

■連載 (全12回) ■

アジア株式市場のいま



財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部主任研究員

糠谷 英輝

第1回 概観*

No. **286**
(2009年6月号)

第2回 シンガポール*

No. **289**
(2009年9月号)

第3回 インドネシア*

No. **290**
(2009年10月号)

第4回 マレーシア*

No. **291**
(2009年11月号)

第5回 タイ*

No. **292**
(2009年12月号)

第6回 フィリピン、
ベトナム*

No. **293**
(2010年1月号)

第7回 韓国

No. **295**
(2010年3月号)

第8回 台湾

No. **296**
(2010年4月号)

第9回 香港

No. **297**
(2010年5月号)

第10回 中国

No. **299**
(2010年7月号)

第11回 オセアニア

No. **307**
(2011年3月号)

第12回 インド

No. **309**
(2011年5月号)

*経済調査部上席研究員 亀井 純野氏との共著

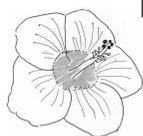
(本連載は、「アジア/G20株式市場のいま」として、引き続き2011年6月号からサウジアラビア、トルコ、ロシア、南アフリカ、ブラジル、アルゼンチンの各国を取り上げる予定です。)

財団法人 **資本市場研究会**
Capital Markets Research Institute

<http://www.camri.or.jp>

アジア株式市場のいま

—第4回 マレーシアの株式市場



財団法人国際通貨研究所

開発経済調査部主任研究員 **糠谷 英輝**
経済調査部上席研究員 **亀井 純野**

1. アジア通貨危機以降に 分離が完了したマレーシア 株式市場

マレーシアの株式取引の歴史は古く、1930年代にはシンガポールに設立されたシンガポール株式ブローカー協会を通じてマレーシア株式の取引が行われていた。1957年にはマラヤ連邦が独立し(注1)、マラヤン証券取引所が設立されたが、立会場はクアラルンプールとシンガポールにそれぞれ存在した。

1965年にはシンガポールがマレーシア連邦

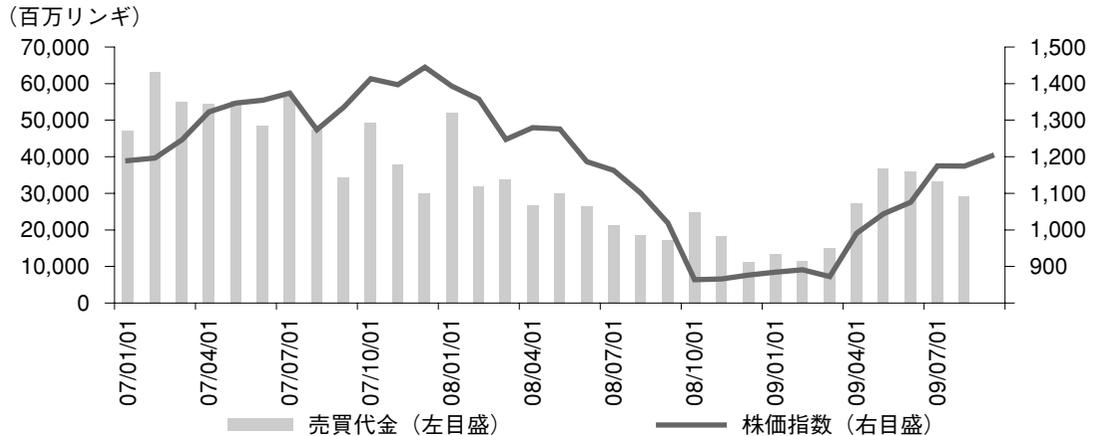
から独立したが、当初は株式市場の分離は行われず、1973年に両国間の通貨等価交換協定が廃止されたことで、株式市場はクアラルンプール取引所とシンガポール取引所とに分離された。しかしその後も両市場への企業の相互上場制度が存続しており、両国市場の実質的な分離が完了したのは1997年のアジア通貨危機後のことである(注2)。

クアラルンプール証券取引所は、2001年に3つのデリバティブ市場を統合し、続く2002年には新興企業向け市場のMESDAQと合併した。2004年には株式会社化され、名称をマレーシア取引所(Bursa Malaysia Berhad)に変更し、2005年3月には自市場への上場を達成した。現在、マレーシア取引所は、傘下に取引から清算、決済までの各機関(デリバティブやイスラム金融を含む)を抱えた総合取引所となっている(図表2)。またマレーシア取引所の海外取引所等との連携は(図表3)の通りである。

〈目次〉

1. アジア通貨危機以降に分離が完了したマレーシア株式市場
2. マレーシア株式市場の概要
3. マレーシア株式市場の特徴
4. マレーシア株式市場の課題と投資規制

