

# インドネシア株式市場における投資家ネットワーク

—「証券取引所でのインサイダー取引」による株主利益の搾取—

小 西 鉄

## Abstract

Some researchers pointed out that the financial supervision in Indonesia had remained fragile even after the reform led by IMF and World Bank after the 1998 Asian Economic crisis. And as a result, fraud and non-transparent manners has been left in the financial market, especially in the stock market, which had brought keep the investors away from the Indonesian market. However, there had been no empirical explanation about how the investors had committed to the non-transparent transactions.

In this context, this paper examines three investors' networks in the Indonesian stock market, to which some officials of the Indonesian Stock Exchange had committed to those vague investments for their own interests. These cases suggest that private political influence of the networks might be interfere governance of the financial institution, getting the market officials involved. Thus, the political economy matters in the effectivity of financial supervision, rather than the regulators' authorities which IMF/World Bank had led to integrate.

**Key words:** Indonesia, financial supervision, stock market, Investor's network

## I はじめに

インドネシアにおいて2008年の世界金融危機による影響が限定的に抑えられたのは、積み増した外貨準備残高や金融緩和など、強化された金融システムや金融政策によるものであり、1998年のアジア経済危機での経験が活かされたと指摘される。金融監督もその主要な要因のひとつに挙げられた [Pempel 2015; Pepinsky 2015]。

一方、マレーシアや韓国に遅れながらも2008年から不特定多数からの資金調達場として緩やかに成長してきたインドネシアの株式市場では、大きな影響力を有するビジネス・グループからの政治介入や不透明な取引、あるいは不正な財務報告書などに対する金融監督の実効性が阻害されてきた。IMFは、資本市場での法的制度が不十分なために政治介入を許してきたことが金融部門の脆弱性の要因であるとする [IMF 2010: 8]。またファミリー・ビジネスによる透明性の敬遠が資本市場の発展を阻害しているという指摘もある [清水 2018]。

金融部門の中でも株式市場は規制が細部に張り巡らされており、そこでの金融当局による監督は高い実効性が期待されている。インドネシアでは、スハルト期においてファミリー・ビジ

ネスの弱い企業がバナンスが負債比率の上昇および銀行の不良債権の膨張とその結果としてのアジア経済危機をもたらしたことへの反省から、銀行再編とともに所有集中の抑制と投資家保護のための資本市場の活性化が図られた〔三重野 2015: 15-17〕。また、金融部門を一元的かつ独立に規制・監督する金融サービス庁（略称 OJK<sup>1</sup>）が2014年に新設され、IMF の主導した改革以降の金融行政の変化によって、金融監督の実効性に新たな展開が期待できるはずである。中でも違反に対する制裁は、株式市場制度の実効性を担保し、少数株主利益を確保するうえで重要な制度的措置である。実際、同市場において株式投資を行っている少数株主投資家はこうした株式市場の不透明性に懸念をもってきた<sup>2</sup>。特に、複数のアクターで株の買い占めを繰り返して株価を操作する行為は、当該企業の財務状況や業績などのファンダメンタルズ（基礎的条件）に基づかない売買で流動性を高めることにより異常な株価変動をもたらす、少数株主の利益を搾取するとされてきた。

しかし、こうした投資を実行するアクターやそのネットワークに関する研究は、ほとんどなされてきていない。本稿では、こうしたインドネシアの証券取引所における空売りをめぐる3つの主要な投資家ネットワークの事例をとりあげ、そのメカニズムの仮説を提示する。これにより、それらに対する金融監督の実効性を検証するための材料を提供できよう。

