

新興国の社債市場：マレーシアのケース

丸 淳 子

要 旨

マレーシアでは1997年、タイの通貨危機の伝染をうけて、金融システムがその脆弱さをさらけ出すこととなった。東南アジア経済の高い経済成長に歩調を合わせるように、銀行システムおよび証券市場の中でも株式市場を自由化し、その拡大を政策当局が音頭をとる形で進めてきた。しかし、金融市場には予想以上のリスクが存在し、そのマネージメントに失敗したのである。マレーシアの政策当局は金融リスクの分散化を図るために、債券市場、とくに、民間企業の資金調達のための社債市場の改革を押し進めている。

マレーシアの社債市場の特徴は公募債が少なく、80%以上を私募債で発行している。ただし、社債発行には格付けを取得することが義務づけられているので、格付け機関は非常に重要な役割を演じている。しかし、2つの格付け機関の株主はマレーシアの主要な金融機関である。私募債の流通市場の参加者も主要な金融機関であり、私募債市場は外部からみて不透明であった。しかし、流通市場の情報開示がBIDS（債券情報・伝達システム）の設立や流通市場の売買高拡大で大きく変化する予兆も感じられる。

社債市場改革の最大の要件は公募債の拡大である。そのための規制緩和も導入されているが、公募化の動きは遅いように見える。公募債の流通市場を取引所（KLSE）だけに行っているのでは大きな変革は困難であろう。

目 次

- | | |
|------------------------|---------------------------------|
| I. はじめに：通貨・金融危機と金融システム | 1. 改革の経緯 |
| II. マレーシアの債券市場 | 2. 価格情報の効率的伝達：BIDS（情報公開・伝達システム） |
| III. マレーシアの社債市場 | |
| 1. 社債市場の特徴 | V. 金融危機以後の社債市場の変化 |
| 2. 公募債と私募債 | 1. 流動性の拡大 |
| IV. 債券市場の改革 | 2. 価格形成の特徴 |

VI. 格付け機関の役割

VII. 公募債市場の拡大と流通市場の整備

1. 公募債市場の育成

2. 流通市場の整備

3. 金融機関再編成と社債市場

I. はじめに：通貨・金融危機と金融システム

タイの通貨危機をきっかけとした通貨・金融危機はアジア各国へ伝染した。マレーシアにおいても経済状況がとくに悪化しているわけではないのに、急速な金融システムの機能低下が進んでしまった。これは一見正常に機能しているシステムに内在された欠陥があるきっかけで表面化されたものであり、金融システムの未成熟さや脆弱さがあらためて認識される結果となった。

金融は将来の収益を期待して現在投資するという取引であり、取引にともなうリスクを完全に回避する事は不可能である。リスクを出来るだけ小さくし、公正に負担する金融システムを構築することは経済成長および経済の安定のための必要条件である。アジア各国が経済成長を目指して金融システムを構築しようとしたとき、まず、銀行を通しての預金・貸出市場が中心となった。金融取引にとって重要なことはリスクを的確に判断することであり、将来を予想するためには情報が重要となる。資金提供者である投資家が零細であるような経済発展の初期段階では、投資家が各自で情報生産する能力はない。銀行（初期には民間ではなく国営銀行）は情報生産を内部化することが可能であり、投資家自身が情報生産しなければ機能しない資本（証券）市場に先だって、銀行が金融システムの中心に位置づけられた。

銀行の最大の仕事は貸出における審査である

が、審査には常に情報格差が付きまとう。貸出企業に関する情報を的確に判断するためには、貸出企業と長期的関係を保つことは経済合理性があるであろう¹⁾。しかし、このシステムは銀行と企業との関係が効率的かどうかチェックする機能を内在していないので、相互関係の効率性が低下しても関係が解消されにくいという欠点を持っている。とくに、経済発展のための経済インフラ構築資金の配分はコスト・パフォーマンスを越えたところで決定され、そのとき生じた既得権益は温存されやすいのである。すなわち、銀行と企業間の貸借関係が長期固定化され、効率的資金配分が損なわれても修正されにくいのである。

経済発展が投資家の金融ポジションを高める段階で、資本市場が銀行システムの補完市場として登場してくる。資本市場が機能する条件は市場参加者である投資家・企業・市場仲介者（証券会社など）が情報生産を効率的に行うことができるということである。この条件を十分に満たしているかどうかは別にして、アジア各国は資本市場の中でも、株式市場をかなり積極的に育成しようとしてきた。理由の一つは、アジア各国が経済発展のための資金（および技術）の多くを海外から求めてきたが、海外投資家は各国の金融システムを資本市場の発展度から判断する傾向が強かったのである。たとえば、タイでは世界銀行の開発融資をうける条件として、資本市場の育成・整備を強く勧告されたのである²⁾。

