

マレーシアの金融発展と貯蓄動員

銀行・年金基金・投資信託の役割

首 藤 恵

March 1998

1. はじめに
2. 金融制度改革と資金フロー
 - (1) 金融制度改革と貯蓄動向
 - (2) 民間貯蓄と政府貯蓄
3. 貯蓄動員機構としての国内銀行部門
 - (1) 競争制限的規制と全国展開の支援
 - (2) フランチャイズ効果とレントの保証
4. 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
 - (2) 強制貯蓄機能と社会保障機能の矛盾
5. 投資信託とファンド・マネージメント産業の育成
 - (1) 国営ユニット・トラストとプミブトラ政策
 - (2) 資本市場整備と国営ユニット・トラスト改革
 - (3) ファンド・マネージメント産業の育成
6. 銀行依存型システムからの脱却——むすび

[注]

[引用文献]

[付表]

1. 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」を重視し、1970年代には「社会的安定」のための所得再分配と資産保有の平等を実現する手段として、国内金融制度構築に着手した点にある。銀行部門をベースとする「自発的貯蓄動員機構」と、年金基金をベースとする「強制貯蓄動員機構」の相互補完的システムが、高い貯蓄率と社会的安定を同時に実現する鍵であった。

1960年代には、中央銀行主導による全国規模の銀行ネットワーク形成と、年金基金制度など社会保障基金による強制貯蓄を2つの柱とする貯蓄動員機構が整備が始まった。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も、その過程で生じる資本所有と所得分配の不平等への対処に慎重に配慮した制度構築をともなったのである。プミプトラ社会による証券投資と資本所有の促進を目的に、国営投資信託会社が設立されプミプトラ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に大きな貢献を果たした。

こうして貯蓄動員ルートと貯蓄インセンティブを巧みに組み合わせた貯蓄動員政策により、1970年代後半から驚異的な貯蓄率の上昇をもたらしたプミプトラ（マレー人）の社会的地位の向上に成功した。しかしながら、銀行ネットワークの拡大は、国内銀行への各種優遇措置と厳しい競争制限措置に支えられて、政府系銀行による寡占的市場構造を生み出し、年金基金は社会保障機能と金融仲介機能との矛盾に直面してきた。国営投資信託も、投資機関として本来のリスク分散機能を果たすものとは言い難い。

金融発展プロセスにおける「効率と安定性のトレード・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、国内貯蓄動員と社会的資金配分を重視した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る。ところが、政府主導型成長から民間主導型成長へ転換し、金融グローバル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いが、従来の金融システムのもつ脆弱さが明らかとなった。民間主導型成長へ転換するには、銀行部門の競争促進による金融仲介ルートの多様化と、長期資金供給とリスク投資の場としての資本市場の基盤整備が不可欠の条件である。マレーシアの金融システムがもつ強さと弱さを分析することは、金融制度構築の視点から東アジア型金融発展を分析する上で興味深い論点の一つと考える。

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注目し、銀行、年金基金、投資信託の相互補完的役割について論じ、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指摘することにある。本論の構成は次の通りである。2節では金融制度と資金フローの特徴について概観する。3節では、貯蓄動員機構としての銀行部門の役割に焦点を当てて、貯蓄インセンティブの供与と貯蓄意欲の植え付けを重視した国内銀行育成政策の意義と問題点について論じる。4節では、被雇用者年金について、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の矛盾が広がりつつあることを明らかにす

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

Notes: 1/ Assets of Central Bank before November 1979 include the Currency Board.

2/Includes Islam Bank Malaysia.

3/Include 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/Include NSB, Bank Kerjasama Rakyat and co-operative societies.

5/Include Building Societies, Pilgrims Management and Fund Board for Muslim community, Credit Guarantee Corporation and Cagamas.

ASN & ASB: Government Unit Trusts

Source: Bank Negara Malaysia, Annual Report, Quarterly Bulletin. から作成。

る。

5節では、資本市場育成政策との関連で注目すべきファンド・マネージメント産業を採り上げる。1980年代に急成長した国営投資信託スキームについて、資本市場を介した投資機関としての限界を指摘し、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。6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システム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く、銀行部門の競争促進の鍵でもある。

2 金融制度改革と資金フロー

(1) 金融制度改革と貯蓄動向

マレーシアでは、1959年に中央銀行が設立されて以来、中央銀行主導による金融制度構築が積極的に進められてきた。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）、②輸出促進工業化への転換とプミプトラ政策（マレー人の地位向上のための社会経済政策）を実現するための金融部門への公的介入の強化（1970年代）、③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）、④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）、⑤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、の6つの段階に分けることができる。

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、最近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。活発な国内投資を支えてきたのは、潤沢な国内貯蓄とそれを投資に結びつける金融仲介システムであった。まず、マレーシアの金融仲介システムと資金フローを概観しよう。

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、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、商業銀行と被雇用者年金基金（Employees Provident Fund:EPF）を2つの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60年代に上昇し70年代にはさらにシェアを高めたが、1980年以降は、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の伸びが目立つ一方、強制貯蓄機構として政策的資金配分の原資を供給してきた被雇用者年金基金は停滞し、郵便貯金を引き継いだ国営貯蓄銀行の後退が著しい。

