

ASEAN諸国の証券規制

安 田 信 之

はじめに

I 前史——1960年代末までの証券取引所——

II 証券市場の育成の必要性——1970年代——

III 証券市場の現況と証券規制

おわりに——若干の問題点と展望——

はじめに

「証券規制」(securities regulation)がもっとも発展しているのはアメリカであり、それは、州立法たる「ブルー・スカイ・ロー」時代という前史の後、ニューヨーク証券取引所の株価大暴落に続く大恐慌の最中の1983年の「証券法」(Securities Act)および34年の「証券取引所法」(Securities Exchange Act)の2法の制定により本格的に開始された。この事実が示すように、それは、「証券市場」(securities market)が、少なくともこの規制の保護対象である「一般投資家」が存在するにいたるまでに深化していることを前提としている(註1)。

このことは、証券取引をめぐる日本の歴史をみれば、より明確に理解されよう。1878(明治11)年の株式取引所の設置以降数多くのそれに対する規制・育成措置がとられたが、基本的には大企業の企業金融とリンクすることなく、したがって一部かぎられた人びとの投機取引の場の域を超えるものではなかった。これがアメリカにみられるような機能を果たしはじめるのは、戦後の財閥解体というドラスティックな改革を経た後のことであ

る。1947年にアメリカのそれにならって制定された「証券取引法」がそれなりの意味を有したのはこの改革により膨大な財閥系企業株式が放出され、この結果として一般投資家の創出ということを背景としたからである。さらに本来の意味での証券規制が本格的展開を遂げるには、1965年の証券恐慌という事件を待たねばならなかった(註2)。

そこでは、証券規制の目的は、証取法第1条にみるごとく「国民経済の適切な運営及び投資者の保護に資するため、有価証券の発行及び売買その他の取引を公正ならしめ、かつ有価証券の流通を円滑ならしめる」ことである。通説的見解も説くように、そこで直接的に意図されていることは、「投資家の保護」であり、証券取引所や証券業者の免許制、有価証券届出書等による開示の徹底化および不公正な取引方法の規制をめぐる法の諸規定は、この目的のゆえに正当化されるのである(註3)。

ASEAN諸国においては、シンガポールを唯一の例外として、このような前提が存在するとは考えられない。にもかかわらず、1970年代以降、その規制の必要性が強調され、かつ法制上の整備が進んでいる。そこには、工業化のために必要な大量の資金と証券市場を通じて、広く大衆から調達するという狙いが存在していることはいうまでもない。しかし、これらの諸国にあっては、このような市場そのものが未成熟であるか、または存在

しなかった。したがって、この規制は、まずこのような市場そのものを創出ないし確立し、同時にそこにおいて生み出されるであろう投資家を保護する措置を講ずるといふ、先進国においては段階的になされた過程を同時的に達成することを課題としているのである。この課題は、証券市場の創成という動的なプロセスとその確立後のいわば静的なプロセスという次元を異にする、ときには相互に矛盾する目的を内包しているといえよう(注4)。

本稿では、ASEAN 各国の1960年代末までの証券市場・規制の歴史を概観した後、なにゆえに70年代にこれらの育成・規制の動きが本格化したのかについて考察を加え、続いて、各国の証券市場とその規制の現況を紹介し、最後にASEAN 全体にみられる共通の問題点を検討するとともに、将来の方向について若干の展望を行なうこととした。

検討にあたっては、以下の限定を付したい。第1に、本稿では証券市場とその規制の問題を企業金融の一手段すなわち株式会社法の金融的側面に限定して捉えている。この場合その主たるアクターである株式会社の資本調達メカニズムの検討が行なわれるべきであるが、本稿では、問題を証券取引所制度に限定している。この結果、現在でも企業金融のなかで支配的な役割を果たしている銀行などの金融機関の問題は対象からはずした。これらの問題についてはいずれ稿を改めて論じる予定である。

第2に公社債市場が存在しないか、または非常にかぎられているという ASEAN 各国の現状から、証券市場とは断りなきかぎり株式市場を意味する。

最後にASEAN 各国では、証券市場の育成を目

的として、証券投資を促進するための租税特別措置を講じているが、その具体的検討も対象外としている(注5)。

(注1) アメリカ証券法の立法過程については、Parrish, Michael E., *Securities Regulation and the New Deal*, ニューヘブン, Yale University Press, 1970年がある。なお証券規制全史については Loss, Louis, *Securities Regulation*, 第2版, 第1巻, ボストン, Little, Brown & Company, 1961年を参照。

(注2) 日本の証券市場に関しては多くの研究書が出されているが、有沢巳監修『証券百年史』日本経済新聞社 1978年が便利である。

(注3) 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法』(新版法律学全集)有斐閣 1984年 41~44ページ。

(注4) 投資家を保護するためのより厳しい規制は、それ自体市場の発展を妨げる恐れのあることは常々指摘されるところである。

(注5) 証券税制の重要性は特にアメリカの政策担当者の強調するところである。たとえば1984年11月バンコクで開催された会議“Take off Time for Thai Capital Market”へ提出された同タイトルのジル(Davis Gill)のペーパーはこの点を強調する。

I 前 史

——1960年代末までの証券取引所——

ASEAN 諸国の証券取引所の歴史は、比較的古く、1960年代に活動を開始したタイの場合を除きすでに戦前から存在していた。タイ以外の国という事情が象徴しているように、これらの証券取引所が、その地の人びとのためというよりは、そこに居住している植民地宗主国の人びとを中心にしてかつこれらの人びとのために設けられたということは注意を要する。以下簡単にこれらの証券取引所についてふれておこう(注1)。

1. シンガポール・マレーシア(注2)

シンガポールは、1830年代当時の海峡植民地の首都とされて以降、後の英領マラヤを含むイギリス植民地の政治・行政の中核としてばかりでなく、

東南アジア全域にわたる経済・貿易の中心地として発展を続けた。東南アジア各地から初期には香辛料などの多様な一次産品がここから船積みされ、ヨーロッパやアメリカに輸出されるとともにこれら先進国からは工業製品がここを経由して東南アジア各地に売り捌かれたのである。特に19世紀末に英領マラヤやインドネシアのゴム・プランテーションが確立されるに及んで、その商品取引が盛んに行なわれた。

当初、これらの地のイギリス人たちは主要都市に存在していたブローカーを通じてロンドン取引所で株式の売買を行なっていたが、次第にゴム商品取引と並んで関連株式の取引が行なわれはじめた。1910年のゴム・ブーム期には証券取引所の設置の必要性が強調されたが、これは12年のブームの終焉とともに立消えとなった。しかしその後錫鉱山の開発の本格化とともに鉱山株の取引も行なわれはじめた。