1990年代に入り、東南アジアの経済発展と金融システムは急速に拡大し、金融自由化および

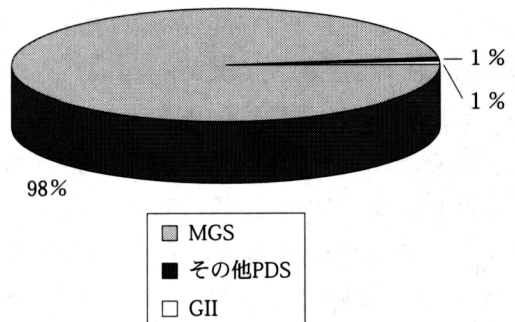
株式市場のコンピュータ化や決済システム・情報システムは表面上先進国並に整備されていた。おりしも、世界銀行はアジアの奇跡として、世界経済の主役がアジアであることを認知したのであった。しかし、アジアの金融市場は急速に拡大したにもかかわらず絶対的な規模としてはいまだ世界の数パーセントであり、急拡大がゆえのシステムの脆弱さを内包したままであった。マレーシアの金融危機の原因の一つは経済のバブル化であったが、バブルは金融システムの脆弱性から生じたのである。急速な経済発展に応じる形で金融自由化路線がすすめられ、銀行システムと株式市場が急成長した。具体的には、商業銀行ばかりかマーチャント・バンク、ファイナンス・カンパニーによる資産購入のための貸出増加や海外資金の株式市場への流入による株価急騰が生じたのである。

マレーシアにおける金融危機後のさまざまな改革において、債券市場がクローズアップされている。とくに、民間債券（PDS：Private Debt Securities）市場を積極的に育成させようというものである。債券市場は金融システムを構成する重要なメンバーであるが、従来その機能を十分に発揮してきたとは言い難い。銀行システムと株式市場が相互に競争関係・補完関係がかならずしもうまく機能しなかったということは今回の金融危機ではっきりしたからである。たとえば、マレーシア経済成長に大きく貢献した国営企業の民営化や絶えず更新しなければならないインフラストラクチャー・プロジェクトの資金は長期である。これを調達するには短期資金のウェイトが大きい銀行経由では効率的ではない。債券市場、とくに、社債市場を確立することで、より健全な金融システムを構築しようというものである。

Ⅱ. マレーシアの債券市場

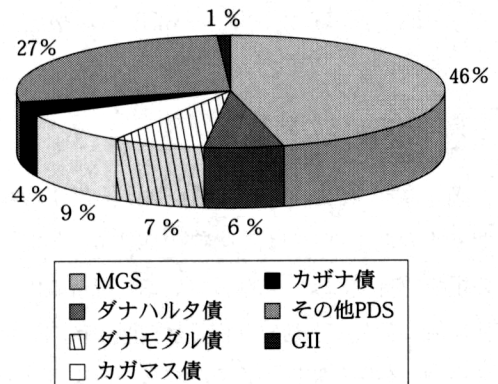
マレーシアの債券市場は急速に拡大しているうえに、その構成も非常に多様化している。図1-1、1-2は1987年と1999年8月の債券市場の規模と構成比を示したものである。この期間に規模は3倍以上に拡大したが、それより興味深いのはその構成である。マレーシア国債（MGS：Malaysian Government Securities）と民間債（PDS：Private Debt Securities）の比は1987年においてはほとんどがMGSであったのが、1999年ではPDSが49%となっている。さらに、PDSはダナハルタ（Dana-

図1-1 リンギ建て債券市場の規模と構成：
1987年 497億リンギ



〔出所〕図1-1、1-2はBNM [1999] の資料により作成。

図1-2 リンギ建て債券市場の規模と構成：
1999年8月 1657億リンギ



harta) 債, ダナモダル (Danamodal) 債, カガマス (Cagamas) 債, その他 PDS となっている。また, 4 %を占めるカザナ (khazanah) 債は債券利回りのイールド・カーブのベンチマークの役割を担うべく, 1997 に導入されたのである。ゼロクーポン債であり, クーボンの影響を受けないのでベンチマークとして相応しい。

カガマス債は長期の住宅や産業不動産貸出を流動性証券に転化させる仕組み金融商品である。投資家は銀行, 保険会社や年金基金である。ダナハルタ債とダナモダルはマレーシア経済復興を支援するために発行された。前者は銀行の不良債権処理のために設立されたダナハルタ (Danaharta National Berhad), 後者は銀行のバランスシートを改善させるために設立されたダナモダル (Danamodal National Berhad) の資金調達手段であった。

その他 PDS が民間企業の発行する社債である。表 1 は1994年から1999年までの発行額を株式の KLSE への新規上場額と比較したものである。1997年の通貨・金融危機時の株価暴落を受けて株式市場を通じての資金調達は激減したが, 民間企業の債券発行による資金調達は順調な推移であった。

Ⅲ. マレーシアの社債市場

1. 社債市場の特徴

図1-2でみたように, 民間企業が発行する社債 (その他 PDS) は債券発行の27%とかなりの規模を有するようになっている。社債の内, 長期債に関して RAM (格付け機関: 後述) から格付けを得た銘柄からその特徴をみよう。表