次に、表2および図1に目を向けよう。これらの図表は、この間の国内貯蓄投資ギャ

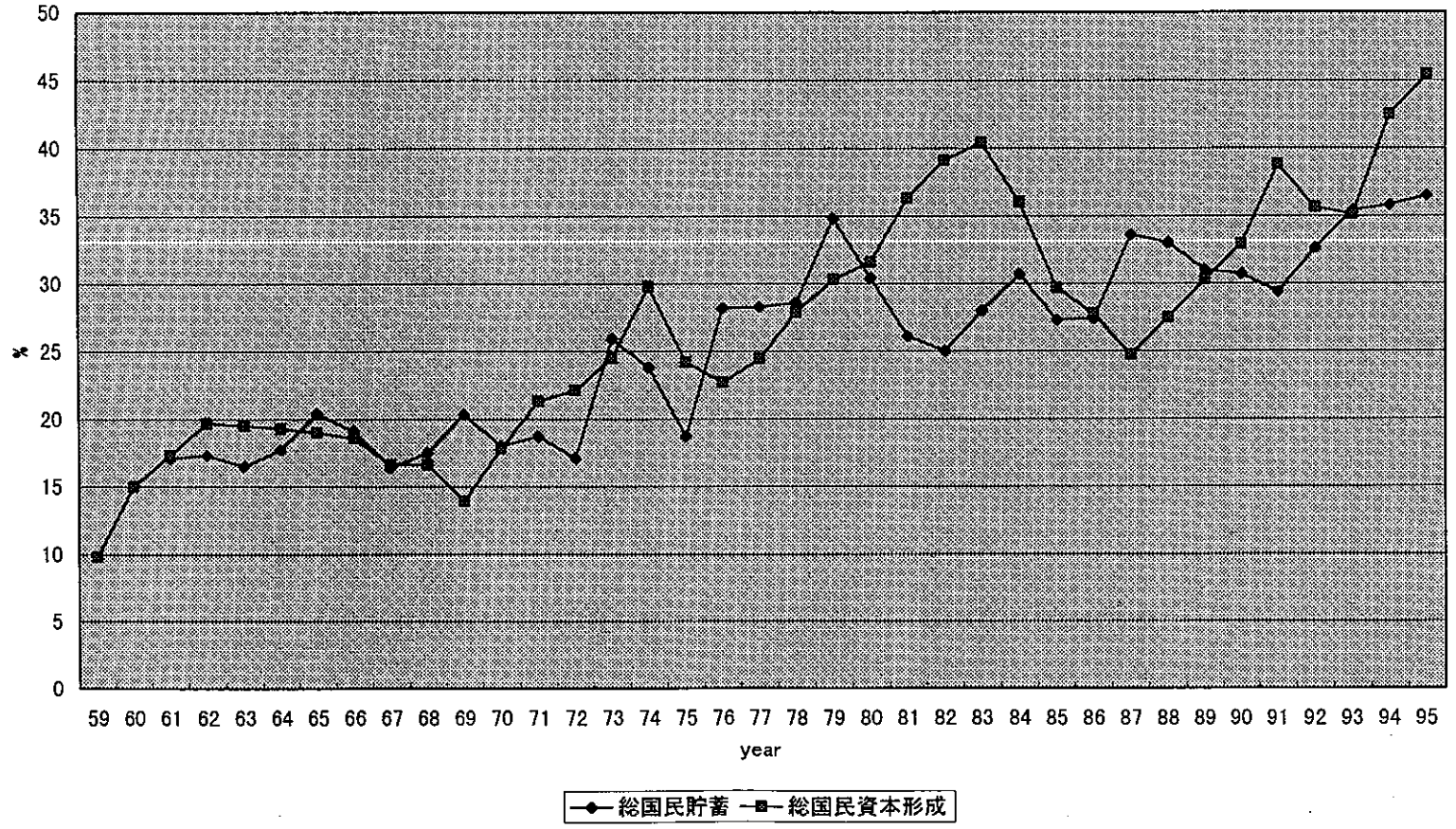
表2 貯蓄投資ギャップ(対GNP比率)

								(%)			
	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
經常収支	-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	1549.8	2911.8	4381.0	5104.6	8244.6	7380	8022	8993	10058
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

Note: Investment is gross domestic capital formation.

Sources: Bank Negara Malaysia, *Annual Report* 1996, P.34 Table III.1 and P.216 Table A.6, Quarterly Bulletin, First Quarter 1997.

图1 総国民貯蓄と総国民資本形成(对GNP比率)



ップとマクロ・パフォーマンスを要約したものである。国内貯蓄率（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年代までは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。とくに1970年代後半は、民間貯蓄率は平均22.7%とピークを迎え、平均19%という高い成長率を実現した。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、政府貯蓄の上昇が貯蓄率の低下をくい止めた。1980年代前半の政府投資の膨張と民間貯蓄の減少は政府貯蓄の増加をはるかに上回り、財政引き締めと政府部門の縮小を余儀なくされた。1980年代後半に民間貯蓄が回復すると政府貯蓄は減少したが、1990年代に入ると、政府貯蓄は再び増加し、高貯蓄率の約半分は政府部門が支えている。ところが、民間貯蓄が伸び悩む一方で民間投資は膨張し、民間部門の貯蓄・投資ギャップは政府貯蓄の伸びでカバーできないほどとなった。

すなわち、図2から明らかなように、1970年代末から民間貯蓄はきわめて不安定に動き、それを政府貯蓄が補う形で国内貯蓄の高位安定が維持されてきたのである。マレーシアにおいては、政府貯蓄が国内貯蓄形成にたいして民間貯蓄と並ぶ大きな役割を果たしてきた。