この自然発生的なインフォーマルな市場は、アメリカの1929年のニューヨーク取引所の株価暴落とともに大混乱を引き起こした。この混乱を鎮めることを目的とし、1930年、イギリス人を中心とする15人のブローカーが「シンガポール証券取引者協会」(Singapore Stock Brokers Association)を設立した。これが、シンガポールの証券市場の組織化のはじまりである。同協会は、若干の名称の変更を伴いながら、現在のマレーシア・シンガポールの証券取引所として次第に整備され、1960年には、「マレー証券取引所」(Malay Stock Exchange)として、初めて証券取引所の名称を付せられる。

1964年シンガポールがマレーシアに参加した後、同取引所は「マレーシア証券取引所」(Stock Exchange of Malaysia)に改称され、その分離後しばらくは「マレーシア・シンガポール証券取引所」

(Stock Exchange of Malaysia & Singapore)と称されたが、73年、クアラルンプルにマレーシア独自の「クアラルンプル証券取引所」(Kuala Lumpur Stock Exchange)が設立されるに及んで、「シンガポール証券取引所」(Stock Exchange of Singapore)と改称されて、今日にいたっている。

2. フィリピン^(註3)

フィリピンで証券取引所が初めて設立されたのは、世界的に株式市場の活況に湧いていた1927年、5人のアメリカ人が「マニラ証券取引所」(Manila Stock Exchange)を非営利法人(non stock corporation)として設立したときである。同取引所は、ニューヨーク証券取引所を範としているものの、当初は立会場もなく一種のサロンのようなものであったと伝えられている。しかし大恐慌後の回復期には次第に組織的にも拡充され、これとともにスペイン系、中国系のブローカーもこれに積極的に参加した。1936年には、同取引所の提言によってアジアで最初の包括的な「証券法」(Securities Act)が制定された。同法はアメリカの1933年および34年の立法を積極的に採用した^(註4)。しかし1937年の不況さらに第2次大戦中の日本軍の占領により取引所は完全に活動を停止した。

戦後、最初に活動を開始したのは、1963年に新しく設立された「マカティ証券取引所」(Makati Stock Exchange)である。その1年後の1964年マニラ証券取引所も活動を開始し、さらに70年には「メトロポリタン証券取引所」(Metropolitan Stock Exchange)が設立された。最後のものは現在では活動を停止している。現存の2取引所は、会員および上場証券についても重複が認められており、その値動き等はほとんど同じである。

3. インドネシア^(註5)

インドネシアの証券取引所の歴史も古く、1912

年、ジャカルタ在住のオランダ商人を中心に「証券取引者協会」(Vereeniging voor de Effectenhandel)が設立されたことに始まる。その後スラバヤやスマランに同種の協会が設立されたが、1927年にこれらは統合され、単一の証券取引所となった。その取引証券には、オランダ東インド政庁債券、インドネシアで活動しているオランダ会社証券と並んで若干のアメリカ企業証券が含まれていた。組織および取引方法はアムステルダム取引所のそれを範としており、その名残りは現在も存在し、英米の影響の強い他国のそれとは若干の相違をみせている。もっとも同取引所は日本軍の占領下の1942年に閉鎖された。

第2次大戦後の内戦という混乱期が終焉しつつあった1951年緊急法第13号および翌52年の法律第15号により新しく「ジャカルタ証券取引所」が設立された。もっともその活動は活発とはいえず、特にスカルノ体制下の急進的な政策(たとえば1960年のオランダ企業証券の取引停止)や、その結果としてのインフレの進行にしたがい、65年にはほぼ完全に休眠状態に入った。

4. タイ

タイの証券取引所の歴史は、他の諸国に比べて新しく、1962年7月に有限パートナーシップとして、「バンコク証券取引所」(Bangkok Stock Exchange)が、当時活動を始めた証券業者により設立されたときに始まる。同取引所は翌年株式会社に改組され、上場会社も当初の5社から1967年には35普通株、4社債が上場されるにいたっている(注6)。もっともその取引は限定的であり、一般投資家がこれに参加するということにはなかった。しかしこの期間、証券会社やミュージュアル・ファンドという証券関連企業が徐々にではあるが設立されはじめており、1970年代の証券市場の整備・

再編のための地ならしが行なわれていた、とみることもできよう。

以上、1960年代末までの証券取引所は、存在するにはしたものの、ほとんど各国の国民経済の発展とリンクすることはなかった。1960年代初から開始された各国の工業化も、しばらくは証券市場についてほとんどインパクトを与えなかったのである。第III節でみるように、1970年代に入り、資本市場の育成の動きが本格化するとともに、これらの証券取引所の多くは廃止され、新しい組織に変えられるか、大幅な改編を余儀なくされたのである。

次節では、「資本市場の育成」というテーマが1960年代の開発経済学のなかでかなりの比重を占めていたにもかかわらず、また政府もそれを喧伝していたかにみえるにもかかわらず、なにゆえにこの時点では具体化されず、1970年代になり各国でほぼ同時にその育成と規制が本格化するのかについて、若干の検討を行ないたい。

(注1) ASEAN 各国の証券市場の歴史を含めた概観は、Asian Securities' Analysts Council, *Securities Markets in Asia and Oceania*, 出版地不明, 1984年, のなかで行なわれている。

(注2) この項の記述は、Stock Exchange of Singapore, "Fact Book, 1984," シンガポール, 12~15ページ および Tang Pheng Theng, *Securities Regulation in Singapore and Malaysia*, シンガポール, Stock Exchange of Singapore, 1978年, 1~12ページによる。

(注3) 以下の記述は、マニラ証券取引所より入手した"MSE History"および"MSE Membership: A Historical Profile"なるパンフレットによっている。

(注4) もっとも1916年にはすでにアメリカのブルー・スカイ法(Act No. 2581)が導入されている。

(注5) 以下の記述は Asian Securities' Analysts Council, 前掲書の他、ハヤティ・スロレジョ「インドネシア公開会社有価証券の分売の規制」(日本ローエイシア協会『東京大会報告』1975年) 158~167ペ

ージによる。

(注6) Robbins, Sidney M., *A Capital Market in Thailand*, バンコク, Bank of Thailand, 1970年, 15~16ページ。

II 証券市場の育成の必要性

——1970年代——

ASEAN 諸国では、1970年代に入りほぼ共通して証券市場の創設または再編の動きが本格化する。この動きは、一言でいえば、1960年代に開始されたこれらの地域における工業化がある程度成功したことの必然的な結果であるということができよう。