表 1 証券市場からの民間資金調達

(単位 100万リンギ)

	株式市場	債券市場
1994	11, 438	5, 683
1995	15, 924	11, 566
1996	18, 358	12, 742
1997	1, 788	10, 949
1998	6, 087	11, 822
1999	565	12, 259

〔出所〕RAM [2000 a] より作成。

表 2 RAM 格付け長期社債発行残高

(単位 100万リンギ)

格付け	銘柄数	発行残高	上場銘柄数
AAA	3	870	0
AA	16	7, 945	1
A	35	24, 150	4
BBB	22	4, 563	5
BB	10	2, 254	3
C & D	4	934	1
合計	96	40, 716	14

〔出所〕RAM [2000 b] より作成。

2 は格付け別発行銘柄数および発行残高を示している。発行銘柄96のうち, 複数銘柄を発行している企業があり, 企業数は83である。この数は株式上場銘柄がメインボードおよびセカンドボード併せて700を超えているのに対して少ない。上場銘柄とは KLSE (Kuala Lumpur Stock Exchange) に上場されている公募債であり, 96のうち14が公募債, 残りの82銘柄は私募債 (private placement) である。公募債は格付けの低い方が多くなる傾向にある。

2. 公募債と私募債

マレーシアでは私募債が圧倒的に多いが, 私募債と公募債の違いは何であろうか。私募債は限られた範囲に向けて発行されるから, 流通範囲も制限される。証券の特徴がその流動性にあるという観点からは私募債はあまり歓迎されない。わが国でもかつては市場は公募債が主役で

あり、私募債発行には制限が設けられていた。公募債は不特定の投資家を対象に発行され、発行後、保有者が転々と変わる。投資家保護のためには、情報を充分に開示する事が求められる。そのために発行時に作成されるプロスペクトスには記載事項に関して厳密さが要求され、その作成には時間が掛かるので適時発行が難しいし、作成コストを高くする。この発行コストを節約するために、限られた投資家、多くは投資家のプロである機関投資家に対して発行される。一般的には、発行コストを節約したので、利回りは公募債より高くなっている。

公募債が債券市場で主役であるのは、多様な市場参加者が売買することによって、市場全体の意向を価格に反映させられるからである。このような価格は信頼され、それが発行市場の条件に影響をあたえて発行銘柄や発行量が決定されるというメカニズムが機能するのである。この点からみると、80%以上が私募債というマレーシアの債券市場は異常であろう。マレーシアにおいて私募債が多い理由はプロスペクトス要件作成コストが高いことが指摘されるが、さらに、債券購入者に対する規制が強かったことも指摘されよう。たとえば、機関投資家が購入できる債券は銀行保証や担保が付いていなければならない、あるいは、保証がなくてもRAMから高い格付けを取得していなければならない。上場社債の多くが保証なしで発行されているが、私募債の多くは保証付きである。保証付きであり、限られた範囲で消化して保有し続けることにメリットがあったと考えられる。社債の形をしているが銀行貸出と大して変わらなかったとみることもできよう。発行体も保証を得るためのコストが高くあまりメリットがなかったので発行量も少なかった。当然、流通市

場は発展しなかった。

IV. 債券市場の改革

1. 改革の経緯

マレーシアでは、金融危機以降、債券市場を金融システムに組み込んでシステムのリスクを分散化させるために積極的に育成・成熟させようとするさまざまな改革を行っている。実は、金融危機以前から社債市場の重要性は認識されていたが、投資家保護、とくにプミプトラ投資家保護の視点から、社債市場でリスクをとるということを避けるような政策が採られてきた。しかし、リスクは情報を徹底的に開示し、投資家に知らせることによって保護するという市場メカニズムの活用を目指すことが今回の改革の主旨である。

以下、リング債市場の規定の枠組み、機構、課税優遇処置を年代順に示しておこう³⁾。

リング債市場の規定の枠組み：

- 1989. 1 市場発展と投資家保護のための PD S 発行に関するガイダンスの導入
 - 1993. 3 よりソフィストケイトされた資本市場構築のための包括的規制機関として SC (Securities Commission) の設置
 - 1999. 6 債券市場の発展のための政策指針を示し、規定フレームワークの合理的決定をおこなう NBMC (National Bond Market Committee) の設置
- NBMC は SC を債券市場の単一規制機関とする

1999. 10 今後10年間のマレーシア資本市場の
将来戦略と方向性をまとめた資本市
場マスタープラン (Capital Mar-
ket Master Plan) の公表

インフラおよび機構:

1986. 12 国営モーゲージ会社 (Cagamas
Berhad) 設立

1989. 1 プライマリー・ディーラー・システ
ムの導入

1990. 1 SPEEDS (電子銀行間資金移転お
よびスクリップレス帳簿記載システ
ム) の導入

1990. 11 最初の格付け機関 RAM (Rating
Agency Malaysia Berhad) の創
設

1991. 5 国内債に格付け取得強制

1995. 10 第2番目の格付け機関 MARC
(Malaysian Rating Corpora-
tion Berhad) の創設

1996. 1 PDS の決済・受渡は SPEEDS を
通してスプリクトレスで行う

1996. 8 会社法1965 (Company Act 1965)
の改正 (プロスペクタス要件の簡素
化)

1996. 9 国債の発行市場のオークション・ブ
ロセスの FAST (Fully Auto-
mated System for Tendering)
使用による自動化

1997. 9 イールド・カーブのベンチマークと
して、カザナ債発行

1997. 10 債券価格情報の効率的伝達のために
BIDS (Bond Information and
Dissemination System) 設立

1998. 5 BIDS ルールに従わせるために監視

・モニターリング・システム設立

1999. 7 SPEEDS は RENTAS (Real-
time Gross Settlement) に変換

1999. 10 FAST がグレードアップされ、BI
DS と統合され利用者に便利になっ
た

優遇処置:

1989. 1 BNM によって発行が認可された社
債の発行・移転に関して印紙税免除

1992. 1 KLSE 上場の社債 (転換ローン株
式を除く) に投資した個人投資家の
利子収入について免税

1993. 1 RAM あるいは MARC から格付け
を取得している社債に投資した個人
投資家の利子収入について免税

1994. 10 外人投資家の利子所得に対する源泉
徴収税率を20%から15%へ引き下げ
る

1996. 1 社債からユニット・トラストあるい
は上場のクローズド・エンド型ファ
ンド経由で得た所得について免税

2000. 1 BNM あるいは SC から承認された
社債の発行・移転に関する印紙税免
除

2000. 1 証券化の目的で1999年10月30日から
2000年12月31日までに実行されたも
のについて印紙税免除

2. 価格情報の効率的伝達: BIDS

(情報公開・伝達システム)

1997年10月に BIDS が設立する以前では、
店頭市場における情報、とくに、価格情報は売
買当事者しか知ることができなかった。潜在的
な投資家は債券の主幹事あるいは証券会社 (証

券ブローカー）から情報を得ていた。このような情報不足が債券流通市場の低迷の一番の理由といわれてきた。BNM は PDS 市場の情報公表のために BIDS を開設した。BIDS は発行条件、リアルタイムの価格情報、執行売買量、債券関連ニュースを提供する集中データベースである。これにより流通市場における効率的な取り引きを促し、市場の透明性を増加させる効果が期待されたのである。

BIDS プロセスの流れは以下のようである⁴⁾。

(i) 定常的なデータベースのメンテナンス

主幹事や格付け機関がワークステーションから情報をインプットする。この情報はリアルタイムで伝達される。

(ii) 標準的 (indicative) 価格の通告

認可金融機関は BIDS に標準的売りあるいは買い気配をインプットできる。この情報から投資家は市場の需給状況を察知できる。

(iii) 執行された取引情報

執行取引は BIDS に報告され、システムは最終執行価格と量を伝達する。

(iv) 個別会社のホームページ／メンバー・ニュース

債券市場に関係する会社およびメンバーにはホームページやニュースに情報がインプットされる。

BIDS のメンバーシップは認可金融機関（商業銀行、マーチャント・バンク、Tier-1 ファイナンス・カンパニー、ディスカウント・ハウス）、カガマス社、格付け機関、マネー・ブローカー、保険会社や BNM に承認されている金融機関である。

V. 金融危機以後の社債市場の変化

1. 流動性の拡大

前述の表 1 から金融危機以降に社債発行は株式発行を凌駕している。わが国においてバブル崩壊後の株価暴落を契機に、普通社債市場が急速に拡大したが、マレーシアでも社債市場は量的拡大をしてきたのである。では、量的拡大はどのように質的变化をもたらしたであろうか。