(図表1) 株式取引並びに株価指数の推移



注：株価指数はFTSEブルサマレーシアKLCIインデックス。
(出所) Bloomberg, WFE

(図表2) マレーシア取引所の組織

マレーシア取引所 (Bursa Malaysia Berhad)	
↓ 100%子会社	
Bursa Malaysia Securities Berhad	証券取引所
Bursa Malaysia Derivatives Berhad	先物・オプション取引所
Labuan International Financial Exchange Inc.	ラブアン国際金融取引所 (オフショア金融取引所)
Bursa Malaysia Bonds Sdn. Bhd.	電子債券取引システムの提供、運営、管理機関
Bursa Malaysia Securities Clearing Sdn. Bhd.	清算機関
Bursa Malaysia Derivatives Clearing Berhad	先物・オプション取引清算機関
Bursa Malaysia Depository Sdn. Bhd.	中央証券保管機関
Bursa Malaysia Depository Nominees Sdn. Bhd. (注)	中央証券保管機関・カストディー業務に関する名義機関
Bursa Malaysia Information Sdn. Bhd.	グループ内の価格等取引情報に関する提供機関
Bursa Malaysia Islamic Services Sdn. Bhd.	グループ内のイスラム金融ビジネス運営機関

注：同社は組織上はBursa Malaysia Depository Sdn.Bhd.の100%子会社となる。

(出所) Bursa Malaysia

(図表3) マレーシア取引所の海外取引所等との連携

東京証券取引所	人材育成・情報交換
Singapore Exchange Derivatives Trading Limited	将来の業務提携機会の探究
Korea Exchange	債券市場取引システムの開発
Hong Kong Exchanges & Clearing	市場監督情報の共有
PT. Bursa Berjangka Jakarta	先物、商品市場の開発
The Agricultural Futures Exchange of Thailand	先物、商品市場の開発
Multi Commodity Exchange of India Limited	商品市場の開発、商品のクロス上場の探究
CME Group	デリバティブ取引に関する戦略的提携

(出所) Bursa Malaysia

■ 2. マレーシア株式市場の概要

(1) ASEANではシンガポールに次ぐ規模のマレーシア株式市場

マレーシアはASEAN諸国の中では債券市場、株式市場ともに相対的に発達している。これはアジア通貨危機を受けて、政府が資本市場の発展に注力し、証券委員会 (Securities Commission) が10か年計画である「資本市場マスタープラン (Capital Market Masterplan)」を策定し、同プランに基づいて、2001年から着実に資本市場の育成を進めてきた成果である。

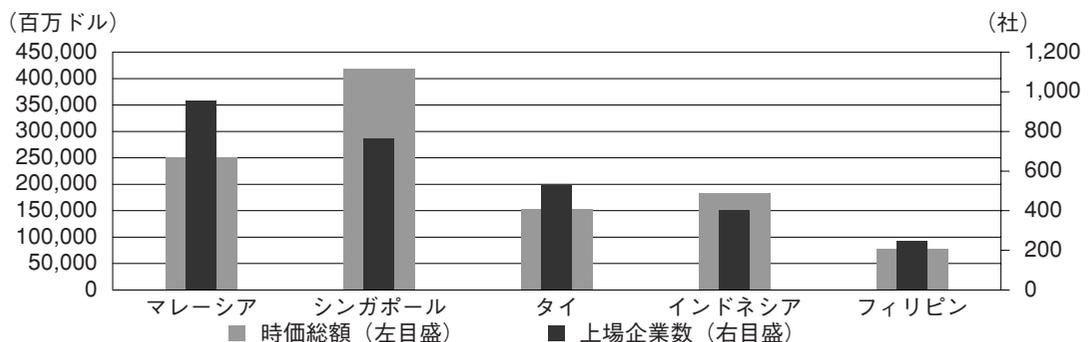
社債市場を見れば、2009年上半期末の地場通貨建て社債市場の規模は770億ドルとASEAN諸国中で最大規模の市場となっている (第2位はシンガポールで市場規模は530億ドル)。一方、株式市場時価総額は2009年8月末で2,516億ドルとASEAN 5 各国 (注3) では、シンガポールの4,196億ドルに次ぐ第



2の市場となっている (図表4)。また上場企業数はASEAN 5 各国で最大の957社であり、シンガポール市場と比較した場合、マレーシアの株式市場は時価総額の小さい小型株が多い市場であると言える。

企業の資金調達という側面から、銀行ローン、株式、社債の各市場の推移を見ると、株式市場は2006年、2007年に市場規模が大きく拡大したが、世界金融危機の影響を受けて、2008年には大きく落ち込み、株式市場の時価総額は銀行ローン残高を下回ることになった (図表5)。