ASEAN 諸国が、「中進国」(newly industrialized countries: NICs) に属するシンガポールを除いても、1960~70年代を通じて、他の諸国に比べて、急速な経済成長を達成したことはよく知られている。第1表でみるように、1960年から80年の20年間のGDPの伸びは、もっとも低いフィリピンですら3.12倍であり、インド、ビルマおよびスリランカの2倍強に比べて格段に高い。同様にGDPに対する製造業のシェアの移動をみても、1980年でもっとも低いインドネシアでも15.3%であり、インドの14.4%よりも高く、60年におけるそれが9.1%であったことを考えれば、工業化の速度はより速いものであったと結論することができよう(第2表)。

これらの諸国の工業化政策の特徴として、第1に外資依存型であったことが指摘されている。まず1958年、マレーシアの「創始産業法」(Pioneer Industries Act)を嚆矢として、59年にはシンガポールで、62年にはタイで、67年にはフィリピンおよびインドネシアで、外国資本の導入を主目的とするいわゆる「投資奨励法」(Investment Incentives

第1表 GDPの推移(1960年: 100)

| | 1965 | 1970 | 1975 | 1980 |
|--------|------|------|------|------|
| シンガポール | 132 | 242 | 381 | 580 |
| マレーシア | 139 | 187 | 264 | 427 |
| インドネシア | 110 | 155 | 227 | 358 |
| タイ | 142 | 220 | 298 | 429 |
| フィリピン | 129 | 165 | 222 | 312 |
| インド | 118 | 148 | 172 | 204 |
| ビルマ | 123 | 134 | 156 | 212 |
| スリランカ | 120 | 159 | 180 | 243 |
| 香港 | 178 | 261 | 363 | 661 |
| 韓国 | 137 | 224 | 353 | 545 |

(出所) IBRD, *World Table, The Third Edition Vol. I: Economic Data from the Data Files of The World Bank*, ワシントン D. C., 1983年より作成。

第2表 GDPに占める製造業セクターのシェアの推移

| | 1960 | 1965 | 1970 | 1975 | 1980 |
|--------|------|------|------|------|------|
| シンガポール | 12.8 | 15.3 | 20.5 | 21.0 | 24.0 |
| マレーシア | 8.7 | 10.3 | 13.4 | 17.5 | 21.9 |
| インドネシア | 9.1 | 8.9 | 9.1 | 11.1 | 15.3 |
| タイ | 11.4 | 13.7 | 15.5 | 18.1 | 20.7 |
| フィリピン | 20.5 | 20.1 | 23.2 | 24.2 | 25.0 |
| インド | 11.6 | 13.8 | 13.0 | 13.2 | 14.4 |
| ビルマ | 9.6 | 10.2 | 10.8 | 10.4 | 10.2 |
| スリランカ | 14.0 | 14.9 | 16.9 | 14.5 | 12.8 |
| 香港 | 25.5 | 26.9 | 29.5 | 24.5 | 26.0 |
| 韓国 | 8.5 | 11.1 | 18.0 | 26.0 | 33.2 |

(出所) 第1表と同じ。

Law) が制定されており(注1)、それと同時に欧米や日本からの民間投資が急増していることも周知のとおりである(注2)。

外資に関しては、欧米型の多国籍企業は100%支配を選好し、日系企業の場合は合弁形態を採用するのが一般的であるといわれる。前者の場合には、1970年代に入ると経済ナショナリズムの波が押し寄せ、各国でその持分および経営の現地化ないし国民化の問題が具体化するのである。この点に関しては後者の場合も同様であるが、これにはもう一つの特異な面が加わる。

合弁の現地側パートナーの問題がそれである。東南アジアへの日本企業の進出が輸出補完という性質を有していたところから、現地の合弁パートナーは、当初各国の日本製品の輸入代理商が中心であった。またその多くは、各国の商品の流通経路を支配している華人であった。この「華人」という用語そのものが、かつての「華僑」に代わって使用されはじめたことに象徴されるように、各国においてその同化が進行するとはいえ、これらの人びとはその地の土着の人びとからは言語、生活風習などにおいて異質の人びとであったことは注意を要する。すなわち合弁の現地側パートナーもいわば「外国人」に近い存在であったのである。

この外国資本と華人資本が1970年代に入り大きな問題となった。それが証券市場の育成とどう関係するかについては後に検討することにして、ここでは、初期の工業化がこのようなかぎられたグループにより主導されたということを確認したい(注3)。

外国資本にとっては、現地で資本を調達する必然性は存在しない。運転資本は別としても、固定資本は本社サイドで調達しうるし、その方がコスト等についても有利であったことは容易に推測しうる。現地側パートナーもこれまでの商業取引からの蓄積に加えて、商品の販売収益、さらには家族ないし華人グループ間の信用供与などにより、必要資本を賄うことは可能であった。さらに当時工業化政策を遂行しつつあった政府からさまざまな形での援助が行なわれたことも重要である。それは当時から設立されはじめた産業金融機関からの直接的な資金援助のこともあれば、先に述べた投資奨励法にもとづく所得税等の減免や各種の税額控除という財政上のそれ、さらには保護関税制度による利益の保障など多岐にわたる。いずれ

も、優先業種を指定し、その創業者に対して膨大な超過利得を与えるという構造を有しており、このことが、またこれらの事業家に対して、その再投資というかたちで自己の資金をもって企業の拡張にあてることを可能ならしめたのである。

以上が1960年代を通じて、資本市場ないし証券市場の育成の必要性が認識されていたにもかかわらず、この閉鎖的金融方式の問題点が緊急のものとされなかった理由である(注4)。もっとも、このような金融方式が妥当するのは、企業規模が相対的に小さく、投資額もかぎられている段階までである。企業の規模の拡張がある程度以上を超えると、このような企業家ないしその家族というかぎられたグループから閉鎖的に資金を調達するのは不可能となってくる。この問題が具体的に生ずるのは、1970年代の各国の企業の拡張を経てからであろうと考えられる。

タイとフィリピンの例でみるかぎり、この期間の企業の拡張資金は主として銀行等からの借入により調達されている。これは資本市場が未成熟であったということ以上に、これらの企業の保有者が、その資本(株式)の公開を嫌ったことによると考えられる。しかもこの調達先の銀行ないし金融会社(finance companies)は多くの場合、同一の企業家の支配下にあったのである。この問題点は、両国において1979年の第2次オイル・ショックを機に噴出し、金融制度改革とともに資本市場の育成が緊急の課題となる(注5)。