## Ⅱ ジョディの「資本市場マフィア」

元・民主党財務担当のジョディ・ハルヤントとその一味による違法行為の事例として、ユーロキャピタル・ペレグリン証券事件とファルコン・アジア・リソーシズ社事件がある。

### 1. ユーロキャピタル・ペレグリン証券事件

2006年10月、投資家スルジャニンシ・ハルドノがユーロキャピタル証券に保管する1080億ルピア相当のサリ・フサダ社株式をドイチェ銀行への移動を依頼したが、同証券による実施が見られなかったため、スルジャニンシはジャカルタ首都警察に通報した。金融当局である資本市場・金融機関監督庁（通称 Bapepam-LK）が調査を実施し、同証券の前取締役（当時）であるジョディ・ハルヤントが民間パパン銀行との取引において、同証券の現役取締役および理事長の署名を偽造して Bapepam-LK の登録なしで口座を開設し、そこに93億ルピア相当の資金を得たことを明らかにし、証券保管機関の活動を規定する資本市場法45条及び46条<sup>3</sup>の違反により、ユーロキャピタル証券の証券活動の一時停止処分を下した<sup>4</sup>。2010年南ジャカルタ商業裁判所も

1 正式名称は Otoritas Jasa Keuangan。

2 アジア経済危機後に金融当局による制裁があった事件（すなわち、表面化し、かつ違法性が確定した事件）として、リップ・グループ e-Net 虚偽記載報告事件（2000年）、パニン保険社取引未報告事件（2001年）、金融系ファンデル・インベスタマ社違法取引（2001年）、リップ銀行財務報告書未監査の疑惑（2002年）、国有製薬キミア・ファーマ社財務報告書水増し記載事件（2002年）、投資会社アギス社株空売り事件（2007年）、タバコ大手サンプルナ社株式浮動株比率3%ルール違反（2008年）など、多数ある〔Kompas 紙各記事、および Fitzpatrick 2004〕。

ジョディに対して禁固刑 1 年を科した<sup>5</sup>。

問題は、ジョディが Bapepam-LK の証券取引・機関局局長のアリフ・バハルディンを買収して、その捜査を遅らせたとする疑惑があがったことである。

同証券は2013年に免許再交付を受けたが、その後、2016年に OJK が監査のため訪問したが事務所もなく、また証券流通業者としての取締役も職員もおらず、OJK への財務報告書など各種報告もなかったとして、2016年 9 月に再度免許を取り消された<sup>6</sup>。

## 2. ファルコン・アジア・リソース社事件

2011年、外資系 CIMB ニアガ銀行が、その保管する証券会社ファルコン・アジア・リソース社<sup>7</sup>の口座の預金570億ルピアが消えたとして、Bapepam-LK に通報した。調査の結果、同社の証券商品「オプティマ・プラス」の口座預金者の投資資金引き戻し証書に、同社取締役ヘンドロ・クリスタントの親族であるジョディが預金者の署名を偽造し、保管銀行である CIMB ニアガ銀行から預金を引き戻し、真の預金者に損害を与えたとして<sup>8</sup>、Bapepam-LK は1995年資本市場法第27条および Bapepam 規則第IV章 B.1<sup>9</sup>を根拠に、2012年12月に同社の投資マネージャーの免許を取り消した<sup>10</sup>。ヘンドロのほか、同社取締役ベルナルド・アリも関与したとされる<sup>11</sup>。

この2つの事件は比較的規模の小さい事件であるにもかかわらず、Bapepam-LK の動きが遅く、事件解決にも3年以上の時間がかかっており、金融監督当局のキャパシティの弱さが浮き彫りとなった。

3 45条は、「証券保管機関は、口座保有人またはその名義のために権限を委譲された者の書面による指示があった口座でのみ証券または資金を引き出せる」と規定し、59条では（1）保管決済機関での口座での決済による口座保有人の受益、（2）違反があった場合に保管決済機関による差配の停止を規定する。

4 この処分により、同証券会社の少数株主は損失を被ったとして国家警察に通報した [*Bisnis Indonesia*. Kepala Biro Bapepam Digugat Terkait Suspensi Eurocapital. April 17, 2007]。

5 その後、同判決は履行されず、国家警察はジョディを指名手配犯リストに載せ、ジャカルタ高等裁判所に上訴した。同裁判所は2011年にジョディに3年の禁固刑を科したうえで、即時身柄拘束を決定した。

6 OJK 理事会決定 No. Kep-42/D.04/2016、および *Bisnis Indonesia*. Pelanggaran Ketentuan OJK Segera Cabut Izin Sejumlah Sekuritas. November 13, 2016。