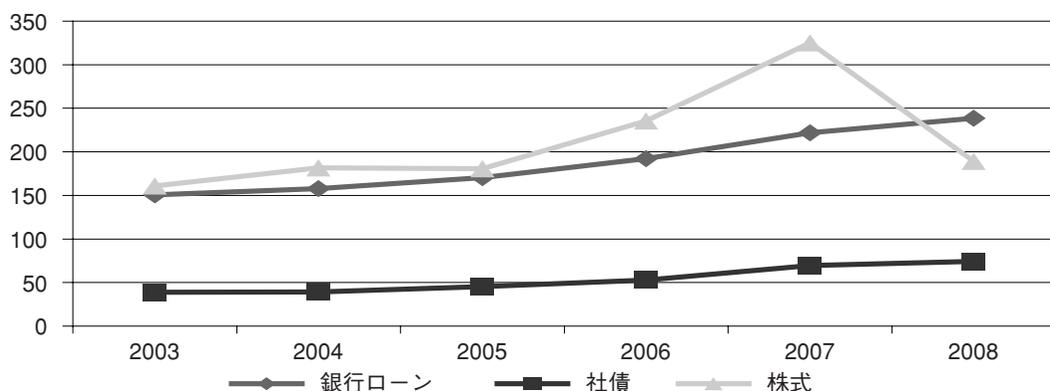
(図表4) ASEAN 5 各国の証券取引所比較 (2009年8月)



(出所) WFE

(図表5) 銀行ローン、社債、株式の推移 (各年末)

(10億ドル)



注：社債はリング建て社債残高、株式は時価総額。

(出所) IMF、WFE、ADB

(図表6) マレーシア取引所株式取引の概要

		メイン市場	ACE市場
上場基準	収益基準	直近3～5年の税引後利益 (Uninterrupted profit after tax) が2,000万リング以上、かつ直近年度の税引後利益が600万リング以上	なし
	時価総額	5億リング以上	なし
浮動株比率		25%以上	25%以上
株主数		100株以上を保有する株主数が1,000人以上	100株以上を保有する株主数が200人以上
ブミプトラ割当率		最善努力ベースでブミプトラ投資家への割当率50%	上場時には条件はないが、上場後、最善努力ベースでブミプトラ投資家への割当率12.5%
市場取引	取引時間	月曜日～金曜日	前場：8:30～12:30 後場：14:00～17:00
	売買単位	100株	
	呼値	株価に応じて0.005～0.1リング	
	決済サイクル	T+3	

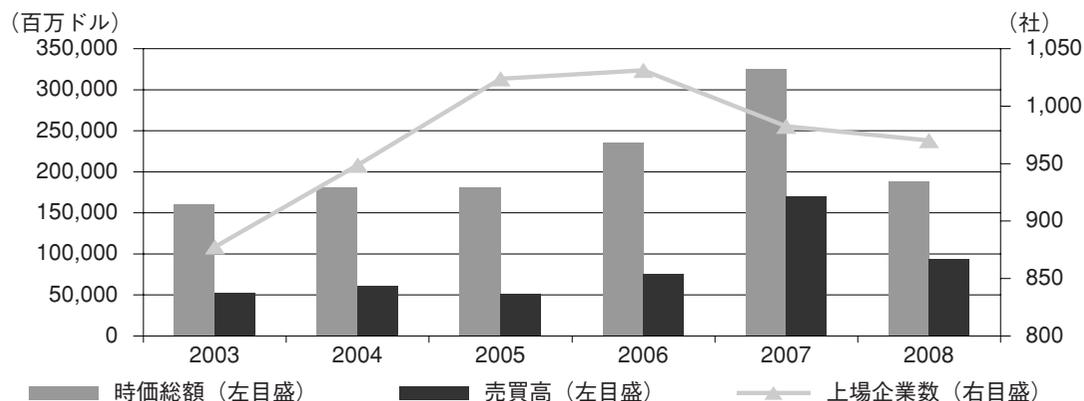
(出所) Bursa Malaysia

(2) マレーシア取引所での株式取引

マレーシア取引所での株式取引（上場並びに売買）の概要は（図表6（注4））の通りである。マレーシア取引所の株式市場はこれま

で一部市場（Main Board）、二部市場（Secondary Board）、MESDAQ市場（ベンチャー、IT企業向け市場）の3つで構成されていたが、2009年8月3日に一部市場と二部市場を統合した「メイン市場」と

(図表7) マレーシア取引所の時価総額、売買高、上場企業数の推移



(出所) WFE

MESDAQ市場を拡大し、IT企業等に拘らず全ての企業を対象とした「ACE市場」との2本立てに変更した。これはマレーシア取引所の競争力を高めることを狙いとしている。

株式取引には市場取引（OMT：On Market Transaction）と直接取引（DBT：Direct Business Transaction）の2種類があるが、取引の大半は相対ではなく市場で行われるOMTとなっている。