もっとも、各国で資本=証券市場の育成が論じられるのは、もっと早く1970年代初からである。そして、根底には、上記のような広範な社会層からの資本の調達の必要性という認識があったことは否定できないにしても、おそらくシンガポールを例外としてすべての国において、むしろ別の動

機づけの方が強かったように思われる。それは、「国富の衡平な分配」(equitable distribution of national wealth)というスローガンに示されるいわば社会政策的色彩の強いものである。

すでにみたように、1960年代の工業化の始動に際して主導的な役割を演じたのは、外国資本と華人系資本であった。そして、かれらはまた、この期間のさまざまな国家による保護育成政策の受益者であったことも事実である。

この急速な工業化は、農村の疲弊や都市のスラムの問題に象徴される社会構造の歪みをもたらした。1960年代の終りから70年代にかけて、ほとんどすべての国の社会・経済計画のなかに「貧富の差の是正」や「公正な所得分配の確保」という項目がとりあげられるのは、このような事情を反映している^(註6)。先進国の流儀からすればこの問題は基本的に税制と社会保障制度によって達成されるべきものであろう。しかし、これらの諸国ではむしろ企業の所有そのものの問題として認識されたのである。

第1に外国資本に対しては、1970年代の多国籍企業批判の高まりのなかで、その所有・経営の国民化(nationalization)の動きが活発化する。多くの外国企業がその新規の投資に際して一定比率の持分の現地化をせまられるのである。この場合に、現地化された資本を吸収し、国内に売り捌く機構として証券市場の育成が重要な課題となるのである。

第2に国内の華人資本に対しても同様のことが問題となる。すでにみたように、これらの資本は次第に外国系である華僑資本から各国の国内の華人系財閥資本に脱皮しつつあるとはいえ、その出自が外国であるというところから、経済的実権とは別に政治的には弱い立場にあった。1970年代に

反多国籍企業と並んで反財閥企業というムードが高まるのは、このような事情からであると考えられる。また、これらの企業家が、その所有企業について株式の公開に消極的であったことも重要であろう。ここから1970年代に入り、反多国籍企業と並んで反(華人系)財閥の風潮が盛りあがるのである。この動きは具体的にはこれら財閥企業の株式の公開を要求するというかたちで行なわれている。これらの企業の急激な成長は国家ないし政府による手厚い保護によるものであり、その成長による利益は広く国民各層により分有されるべきである、というのがその根拠であった。

1970年代にみられるタイの証券市場の育成と公開会社法の制定をめぐる議論や、フィリピンの上位1000社に対する証券取引所への上場の義務づけの主張は、企業の資本規模の拡大による財務状態の健全化以上に、このようないわば公正な分配の確保という理念によるものであった。

1969年の人種暴動を経験した後の72年に確定されたマレーシアのプミプトラ政策さらにはインドネシアのプリプミ(インドネシア原住民)政策は、華人対マレー系ないしプミプトラ、プリプミという、よりエスニックな対抗関係のなかでこの理念を具体化したものとみることができる。

華人人口が70%以上を占め、かつすでに東南アジアの金融センターとして自らの立場を設定しつつあったシンガポールでは、このようなことは問題とならず、先進国型の証券規制をつぎつぎと導入する^(註7)。しかし他の4国では証券市場の育成はこのような社会政策的理念が先行して開始された、とみることができる。ところで証券市場は、対象証券に関する情報が迅速かつ十分にすべての投資家に与えられた結果、投資家が自由に判断して形成する公正な価格で証券が自由に取引される

というところに存在価値があるが、これはしばしばこの社会政策的理念と矛盾、相克するのである。結論からいえば、この政策はインドネシアの場合を除いては、証券市場とは直接にリンクすることはなかった。マレーシアのプミプトラ政策は1970年代の豊富な石油などの天然資源からの収入を背景としてイギリス系植民地企業に対するテイク・オーバーや国営企業公社 (PERNAS) などによる外資企業との合併にみられるように、積極的な国家資本の動員という方式で行なわれており、証券市場そのものに介入した形跡はみあたらない(注8)。フィリピンやタイにおいては税法上の動きはみられたものの、多くの議論にもかかわらず、株式の分散という強硬な措置はとられることはなかった。しかし繰り返すように、証券市場の育成が、まずこのような理念をもって開始されたということは記憶されるべきであろう。

証券市場の育成の議論のなかで、企業の資本構造の安定化という本来の目的に対する認識が高まるのは、1970年代の高度成長とその後79年のオイルショックを契機とする累積債務問題に象徴される企業の借入依存という財務構造が問題とされてからのように思われる。

(注1) 各国の投資関係法の制定状況は以下のとおりである。

タイ: Industrial Investment Promotion Act, 1954年(1962年に大幅改正), マレーシア: Pioneer Industry Act, 1958年, シンガポール: Pioneer Industries Act, 1959年, Economic Expansion Act, 1959年, フィリピン: Investment Incentive Act, 1967年, インドネシア: Foreign Investment Law, 1967年, Domestic Investment Act, 1968年。

(注2) 外国投資残高については、1970~80年の10年間で、シンガポール12億(71年)→15億Sドル, タイ26億→1330億バーツ, マレーシア4億(71年)→79億Mドル(82年), フィリピン38億→53億ペソ, インドネシア12億→144億USドル(83年)にそれぞれ増加して

いる(日本貿易振興会『わが国海外投資の現状』1973年版および85年版より)。

(注3) この二つの主体によりこの地域の経済発展が主導されたことはなかば定説化している。

(注4) たとえばタイでは第2次経済発展計画(1967~71年)でその必要性が強調されているが、これが具体化するの本文中に述べるように74年の法律制定によってである。

(注5) フィリピン、タイのこの問題については、筆者は Yasuda, Nobuyuki, "Corporation Law and Economic Development in the Philippines," G. T. Santos; F. M. Bacungan; N. Yasuda, *Corporation and Law in ASEAN Countries: A Case Study of the Philippines*, 東京, Institute of Developing Economies, 1984年; 同 "Securities Regulation in Thailand," Pichet Maolanand; N. Yasuda, *Corporation and Law in ASEAN Countries: A Case Study of Thailand*, 東京, Institute of Developing Economies, 1985年, および安田信之『フィリピンの法・企業・社会』アジア経済研究所 1985年 125~137ページにおいて議論している。

(注6) その概要については、北村かよ子「アジア諸国の長期経済開発計画——目標と達成状況——」アジア経済研究所所内資料 1985年参照。

(注7) 筆者はシンガポールとマレーシアの経済体制の相違から導びかれる法の特徴を「開放型」・「市場重視型」と「閉鎖型」・「統制型」とに整理したことがある。安田信之「1970年代のシンガポール・マレーシアにおける会社法の発展」(I)(II)(『アジア経済』第20巻第7号, 第9号 1979年7月, 9月)。