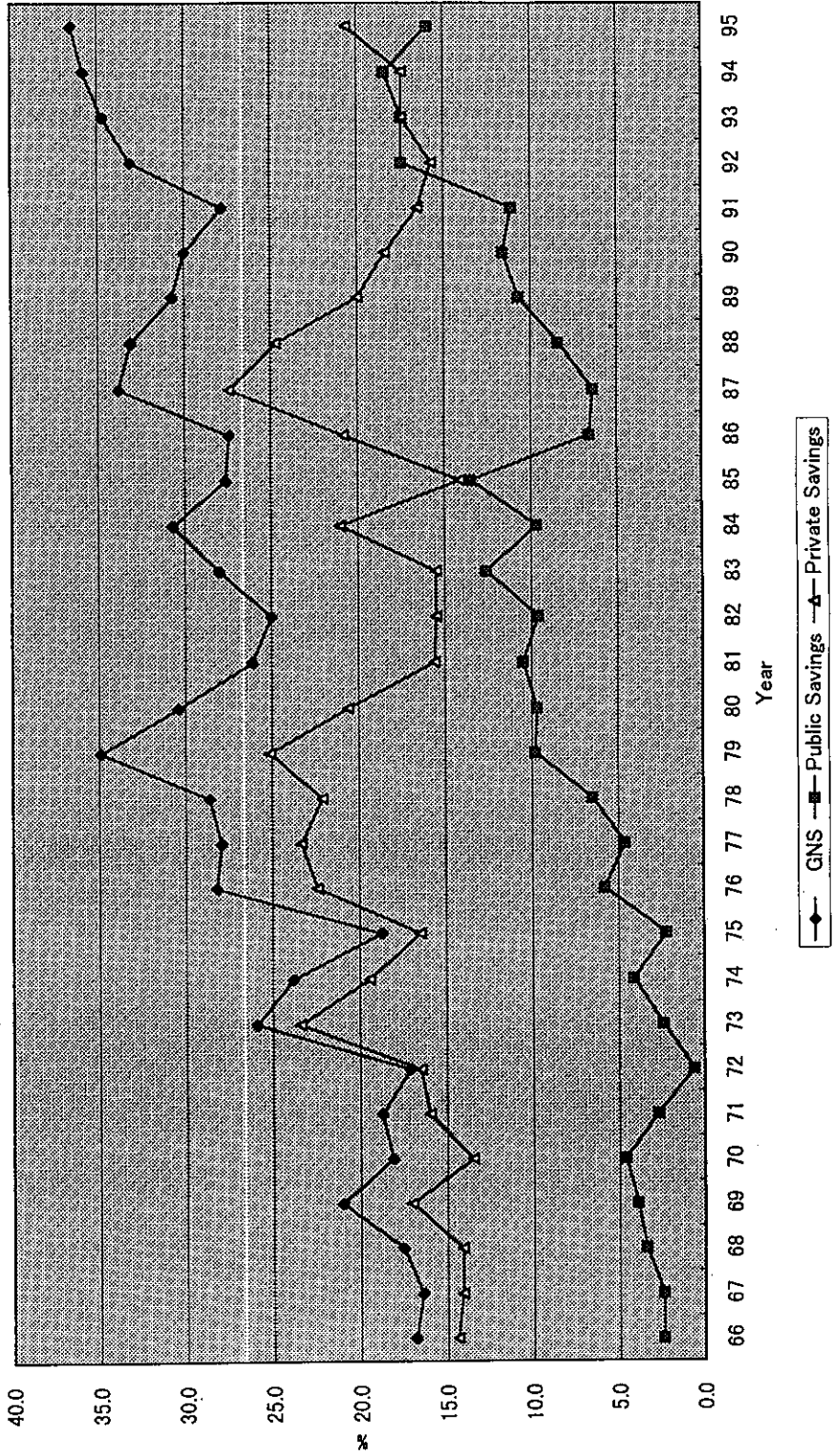
民間貯蓄と政府貯蓄の動員ルートフロー・ベースで見てみよう。1970年代のブミブトラ政策と80年代前半の重工業化計画は政府部門の膨張を招いたが、表3はその後の期間、すなわち、1985-95年について、民間部門、政府部門、海外部門の資金フローを項目別に分解したものである。民間貯蓄の動員ルートは、貨幣機関（主として商業銀行）を経由する部分、年金基金や保険ファンドなど社会保障基金を経由する部分、および、貯蓄機関を含むその他金融機関を経由する部分に分けられる。

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。ところが1989年からは、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大し、資金移転のルートは政策金融機関から金融仲介機関へと変化したことがわかる。

政府貯蓄は主として公的部門余剰である。民間主導成長への転換と並行して、1980年代末から政府余剰は拡大を続けている。海外部門の資金流入は主として直接投資である。海外調節投資の受け入れも1990年代に入って成長を続けているが、それからやや遅れて1992年から短期資金の流入が活発化している。表2で示されているように、この間、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。

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、平均13.5%の高い経済成長率（表2参照）を実現した。しかし、高い国内貯蓄の

図2 民間貯蓄と政府貯蓄(対 GNP比率)



大きな部分が政府余剰に支えられ、実質的には依然として政策的資金配分に依存した政府主導型成長であったといえよう。

(2) 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。しかし、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。ここでは、家計の資産を積み上げて家計貯蓄を計算し、その動向と構成比を見ることにしよう。表4は、家計貯蓄の主要構成要素についてデータが利用可能な1980-92年について、預金（銀行、非銀行）、年金基金、生命保険、現金、国営ユニット・トラスト（ASN and ASB）を集計して家計貯蓄を求め、その構成比を計算したものである。⁽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家計貯蓄にあると推測できる。預金は家計貯蓄の30-40%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。その理由は、被雇用者年金基金の拠出率は月当たり賃金支払い総額に対する一定比率と定められており、1980年と93年にかなり大幅な引き上げが行われてからである。（付表を参照されたい）

第4に、生命保険や国営投資信託（ASN/ASB）は、比率はそれほど高くないものの、家計にとって預金と代替性の高い自発的貯蓄部分となっている。

(3) 政府貯蓄の構成要素

政府貯蓄の大部分をしめる公的部門余剰は、政府一般会計余剰と非金融公営企業(NFPEs)の営業余剰から構成される。プミプ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、すでに指摘したように、政府貯蓄は1970年代末から徐々に1980年代前半から急速に増加し、政府部門の資金不足は解消に向かった。

1980年代前半の政府貯蓄の上昇は、ゴム、パーム・オイル、石油など主要一次産品の国際価格の上昇と、政府石油公社Petronasによる石油資源の発掘に代表される国営企業

表3 資金フロー

(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 合計額		
	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 余剰	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	14.1	5.7	4.2	-0.7	4.8	2.2	1.6	0.6	-4.9	1.5	-2.6	-	22.3
1987	21.2	2.9	4.4	-0.2	14.1	5.3	2.8	2.5	-3.2	1.6	-4.8	-	24.9
1988	22.8	4.3	5.1	1.6	11.8	9.5	7.4	2.1	2.3	5.0	-2.7	-	31.2
1989	19.4	9.5	5.9	5.8	-1.8	12.6	10.1	2.5	7.1	8.0	-0.9	-	41.2
1990	21.5	10.8	7.3	5.7	-2.3	14.0	12.0	2.0	11.7	9.5	0.6	1.6	46.1
1991	20.4	10.6	9.0	5.0	-4.2	16.5	14.2	2.3	19.2	10.5	-2.0	10.7	64.4
1992	28.7	18.0	9.4	4.0	-2.7	20.6	20.2	0.4	37.1	11.2	0.5	25.4	86.7
1993	29.0	23.5	12.4	8.8	-15.7	27.6	25.2	2.4	-1.3	13.0	0.5	-14.8	58.5
1994	32.2	18.6	14.6	6.4	-7.4	30.0	28.8	1.2	16.3	10.0	5.6	0.7	85.5
1995	39.2	*26.4	16.2	-	-3.4								

Notes: 1/Include lending to private sector.