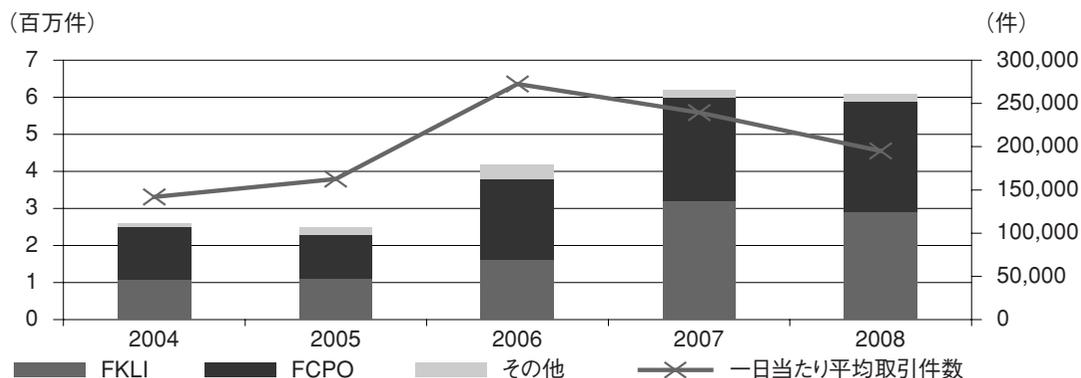
株式売買取引注文はマレーシア取引所のWinSCOREで機械的にマッチングされ、決済も決済機関においてブックエントリー方式で行われ、物理的な券面の移動等はない。なお、決済サイクルはT+3である。

売買手数料は交渉ベースも多いが、標準的な取引コストでは、ブローカレッジ・フィーが売買金額10万リング未満で売買金額の0.7%、10万リング以上で同0.3%、清算手数料が同0.03%（上限は1件当たり200リング）、

印紙税が1,000リングにつき1リングとなっている。

なお、マレーシア取引所の取引動向を見ると、時価総額、売買高はともに2006、2007年に大きく増加した後、2008年には金融危機の影響で一転して減少した。また上場企業数は2006年に1,025社に増加した後、減少に向かっている（図表7）。

(図表 8) マレーシア取引所におけるデリバティブ取引の推移 (取引件数：百万件)



注：一日当たり平均取引件数は右目盛り、単位：件。

(出所) Bursa Malaysia

(3) デリバティブ取引

マレーシア取引所ではデリバティブ取引も積極的に行われている。同取引所で取引されているデリバティブ商品は、株式関連デリバティブ 3 商品 (株価指数先物 = FTSE Bursa Malaysia KLCI Futures : FKLI、株価指数オプション = FTSE Bursa Malaysia KLCI Options : OKLI、個別株先物 : Single Stock Futures : SSFs)、パーム油関連デリバティブ 3 商品 (Crude Palm Oil Futures : FCPO、USD Crude Palm Oil Futures : FUPO、Crude Palm Kernel Oil Futures : FPKO)、金利・国債関連デリバティブ 4 商品 (3 か月物インターバンク金利先物 = 3 Month Kuala Lumpur Interbank Offered Rate Futures : FKB 3、3 年物国債先物 = 3 - Year Malaysian Government Securities Futures : FKB 3、5 年物国債先物 = FMG5、

10年物国債先物 = FMGA) の10商品である。またETFも 3 銘柄に過ぎないが上場されている。アジアで初のイスラムETFである MyETF Dow Jones Islamic Market Malaysia Titan 25 (MyETF-DJIM25) も 2008年 1 月末に取引が開始された。

デリバティブ取引の推移は (図表 8) の通りであり、金融危機後も取引は順調に増加している。またFKLIとFCPOの 2 商品でデリバティブ取引の95%超のシェアを占めている。

3. マレーシア株式市場の特徴

(1) 国内企業の上場が進んだ

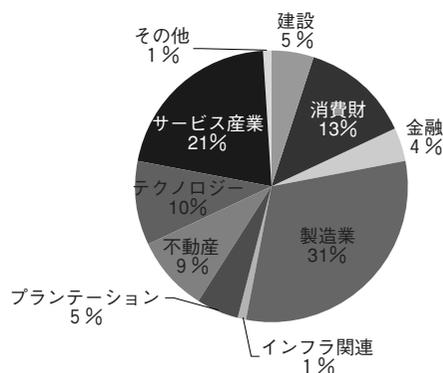
マレーシア株式市場

マレーシア株式市場の特徴の1つとして上場企業数の多さが挙げられる。しかし外国企業による上場は2009年8月末で957社中の5社に過ぎず、ほとんど全てが国内企業の上場である。マレーシアでは総資産を基準とした上位600社中、74%の企業が上場企業であり、上位100社では97社が上場企業となっている(注5)。このようにマレーシアでは国内企業の上場が進んでいると言える。