(注8) マレーシアの1970年代の国家資本によるテイク・オーバー活動については、同上論文(I) 34~36ページ。なおこの問題を含めて同国企業の所有と集中の問題に関しては、Lim Mah Hui, *Ownership and Control of One Hundred Largest Corporations in Malaysia*, クアラルンプル, Oxford University Press, 1981年; Sieh Lee Mei Ling, *Ownership and Control of Malaysian Manufacturing Corporations*, クアラルンプル, UMBC Publications, 1982年; Leong Sing Cheong, "Ownership and Control of Selected Companies in Malaysia: A Legal and Socio-Economic Study," (未公刊)がある。

III 証券市場の現況と証券規制

すでにみたように、ASEAN各国で1970年代以降証券市場の育成の動きが急である。本節では各国の証券市場とその規制の現況を検討しよう（各国の制度の簡単な比較については第3表を参照されたい）。

1. シンガポール

シンガポールの証券市場の再編強化の動きは、1960年代末から始まると考えてよい。同年にシンガポール政府の依頼に応じて、当時ニューヨーク証券取引所の理事であったフェリス(G. M. Ferris, Jr.)による“A Study of the Securities Market in Singapore and Malaysia” (Government Printing Office, 出版年不明)なる報告書が提出されているからである。1970年には、オーストラリア法をモデルとした「証券業法」(Securities Industry Act)が制定され、証券規制の準備は整ったが、当時シンガポールにあった証券取引所のもう一方の当事国であったマレーシアの立法を待つために、その施行は延期された^(注1)。

証券規制が本格化するのは、1973年マレーシア政府が証券取引所を分離し、独自の証券取引所を設立することを決定したからである。これと前後して、シンガポールでは1970年証券業法に代えて、同名の新立法を行ない、同時に証券取引所の規則等を全面的に改めた。

1973年のブームを経てその間の問題点を克服するために証券規制が強化された。その後証券市場の発展はめざましく、現在では名実ともに東南アジアの金融センターの中心的存在として、域内で最大の規模を誇っている。

証券業法は、証券取引所の設立を主務大臣の認

可によるものとし、その定款や規則類の制定につきその監督に服するものとした。また証券業者(dealer)および投資顧問業者(investment advisor)に対しても免許制が導入され、その財務状態の開示や健全性確保のためのさまざまな措置が設けられている。

また証券取引についても、偽装取引・市場、市場操縦や虚偽情報等による売買の勧誘などの違法行為の類型化を行ない、これに対して民事・刑事の責任を課している。

シンガポールの証券市場とそれに対する規制は、他の諸国のそれとは異なり、それが「一般投資家の保護」という目的に比重をおいているという点で、先進国のそれと共通する。この理由は、前節で若干触れたように、すでに戦前よりイギリスの東南アジアの拠点としての歴史を有し、かつ華人を中心とする都市国家であったというところから、前節で述べた他の諸国でみられる矛盾が生じなかったことによる。

もっとも証券規制に関しても、諮問機関であるとはいえ、「証券評議会」(Securities Industry Council)が大きな役割を果たしており、このことは完全なレッセフェールを志向する香港とは対照的である^(注2)。

2. マレーシア

マレーシアは、シンガポールとは異なり、基本的に一次産品生産国であり、かつマレー人、華人とインド人という複合民族により構成されている。この問題が1969年の人種暴動として爆発し、これがまたその後のマレーシアの経済・社会政策を方向づけたのである。

1973年の独自の証券取引所設置の決定はこの文脈で理解しうる。もっとも証券規制そのものに関する限りでは、それは基本的にはシンガポールと

第3表 ASEAN諸国の証券取引所と証券規制

| | フィリピン | インドネシア | タイ | マレーシア | シンガポール |
|----------|---|---|--|---|--|
| 取引所名 | Manila Stock Exchange (MSE) Makati Stock Exchange (MKSE) | BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasor Modal, 資本市場運営機関) | Securities Exchange of Thailand (SET) | Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) | Stock Exchange of Singapore (SES) |
| 組織形態 | 非営利法人 (non stock corporation) | 大蔵省の一機関 (agency) | 法人格を有する非営利団体 | 保証有限会社 (Company Limited by Guarantee) | 保証有限会社 (同左) |
| 設置または規制法 | Revised Securities Act, 1982 | 大統領令, 1976年52号 | Securities Exchange of Thailand Act, 1974 (1984年改正) | Securities Industries Act, 1983 | Securities Industries Act, 1973 |
| 設立年 | MSE: 1927 MKSE: 1963 | 1977 | 1975 (1965~75まで Bangkok Stock Exchange) | 1973 (それ以前はシンガポール取引所と同じ) | 1930 (Singapore Stock Brokers Association の設立年) |
| 会員数 | MSE, MKSE とも 53 | 27 | 30 | 122 (個人のみ) | 25法人 109個人会員 |
| 上場会社 | 199社 (上位1000社中上場会社は62社) | 24社 | 上場: 86社 授権: 3社 | 274社 (うちマレーシア209, シンガポール56, その他9) | 301社 (うちシンガポール118, マレーシア172, その他11) |
| 年間取引高 | MSE (1982) 724,032,239.27ペソ | (1982) 500万株 | (1983) 9,120,550,000パーツ (法人証券のみ) | (1983) 7,014,827,000リンギ | (1983) 11,807,137,000 Sドル |
| 上場要件 | ○全額払込済株式の券面額が払込済資本の10%以上であること ○最低株主数が300人 | ○インドネシア登記の株式会社 ○2億ルピア以上が払込まれていること、額面は1,000ルピア以上 ○過去2年間黒字であり、過去1年については10%以上の利益を計上していること ○公認会計士が無限定適正意見を提出していること | ○資本金2,000万パーツ (授権については1,000万パーツ) 最低株主数は300人 (同200人) であること ○株式分散については払込済株式30%以上が0.5%以下を有する小株主によって保有されていること ○券面額は100パーツ以下 | ○200万リンギ以上の払込済資本を有すること ○うち少なくとも75万リンギまたは25% (いずれか多い方) が500~1万株しか有しない500人以上の小株主により保有されていること | ○400万Sドル以上の払込済資本を有すること ○うち少なくとも150万Sドルまたは25% (いずれか多い方) が500人以上の株主により保有されていること ○500~1万株しか有しない小株主の持株比率が資本規模に応じて定められている |
| 証券規制機関 | (大蔵大臣) ↓ 証券取引委員会 [SEC] 中央銀行 | 大蔵大臣 ↓ (資本市場政策審議会) BAPEPAM | 大蔵大臣 ↓ (証券取引審議会) ↓ タイ銀行 [Bank of Thailand] SET | 大蔵大臣 ↓ (資本発行委員会) [CIC] (外国投資委員会) [FIC] | 大蔵大臣 ↓ (証券評議会) [SIC] |
| 証券業者 | 免許制 | 免許制 (資格: 最低資本はブローカーの場合で5,000万ルピア [払込額は1,000万, かつ株式会社等]) | 免許制 (資格: 株式会社, 最低資本は500万パーツ以上 [引受業務について1,000万]) | 免許制 | 免許制 |
| 証券業者の定義 | dealer broker salesman | — (broker, dealerは引受業務を行ないえず) | broker, dealer underwriter investment consultant investment trust | dealer (broker, underwriterを含む) investment advisor | 同左 |