2/Other foreign funds include short-term funds and others.

* Figure of 1995 is banking sector.

Sources: Bank Negara Malaysia, *Annual Report*, 各年版から作成。

による重化学工業化政策によって、公営企業の営業余剰が増加したことに起因する。⁽⁴⁾ また、1980年代後半の上昇は、1982年に始まる不況に対して採られてきた拡張的財政政策から緊縮財政へと転換したこと、公営企業の民営化と業績改善のためのリストラ措置や経営監視機関が功を奏して政府支出の縮小に成功したことによるといえよう。⁽⁵⁾

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高い水準での安定成長を維持しようすれば、民間貯蓄の動員はこれまで以上に重要な課題となることは明らかである。

3 貯蓄動員機構としての国内銀行部門

(1) 国内銀行の育成と全国展開の支援

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、初期時点における「大規模商業銀行の創設」である。中央銀行設立当時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10行が創設された。1960年に創設されたMalayan Banking (メイバンク) とUnited Malayan Bankは政府出資比率が高く、とくに66年にマレー人の利益増大を目標として1966年に設立されたBank Bumiputraは100%政府所有であった。⁽⁷⁾ 1995年末現在、上位6大銀行のうち、資産総額シェアによる上位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行はすべて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、政府出資によって設立されたMalayan Banking とBank Bumiputraは、1995年末現在も預金と貸付の3分の1をしめる上位2行としての地位にある、これら2行、依然として政府系機関(国営投資信託会社および国営企業)が大株主であり、実質的には政府系銀行と見るべきである。

第2に、国内銀行による支店ネットワークの「地方展開」に対する政策的支援である。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え、地方進出を積極的に支援した。

第3に、中央銀行の店舗行政による「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競争をコントロールしてきた。

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	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	ASN/ASB
1980	5683	2500	268	1900	351	664		100.0	44.0	4.7	33.4	6.2	11.7	-
1981	7142	3360	220	2360	485	342	375	100.0	47.0	3.1	33.0	6.8	4.8	5.3
1982	8506	3590	385	3029	593	627	282	100.0	42.2	4.5	35.6	7.0	7.4	3.3
1983	6694	1460	146	3700	642	298	448	100.0	21.8	2.2	55.3	9.6	4.5	6.7
1984	9586	3140	1005	4114	765	-52	614	100.0	32.8	10.5	42.9	8.0	-0.5	6.4
1985	11787	3520	1863	4600	919	246	639	100.0	29.9	15.8	39.0	7.8	2.1	5.4
1986	10001	3200	-270	4600	1009	360	1102	100.0	32.0	-2.7	46.0	10.1	3.6	11.0
1987	9112	1830	-29	5000	1031	778	502	100.0	20.1	-0.3	54.9	11.3	8.5	5.5
1988	11604	1940	1662	5300	1136	1018	548	100.0	16.7	14.3	45.7	9.8	8.8	4.7
1989	18164	5680	2359	6200	1375	797	1753	100.0	31.3	13.0	34.1	7.6	4.4	9.7
1990	20391	7330	643	7000	1643	885	2890	100.0	35.9	3.2	34.3	8.1	4.3	14.2
1991	23884	10070	470	8356	2030	985	1973	100.0	42.2	2.0	35.0	8.5	4.1	8.3
1992	32490	14580	2036	11061	2425	1098	1290	100.0	44.9	6.3	34.0	7.5	3.4	4.0

Note: Household saving is calculated as aggregation of the above six component.

Sources: Deposits, provident and pension funds, life insurance funds, currency are from Table 4(a) p.29 Lin(1993).

Saving by ASN and ASB is from Table1 p.171 Abdul Khalid Ibrahim(1994).

以下のデータにもとづいて、積み上げ方式で計算。

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脱却することが必要であった。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、外国銀行による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、国内銀行部門は急速に成長した。表6および表7を参照されたい。1970年代半ばから支店数、預金残高とも国内銀行が外国銀行を抜いて成長を続け、1995年末現在、国内銀行22行1209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以下となっている。同じく、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、預金残高規模は約半分に達する規模となった。

1965-80年に国内銀行の預金総額は約1.5倍に増加し、貯蓄動員機構として多大な貢献をしてきた。とくに注目すべき点は、商業銀行が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年代に入って利子率の低い貯蓄性預金は激減し、定期預金がのびている。

「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、国営貯蓄銀行はその役割を完全に終えたといえよう。

商業銀行の「定期預金」のシェアは、ファイナンス・カンパニーの登場により低下傾向にある。とはいえ、1990年代前半にいたっても60%を占める。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れば、預金市場はほぼ国内商業銀行の支配下にあるといえよう。

すでに指摘したが、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

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 National 15.22%
Public Bank	7.5	8.7	4.7	1966	EPF 4.87%
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		

Notes: 1/ Development Commerce Bank before 1993.

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

Sources: Association of Banks in Malaysia, *Financial data*. Thompson Information, *Corporate Handbook*.

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	1434	1209	144	40	988

Sources: 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	
	総額	商業銀行 国内銀行	外国銀行	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
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	1180	379	1262	387	1188
1985	1352	2632	549	3767	762	3677
1990	1835	3386	864	7367	1297	7923
1995	4774	9429	1859	15366	3086	13240

Note: Prior to January 1981, deposit were classified on a different basis.
Deposits by individuals is other customers than governments, financial institutions and business enterprises in Malaysia.

