間ユニット・トラスト	総 計
	ASN&ASB	その他 ¹⁾		
ファンド数	3	24	47	74
運用会社数	1	10	19	30
保有者数 (100万人)	6.6	0.7	0.7	8.0
売買単位数 (10億単位)	27.9	3.7	7.4	39.0
純資産価値 (10億リング)	48.9	4.0	7.1	60.0
時価総額シェア (%) ²⁾	6.0	0.5	0.9	7.4
純販売額 (10億リング)	—	—	—	4.3

注) 1. Other government and states backed funds.

2. Net assets value/capitalization of KLSE.

(出所) Bank Negara Malaysia, *Annual Report 1996*, p. 144, Table 3. 35.

産だが、「固定価格」による買取りが保証されている。プミプトラ社会は強い危険回避傾向があり、農村地域の知識をもたない住民の貯蓄を動員するためには、やむを得ない方法とみなされてきた。

第2に、「ポートフォリオの運用」における優遇措置である。当初、SNAは、国営企業の株式を簿価で移転する形で運用された。また、年金基金など他の国営機関とともに外資系企業の買収手段として利用された²¹⁾、公営企業の民営化が始まるとその受け皿となり、売出株式の一定割合は優遇的な低価格でポートフォリオに組み入れられた²²⁾。すなわち、資産運用の面でも、その実態はきわめて政策的な意図で設計されたポートフォリオであって、リスク分散投資手段とは言い難いものであった。

第3に、少額で保有可能とするために、「初期投資額」をきわめて低い水準に押さえる工夫がなされた。当初、1個人に100単位の保有枠がもうけられたが、初期投資の最低額は10単位(1単位1リング)であり、残り90単位は将来受け取る配当支払いやボーナスを当てればよいという仕組みになっていた。

第4に、保有インセンティブを与えるために、投資収益率は預金金利をはるかに上回る高

い「優遇プレミアム」が賦され、さらに、「所得税非課税」措置が与えられた。ここで表13に目を向けよう。同表は、配当とボーナスを含む国営ユニット・トラストの投資収益率を、代替的な自発的貯蓄手段である商業銀行預金利率と比較したものである。1989年まで、ASNの投資収益率は、預金利率をはるかに上回っている。つまり、固定価格での買取りを保証された安全資産でありながら、きわめて高いプレミアムが賦されてきたことがわかる。

これらの優遇措置の結果、国営ユニット・トラストはまさに政府保証付き高利長期債ともいえるべき資産として設計され、広く全国規模でプミプトラ貯蓄の動員に大きな役割を担い、プミプトラ社会に定着した。表4で示された数値にもとづけば、1981～90年間に家計貯蓄の平均7.2%を占めている。保有限度枠²³⁾を考慮すると、この比率はきわめて高いといえる。

2. 資本市場の整備と国営投資信託の改革

1990年代に入って、資本市場の整備が本格化し、公営企業の民営化が積極的に推進された。これと並行して国営投資信託スキームの見直しが行われた。政府は、1990年1月、クアラルンプール証券取引所のシンガポール取引所との相

表13 国営投資信託の投資収益率（配当とボーナス）

（単位 %）

	配当及びボーナス合計		商業銀行 預金利率 (C)	投資収益率の差		
	ASN (A)	ASB (B)		A - C	B - C	A - B
1981	20.00		9.00	11.00		
1982	18.00		11.00	7.00		
1983	18.00		10.00	8.00		
1984	17.20		9.00	8.20		
1985	17.20		10.75	6.45		
1986	14.00		7.50	6.50		
1987	13.00		7.00	6.00		
1988	13.25		4.25	9.00		
1989	14.50		4.25	10.25		
1990	12.50	14.00	5.50	7.00	8.50	-1.5
1991	6.25	12.50	7.25	-1.00	5.25	-6.3
1992	8.25	12.50	8.00	0.25	4.50	-4.3
1993	12.50	13.50	6.48	6.02	7.02	-1.0
1994	14.00	13.50	6.50	7.50	7.00	0.5
1995	13.00	13.00	6.98	6.02	6.02	0.0
1996	13.75	13.25	7.53	6.22	5.72	0.5
1997	10.50	11.50	7.25	3.25	4.25	-1.0

注) Commercial bank deposit rate is one year time deposit rate.