第4表 株式資本の所有

(単位: 100万リング)

| | 1971 | | 1975 | | 1978 | | 1980 | |
|--------------------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| | 価 額 | % | 価 額 | % | 価 額 | % | 価 額 | % |
| マレーシア居住者 | 2,513 | 38.3 | 7,047 | 46.7 | 11,370 | 54.0 | 13,818 | 52.5 |
| ブミプトラ個人および信託 機関 | 280 | 4.3 | 1,394 | 9.2 | 2,156 | 10.3 | 3,274 | 12.4 |
| その他のマレーシア居住者 | 2,233 | 34.0 | 5,653 | 37.5 | 9,214 | 43.7 | 10,544 | 40.1 |
| 外国居住者 | 4,051 | 61.7 | 8,037 | 53.3 | 9,695 | 46.0 | 12,505 | 47.5 |
| マレーシア会社の株式 | 2,159 | 32.9 | 4,722 | 31.3 | 5,330 | 25.3 | 7,128 | 27.1 |
| 現地支店の純資産 | 1,892 | 28.8 | 3,314 | 22.0 | 4,365 | 20.7 | 5,377 | 20.4 |
| 合 計 | 6,564 | 100.0 | 15,084 | 100.0 | 21,064 | 100.0 | 26,323 | 100.0 |

(出所) Malaysia, *Mid-term Review of the Third Malaysia Plan 1976-1980*, クアラルンプル, 1979年, 49ページ, Table 3-5; 同, *Fourth Malaysia Plan 1981-1985*, クアラルンプル, 1981年, 62ページ, Table 3-14 (Khor Kok Peng, *The Malaysian Economy*, クアラルンプル, Institute of Masyarakat, 1983年, 73ページ)。

(注) (1) 株式資本額は株式会社の額面・払込済価額および外国で設立された会社の純資産(総資産-総負債)に関するものである。

(2) 株式の分類は住所により, 国籍によるものではない。それゆえ, 「マレーシア居住者」はマレーシアに居住する外国市民(主としてシンガポール人)を含む。「その他のマレーシア居住者」には名義会社および他の会社による少数保有を含む。

変わることはない。施行が1975年と2年遅れたにしても, 73年にはシンガポールとほぼ同一内容の「証券業法」(Securities Industry Act)が制定され, 同法は, 83年に全面改正されている。上場企業もかなりの程度シンガポールと重複しており, その値動きも同一の傾向を示している。

しかし1970年代の「新経済政策」(New Economic Policy)ないしブミプトラ政策はこの国の企業の所有構造に大きな影響を及ぼした。この政策の基本は, 1990年までに工業会社の株式所有とブミプトラ系マレー人, 非ブミプトラ系マレーシア人, 外国人の間で30%, 40%, 30%に配分することであるが71年から80年までの間に第4表のように変動している。

第1にこれは, PERNAS(国営企業公社), 後にはPNB(国営持株公社)などを通じてのイギリス系植民地型企業(サイム・ダービーやガスリーに代表される)に対する猛烈なテイク・オーバー活動により

行なわれた。これにより錫やゴム・プランテーションに基礎をおく多くのイギリス系企業がマレーシア化されている。第2にこれと並行して新設の合弁に際しては当然のこと, 既存の合弁企業に対してもその外国持分の引下げの要請が行なわれた。いずれの場合もブミプトラすなわちマレー系マレーシア人の地位向上を目的とするが, かれらが企業制度に関する理解に欠けるというところから, 上述のようなPERNASやPNBという国家機関が動員されたのである。

このようなことは, 石油や一次産品の輸出稼得による豊富な財政収入があったからこそ可能であったことはいうまでもない。いずれにしても現在ではマレーシアでは, 工業さらに金融に占める国家資本の比率はかなり高まっている。また先述の合弁に対する出資比率の制限にみられるように, 企業活動そのものに対する政府のこの面からの行政介入も強い。この介入を授權するものとして,

1975年「工業調整法」(Industry Coordination Act)が制定されており、同法は現在では外資規制を含む工業分野における政策を根拠づける重要な立法となっている。同法により、生産設備の増設・拡張のレベルで、商工省を通じて、この面からの有形・無形の指導が行なわれているのである。

証券規制に関してもこのような政府の裁量権を認める方向が窺えなくもない。証券規制そのものは、1983年証券業法が政府の監督権を強化していることは別としても、シンガポールの証券評議会に対応する「資本発行委員会」(Capital Issues Committee)を有することも含めて、それとほぼ同一である。しかしマレーシアの場合には、これらの機関の主たる権限であるテイク・オーバーおよび合併についての規制に関しては、この機関のうえに、首相を長とし幅広い政策決定権を有する「外国投資委員会」(Foreign Investment Committee)が置かれており、この機関がより高度なレベルで裁量権を有するのである(註3)。

3. フィリピン

すでにみたように、フィリピンの証券取引所の歴史は古く、すでに独立以前に「証券法」およびその監督機関である「証券取引委員会」(SEC)という政府機関を有していた。しかし実際に証券市場が前節でみたような理念と関係して位置づけられたのは、1970年代に入ってからである。1970年代半には、SECの関係者から同国の上位1000事業会社の証券取引所への上場を義務づけるなどの主張が行なわれている。また会社法改正の議論のなかで政府に対して経済力集中の防止のため株式所有の分散を強制する措置を認めるなどの案も出されている。しかし1970年代末の第2次石油ショックに続く不況の影響もあり、これらの構想の多くは頓挫して今日にいたっている。1983年末の上