Sources: 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)

	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

Source: Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin* 各号より作成。

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、預金残高では上位1行シェアは23.1%、上位5位で48.1%を占める寡占構造である。

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銀行優位の金融システムが構築されてきたのである。

(2) フランチャイズ効果とレントの保証

上で述べた国内銀行育成のための競争制限的措置は、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するには、大きなコストと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。

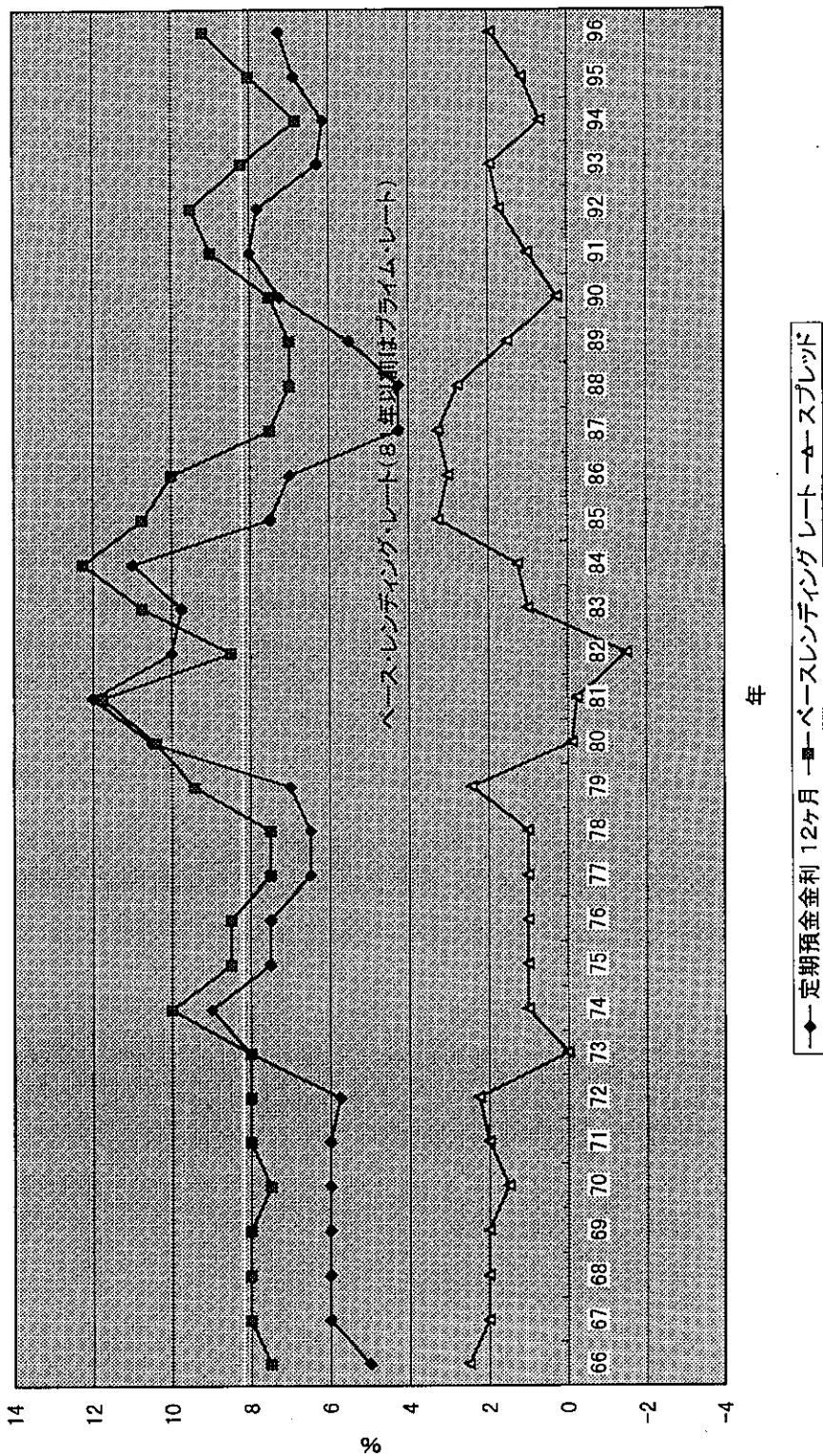
支店網拡大のインセンティブとして、出店時の支援に加えて、競争制限措置――①外国銀行の参入規制、②店舗行政による地域独占、③裁量的な金利の誘導による価格競争の回避――により、支店ネットワークに一定のレントを保障して「フランチャイズ価値」を高めることが必要である。⁽⁸⁾

ところがマレーシアでは、銀行業務への新規参入の制限する一方で、1970年代の比較的早い時期に、預金インセンティブを与えるために「預金金利の自由化」が実施された。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。1978年10月に銀行部門の預貸金利が完全に自由化されると、金利は急速に実勢化していった。⁽⁹⁾ 1980年代前半には重工業化政策が始まったに加えて民間投資が増加したことから、資金需給が逼迫し預金獲得競争が激化した。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。

厳しい参入規制を行う一方で銀行監視システムが整備されないままに預金金利を自由化したことから、預金獲得競争とリスク投資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。金利自由化は一時凍結され、1981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へ移行した。基準レートは、中央銀行の認可を必要として、実際には中央銀行と銀行協会の協議で決定された。

1980年代後半には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、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、自己資本比率を引き上げるなど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 (KLIBOR) 導入された。

図3 商業銀行の金利



ここで注目したいのは、固定金利から自由化そして自由化の凍結と再自由化といった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。図3は、1966-96年について、商業銀行の預貸スプレッドを12ヶ月もの定期金利とプライム・レート（81年から基準貸出レート）から計算して図示したものである。

金利規制下にあった1960年代後半には2%のスプレッドが維持された。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ず74年から77年までスプレッドは1%で一定している。さらに、金利自由化が凍結されて以降、1983年からスプレッドは拡大し1988年まで3%をこえるきわめて高い水準となり、銀行経営健全化のための利潤確保が優先されたことが分かる。金利自由化政策も、国内銀行の経営の安定化を重視して、中央銀行によってたくみにコントロールされてきたといえよう。

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といえる。しかしながら、そうした銀行の拡張戦略が、「金融仲介機能」の効率化を阻み、銀行部門の自由化と対外開放を遅らせる要因となったのである。

4 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1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、社会保障基金とりわけ年金基金が、家計の長期資金を安定的に政策金融に動員する上で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。表9は、1995年末現在における年金基金の構成とポートフォリオの特徴をまとめたものである。1995年末現在も、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。

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EPF拠出額を、グロスとネット（引き出し分を控除）に分けて表示したものである。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き出しを認め、福祉政策として退職前死亡時の親族への給付金受け取りスキームの拡充を続けてきた。住宅投資のための引出は、住宅所有を奨励するプミプトラ政策の一環でもあった。

EPFの拠出金払込額は、グロスで見れば加入者の増加と拠出金率の引き上げともに順調に増加した。1970年代から、頻繁な拠出金率（月当たり貸金支払いに対する拠出金）の引き上げが行われてきた。拠出金率は、1975年7月までは10%であったが、75年8月、その後4回の引き上げにより、1996年には23%という高負担率となっ