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulltin* 各号。Permodalan National Berhad, *Annual Report* 各号。

互上場制を廃止し、資本市場の基盤整備を軸とする金融制度改革に乗り出した。同時に、1991年2月には、公営企業の民営化を促進するための「民営化マスター・プラン」(the Privatization Master Plan) が導入された。

民営化に耐える本格的な資本市場の成長を望むならば、ブミプトラ社会にもリスク投資の意識をもたせ、証券保有を一般投資家に広げる必要がある。より具体的には、公企業の放出株式を吸収する受け皿として、投資信託の基盤を拡張する必要がある。こうした認識にもとづき、1989年10月から、新しい国営ユニット・ファンド・スキームが導入された。その具体的内容は、次のようである。

第1に、「市場連動型ファンド」の導入である。ブミプトラ専用の固定価格ファンドであったASNを市場連動型ファンドに転換し、一般

投資家の売買を可能とする。

第2に、若年層を含む新たな「ブミプトラ優遇スキーム」の導入である。ブミプトラの投信保有を促進するために、新たにブミプトラ向け固定価格型ユニット・トラスト ASB を導入し、若年層にも保有を広げることにした。若年層(12~18歳未満)に特別の保有枠を設定したのは、貯蓄基盤を広げるだけでなく、早期の投資教育を目的としていた²⁴⁾。

第3に、1990年1月には、ASN保有者に対して、リスク負担に応じて自由に固定価格型ファンドであるASBに乗り換えることができる、「オプション」を与えたことである。

この新しいブミプトラ向けユニット・トラスト・スキームを用いて、1991年1月、クアラルンプール証券取引所でASNファンドの売買が開始された。ところが、市場価格ファンドAS

表14 国営投信 ASB の地域別動員率 (1997年 6月現在)

	ASB 保有 適格者数 (12歳以上)	ASB 利用者 比 率 %	店舗数 (1995年末)		店舗当たり 12歳以上 の人口
			商業銀行	ファイナンス カンパニー	
Kelantan	818,966	34.7	40	24	12,796
Kedah	797,981	43.0	71	45	6,879
Perak	807,892	49.7	129	98	3,559
Terengganu	500,771	51.2	34	25	8,488
Sarawaku	869,163	52.2	110	90	4,346
Perlis	119,132	54.2	9	6	7,942
Johor	907,656	54.4	175	139	2,891
Pahang	536,548	57.2	67	45	4,791
Sabah	826,004	58.7	85	66	5,470
Melaka	251,913	60.0	39	30	3,651
P. Pinang	321,725	67.0	124	83	1,554
N. Sembilan	268,079	76.4	57	41	2,736
Selangor/ W. Persekutuan	1,205,570	80.9	494	296	1,526
全国	8,321,400	56.6	1,434	988	5,803

(出所) Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulltin*, ASN Database から計算。

N から固定価格ファンド ASB へのシフトが一挙に進んだ²⁵⁾。その第1の理由は、表13で示されるように、市場連動型ファンドに転換されるや否や NSB の投資収益率は激減したことにある。1991~93年においては、市場連動型ファンド ASN の投資収益率は、固定価格ファンド A SN の収益率をはるかに下回っている。

すなわち、プミプトラがリスクを好まないというよりも、ASN と ASB のパフォーマンスの差が固定ファンドへのシフトを加速したと思われる。投資収益率(配当プラスボーナス)は、1992年に ASN 8.25%、ASB 12.5%と法外な差があり、これは当然である。ところが、1993年以降は、ASN が ASB に収斂する形で縮小している。ASN の実勢化は失敗したといえるだろう。

そもそも、国営投資信託の設計そのものが、市場ベースで行われてきたのではない。国営企業の株式放出は、プミプトラ株式保有目標を優

先課題としているところから、公開価格が市場価格より低い水準に設定され、割当て売出しがなされてきたのである。個人や機関投資家は勞せずして割安な株式を所有でき、公開企業はその分だけ高い資金調達コストを払ってきた。これは公営企業の利潤がユニット・トラストを通じてプミプトラ社会に移転されたわけであり、「所得再分配政策」に他ならない。

他方で、1989~91年にかけて実施された投資信託改革は、若年層を含み広く全国的に証券保有を拡大したという点では成功であった。表14は、プミプトラ向けファンド ASB の地域別貯蓄動員率(ABS 保有者数/適格者数)を示したものであり、表15は ASB 保有者の性別・年齢別構成を示している。1997年6月現在、国営ユニット・トラストの動員率は、保有適格者の56.6%に達し、36~55歳の壮年層ではほぼ80%が保有している。地域差はあるが全国規模で保有され、加えて、1991年に始まる若年層への割

表15 国営投信 ASB の年齢別・性別保有比率
(1997年6月現在)

	%
12~17	31.8
18~20	34.1
21~35	53.8
36~55	80.0
56歳以上	65.6
男性	65.2
女性	47.9
合計	56.6

〔出所〕 ASN Database.

表16 投資信託の販売経路

	販売額(10億リンギ)		構成比(%)	
	1995	1996	1995	1996
直接販売	1,984.1	1,516.5	18.9	11.9
金融機関	5,472.2	7,962.5	52.2	62.7
セールス・ホース	1,345.6	879.1	12.8	6.9
その他	1,690.8	2,342.7	16.1	12.4
合計	10,492.7	12,700.8	100.0	100.0

〔出所〕 The Federation of Malaysian Unit Trust Managers, *Directory of Members*, as at February 1997.