上場企業の業種別構成は(図表9)の通りであるが、製造業、消費財産業、サービス業、テクノロジーと均衡が取れたシェア構成となっている反面、新興国では一般的にシェアが高い金融、建設、インフラ関連のシェアが低いのが特徴的である。

マレーシア取引所の上場基準は先進国と大差なく、上場企業は四半期毎の情報開示が義務付けられるものの、英語での開示が認められており、また国際会計基準、国際監査基準も採用されている。外国企業にとっては上場しやすい市場であると言え、マレーシア取引所は上場促進に向けて、投資銀行等との協働を進めるほか、中国、ベトナム、インドネシア、ブルネイなどの外国企業の上場を模索している。またマレー系資本に一定割合を割り当てるというマレーシア独特の規制(プミブ

(図表9) 上場企業の業種別内訳
(企業数ベース、2008年10月末、シェア%)



(出所) Bursa Malaysia

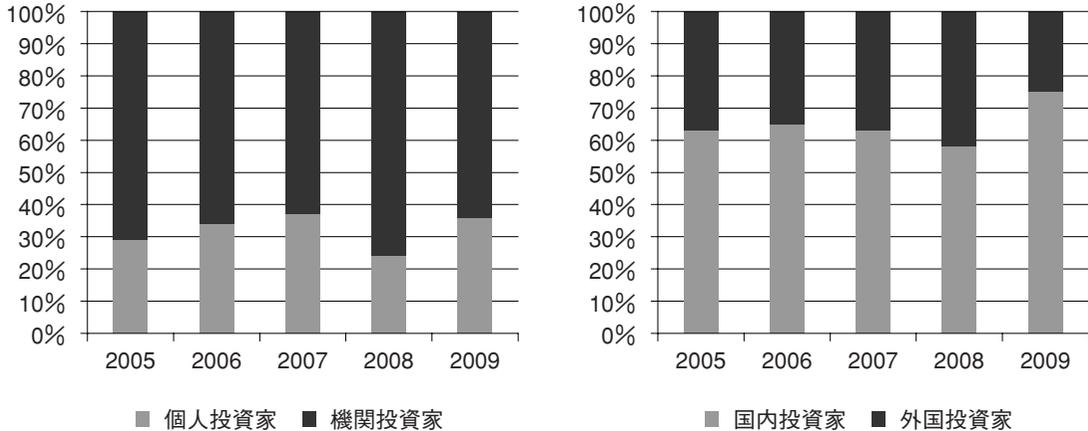
トラ規制) に関しても、努力規定とすることで実質的な緩和を図っている。

(2) 売買流動性の増加に課題を抱えるマレーシア株式市場

マレーシア取引所の投資家動向を見ると、おおまかに言って個人投資家が3割、機関投資家が7割、また国内投資家が6割、外国投資家が4割となっている(図表10)。但し2008年の世界金融危機以降は国内投資家のシェアが上昇し、2009年1~7月では国内投資家が75%を占める状況になっている。代表的な機関投資家としては、カザナ・ナショナル(いわゆる政府投資ファンド)、マレーシア従業員年金基金、国立有価証券投資会社などが挙げられる。

株式の外国人保有比率を見れば、2009年7月末で、株数ベースで15.2%、株価ベースで20.7%のシェアとなっており、さらに名義人

(図表10) 株式売買投資家の内訳



注：2009年は2009年1～7月。
(出所) Bursa Malaysia

の国別内訳ではシンガポール9.4%、香港2.31%、英国1.39%、米国0.46%、中近東0.16%の順となっている。

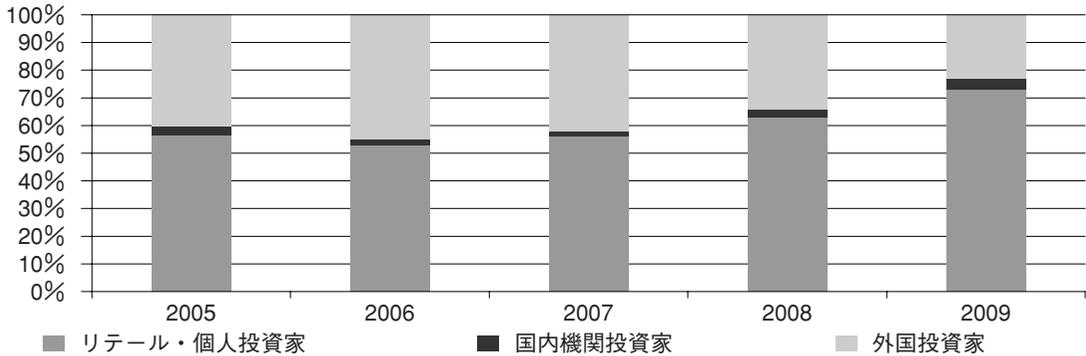
国内の機関投資家も育成されてきているが、マレーシア取引所における問題点として、売買回転率が低いことが挙げられる。2008年8月～2009年7月の売買回転率は44%とASEAN 5 各国の中ではフィリピン (31%) に次いで低い (因みにタイの売買回転率は84%、シンガポールは70%、インドネシアは57%)。マレーシア取引所で売買回転率が低い要因としては、機関投資家が持ち切り (Buy & Hold) の投資スタイルを取ることが多い点が指摘できる。このことは株価指数先物取引 (FKLI) で機関投資家のシェアが極めて低いことにも表れている (図表11)。マレーシア取引所としては、売買回転率を中期的に60%とすることを目標にしている。