7 同社は、元は証券運営会社アジア・ウェルス・インベストメント・マネジメント社であり、ジョディの妻エリアナの所有するカルヤテック・プリマ社の傘下にある。

8 *Bisnis Indonesia*. Bapepam-LK: Falcon & CIMB Salah Prosedur. November 5, 2011

9 集団投資契約を構成する証券運用ガイドラインを規定する [Peraturan Bapepam No.IV.B.1 tentang Pedoman Pengelolaan Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif]。

10 *Investor Daily.com*. Bapepam-LK Cabut Izin Usaha Dua Manajer Investasi. Desember 3, 2012. (<https://investor.id/archive/bapepam-lk-cabut-izin-usaha-dua-manajer-investasi>)、2017年7月8日最終アクセス。また、Bapepam-LK は、CIMB ニアガ銀行もこの売買契約に関する確定文書を預金者に送付しなかったとして、同行に対して保管銀行としての善管注意義務違反として行政処分を下した。 *Bisnis Indonesia*. Bapepam-LK: Falcon & CIMB Salah Prosedur. November 5, 2011。

11 *IDX channel* Falcon Diduga Gelapkan Dana Nasabah Rp57 Miliar. October 2, 2011. (<https://idxchannel.okezone.com/read/2011/10/02/278/509696/falcon-diduga-gelapkan-dana-nasabah-rp57-miliar>)、2020年9月20日最終アクセス。

### Ⅲ バクリの「プミ・リソース・サークル」

もう一つの株価操作の顕著な例として、プリプミ（土着）<sup>12</sup>系大手バクリ・グループ系のプミ・リソース社株の操作があげられる。中国景気の拡大に伴うコモディティ・ブームの2006年頃から、石炭をはじめとする鉱物事業を展開する同社は、バクリ・ファミリーが所有・経営してきたが、アジア経済危機以降、外資系金融のほかに多数の政治家や投資家によって所有されてきた [小西 2016]。例えば、ハヌラ党政治家でメディア系大手 MNC グループ会長であるハリー・タヌスディビヨや国民信託党所属の政治家スリスト・バフリなどが著名な株主となっている。バクリ・グループ創業者アフマド・バクリの次男ニルワン・バクリの右腕で、金融財閥ダナタマ・マクムール・グループ会長のヒューストン・ユスフ<sup>13</sup>もその一員である。ただし、その「究極の所有」はバクリ・ファミリーが保持している [ibid]。

かねてより金融当局は、このプミ・リソース社株の大規模な売買が繰り返され、同株価が操作されてきたと指摘してきた<sup>14</sup>。その際、ニルワンが金融当局に直接交渉し、制裁を免れてきた [Konishi. 2020]。IDX 専務取締役であるティトー・スリストはバクリ・ファミリーに近く、一連の取引の決済に「Go サイン」を出す役割を担ったとされる。2017年、ティトーの長年のライバルであるニッキー・ホーガン取締役がこうした株価操作に異論を唱えたが、他の取締役がニッキー取締役に反発したため<sup>15</sup>、ティトーに押し切られ、証券取引所取締役会として彼らの空売りによる株価操作を容認する形となった<sup>16</sup>。

### Ⅳ ベニーの「ソロ・グループ」

近年、不透明性の温床として特に問題視されてきた株価操作の事例として、著名投資家ベニー・チョクロサプトロを中心とするグループによる取引が指摘されている<sup>17</sup>。2019年に発覚した国有生命保険ジワスラヤ社が絡む株価操作においてもベニーらが関与したとされる。

ベニーは、伝統衣装バティック大手「バティック・クリス」グループをソロで興した華人系の創業者カソン・チョクロサプトロの息子の長男である<sup>18</sup>。その次弟ビリー・シンドロ、三弟エディ・シンドロ、四弟エリザベト・シンドロらも、いずれも投資家だが、特にベニーは、90

12 インドネシア語では *pribumi*。

13 華人系金融財閥マキンド・グループ会長ハリム・ユスフ氏の四男である。

14 *Bisnis Indonesia*. Bapepam-LK Perluas Pemeriksaan Short Selling. October 26, 2008.