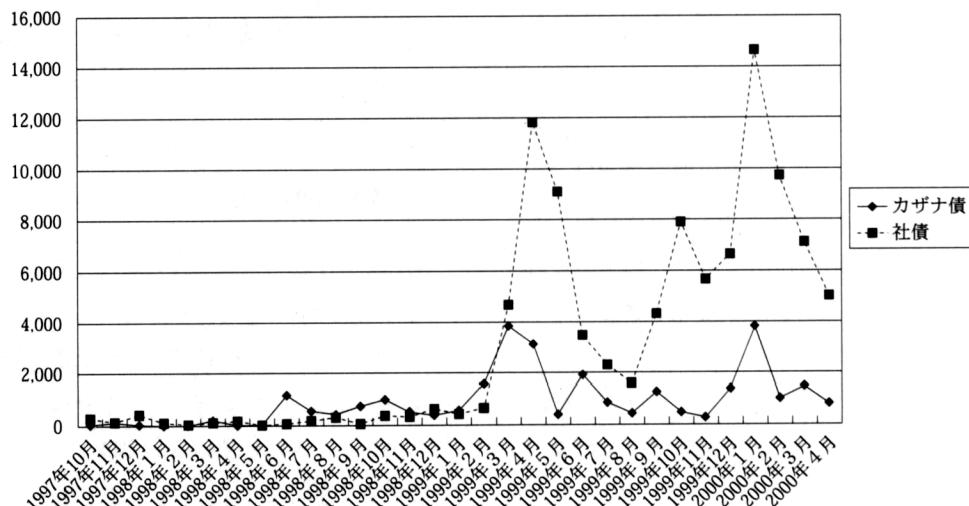
公募債は KLSE において取り引きされ、私募債は店頭で取り引きされている。表 3 は上場銘柄（公募債）の 2000 年 4 月の売買回転率である。比較的高い格付け銘柄（AA、A）は取り引きがなく、一番低い格付け銘柄（C）が一番高い回転率を示している。いずれにしても、年率でみて平均が 1 % であり、高くて 3 % 弱と非常に流動性は低い。他方、私募債に関しては、流動性が非常に高まる傾向がみられる。図 2 はカザナ債と私募債（その他 PDS のうちの私募債）の売買高を示したものである。私募債は 1999 年 2 月までは売買が低調であったが、3 月の売買高は前月 615 % 増であり、それ以降、売買高は高い水準で推移している。ちなみに、ベンチマークであるカザナ債の売買高も 1997 年にはまった

表 3 上場社債の売買回転率 (%)

	銘柄数	売買回転率(月率)	(年率)
AA	1	0	0
A	4	0	0
BBB	5	0.16	1.92
BB	2	0.04	0.48
C	1	0.24	2.88
全体	13	0.09	1.08

〔出所〕RAM [2000b] より作成。

図2 カザナ債と社債の売買高 (100万リンギ)



〔出所〕RAM [2000b] より作成。

く売買がなかった月もあったが、1999年に入ってからはかなり高い売買水準を保っている。

なぜ、1999年以降、債券売買が急増したのであろうか。IV章で述べた債券市場の改革が影響を与えたということは事実であろうが、改革時点と効果が必ずしもぴったり一致している訳ではない。考えられることは、金融危機後の持続的債券発行、多くは私募債であるが、私募債の購入・保有可能な金融機関には次第に重荷になってきた。そこへ、私募債購入投資家の範囲の拡大である。1996年に投資家層拡大のため、会社法1965が改正された。主たる改正は発行市場において直接 PDS 発行者から PDS を購入できる投資家を増加させた。プロスペクタスのない、すなわち、私募債の購入が新しい投資家にも認められたのである。受託会社、ユニット・トラスト、認可ディーラー、投資アドバイザー、高資産保有の個人、大蔵省によって公認された人たちである。従来の私募債保有者から新規の投資家への売買が増加したと考えられる。

2. 価格形成の特徴

流通市場の価格情報は BIDS の設置によって整備された。流通市場の価格形成を流動性が高まった2000年4月30日（前期）と2001年2月15日（後期）を比較してみよう。表4-1、4-2はカザナ債、カガマス債、および、社債の最終利回りである。また、図3-1、3-2はカガマス債および格付け別社債について、満期（3年、5年、7年、10年）別に、ベンチマークであるカザナ債からの利回り格差を示したものである。この期間金利低下がみられるので、最終利回りは2000年4月30日より2001年2月15日の方が全体的に低くなっている。しかし、ベンチマークであるカザナ債からの利回りスプレッドは後期の方が大きくなっている。

さらに、前期では、債券の残存期間が長くなってもスプレッドがBB以下を除いて、差がみられない。どちらかという、3年物がスプレッドが大きくなっている。しかし、後期では、残存期間が長くなると、どの格付け債券においてもスプレッドが大きくなっている。また、残

表4-1 PDS の基準最終利回り

2000/4/30

	3年	5年	7年	10年
カザナ債	4.729	5.669	5.919	6.263
カガマス債	4.776	5.731	5.968	6.325
AAA(bg)	5.683	6.253	6.77	7.177
AAA	5.953	6.507	6.97	7.413
AA(bg)	6.153	6.78	7.28	7.717
AA	6.53	7.123	7.63	8.067
A(bg)	6.73	7.407	7.911	8.297
A	7.557	8.15	8.53	8.955
BBB(bg)	7.88	8.423	8.827	9.246
BBB	9.147	9.697	10.223	10.67
BB 以下	11.46	12.19	13.023	13.748