(3) 金融危機の影響

マレーシアも他市場と同様に世界金融危機による影響を受けた。(図表12) はポートフォリオ投資の流出入の動向を見たものである。データの関係から株式投資のみではなく、債券投資なども含めたポートフォリオ投資全体の動向であるが、2008年第2四半期から2009年第1四半期にかけてマレーシアへの流入額は減少傾向を辿り、2009年第2四半期に流入額は再び増加に向かっている。

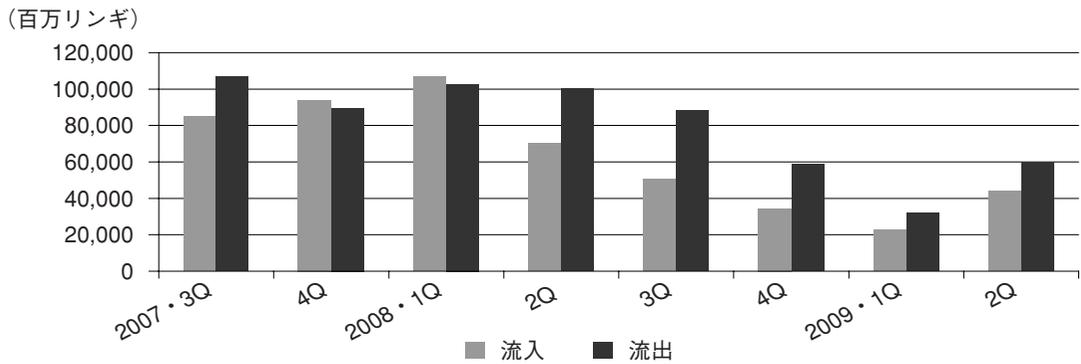
しかし世界金融危機による影響は他国に比べてそれ程大きなものではない。株価指数の下落率を見ると、2008年末には2007年末比で、マレーシアは40.8%の下落となったものの、インドネシア50.8%、タイ48.7%、フィリピン46.8%に比べて下落率は小さかった。

(図表11) 株価指数先物取引の投資家別シェア



(出所) Bursa Malaysia

(図表12) ポートフォリオ投資の動向



(出所) Bank Negara Malaysia, "Monthly Statistical Bulletin August 2009"

(4) 国際イスラム金融センターを 国策とするマレーシア

マレーシアの特徴として、国策としてイスラム金融を推進し、イスラム金融の国際的ハブ市場となることを目標にしていることが挙げられる。特にイスラム債券（スクーク）の市場拡大に注力しており、2009年6月末で社債残高の58%弱と過半がスクークとなってい

る。公共債を含めた債券全体でもスクークのシェアは37.7%を占める。また株式についても上場銘柄の88%、842銘柄がイスラム（シャリア）適格銘柄であり、時価総額ベースでも63%がシャリア適格となっている。シャリア適格ETF、REITやイスラム株価指数なども上場されており、マレーシア取引所はシャリア・アドバイザーを擁し、イスラム金融商品の開発を進めている（注6）。

■ 4. マレーシア株式市場の課題と投資規制

(1) 先進国並みに規制が整備されたマレーシア株式市場

証券業界（株式市場、債券市場）の規制・監督は証券委員会に統一されており、またラブアン・オフショア市場に関しては、ラブアン・オフショア金融サービス当局が管理・監督を行っている。

マレーシアでは証券委員会の下、資本市場マスタープランに沿った市場の整備が進められている。この結果、マレーシアの証券監督基準はIOSCOの原則を全て満たしており、上場企業のコーポレート・ガバナンスに関してもOECDの原則（OECD Principal of Corporate Governance）に基づいて世界銀行が2005年に発表したCorporate Governance Reports on the Observance of Standards and Codes (CGROSC) を8割以上満足している。また会計基準に関してもマレーシア基準の国際会計基準への統合を2012年までに達成する計画である（注7）。