表9 年金基金の構成とポートフォリオ

	構成(1995年末値)				マレーシア預金および企業証券 その他				合計
	加入者数 (1000人)	シェア (%)	資産総額 (100万リンギ)	シェア (%)	マレーシア 政府証券	預金 現金	企業証券	その他	
Employment Provident Funds	7622	49.8	98849	86.6	33	29	27	11	100
Pensions Trust Funds	102	0.7	5963	5.2	0	50	45	5	100
Social Securities Organization	7422	48.5	4478	3.9	35	35	27	3	100
Armed Forces Funds	99	0.6	3538	3.1	0	21	73	6	100
Malaysian Estates Staff Provident Funds	1	0.0	312	0.3	25	35	39	1	100
Teachers Provident Funds	25	0.2	188	0.2	28	22	39	11	100
その他	38	0.2	836	0.7	27	23	46	4	100
合計	15309	100.0	114164	100.0	-	-	-	-	-

Source: Bank Negara Malaysia *Annual Report* 1996, P.112-114 より作成。

表10 被雇用者年金基金(EPF)の払込額と引出額

	加入者数 (100万人)	拠出金払込額 (10億リンギ)		引出額/払込額 (%)
		グロス	ネット	
1970	2103	0.207	0.134	35.3
1975	2888	0.378	0.276	27.0
1980	3758	1.068	0.869	18.6
1985	4797	2.7	2.0	27.9
1986	4843	3.0	1.7	43.4
1987	5051	3.1	1.6	49.6
1988	5250	3.2	1.6	48.6
1989	5541	3.6	2.0	45.3
1990	5862	4.1	2.4	41.2
1991	6226	4.9	2.9	41.4
1992	6548	5.6	3.8	31.6
1993	6946	7.4	5.2	29.1
1994	7277	8.8	6.3	28.7
1995	7621	10.3	7.3	29.1
1996	8054	12.4	8.5	31.3

Source: Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin* 各号から作成。

た。(付表参照)

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年代初頭にかけて減少ないし停滞している。つまり、抛出額ベースは拡大しているが、それをさらに上回る引き出しが生じていたわけである。実際、表10で示されるように、1985年以前は、抛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年代初頭に引出率は低下しているが、これは表10で明らかなように新規加入者の増加による。E P Fの役割は、1980年代後半から大きく変わりつつあるといえよう。

第1に、「金融仲介機能」の変化である。E P Fは、政府の主要な資金調達手段であり、1951年被雇用者年金基金法 (Employees Provident Fund Act)によって基金の70%を政府証券へ投資することが義務づけられてきた。1970年代まで、投資資金の実に90%以上が政府証券に投資されてきたのであった。1980年代半ばにおける民間主導型成長と政府部門の縮小への政策転換により、E P Fに課せられた政府証券投資の規制は徐々にゆるめられ、預金や民間証券投資が拡大した。

この点を表9で確認しよう。1995年末現在、政府証券への投資比率は33%にまで低下し、預金と企業証券への投資比率はそれぞれ29%と27%に達している。⁽¹¹⁾ E P F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。しかし、民間証券への投資比率の上昇を、必ずしも運用規制の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ともに、公営企業民営化の受け皿としての役割を担わされたからである。

第2は、「長期資金動員機能」の低下である。すでに指摘したように、抛出金に対する退職前の引出金の比率が急増しており、長期資金の供給という本来の役割は後退している。社会的安定の一つの手段として政府は個人の住宅所有を奨励し、E P Fに対しても退職前の引出を認めてきた。その結果、個人にとって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貯蓄手段としての機能に問題が出てきている。

第3は、企業負担の増加による「モラル・ハザード」である。抛出金比率(対賃金支払い)は、当初は被用者・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。⁽¹²⁾ 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ている要因といえよう。

(2) 強制貯蓄機能と社会保障機能の矛盾

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ため、資金運用・調達両面での自由化を進める制度改革が実施された。(付表参照)

すでにふれたように、1991年の新EPF法施行により、政府証券への投資規制が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き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と変貌せざるをえないことは確かである。証券の保有比率から見れば、EPFはいまや資本市場の代表的プレーヤーである。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っている。⁽¹¹⁾ 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・バンクとの競合性が高まりつつある。

ところが、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投資の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ているといえよう。

5 投資信託とファンド・マネージメント産業の育成

(1) 国営ユニット・トラストとプミブトラ政策

1990年代の民間資金フローの変化は、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営企業の民営化の受け皿として年金基金を活用することの矛盾を縮小するための一つの解決策は、自発的貯蓄とくに資本市場を介した投資手段の活用にある。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、「ユニット・トラスト」であり、運用会社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投資信託会社がつねに買い取りの義務を負う「オープン・エンド」型商品である。

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1億6200万リンギ（預金残高は1619億リンギ）にとどまった。

投資信託産業が本格的に成長を始めるのは、1981年4月に国営投資ユニット・トラスト計画が実施されてからである。1981年末に国営ファンドASNが初めて売り出された。最初の発行額は、5億4000万単位（5.3億リンギ）発行されたが、1990年末現在、110億単位（108億リンギ）に成長し、全投資信託資産の93%に達した。⁽¹²⁾ 表11は、1995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、279億単位（489億リンギ）であり、依然として投資信託資産の81.

表11 投資信託産業の主要指標(1996年末)

	国営ユニット・トラスト		民営ユニット ・トラスト	総計
	ASN&ASB	その他2/		
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(10億リンギ)	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(10億リンギ)	-	-	-	4.3

Notes: 1/ Other government and states backed funds.

2 Net assets value/capitalization of KLSE.

Source: Bank Negara Malaysia, *Annual Report 1996*, P.144, Table 3.35.

表12 国営投資信託の投資収益率(配当とボーナス)

	配当及びボーナス合計		商業銀行 預金利率	投資収益率の差 (%)		
	ASN	ASB		A-C	B-C	A-B
	(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

Notes: Commercial bank deposit rate is one year time deposit rate.

Sources: Figures from 1981 to 1992 are from Ibrahim (1994)p.176 Table 6.

The other deposit rates are from *BNM Quarterly Bulletin* first quarter 1997. The other unit trust rates are from *The Star* October 13 1996.