当て開始により、12~17歳人口の3分の1が保有し、投資信託保有基盤の拡大に貢献している。

この点に関連して、投信の販売経路に注目しよう。表16は、国営と民営を含めた投資信託の販売経路を示しており、1995~96年には50%以上が金融機関の窓口を通して販売されている。表14から、動員率と金融機関店舗当たり適格者数を比べると、店舗密度が高い方が動員率は高いという傾向が見られる。すなわち、金融機関の窓口が、ユニット・トラストの普及に大きな役割を果たしていることが分かる。その中核は商業銀行とファイナンス・カンパニーであり、「銀行支店ネットワーク」は、投資信託販売においても自発的貯蓄動員手段として利用されてきた。

国営ユニット・トラスト政策を、どのように

評価すべきだろうか。その直接の目的は、明らかにプミプトラの地位向上を目的とする社会政策であり、そのための所得再配分と資本所有の分散であった。しかし、それのみにとどまらず、優遇措置による社会的コストを負っても、全国規模にわたり若年層から貯蓄習慣を付けて潜在的な貯蓄基盤を確立しようとする、長期的な視点に立った教育効果が期待されたことも確かである。実際、1990年代の国営ユニット・トラストの伸長は、一般投資家向けの投資信託を含むファンド・マネージメント産業の振興に大きな役割を果たした。この点については、次節で詳しく論じることにしてしよう。

3. ファンド・マネージメント産業の振興

貯蓄動員政策の面で1990年代に生じた新しい変化は、資本市場を介した動員ルートの拡大であり、そのためのファンド・マネージメント産業の育成であった。ファンド・マネージメント産業とは、投資信託、年金基金、資産運用会社、マーチャント・バンクなどを含む投資機関に対する包括的な概念である。表17は、1990~95年におけるファンド・マネージメント産業の構成をまとめたものである。ファンド・マネージメント産業は、この間、運用資産規模で約3倍に成長し、1995年には預金残高を超える規模に達した。

最大のファンド・マネージメント機関は年金基金であり、1995年現在、運用資産の半分をしめる最大の機関投資家である。そのシェアは縮小傾向にあり、投資信託のシェアは官民合わせて2割を超える水準に上昇している。その大きな部分は国営投信であるが、それに触発されて州営投資信託や民営投資信託が伸びている。ここでとりわけ注目されるのは、民間投資信託の

表17 ファンド・マネージメント産業の構成(運用資産シェア)
(単位 %)

	1990	1995
被雇用者年金基金 (EPF)	61	50
その他年金基金	6	8
保険ファンド Funds	12	12
ユニット・トラスト (政府)	16	19
ユニット・トラスト (民間)	—	3
マーチャント・バンク	2	2
資産運用会社	1	2
その他 ¹⁾	2	4
ファンド総額 (10億リンギ)	76.6	198.4

注) 1. Refers to Pilgrims' Fund Board and Khanah.

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Annual Report*, 1995, p. 193.

伸長である。

1980年代まで、国営ユニット・トラストによるブミプトラ優遇ファンドが成功する一方で、民間ユニット・トラストは低迷していた。そこで、1990年代に入って、積極的な民間投資信託の振興政策が進められた。1990年9月に、「ユニット・トラスト・ファンドに関する包括的ガイドライン」が公表され、中央銀行の監督下にある金融機関子会社にユニット・トラストの設立を認め、運用を弾力化するなどの措置が講じられた。さらに、1991年4月には正式に資本発行委員会（その後証券委員会へ吸収）の監督下におかれた。同年10月に詳細な「新ガイドライン」が発表されて、マネージャーとトラスティアの責任の明確化など健全性規制が導入された。1995年には、規制緩和政策の一環として一定の条件付きで外資系資産運用会社の設立が認可され、運用規制もさらに弾力化される一方で、投資家保護のための情報開示義務が強化された。（付表参照）

こうして政府が資産管理を自由化し一般向け投資信託の振興に努めたのは、証券投資を国民の間に定着させる目的だけではない。マレーシ

ア経済が、1991年の国家開発政策 (National Development Policy : NDP) により、新たに「社会融和政策」に転換する段階に入ってきたことが示唆されよう。1992年に、非ブミプトラも利用可能な最初の一般向けファンド (ASM) が売り出され、それを契機に民間ユニット・トラスト産業は急成長を始めた。

表12で示されるように、投資信託産業は、1996年末には純資産600億リンギの産業に成長し、KLSE 時価総額の7.4%を保有する代表的な機関投資家となった。とはいえ、民間運用会社は19社47ファンド、純資産71億リンギであり、いまだ資産規模では国営ユニット・ファンドの7分の1にとどまる。

ファンド・マネージメント産業の中でもユニット・トラストの特徴は、資本市場における個人零細投資の動員にある。実際、表18で示されるように、ユニット・トラストの95%は個人保有であり、投資額の88%を株式がしめるリスク・ポートフォリオである。問題は、ユニット・トラスト資産の80%以上をしめる国営ファンドの大部分が固定価格商品であり、パフォーマンスがリスクを反映していないところにある。