さらに政府は外資出資規制の緩和を進めており、観光、健康関連など27のサービス業に関しては外資の全額出資が可能となった。加えて金融業に関しても、外国企業の出資規制が緩和され、投資銀行やイスラム金融専門銀行、保険会社などへの外資による出資上限がこれまでの49%から70%に引き上げられた。

但し商業銀行への出資比率上限は30%であり、航空、電力、インフラ関連企業などにも外資出資規制が課せられ、緩和の対象とはなっていない。なお、外国人投資家の投資に関しては、外国投資委員会（Foreign Investment Committee）がガイドラインを定めている。

(2) 外為規制

資本取引に関する規制を見ると、居住者（法人、個人）は国内でのリング建て借入を行っていない場合には自身の保有する外貨並びにリングの資金を利用して外貨建て資産への投資を自由に行うことができる。リング建て借入を行っている場合には、自身の保有する外貨資金、マレーシア取引所への上場（IPO）によって調達した資金、リングを外貨に交換した資金（制限あり）によって外貨建て資産投資が可能である。

また非居住者に対する物およびサービスの支払いの外貨で行わねばならない。リング建ての場合には中央銀行（Bank Negara Malaysia）の事前許可を取得する必要がある。

このように外国為替規制の存在、特にリングの国外持出し規制や金融機関のリング取扱い規制などが、株式を含めた証券取引の自由度を抑制している。

また外為規制ではないが、年金基金等の機関投資家の運用規制（年金基金は運用残高の70%以上、年間新規投資額の50%超を政府債で保有することが義務付けられる）も取引拡

大の障害の1つとなっており、今後の規制緩和が期待される。

(3) マレーシア株式市場の今後の課題

マレーシアへの投資に関しては、リング規制の緩和が望まれるものであるが、マレーシア株式市場は上場企業数が多く、デリバティブ商品も提供され、会計基準やコーポレート・ガバナンスなども先進国並みに整備された市場である。したがって投資しやすい市場であると言える。

マレーシア株式市場で最大の時価総額銘柄は、シンガポール、インドネシア、タイに比べてもその規模で劣る（図表13）。しかし反面、マレーシア以外のASEAN他国では時価総額ベースで2番目以降の銘柄規模が最大銘柄を大きく下回るのに対して、マレーシアでは同規模の銘柄が複数存在する。また配当利回りを見れば、マレーシアは3.62%とインドネシア、シンガポールを上回る（図表14）。

こうした市場インフラ、銘柄の特徴を考えれば、マレーシア株式はアジア株式への分散投資対象として評価に値するものと言えよう（注8）。

しかし流動性（売買回転率）が低いということはマレーシア株式市場の大きな問題点である。これは前述の通り、特に国内機関投資家の売買が少ないことが原因である。機関投資家の投資規制の緩和が期待されるものである。

マレーシア取引所も市場育成に向けて、様々な取組みを進めており、新商品としては、マルチ通貨建てETFや新たな指数リンク商品などの開発が進められている。また一部、二部市場の統合は流動性の増加を目指した取組みの1つとも捉えられており、さらにETFやワラント取引ではマーケット・メイキングも導入されている。

このように投資商品の多様化や流動性の増加が意識されているものの、マレーシア市場は商品取引やイスラム金融といったニッチの市場としてむしろ存在感を増していると言えよう。マレーシア取引所もイスラム金融、商品取引を中核ビジネスと位置付けたうえで全体的な市場の拡大を模索している（注9）。

（注1） マレーシアにはマレー系、中国系、インド系の3民族が存在し、旧宗主国の英国からの独立に際しては、独立後50年間は民族間での紛争を起こさないとの条件が付されていた。もしこの条件が満たされなければ、英国が再び統治を行うというもので、国際条約上は独立から50年が経過した2007年にマレーシアは完全に独立したことになる。

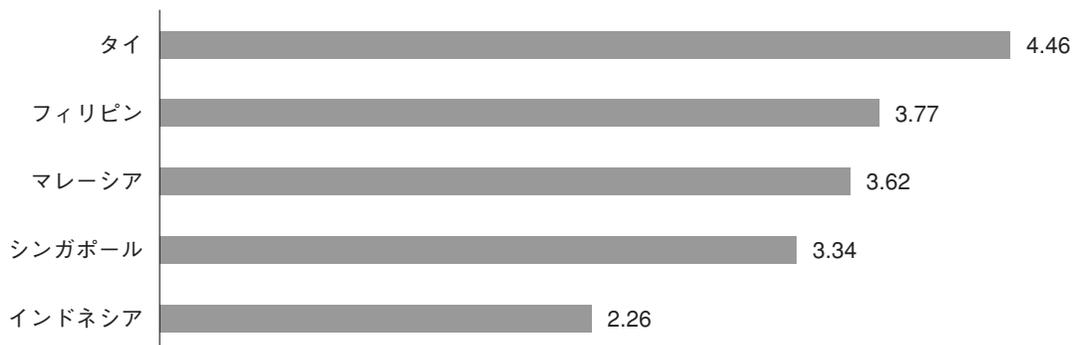
（注2） 1973年以降もシンガポール取引所でマレーシア株式の取引が行われていた。取引に当たっては、株券現物をシンガポール／マレーシア間で、人手で運ぶといったことも行われていた。マレーシア株式の多くがシンガポールで取引されていることに対してマレーシア側が反発を強め、1990年には両市場の相互上場制度は廃止された。しかしシンガポールは1990年に国際店頭市場であるCLOBインターナショナルを開設し、マレーシア株式の取引を続けた。1997年にアジア通貨危機が発生すると、CLOBでの取引に対してマレーシア当局の監督が