場会社199社中、SEC & Business Day の分類による上位1000社に属する会社はわずか62社にすぎない(註4)。

もっともこの間具体的な成果がなかったというわけではない。すでに1973年には、SECの大改組と権限の強化が行なわれている。これによりSECは、会社法関係事件に対して排他的第一審管轄権を有するにいたった。SECは、証券市場全般に対する広範な監督権を有しており、この改正は会社法の面からこの権限をさらに強化したものと考えることができる(註5)。また同年の大統領令270号は、株式の配当性向を強めることを目的として、原則として、資本金の100%を超える社内留保を禁止した。この規定は現在の新法人法典にもとり入れられている(註6)。さらに1980年の法人法典は、不十分ながら先述の株式所有の強制的分散化を可能ならしめる規定をおいている(註7)。

1982年には、「証券法」が全面改正された。同法の基本的な枠組は旧法と同じである。もっとも「証券」の定義の拡大などSECの権限強化につながる規定が設けられている。また同法は、空売りや人為的取引などのいわゆる証券取引における不正行為と並んで、内部者取引の規制を行なっている。これを実効的ならしめるため会社取締役や支配的株主(10%以上の持株)の株式保有等に関する開示義務を定めている。またテイク・オーバーの規制に関する規定も設けられている。

いずれの規定もアメリカの規制を参照しているが、1980年代の不況とくにアキノ暗殺以降の経済的混乱のなかでこのような規制が機能し得る余地は限られている。しかし1981年のコマーシャル・ペーパー(CP)の規制にみられるように、投資家の保護を目的とする規制はSECを中心に続けられている(註8)。もっとも、1970年代に主張された

衡平な所得分配という視点からの規制は影を潜めている。

4. タイ

タイの証券取引所の再編の動きは、1969年タイ銀行が世銀の勧告によりコロンビア大学のロビンス教授に抜本的な証券市場改革の問題について調査を依頼したことに始まる。この調査結果たる *A Capital Market in Thailand* (1970年) は、今日にいたるまでタイの会社・証券規制に関する基本的文書と考えられている^(注9)。

証券市場の問題に関しては、1972年関連金融機関の整備立法の後、74年「タイ証券取引所法」が制定され、75年には同法にもとづき「タイ証券取引所」(Securities Exchange of Thailand) が設立された。同取引所は、1978～79年のブームにいたるまで活況を呈するが、79年のオイルショックおよびその後のラジャ・ファイナンス (Raja Finance) の倒産にみられる投機のゆきすぎもあって、株価は暴落し、今日までその水準にすら戻っていない。

同法は、その制定目的の一つとして「国民が企業の所有に参加することを奨励すること」を挙げているが、税法上、上場会社に特典がみられる他は、これに対する具体的な措置はとられていない。上場要件として300人の株主数と株式の30株が0.5株以下しか有しない小株主により保有されることという分散化要件を定めているが、当然のこと上場は強制的ではないのである。

この問題に関しては、1978年の「公開会社法」の立法をめぐって広く議論がなされた。先述のロビンス教授の報告書は、資本市場育成のもう一つの柱として会社法の整備 (上場会社を規制するための会社法の制定) を勧告していた。これが、1970年代の衡平な所得分配の主張とも相俟って大会社の株式所有の強制的分散を含む新会社法の構想へと

導いたのである。この結果、公開会社法第15条はこの種の会社は、1株主 (法人も可) は10株以上の株式を保有できず、かつその50株以上が0.6株以下の株式しか有しない小個人株主により所有されることを要する、という規定をおいた。もっとも特定の業種や規模の会社に対して公開会社を強制するという規定は存在しておらず、結果としては特別法や行政指導により少数の会社がこの規定にもとづいて公開会社となっているにすぎない。しかし1979年に改正された「商業銀行法」や「金融、証券および不動産金融会社法」により、銀行・金融および不動産金融会社については、公開会社法と若干異なる株式分散化要件を義務づけられながらも「公開会社」とされていることは注意を要する^(注10)。

1984年に入ると株式市場も若干の上向きの傾向を示し、これを背景に証券取引所法の改正が行なわれた。同法は1979年に発覚した証券取引をめぐる不正行為の規制を目的として、内部者取引を含む一定の行為類型を定め、これに対して民事および刑事の責任を課するとともに、開示制度の拡充や規制機関の強化など、「一般投資家」の保護をめざして、各種の規定をおいている。

5. インドネシア

1965年の政変後、インドネシアでは、67年の外国投資法や翌年の国内投資法の制定などにみられるように積極的に外資の導入と国内華人資本の動員のための政策が展開された。しかしこの急激な政策の変更の歪みは、1974年初の反日暴動として爆発した。そこで同年、政府は、プリブミの経済的地位の向上をめざした内外資に対するガイドラインを公表した。これによれば、外資は原則として10年以内にそのシェアを49株以下に引下げること、また内資の間でもプリブミと非プリブミ (華

人)の支配比率を50対50とする、ということになった。

インドネシアの証券取引所は、この目的を達成するための重要な政策機関として、新しく設立されたのである。その制度を定めた「資本市場に関するインドネシア大統領決定」(1976年第52号)は、その目的として「公衆の所得の衡平な分配を促進するために民間会社の株式所有への公衆の参加を拡大し……」と謳っている。同国の証券市場の育成と規制は、この目的と直接的にリンクしているという点において、他の諸国のそれとは異なるものとなっている。

証券取引所の組織も他の諸国と異質のものである。同決定にもとづき、資本市場の監督・運営機関たる「資本市場運営機関」(BAPEPAM)が大蔵省の一機関として設置された。この機関は、証券ブローカーに対する資格試験の実施や市場での活動の許可などを含む証券市場全般にわたる監督機関であるとともに、それ自体が上場の決定や立会場(bursa)での取引管理などを行なう証券取引所そのものの機能も担っているのである。また証券市場全般にわたる政策事項に対して大蔵大臣に対する諮問機関として「資本市場政策審議会」(Badan Pembina Pasar Modal)が設置されている。

重要な点は、事業を拡大するための増資を行なおうとする外国系会社は、実際には常にこの証券取引所に上場を義務づけられる、ということである。政府は、上記のプリプミ政策によるガイドラインにしたがった現地化を強く要請するのである。この場合華人系のパートナーを得ることはどうにかなるにしても、プリプミの出資者を見出すことは著しく困難であることが指摘されている。この困難を乗り越えるために政府は当該株式の上場を要求するといわれる。1978年には、証券取引