〔出所〕表4-1、4-2はRAM [2000b] より作成。

表4-2 PDS の基準最終利回り

2001/2/15

	3年	5年	7年	10年
カザナ債	3.6	4.013	4.515	5.025
カガマス債	3.613	4.059	4.553	5.088
AAA(bg)	4.317	4.863	6.188	6.75
AAA	4.498	5.035	6.335	6.977
AA(bg)	4.913	5.545	6.853	7.519
AA	5.332	6.043	7.345	8.069
A(bg)	5.653	6.323	7.68	8.458
A	6.4	7.043	8.29	9.165
BBB(bg)	7.025	7.878	9.498	10.573
BBB	8.68	9.513	11.375	12.246
BB 以下	10.408	11.26	13.188	14.004

存期間7年、10年の債券のスプレッドが3年、5年に比して大きくなっている。

格付け別スプレッドは格付けが低くなるほど大きくなっているが、この傾向は後期によりはっきりしている。これらの結果は投資家がより信用リスクや流動性リスクに敏感になったことを示しているとみることもできよう。

VI. 格付け機関の役割⁵⁾

マレーシアにおける格付け機関の役割は非常に大きい。マレーシアの社債市場において、発行銘柄の80%以上が私募債であるが、1993年以降、すべての社債発行に格付け取得が義務づけられたからである。

マレーシア最初の格付け機関である RAM はマレーシアの資本市場発展の礎石として、政府、金融当局の強い意志のもとに設立されたものであった。株式会社組織であるが、51の株主は商業銀行33行、マーチャント・バンク6行、ファイナンス・カンパニー10社、および、アジア開発銀行と海外の有力格付け機関の FITCH IBCA 社の2機関である。株主としてはほとんどの商業

銀行はじめ主なバンキング機関が参加している。それぞれの株式保有比率は数%であり、支配権を所有するものでないということで、独立の評価機関であることが強調されている。

評価機関としてもっとも重要なことは、評価の中立性である。評価機関発祥の国であるアメリカの例をみれば明らかのように、評価機関は金融市場の要求に応える形で誕生し、その提供するサービスの善し悪しで格付け機関がビジネスとして成り立っている。格付け機関によるサービスがそのコストとパフォーマンスで評価されるためには、格付け機関が複数存在し、互いに競争することが必要である。マレーシアでは、RAM が独占的に格付けを行ってきたが、このような批判を避けるためとして、第2の格付け機関 MARC が1995年（1996年6月営業開始）に誕生した。MARC の株主は主な保険会社、証券ブローカー、ディスカウント・ハウスであり、各株主の持ち株比率は4.9%以下であり、ここでも格付けと株主構成とは独立であることが強調されている。なお、MARC は FITCH と技術提携している。

格付けに関する実績では、先輩である RAM

図3-1 PDS の利回りスプレッド (2000年 4月30日)

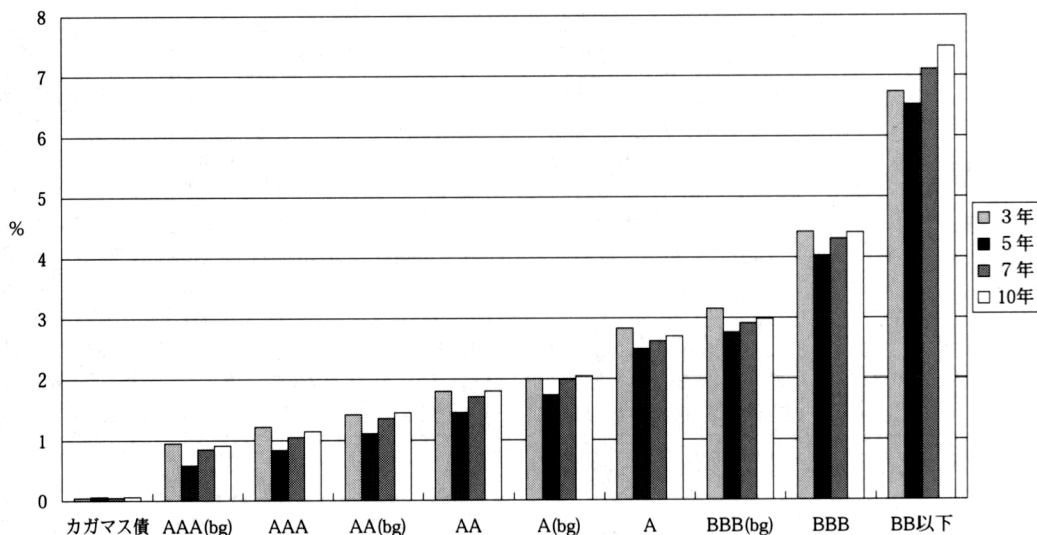
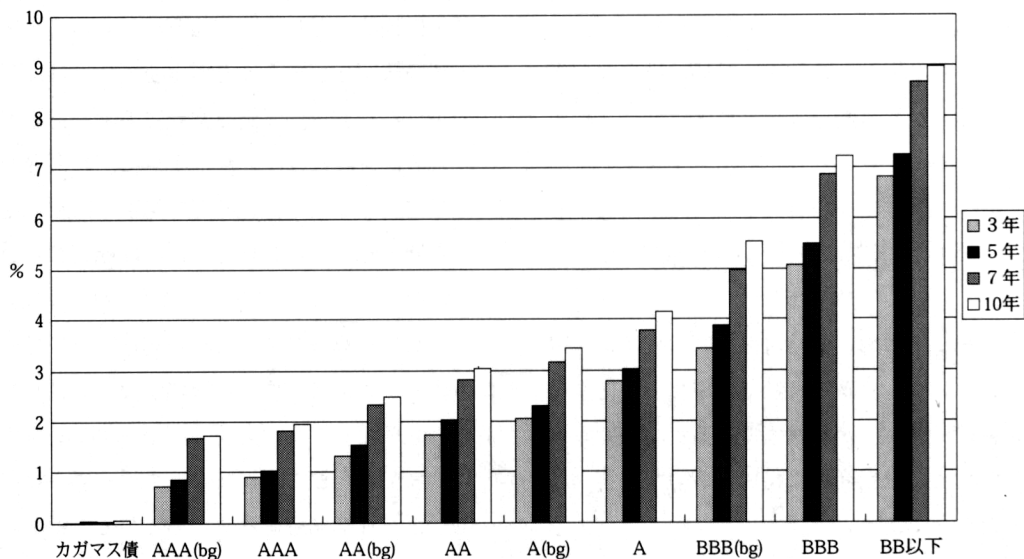