すなわち、マレーシアでは、投資信託もまた、政策金融機関として利用され、政府主導の発展をとげてきた。貯蓄動員機構として見れば、国営投資信託の伸長はブミプトラの社会的地位と意識の向上に一定の役割を果たしたことは確かであろう。だが、証券市場でリスク分散を図る投資機関として見れば、従来のスキームはあまりにも多くの問題を抱えている。

1989年にクアラルンプール証券取引所がシンガポール証券取引所から独立すると並行して、積極的な国内証券市場の制度整備が進められ、証券市場の規模は急成長した。ブミプトラ

表18 ファンドの顧客構成と投資比率 (1990～95年)
(単位 %)

	ユニット・ トラスト ¹⁾	資産運用 会 社	マーチャント・ バンク
<顧客>			
個人	95.0	9.4	2.6
企業	0.0	33.8	13.9
機関	5.0	53.0	68.5
その他 ²⁾	0.0	3.8	15.0
<投資比率>			
株式	88.0	63.4	62.3
民間債券	0.4	1.4	1.7
政府証券	1.1	3.2	9.6
銀行預金	10.5	28.4	21.8
海外投資	—	3.6	1.8
その他	—	—	2.8

注) 1. Clients are in terms of units.

2. Includes non-profit organizations and government agencies.

〔出所〕 Bank Negara Malaysia, *Annual Report*, 1995, p. 192.

政策の下で外国人の企業所有に厳しい制限(30%)を課していただけでなく、1992年までは対内証券投資は外国証券委員会の承認を必要とし、20%以内に押さえられていた²⁶⁾。しかしながら、その後、流入規制は緩和され、規制の範囲内で外国人投資は爆発的に増加した。

1990年代前半の大量の外資流入は、国内の投資ブームと結びついて株式市場のボラティリティを高め、国営投資信託が従来のスキームを維持するのはいっそう困難となった。さらに、1997年の通貨危機は資産市場危機をもたらし、投資信託をとりまく市場環境はますます厳しいものとなった。

VI. ブミプトラ政策の転換と国内銀行主導型システムからの脱却 ——むすび

貯蓄動員政策に焦点を絞れば、年金基金を

ベースとする強制貯蓄動員機構と、政府系銀行および国営投資信託をベースとする自発的貯蓄動員機構との相互補完的システムは、明らかに限界に達している。貯蓄基盤の確立と社会的安定という二重の目的を同時に実現する手段として、巧みに構築されてきたマレーシアの金融システムは、金融グローバル化と経済成長それ自体によって、もはやこれまでの役割を維持するのが困難な段階にきている。政府の保護のもとに置かれてきた銀行部門の競争促進と健全性規制の強化と並んで、国内資産市場の安定化と資本市場を通じた長期資金動員システムの確立は、金融制度構築の上で最優先課題である。

資本市場としての証券市場の機能を強化するためには、リスクの社会的配分機能と長期資金動員機能を担う健全なファンド・マネジメント産業の振興が不可欠である。投資信託は、年金基金と並んでファンド・マネジメント産業の核である。

投資信託のリスクを実質的に国が肩代わりするスキームや、年金基金に実質的な短期融資機能をもたせさせるスキームは、健全な資本市場の育成と矛盾する。今後の課題は、機能による金融機関の整理が必要であろう。投資信託は、小規模個人投資家を証券市場に動員し、社会的にリスクを分散化する手段としてこれまで以上に重要となる。国営投資信託制度を維持したままで、ファンド・マネジメント産業の成長を促進することはもはや不可能であろう。

年金基金と投資信託を含むファンド・マネジメント産業の成長は、資本市場を経由する長期資金動員的手段として重要であるだけではない。これらの機関が長期投資家として合理的な行動をとることが、証券市場の厚みを増し資本市場の機能を高め、資金調達と運用の両面で銀

行部門との競争を促進する条件となるであろう。現時点では、規模において最大の機関投資家は被雇用者年金基金を核とする国営社会保障ファンドであり、ポートフォリオ投資の核はいまだに国営ユニット・トラストである。これらの金融機関が政策機関から機関投資家へ変貌することが、対外開放に耐えうる効率的な金融システムを整備する上で不可欠な条件の1つである。

社会的安定は、持続的成長の前提条件である。マレーシアは、プミプトラ政策の実施によってそれを実現してきた。しかし、1990年代に入って社会的安定化のコストは相対的に高まり、いまや経済効率とのバランスは急速に崩れつつある。マレーシアにおいて、社会政策の転換と金融部門の構造転換は、コインの両面である。新たに効率と安定のバランスをいかにとるか、厳しい選択に直面している。