所を通じる以外での株式公募が禁止されている。

このような強制は、プリプミの経済力が弱いという認識が前提となっているが、これを補完する機関として、先の大統領決定と前後して、「ダナレクサ(DANAREKSA)国営会社」(PERSERO DANAREKSA)を設立している。この会社は、上場株式の50%について当然に引受権を有し^(注1)、これをダナレクサ証書という一種の投資信託に組み入れて、プリプミに分売するという、いわば国営の投資信託会社であり、マレーシアのPNBと同一の理念を担っている。このような強制に対応して上場会社にはさまざまな税制上の恩典が与えられている。

同証券取引所には、現在24会社が上場されているが、このような経緯からほとんどが外資との合弁会社である。

(注1) シンガポールとマレーシアでは、会社法は当然のこと、証券規制についてもオーストラリア法の影響が強い。これは地理的にもっとも近いイギリス法系先進国であるという事情に加えて、前者については独立後の両国の会社法制定直前にオーストラリア法が全面改正されたこと、後者についてはイギリス本国では証券規制は基本的に自治規制に委ねられており、オーストラリアのような包括的な立法を有していなかったことがあげられよう。

(注2) もっとも、香港でも1970年代を通じて規制が強化されている。特にテイク・オーバーおよび合併規制については、両国ともイギリスの制度を模倣した「テイク・オーバーおよび合併に関するコード」(Code on Take Overs and Mergers)を有している(マレーシアでも同種の規制方式の採用が予定されている)。シンガポールの場合、その規制機関は、イギリスのような自治機関ではなく、大蔵省令により設置された「証券評議会」である。安田 前掲論文(II) 76~78ページ参照。

(注3) これについては、Malaysia, Foreign Investment Committee, *Guidelines for the Regulation of Acquisition of Assets, Mergers and Takeovers of Companies and Business*, クアラルンプル, 19

77年が出されている。その内容については、安田 前掲論文(II) 78~80ページ参照。

(注4) この問題に関しては、Yasuda, “Corporation Law……,” 256~265ページ参照。

(注5) SEC の組織と権限に関しては、Santos, G. T., “Corporate Management and Law in the Philippines,” Santos; Bacungan; Yasuda, 前掲書所収, 11~25ページおよび安田 前掲書 221~225ページ。

(注6) 現行法典第43条。

(注7) 現行法典第144条。

(注8) CP規制については、安田 前掲書 200~202ページ。

(注9) Robbins, 前掲書。タイの証券規制の現状と問題点については英文の参考文献も含め、Yasuda, “Securities Regulation……” 参照。

(注10) これらの会社には公開会社法が全面的に適用されるか否かについて不明な点もあるが、同法と同時になされた1978年の民商法典の改正により同法典上の会社(私会社といわれる)は株式の公募を禁止されていたにもかかわらず(84年の証券取引所法の改正により上場私会社に対する禁止は撤廃された), これらの金融関連会社はこれを行なっているところから肯定的に解釈してよいと考えられる。

(注11) もっともこの権限が全面的に行使された例はないといわれる。Asian Securities' Analysts Council, 前掲書, 72ページ。

おわりに

——若干の問題点と展望——

以上みたところから、1970年代の証券市場育成の動きは、シンガポールの場合を除き、企業の所有に対する大衆参加という社会公正面から動機づけられていたことが明らかになった。もっともこのような視点が証券市場そのものに直接リンクしているのは、インドネシアだけであり、他は、マレーシアがこれを制度づけるために国家資本を動員していることを除くと、必ずしも具体的な政策と結びついているとはいえない。

さらに「大衆から遊休資本を工業企業に動員する」という本来の資本市場としての証券市場という面から各国の証券市場を眺めても、1970年代の育成政策は、金融センターとしてほぼ完全に市場を開放したシンガポールと石油を中心とする一次製品の輸出からの稼得を投入したマレーシアの場合を除き必ずしも成功しているとはいえない(注1)。この理由としては、各国の育成政策が、たとえ具体的な措置を伴わないものであっても、「衡平な所得分配」というような理念先行型である限り、本来自由な取引を前提とする証券市場のあり方とはそぐわないものであったことがあげられよう。しかし、この理念は企業家自体が株式公開に対して著しく消極的であったことの裏面である。この点に関しては、長期的には公開を極端に嫌う創業企業家から企業発展という合理的判断をもってこれに対処する第2, 3世代が成長するにつれて変化が生じよう。

フィリピンやタイでみたように閉鎖的保有による弊害は、短期的にも企業の過度の借入金依存体質として表面化しており、この面からの資本市場の見直しは不可避である。1970年代末から80年代にかけての金融制度の改革は、この脈絡で理解することができよう。もっとも、この政策は、先述の社会政策的視点との間に齟齬をきたす場合があり、たとえば、最近タイなどでの資本市場に対する外国資本の導入は、企業の借入ひいては国家の対外収支の改善という点ではメリットがあるものの、1970年代の外国資本に対する持分制限という視点からすれば問題があるといえるのである(注2)。

最後に、ASEAN全体における証券市場の統合の可能性についてふれておこう。域内貿易同様域内での投資も域外からのそれに比べて格段に低いという現状にあっては、短期的にはその可能性は

存在しないといつてよい。しかし、最近 ASEAN 域内での多国籍企業の存在が指摘されはじめ、さらに ASEAN 工業プロジェクト(ASEAN Industrial Project) や ASEAN 合弁企業プロジェクト(ASEAN Joint Venture Project) にみられるように、域内多国籍企業の育成をめざす政策が実施されつつある(注3)。このような状況をふまえるなら、これらの企業が各国の取引所に上場することはそれほど先のことではないようにも思われる。そしてその段階では、各国の規制の調整・統一の必要性が現実的なものとなろう。

しかし、その場合でもシンガポールに代表的にみられ、現在「自由化」という名のもとでその方向を追求しつつあるフィリピン、マレーシア、タイなどの諸国と、いまだ先に述べたような社会理念を前面に押し出しているインドネシアとの間に

は、かなりの差があり、その調整は、それほど簡単にはいかないように思われる(注4)。

(注1) いまだ市場規模も先進国のそれに比べて著しく小さい。たとえば域内で最大規模を誇っているシンガポールおよびマレーシアの両証券取引所での市場での資本調達額は、日本のその6.9%および10.0%、タイでは、0.7%、インドネシアにいたっては、その0.06%にすぎない。Gill, 前掲ペーパー, 付表2。

(注2) このような動きは、最近では「自由化」(liberalisation または deregulation) として ASEAN 各国で定着しつつある。

(注3) この問題については、本特集の村瀬論文中に簡単にふれられている。

(注4) もっとも最近インドネシアでも「自由化」の動きがみられる。*Far Eastern Economic Review*, 1985年8月22日号, 127ページ, および同9月19日号, 95ページ参照。

(アジア経済研究所経済協力調査室)