(図表13) ASEAN 5 各国の時価総額上位 3 銘柄 (2008年11月末、百万ドル)

マレーシア	銘柄	時価総額
1	サイム・ダービー	9,047
2	MISC	8,919
3	パブリック・バンク	8,271
シンガポール		
1	シンガポール・テレコム	26,523
2	ユナイテッド・オーバーシーズ・バンク	13,063
3	ウィルマー・インターナショナル	11,397
タイ		
1	タイ石油公社	11,745
2	タイ石油開発公社	8,748
3	アドバンスド・インフォ・サービス	6,452
インドネシア		
1	テレコムニカシ・インドネシア	10,038
2	バンク・セントラル・アジア	5,377
3	ユニリーバ・インドネシア	4,929
フィリピン		
1	PLDT	8,976
2	バンク・オブ・フィリピン・アイランズ	2,789
3	サン・ミゲル	2,725

(出所) 各国証券取引所

(図表14) ASEAN 5 各国の株式配当利回り (主要株式、2009年 7 月末)



(出所) Bursa Malaysia

及ばなかったため、マレーシア当局はクアラルンプール証券取引所上場証券に市場集中義務を課すなどの対策を実施した。これを受け、シンガポールはマレーシア株式の取引を停止し、両国間協議の末に、マレーシア株式がクアラルンプール取引所に移管され、両国市場の分離が完了した。

(注3) ASEAN 5 各国はマレーシア、シンガポール、タイ、インドネシア、フィリピン。

(注4) 市場情報に加えて、本稿で使用したマレーシ

ア取引所に関する統計データは、同取引所ホームページから入手可能である (<http://www.klse.com.my>)。

(注5) 三重野文晴「タイ、マレーシアにおける企業の分布と資金調達」株式会社日本政策金融公庫国際協力銀行『国際調査室報第2号』2009年8月

(注6) イスラム関連商品としては、ETFでは前述のMyETF-DJIM25、RIETではAl-'Aqar KPJ REIT (世界初のイスラムETF)、Al-Hadharah Boustead

REIT、株価指数ではFTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index、FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Indexなどがある。

(注7) 前述の通り、現在でも上場企業は国際会計基準を採用することが可能である。

(注8) FTSE Global Equity Indexにおけるマレーシアの格上げに関してコラム参照。

(注9) 日本の金融機関もマレーシア三菱東京UFJ銀行、野村ホールディングスがマレーシアでイスラム金融ビジネスを開始している。

〈コラム〉

「マレーシア、FTSE Global Equity Indexで格上げウォッチリスト入り」

国際的なインデックス提供会社であるFTSEは2009年9月に、マレーシアをFTSE Global Equity Indexで、現在の“Secondary Emerging”から“Advanced Emerging”に格上げするウォッチリストに入れることを発表した。今後1年間、格上げに相当するか否かが検証されることになる。なお、同時にチェコ、トルコについても同レベルの格上げウォッチリスト入りが発表された。

格上げされるか否かは外国人投資家の投資を呼び込むうえで、非常に重要なポイントとなる。現在、アジア諸国では最上級の“Developed”に香港、シンガポール、韓国、2番目の“Advanced Emerging”に台湾、3番目の“Secondary Emerging”に中国、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、最後の“Frontier”にベトナムが入っている。格上げとなれば、マレーシアはシンガポールに次いで、ASEAN諸国の中では他国に一步先んじることになる。

なお、“Secondary”から“Advanced”への格上げに際しては、以下の諸点が判断対象となる。

- ・少数出資者に対して公正で不利とならない取扱いがなされているか
- ・外国人出資者に対する差別的な障害はないか
- ・自由で十分に発展した株式市場か
- ・自由で十分に発展した外国為替市場か
- ・外国人投資家の登録プロセスはないか、あっても簡便なものか
- ・カストディー機能は国際的投資家に提供されているか