【付表】 マレーシアの貯蓄動員政策に関する年表

(1) 預金動員機構としての銀行システム

<預金機関の新設>

- 1956年 Bank of Commerce Malaysia 設立
1959年 中央銀行の設立 (Bank Negara Malaysia), 国内銀行設立促進政策開始
1960年 大規模商業銀行の設立が始まる
Malayan Banking (May Bank), United Malaysian Banking Corporation (95年から Sime Bank)
ファイナンス・カンパニー設立が始まる (銀行業務の補完)
1966年 外国銀行の支店新設禁止, 国内銀行の地方展開を支援する優遇措置導入
さらなる大規模商業銀行の設立
Bank Bumiputra Malaysia, Public Bank, Development and Commercial Bank
1969年 Finance Companies Act によりファイナンス・カンパニーは免許制へ
1970年 マーチャント・バンクの導入
1983年 イスラム銀行制度の導入, Bank Islam Malaysian Berhad の設立
1991年 Bank of Commerce Malaysia が United Asian Bank を合併 (中位行同士) により上位行へ

<預金金利規制と自由化>

- 1971年 4年以上の定期預金金利の自由化
1973年 商業銀行定期制預金 (1年以上) の金利上限規制の廃止
ファイナンス・カンパニーの預金上限規制の完全撤廃
1978年 商業銀行の預貸金利の完全自由化
1982年 基準貸出金利制度の導入
1985年 商業銀行, ファイナンス・カンパニーの預金金利を2大銀行金利にリンク
1987年 上記の預金金利リンクを廃止 (2月)
商業銀行の基準貸出金利を2大銀行基準金利プラス0.5%以内に制限 (9月)
1988年 変動金利預金 NCD の導入
1991年 商業銀行の金利規制の完全自由化

(2) 貯蓄機関

<貯蓄機関の整理・統合>

- 1948年 共同組合 Co-operative Societies Ordinance (配当10%) が貯蓄動員の柱
郵便貯金制度 (Postal Office Saving Bank) の導入
- 1966年 共同組合を整理統合
- 1974年 National Saving Bank (NSB) 設立 (Post Office Saving Banking Office を改組)
70%以上の政府証券保有を義務づける運用規制

<貯蓄銀行の自由化>

- 1970年 premium saving certificate (一種の懸賞金付き預金) の導入
- 1984年 NSB に定期性預金 (fixed deposits) の受入れが認可 (11月)
NSB に対する政府証券投資規制の緩和, 60%へ (11月)
- 1986年 NSB, The save-as-you-earn-scheme (特典付き預金) を導入
- 1990年 NSB, クレジット・カード・ビジネス (Visa) 開始
- 1992年 NSB に対する政府証券への投資規制を50%へ引下げ (12月)

(3) 強制貯蓄機構としての社会保障基金

<社会保障基金の設立>

- 1898年 最初の年金基金 (Penang Municipal Provident Fund)
- 1951年 被雇用者年金基金 (Employee Provident Fund : EFP) の設立
Employee Provident Funds Ordinance の施行
- 1962年 教員年金基金 (Teachers Provident Fund) 設立 (1月)
1961年 Education Act の施行により
- 1971年 社会保障組織 (Social Security Organization : SOCSO) 設立
被雇用者社会保険法 (Employee Social Securities Act) 施行
(工業部門および公的部門の低所得労働者への社会保障基金として)
70%以上の政府証券への運用規制
- 1973年 軍隊基金 (Armed Forces Fund) 設立 (the Tabung Angkatan Tentea Act 施行)
- 1991年 Pension Trust Fund Act 施行, 公務員年金基金 (Pension Trust Fund) の設立 (6月)

<被雇用者年金基金の拡充・自由化>

- 1951年 被雇用者年金基金 (Employee Provident Fund : EFP) の設立
70%以上の政府証券への運用規制
- 1975年 EPF への拠出率 (被雇用者月賃金集計額に対する比率) 引上げ (8月)
10% (雇用者・非雇用者各5%負担) から13% (7%, 6%) へ
- 1977年 60歳前の加入者死亡時に親族への給付金等の支払いスキーム (death benefit scheme) の導入
低コスト住宅に限定して退職前の給付金引出しを認可
55歳時の一括支払いに代わる定期支払いの選択を認可 (5月)
- 1980年 拠出率引上げ20% (雇用者11%, 被雇用者9%)

- 1981年 貯蓄を基金の残したままで利子の引出しを認める (1月)
- 1982年 住宅資金の引出しを非低コスト住宅にも拡大 (住宅所有政策の促進のため)
- 1985年 EPF の対するマレーシア政府証券 (MGS) への投資規制緩和
(1985年 Guidline on Privatization に対応して)
- 1986年 1951年被雇用者年金基金法 (EPF 法) の改正
退職前給付金引出し上限の引上げなど給付範囲の拡大
- 1991年 新被雇用者年金基金法施行 (6月)
- ①EPF と SOCSO の運用規制の自由化
MGS への年間投資比率を70%から50%へ引き下げ
 - ②新しい金融手段への投資を認可 (promissory notes bills of exchange, 不動産, 合弁事業, 民営化プロジェクトへの参加) ただし, 引き続き海外投資には大蔵省の事前認可が必要。
 - ③退職前給付制の改善 (死亡時の引出し上限の引上げなど)
- 1993年 拠出率引上げ22% (雇用者12%, 被雇用者10%)
- 1996年 1991年 Employees Provident Fund Act 改正, 自由化と住宅投資の支援
- ①加入者は退職金勘定のうち5万リングを超える分の20%を公認資産管理会社に投資できる
 - ②子会社として低コスト住宅への融資機関を設立し, 住宅投資を支援
拠出比率の引上げ22%から23%へ