図3-2 PDS の利回りスプレッド (2001年 2月15日)



がリードしており、1999年までに発行銘柄491で金額で1,007億リングとなっている。MARCの実績は2000年で107銘柄、408億リングである。

格付け機関は証券市場における重要な情報生産機能を有しているが、先に述べたようにその情報が利害関係者と独立に生産されなければ、ただのお飾りでしかない。わが国においても社

債市場の育成・活性を図るための改革が行われたとき、本格的な格付け機能の必要性を感じて、政策当局主導とみられる格付け機関の設立が実行された。格付け機関の株主は日本の主だった金融機関（証券や保険を含む）であった。さらに、社員はそのような機関からの出向組が多かったのである。このような格付け機関

は必ずしもうまく機能したとはいえなかった。わが国の格付け機能が向上したのは外資系格付け機関の参入であったと考えられる。

マレーシアの格付け機関の RAM はアジア開発銀行から1997年4月の APEC 蔵相会議において、APEC 域内でトップの格付け機関であると認められたそうであるが、次章で述べるようなマレーシアの社債市場の発展のためには、海外の格付け機関の参入を認めることも必要になるであろう。

VII. 公募債市場の拡大と 流通市場の整備

1. 公募債市場の育成

マレーシアでは、社債市場の育成・拡大を推進されるために規制が緩和されている。一つは発行時に課せられるプロスペクタス要件について簡素化が進められている。プロスペクタス要件は会社登記所（ROC）との関係でその準備に時間とコストがかかり、これを免れる私募債発行が多かったと指摘されてきたからである。1999年7月に ROC は PDS 発行に必要な最小限度のプロスペクタス要件を作成し、発行手続きの簡素化、コストの低減化が実現した。二つ目は従来、PDS は格付けが BBB 以上でなければ発行できなかったが、この規制が緩和され、BB 以下でも発行可能となった。三つ目はすでに指摘したように、私募債市場への参加投資家の範囲の拡大である。

このような流れのなかでも、PDS の発行の多くは私募債となっている。また、多くが担保や保証が付いている。マレーシアが社債市場を育成・拡大する意図は1990年代はじめと今回の

金融危機後ではかなり違うはずである。金融システムのリスク分散が今回の社債市場改革の最大目的である。ということは、リスクが公開市場で認知され、価格付けられねばならない。いろいろ改革してはいるが、限られた市場範囲では本来のリスク分散機能を果たすことは限界がある。現在の社債市場はマレーシアの外から見ると、内輪でこそこそ取引をしているように映るのである。担保・保証のない社債を市場でリスクを評価するために、公募債の発行増加が必要であろう。

2. 流通市場の整備

マレーシアでは、公募債は KLSE に上場することになっているが、債券が取引所で売買されなければならないという理由はない。わが国でも、株式市場は永らく取引所中心でやってきたが、その集中規制もすでに解除された。また、債券市場は公募債中心であるが、取引は店頭市場でほとんど行われている。債券取引は機関投資家を中心であり、その売買量は大口である。そのため、取引所のオークション方式には馴染みにくいのである。店頭では、ディーラーがマーケット・メーカーとして流動性を付加して取引をスムーズに進めているのである。

マレーシアで公募債発行が増加したとしても、流通市場の改革がなければ、現在の取引所での流動性の低い状況から判断してもうまく行かないであろう。マレーシアよりはるかに規模の大きい公募社債市場をもっている日本でも社債流通市場についてはまだまだ多くの問題を残している。その一つがマーケット・メーカーである。マーケット・メーカーは在庫を保有しなければならないので、そのコスト負担が大きい。証券ディーラーとして機能するためには、