%を占め、投資信託産業の中心となっている。

国営ユニット・トラスト計画は、プミプトラ政策が開始された1970年代末には、プミプトラの資産形成と資本所有ための手段として設計された。⁽¹³⁾ リスク分散投資の手段として導入されたとはいいがたく、その最大の目的は、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と、②動員した貯蓄を企業株式所有に向けるという2点にあった。⁽¹⁴⁾ ASNは投資信託の形をとってはいるが、広く零細貯蓄を動員し株式を保有させるために、多くの優遇措置が付けられた「プレミア・ファンド」であり、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産だが、「固定価格」による買い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「運用面での優遇」措置である。当初、国営企業の株式が簿価でASNに移転される形で運用されたが、EPFと同様に、1980年代における公企業民営化に際してはその受け皿となり、優遇的な低価格でポートフォリオに組み入れられた。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をであって、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。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単位は将来の配当支払いやボーナスを当てればよい。

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12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子率と民営ユニット・トラストの利子率と比較したものである。1989年まで、ASNの投資収益率は、預金利子率のみならず、民営ユニット・トラストをはるかに上回っている。つまり、固定価格での買い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ふべき資産として設計され、広く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の数値にもとづけば、1981-90年間に家計貯蓄の平均7.2%を占めている。保有枠を考慮すれば、この比率はきわめて高いとえいる。

(2) 資本市場整備と国営ユニット・トラスト改革

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月にクアラルンプール証券取引所はシンガポール取引所との相互上場を廃止し、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。また、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、プミプトラ社会にもリスク投資の意識をもたせる必要があるし、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。プ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「プミプトラ優遇スキーム」の導入である。プミプトラの投信保有を促進するために、新たにプ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、貯蓄基盤を広げると同時に、投資教育のためであった。⁽¹⁵⁾

第3に、「初期コストの引き下げ」である。ASBへの投資奨励のために、初期投資をユニット当たり10リンギまで国営投資信託会社ASNの親会社PNBが肩代わりすることにした。

第4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」を導入したのである。

この新しいプミプトラ向けユニット・トラスト・スキームにより、1991年1月、ASNファンドはクアラルンプール証券取引所で売買が開始された。同時に、市場価格ファンドASNから固定価格ファンドASBへのシフトが一挙に進んだ。⁽¹⁶⁾ その理由は、第1に上記のプミプトラ優遇措置にあったが、それだけでない。表12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からである。1991-93年においては、国営ファンドASNの投資収益率は、同じ時期の民営ファンドの平均収益率をも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ASN8.25%、ASB12.5%と法外な差があり、これは当然であった。ところが、1993年以降は、ASNがASBに収斂する形で縮小しており、ともに預金利子率との差を拡大している。1990-93年の民営ユニット・トラストの収益率と比べても特異な動きであり、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、公開債

表13 ASBの地域別勤員率 (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 商業銀行 ファイナンス 12歳人口 カンパニー		
			商業銀行	ファイナンス	12歳人口
Kelantan	818966	34.7	40	24	12796
Kedah	797981	43.0	71	45	6879
Perak	807892	49.7	129	98	3559
Terengganu	500771	51.2	34	25	8488
Sarawaku	869163	52.2	110	90	4346
Perlis	119132	54.2	9	6	7942
Johor	907656	54.4	175	139	2891
Pahang	536548	57.2	67	45	4791
Sabah	826004	58.7	85	66	5470
Melaka	251913	60.0	39	30	3651
P.Pinang	321725	67.0	124	83	1554
N.Sembilan	268079	76.4	57	41	2736
Selangor/ W.Persekutuan	1205570	80.9	494	296	1526
全国	8321400	56.6	1434	988	5803

Sources: Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin*,
ASN Databaseから計算。

表14 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

Source: ASN Database.

表15 投資信託の販売経路

	販売額(10億リング)		構成比(%)	
	1995	1996	1995	1996
直接販売	1984.1	1516.5	18.9	11.9
金融機関	5472.2	7962.5	52.2	62.7
セールス・ホース	1345.6	879.1	12.8	6.9
その他	1690.8	2342.7	16.1	12.4
合計	10492.7	12700.8	100.0	100.0

Source: The Federation of Malaysian Unit Trust Managers,
Directory of Members, as at February 1997.

格が市場価格より低い水準に設定され、割り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労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投資信託保有を拡大したという点では成功であった。表13は、プミプトラ向けファンドASBの地域別貯蓄動員率（ASB保有者数/適格者数）を示したものであり、表14はASB保有者の性別・年齢別構成を示したものである。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歳の壮年層についてはほぼ80%が保有している。地域差はあるが全国規模で保有されているのみならず、1991年に始まる若年層への割り当て開始により、12-17歳人口の3分の1は保有し、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、表15を参照されたい。これは、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ことがわかる。表13では、地域別動員率を低い順に地域を並べている。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。商業銀行の支店ネットワークは、投資信託販売においても大きな役割を果たしてきたということである。

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分散の手段である。しかし、そののみにとどまらず、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、教育効果に一定の役割が期待されることも確かである。この点に関連して、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影響を与えたことも確かである。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育成

貯蓄動員政策の面で1990年代に生じた新しい変化は、資本市場を通じた貯蓄動員政策へのシフトであり、そのためのファンド・マネージメント産業の育成である。ファンド・マネージメント産業とは、投資信託（ユニット・トラスト）、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16は、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、1990-95年に、運用資産規模で約3倍に成長し、預金残高を超える規模に達し

表16 ファンド・マネージメント産業の構成(運用資産シェア)

	(%)	
	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

Note: 1/ Refers to Pilgrims' Fund Board and Khazanah.

Source: Bank Negara Malaysia, *Annual Report* 1995, P.193.

表17 ファンドの顧客構成と投資比率(1990-95年)

	(%)		
	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
<資産投資比率>			
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

Notes: 1/ Clients are in terms of units.

2. Includes non-profit organizations and government agencies.

3/ Bank Negara Malaysia, *Quarterly Bulletin* より計算。

Source: Bank Negara Malaysia, *Annual Report* 1995, P.192.