(4) 資本市場からの貯蓄動員機構としての投資機関

<国営ユニット・トラスト・スキーム>

- 1959年 民間ユニット・トラスト会社 Malaysian Unit Trust LTD 設立 (8月)
(英国籍ファンドの持込み)
- 1966年 民間ユニット・トラスト会社 Malaysia Investment Funds 設立 (6月)
- 1968年 ブミプトラ専用ファンド First Bumiputera Fund の設定 (6月)
運用会社 Amanah Saham Mara (ASM) の設立により
- 1978年 ブミプトラ専用のユニット・トラスト導入のための政府機関 YNB の設立
- 1979年 ブミプトラ政策の一環として国営ユニット・トラスト・スキームを導入
国営持ち株会社 YNB が運用機関 PNB (the Permodalan Nasional Berhad : PNB) を設立
PNB がユニット・トラスト会社 ASN (Amanah Saham Nasional Berhad : ASN) を設立
- 1981年 ASN が, ブミプトラの株式保有政策の一環としてユニット・トラスト (ASN) を売り出す (4月)
- ①売買価格は固定, 優遇プレミアム
 - ②国営企業の株式が簿価で運用機関 PNB へ移転
- 1989年 ASN はブミプトラのユニット保有を促進するために新たなブミプトラ優遇スキームを導入し, 新ユニット・ファンド ASB (the Amanah Saham Bumiputera) を設定 (10月)
- ①若年層の投資教育のために12歳から17歳までの青少年向けに特別枠を設定。
 - ② ASB への投資奨励のために, 初期投資をユニット当たり10リングまで PNB が肩代わり
 - ③ ASN ユニットは変動価格ファンドへ転換し, 一般投資家の売買を可能とする
- 1990年 ASN 保有者に対し ASB に乗り換えるオプションを与える措置を講じる (1月)
- 1991年 ASN ユニットはクアラランプール証券取引所で市場価値にもとづいて取引開始 (1月)

1992年 Malayan Banking Bhd. が、国営投資信託のオンラインでの販売契約を PNB と結ぶ

<ファンド・マネージメント産業の育成>

1983年 証券産業法 (the Securities Industry Act)

ファンド・マネージメント会社は同法にもとづく免許制

1990年 ユニット・トラスト産業の発展促進のために、新たに包括的なガイドラインを導入 (9月)

①当局の監視下にある金融機関の子会社にユニット・トラスト会社の設立を認める

②運用規制の緩和 (ただし、non-trustee securities への投資制限30%は維持)

1991年 ユニット・トラストの規制監督が資本発行委員会 (Capital Issues Committee : CIC) へ (4月)

資本発行委員会が「ファンドの設立と規制に関するガイドライン」を発表 (10月)

①マネージャーとトラスティーの権限・義務・責任の明確化

②ユニット・トラストの運用規制 (ファンド規模上限, 流動資産比率, non-trustee stock への投資比率, 1企業への投資集中制限, 商品・先物・不動産への投資禁止など)

1992年 低迷していた ASM が全国民向けファンド ASM First Public Fund を売り出す

(プミプトラとノン・プミプトラの社会的融合政策の一環として導入)

1993年 証券委員会法 (the Securities Commission Act) 施行

(同法施行とともにユニット・トラストの監督権限は CIC から証券委員会へ)

証券先物産業の発展奨励とファンド・マネージメント産業の育成を重視

1994年 91年ガイドラインを改訂, ユニット・トラストの運用規制緩和 (3月)

規模上限引上げなど

1995年 規制緩和政策の一環として投信の自由化, Vision2020ファンドの設定 (6月)

外資系ファンド・マネージメント会社の設立に関する証券委員会ガイドラインが公表 (8月)

①100%海外資本の会社は海外投資家向けの運用に限定

②国内ファンドの運用は少なくとも30%は現地資本を入れなくてはならない等

③外資系ファンド・マネージメント会社は、国内機関向け投資ファンドを運用できるが、国内ユニット・トラストは運用できない等

1996年 ユニット・トラストの規制強化 (Securities Commission Unit Trust Scheme 1996) (8月)

投資家保護のための情報開示義務の強化 (プロスペタスの強化, 広告宣伝活動の改善)

外資系ファンド・マネージメント会社の設立に関するガイドライン改正 (12月)