規模の経済を利用できることが条件となろう。たとえば、証券会社ではディーリング業務は大手証券会社がつよい。

流通市場活性化の条件として、活発な投資家の売買が必要である。その主役は年金・保険会社・投資信託などの金融機関である。決して、個人投資家が主役になることはない⁶⁾。マレーシアには積極的な機関投資家がどのくらい存在するであろうか。機関投資家の多くが公的年金とか国営投資信託であるので、このような機関の運用行動が変わらないと流通市場改革もなかなか難しいであろう。債券投資に長けている海外投資家の参入は刺激になるであろう。ただし、海外投資家の流動性が低い市場への参入は限られるので、それなりの流動性を維持する市場作りが先決であるのはいうまでもないことである。

3. 金融機関再編成と社債市場

金融危機後の金融システム再編成にあたって、金融の自由化・グローバル化にそなえて銀行の再編成が政策当局主導で行われている。商業銀行が10のグループに統合され、規模拡大による強化を図っているし、その他の金融機関も同様である。さらに、州際規制で支店開設が禁止されて、小さい規模が多かった証券会社（ブローカー）についても、ユニバーサル証券会社構想のもと、統合が計画されている。

証券ブローカー業がただ投資家の売買を成立させるものであれば、オンライン取引専門の証券会社で充分対応できよう。しかし、証券会社が投資家の資産運用を手助けする、あるいは、投資家に流動性をあたえるような包括的なサービスを提供するところに存在意義をもつならば、情報生産や資産運用のノウハウが重要と

なってくる。このようなサービスを提供するためにはかなりの規模を有した証券会社でなければ、投資家の要望に応えられない。当局は証券産業の再編成政策を打ち出している。ユニバーサル・ブローカー構想である⁷⁾。すなわち、より大きく、強く、プロフェッショナルなブローカーを合併・統合によって構築することである。政府プランとしては64ブローカーを15のユニバーサル・ブローカーに統合しようというものである⁸⁾。

社債市場でのプレーヤーと期待される金融機関が再編成され、規模が拡大されつつある。規模拡大だけでは、プレーヤーとして優秀かどうかは不明であるが、金融機関間での競争が高まれば、プレーヤーとして機能できるであろう。

注

- 1) わが国の株式持ち合いは現在、その経済性が問われ、急速的に持ち合い解消が進みつつある。しかし、持ち合いがすべて経済的意味を持たなかったのではなく、持ち合いのコストとパフォーマンスを常に天秤に掛けることを怠ったことが問題であった。とくに、バブル時に持ち合いが進展したことは大いに反省されるべきであろう。
- 2) 1969年に中央銀行はタイの証券取引所を確立するために S.M.Robbins 教授に研究を依頼し、彼の薦めによってタイ証券取引所は設立された。
- 3) BNM (bnm.com.my) のホームページ (Development of the Ringgit Bond Market) を参照。
- 4) BNM のホームページ (Bond Information and Dissemination System) を参照。
- 5) RAM (ram.com.my) および MARC (marc.com.my) のホームページを参照。
- 6) マレーシアでは債券市場の投資家層拡大として、課税優遇措置に加えて、マレーシア貯蓄債券 (Malaysia Saving Bond) が BNM から 5 年物割引貯蓄債券として発行されている。これは満期まで 48% の収益が保証され課税免除となっている。プミプトラを含む大衆の有利な貯蓄手段の提供である。このような階層の増加はここで取り扱っている社債市場とは関係ない政策である。むしろ、一般大衆が債券はリスクがないという誤解をもってしまう危険があらう。
- 7) 投資家は単一のディーラーあるいはユニバーサル・ブローカーによって、現物、先物、株式・株式以外の証券の取引を統合された取引所経由で取引でき・決済・引渡業務も統合された施設で行われる。
- 8) KLSE, "Investors Digest" July 2000 および KLS

E: Press Release (Industry Consolidation Benefits Investors) 20 Nov. 2000による。なお、証券業協会からは統合化は零細投資家へのサービスが低下させれるとの反論もでている。

参考文献

Bank Negara Malaysia, [1999], *The Central Bank and the Financial System in Malaysia*, 1999.

Department of Statistics Malaysia, [2000], *Monthly Statistical Bulletin*, 6月.

Mohamed Ariff, *Study on Industrial Net-*

works in Malaysia, Malaysia Country Paper.

RAM [2000 a], *Economics Chartbook*, 4月.

——— [2000 b], *RAM Bond Newsletter*, 5月.

Robert F. Emery, *The Bond Markets of Developing East Asia*. 1997 Westview Press.

首藤 恵 [2001], 「マレーシアの金融危機と民間債券市場—制度構築の視点から—」『証券経済研究』第29号, 日本証券経済研究所, 1月。

(武蔵大学経済学部教授・当所主査研究員)