ている。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。その規模は縮小傾向にあり、投資信託は2割を超える。

ここでとりわけ注目されるのは、国営ユニット・ファンドの成長に触発された民間投資信託の伸長である。1990年代初頭まで、国営ユニット・トラストによるプ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。1990年9月に、民間ユニット・トラストの設立を促進する目的で、「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」が公表された。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、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ーの責任の明確化など規制の枠組みが明確にされた。1995年には、規制緩和と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）

こうして政府が産業としての制度化を積極的に進めた背景にあるのは、国民の間に国営ユニット・トラストの定着だけではない。マレーシア経済社会がプミプトラ政策から新たに「社会融和政策」に転換する段階に入ってきたことがある。1992年に社会的融和政策の一環として新たに非プ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11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、KLS E時価総額の7.4%を保有する代表的な機関投資家となっている。しかし、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にすぎない。

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17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%は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。

マレーシアでは、証券市場における資産運用を特徴とする投資信託もまた、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、国営投資信託はプミプトラの社会的地位と意識の向上に一定の役割をはたしたことは確かであろう。だが、投資機関として見れば、あまりにも多くの問題を抱えている。

マレーシアにとって、政府主導型金融システムから脱却するためには、銀行部門の競争化とともに、リスクの社会的配分機能と長期資金動員機能を担うファンド・マネージメント産業の育成は大きな課題である。投資信託はファンド・マネージメント産業の核である。

その観点に立てば、国営ユニット・トラストは、いまや存在意義が問われなくてはならない時期にきていると言わざるをえない。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たせるスキームは、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組み替えである。投資信託は小規模個人投資家を証券市場に動員する手段としてこれまで以上に重要となる。国営投資信託スキームを維持したままで、ファンド・マネージメント産業の成長を促進することは不可能であろう。

6. 銀行主導型システムからの脱却—むすび

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ユニット・トラスト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慎重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、もはや環境に適合できないものとなりつつある。政府の保護のもとに置かれてきた銀行部門の自立と機能強化、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。

年金基金とユニット・トラストを含むファンド・マネー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の手段として重要であるだけではない。これらの機関が機関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E P Fを核とする国営社会保障ファンドであり、ファンド・マネージメント産業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機関投資家へ変貌することが、銀行主導型システムから脱却し、かつ、対外開放に耐えうる金融システムを整備する上で不可欠の条件の一つである。

[注]

- (1)表4は、Linの手法にしたがって、積み上げ方式で家計貯蓄を算定している。Lin(1993)および(1994)は、1980-92年について家計と法人の資産を積み上げて貯蓄を算定し、さらに、賃金・俸給から個人所得を集計して租税控除後の可処分所得を算定し、家計部門の平均貯蓄率を求めている。Lin推計は、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。表4では、家計の証券保有は国営投資信託による間接保有のみを算入している。Lin推計では、平均して民間貯蓄の70-80%程度を占めている。また、被雇用者年金基金(E P F)への拠出金は、安定して可処分所得の5-6%前後を占めている。
- (2)この点について、Lin(1994)p63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)p. 123-124を参照されたい。
- (5)1985年に初めて民営化ガイドラインが公表され、民間主導型成長政策への路線変更とともに1991年2月に「民営化マスター・プラン」が公表され、1990年代に入って多くの公営企業が民営化された。民営化の実態については、Ismail Muhd Salleh(1994)および丸(1997a)を参照されたい。
- (6)Lin See-Yan(1992) P. 3-4。
- (7)Lee and Jao(1982), 邦訳P. 90-91。
- (8)Hellman, Murdock and Stiglitz(1995)はこの点に注目し、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して、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)1992年末現在、雇用者55107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。
- (11)Sallehuddin Mohamed(1994)P. 264-271を参照されたい。
- (12)以上の数値は、Money and Banking in Malaysia(1994),P.307-308。
- (13)1978年、プミプ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。この点については、丸(1997b), P. 79-80が詳しい。
- (14)1981年に行われた調査によれば、当時、プミプトラ貯蓄の79.2%は、現金・貴金属といった非生産的な手段に向けられていたといわれる。(Abdul Khalid Ibrahim(1994) p.169)
- (15)ASN保有者の条件は18歳以上であり、若年層はもてない。
- (16)Abdul Khalid Ibrahim(1994) p. 171 Table 1 によれば、1990年現在、ASN 85億500万リング、ASB 6億480万リングであったが、ASNは1991年には16億670万リング、1992年には10億130万リングにまで激減した。

[引用文献]

Bank Negara Malaysia(1994), *Money and Banking in Malaysia*, 35th Anniversary Edition.

- Ismail Muhd Salleh(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.
- 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. P.121-128.
- Herman Thomas & Murdock, Kevin & Stiglitz, Josef E. (1995) "Financial Restraint: Toward a New Paradigm"(Revised draft of the paper written for the World Bank EDI Workshop, February 1994).
- 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。)
- 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.
- 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(1994) "The Savings and Investment Gap: An Independent Estimate of National Savings" ed.by Al' Alim Ibrahim P.43-73.
- Salleh, Ismail Md., (1990) 「財政政策と構造調整」横山 久編『マレーシアの経済--政策と構造変化』アジア経済研究所。
- 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.
- 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』
ちかや草書房。
- 丸 淳子 (1997a) 「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。
- 丸 淳子 (1997b) 「投資信託の機能再考--香港・シンガポール・マレーシア・タイの投資信託の比較から」『証券経済研究』第8号、日本証券経済研究所。
第45巻第1号。

[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 (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
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
- 1983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%) 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)の受け入れが認可 (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%へ引き下げ (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 Tentera 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: EPF) 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) 引き上げ(8月)
10%(雇用户・非雇用户各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き出しを認可
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 拠出率引き上げ20%(雇用户11%、被雇用户9%)
- 1981年 貯蓄を基金の残したままで利子の引き出しを認める(1月)
- 1982年 住宅資金の引き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Guideline 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
退職前給付金引き出し上限の引き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、合併事業、
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(死亡時の引き出し上限の引き上げなど)
- 1993年 拠出率引き上げ22%(雇用户12%、被雇用户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5万リンギを超える分の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
拠出比率の引き上げ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ち込み)
- 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はプミプトラのユニット保有を促進するために新たなプ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。
- ②ASBへの投資を奨励するために、初期投資をユニット当たり10リンギまで親会社PNBが肩代わり
- ③ASN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ユニットはクアラル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)

<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アの権限・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)
規模上限引き上げなど
- 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 Scheme1996)(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)