①国内ユニット・トラストは証券委員会の認可を得れば、外部のファンド・マネージメント会社に運用をまかせることができる。30ユニット・トラスト運用会社のうち、すでに10社は外部マネージャーを利用

②外資系ファンド・マネージメント会社も一定の条件 (海外で少なくとも1億米ドルのファンドを運用している, 国内ユニット・に求められている条件を満たしている) 会社であれば、国内ユニット・トラストの運用を許可する

ユニット・トラストの関する格付けシステムの導入 (8月)

注

1) Lin (1994) は、1980~92年について家計と法人の資産を積み上げて民間貯蓄を算定している。

Lin 推計では、証券に関しては、家計と企業は50 : 50で保有するという仮定を置いて推計しているが、表4では、家計の証券保有は国営投資信託、年金基金、生命保

険などによる間接保有を含んでいるために、Lin 推計の証券保有の数値を使わず、国営投資信託を加えて推計を行っている。

また、Lin 推計が用いた積上げ方式の計算では、民間貯蓄率は国民経済計算を用いた場合よりも高くなる。したがって、表2および図1の民間貯蓄率はやや過小評価の傾向がある。

- 2) この点について、Lin (1994) p. 63で、同様の指摘がなされている。
- 3) この時期における政府部門の歳入・歳出の動向とその要因について、詳しくは Ismail Muhd Salleh (1994) を参照されたい。
- 4) 以上の点について詳しくは、Herbert (1994) pp. 123-124を参照されたい。また、横山編 (1990) 第2章45頁でも同様の指摘がなされている。
- 5) Jaafar Ahmad (1994) p. 153参照。
マレーシアでは、1985年に初めて民営化ガイドラインが公表され、1991年2月に「民営化マスター・プラン」が公表された。1992年以降、多くの公営企業が民営化されたが、完全民営化は小規模公営企業に限られ、主要公社の民営化は部分的なものにとどまっている。(丸 (1997), 116頁) 民営化の実態については、以上の文献に加えて、Salleh (1994)、モクタル・タミン=横山編 (1992) 第5章を参照されたい。また、民営化にともなう政治経済的問題に関しては、Gomezand Jomo (1997) 第4章を参照されたい。
- 6) Lin See-Yan (1992), pp. 3-4.
- 7) Lee and Jao (1982), 邦訳pp. 90-91.
- 8) Hellman, Murdock and Stiglitz (1997) は、金融発展における公的介入に高い評価を与えている。これに関連して、金融発展における銀行部門への公的介入の役割に関する議論については、首藤 (1996) を参照されたい。
- 9) Lim & Yaakop & Merris (1986) の検証によれば、1978年金利自由化後に、預貸金利がともに需給を反映して弾力化し、預金金利が貸出金利に影響する形で変動を始めた。
- 10) Lee (1992) p. 243. 1985年法改正 (Banking and Institution Act) により、個人による商業銀行、ファイナンス・カンパニー、マーチャント・バンクの株式保有は10%未満、個人以外の機関の保有制限は20%未満に定められた。
- 11) *BNM Annual Report 1996*, pp. 112-114.
- 12) この点については、Bank Negara Malaysia, *Annual Report 1997* (p. 145) でも指摘されている。
- 13) Employee Provident Fund, *Annual Report 1997*, p. 45.
- 14) 1992年末現在、雇用者55,107社のうち、26%がEPFへの支払いが出来なかったと指摘されている。Sallehuddin Mohamed (1994), p. 262.
- 15) *EPF Annual Report 1997*による。
- 16) 詳しい数字は入手できないが、1997年末現在、株式保有の47.8%は機関保有であり、この大きな部分が年金基金によるものと推測される。(Kuala Lumpur Stock

Exchange, Investing in the Stock Market in Malaysia, 2/1998)

- 17) マレーシアの投資信託 (ユニット・トラスト) の歴史は長い。独立直後の1959年に民間投資信託会社 (Malaysian Unit Trust LTD) が設立された。しかし、その後は低調で、1968年までにさらに3社設立され、1980年末にはさらに2社を加えた5運用会社21ファンドとなったが、資産規模は1億6,200万リンギ (預金残高は1,619億リンギ) にとどまった。(Bank Negara Malaysia, *Money and Banking in Malaysia*, 1959-94, pp. 307-309)
- 18) 1978年、プミトラ専用のユニット・トラスト機関 (YNB) が導入され、翌1979年に YNB は運用会社 (PNB) を設立して運用し、その子会社 ASN がユニット・トラストの販売を開始した。以降、PNB は親会社として国営ユニット・トラスト会社 ASN を管理している。(Bank Negara Malaysia (1994), pp. 307-308.)
- 19) 以上の数値は、*Money and Banking in Malaysia* (1994), pp. 307-308.
- 20) 1981年に ASN によって行われた調査によれば、当時、プミトラ貯蓄の79.2%は、現金・貴金属といった非生産的な手段に向けられ、株式保有はわずか7.7%であった。(Abdul Khalid Ibrahim (1994) p. 169)
- 21) Jomo and Gomez (1997), pp. 363.
- 22) 丸 (1997), 128-129頁。
- 23) 国営ユニット・トラストの保有上限は、ASBは10万単位 (額面1単位1リンギ)、ASNは5万単位 (同) である。Siti Zaleha Feroze Din (1995), p. 36.
- 24) ASN 保有者の条件は18歳以上であり、若年層は保有できない。
- 25) Abdul Khalid Ibrahim (1994) p. 171 Table 1cによれば、1990年現在、ASN 85億500万リンギ、ASB 6億480万リンギであったが、ASNは1991年には16億670万リンギ、1992年には10億130万リンギにまで激減した。
- 26) 1980年代末から1990年代初頭におけるマレーシアの株式市場育成政策については、首藤 (1995, 71-76頁) を参照されたい。

参考文献

- Bank Negara Malaysia, *Money and Banking in Malaysia* 1994, 35th Anniversary Edition, 同1989, 30th Anniversary Edition.
Bank Negara Malaysia, *Annual Report*, 1996 and 1997.
Employee Provident Fund, *Annual Report* 1997.

- Gomez, Edmund T. and K.S. Jomo (1997), *Malaysia's Political Economy*, Cambridge University Press.
- Herbert, Clifford (1994), "Role of Government in Mobilizing National and Public Sector Saving" ed. by Al'Alim Ibrahim *Generating a National Savings Movement*, ISIS Malaysia, pp. 121-128.
- Herman Thomas & Murdock, Kevin & Stiglitz, Josef E. (1997), "Financial Restraint: Toward a New Paradigm", Chapter 6, *The Role of Government in East Asian Economic Development*, ed. by M. Aoki, H Kim and M. Okuno-Fujiwara, Clarendon Press Oxford. (Revised paper for the World Bank EDI Workshop, February 1994)
- Jomo, K. S. and E. T. Gomez (1997), "Rents and Development in Multiethnic Malaysia" Chapter 12 in ed. by Aoki, Kim and Okuno-Fujiwara, *op. cit.*.
- Kuala Lumpur Stock Exchange (1997), *Investing in the Stock Market in Malaysia*.
- Lee, Hock Lock (1992) *Regulation of Banks and Other Depository Institutions in Malaysia—A Study in Monetary, Prudential and Other Controls*, Butterworth.
- Lee, S. Y. and Y. C. Jao (1982), *Financial Structures and Monetary Policies in South-east Asia*, The Macmillan Press Ltd. (邦訳: 細井幸夫監訳『アジアの金融市場』東洋経済新報社。)
- Lim, Chee Seng & Yaakop, Rosli & Merris, C. Randall (1986), "Deregulation of Loan and Deposit Rates at Commercial Banks in Malaysia", *Discussion Paper No 5*, Economic Department, Bank Negara Malaysia.
- Lin, See-Yan (1992), "Financial Market Reform: the Institutional Perspective — Malaysian Experience —", *Senior Policy Seminar on Financial Sector Reform in Asian and Latin American Lessons of Comparative Experience*, Santiago, Chile, May 25-28, 1992.
- Lin, See Yan (1994), "The Savings and Investment Gap: An Independent Estimate of National Savings" ed. by Al'Alim Ibrahim, *op. cit.*, pp. 43-73.
- Mckinnon, R. I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution.
- Salleh, Ismail Muhd (1994), "Privatization and Deregulation in Malaysia: Programme, Problems and Prospects" ed. by Vijayamari Kanapathy and Ismail Muhd Salleh, *Malaysian Economy: Selected Issues and Policy Directions*, ISIS Malaysia.
- Sallehuddin Mohamed (1994), "Promoting Savings and Social Security Needs: Expanding the Role of the EPF in a Rapidly Expanding Economic Environment" ed. by Al'Alim Ibrahim. *op. cit.*, pp. 257-272.
- Show, E. S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press.
- Siti Zaleha Feroze Din (1995), *Equity Unit Trust—Longterm Financial Planning*, Percetakan Warni SDN. Bhd.
- 丸 淳子 (1997), 「国営企業の民営化と株式市場への影響」『武蔵大学論集』第45巻第1号。
- モクタール・タミン=横山 久編 (1992), 『転換期のマレーシア経済』アジア経済研究所。
- 首藤 恵 (1995), 「ASEAN 資本市場の発展とシンガポールの役割——インドネシア・マレーシアのケースを中心に」『証券経済』第191号, 1995

証券経済研究 第16号 (1998. 11)

年 3 月, 日本証券経済研究所。

首藤 恵 (1996), 「金融自由化の諸問題」矢内原勝
編『発展途上国問題を考える』第11章, 勁草書
房。

横山 久編 (1990), 『マレーシアの経済——政策と
構造変化』アジア経済研究所。

(中央大学教授・当所兼任研究員)