15 2017年5月、ニッキーは、リライアンス証券社取締役時代（2010-2015）に顧客の合意なく預金を使用したため、OJKにより制裁を受けた [infobank.com. Terseret Kasus, Jabatan Nicky Hogan Tidak Goyah Di BEI, May 29, 2017. (<http://infobanknews.com/terseret-kasus-jabatan-nicky-hogan-tidak-goyah-di-bei/>、2019年6月14日最終アクセス)]。

16 過去に OJK により「株式取引停止」(Level 5) の制裁を受けたことのある上場タンカー企業ブリリアン・ラジュ・タンカー社は、こうしたプミ・リソース社への特別待遇について批判した [Bloomberg Indonesia 紙記者からの情報]。

17 *Bloomberg Indonesia* 紙、*CNBC Indonesia* 紙の各紙記者からの情報。

年代から大規模な株式投資で一躍有名となった企業家で、パン・ブラザーズ・グループや不動産のハンソン・グループ、リモ・インターナショナル・ルスタリ社など、複数の大手企業グループを率い、空売りを含む旺盛な株式投資を展開してきた<sup>19</sup>。

ベニーと絡むアクターとして、華人系リップ・グループの特別目的事業体パラマウント・グループやマヤパダ・グループのほか、エディ・スワルノの存在が指摘されている。ガトット・スプロト国軍大将の「養子 (*anak angkat*)」であるエディはミンナ・パディ証券を率いて、2018年4月にベニーの経営するリモ社株式追加買収の際の引受け企業となった<sup>20</sup>。

金融系キャピタル・グループ率いるダニー・ヌグロホ<sup>21</sup>も、ベニー・チョクロサプトロとのソロでの共同ビジネスを機に、ベニーからビジネス支援を受けており、極めて近い間柄である<sup>22</sup>。ダニーはバクリにも近く、キャピタル銀行はバクリ系エネルギー子会社エネルギー・メガ・ブルセダ社のマネー・ロンダリングの場を提供してきたとされる (キャピタル銀行事件)。

主にソロ (ジャワ中部の地方都市) 出身の少数の同郷エリートの株式売買に、中央政治家、国家情報庁系将校のほか、証券取引所幹部までもが関与することで成立する<sup>23</sup>。

そのメカニズムは、次のとおりである。各投資家集団はそれぞれ独立に投資活動を行うが、グループ間で株式や企業に関する情報を共有し、グループ内で株価の低い特定企業の株式の売買を繰り返すことで流動性を高め、株価を急上昇させてから大量に売却し、利益を出す。決済が迫ると、監督当局であるべきインドネシア証券取引所の一部幹部が KPEI での決済を通して取引容認の「Go サイン」を出す、というものである<sup>24</sup>。

この取引は、株式の占有 (*Cornering*) による株価操作として、世界の証券市場で頻繁にみられる。こうした取引は、購入先または売却先、証券の保管銀行、などの協力者が必要となる。これら協力者間で大規模取引を行えば、莫大な利益を確保できる。

こうした行為自体は合法であるが、インドネシアでは市場を歪めて他の善意の投資家 (= 少数株主) の利益を損ね、ハイ・リスクかつ不公正で「グレー」な行為として市場の不透明性を

18 ベニー・チョクロサプトロは、1992年のピッコー銀行株式取引事件で同銀行株買収のために名義を貸した知人官僚が違法な取引を実施して検挙され、その身代わりとして当局から罰金5億ルピアを科せられた [ベニー・チョクロサプトロへのヒアリング、2018年8月25日、ジャカルタにて実施、および *Kompas*. Benny: Saya Rela Bayar Rp 1 Milyar Karena Salah. May 16, 1997]。

19 ベニー・チョクロサプトロへのヒアリング、2018年8月25日、ジャカルタにて実施。

20 *Kontan.com*. Benny Tjokro Kembali Tambah Kepemilikan Di RIMO. April 25, 2018. (<https://investasi.kontan.co.id/news/benny-tjokro-kembali-tambah-kepemilikan-di-rimo>)、2019年6月14日最終アクセス、および *Kontan* 紙記者からの情報。

21 民間キャピタル銀行理事会会長で、キャピタル・フィナンシャル・インドネシア社を収める。

22 *Okezone.com*. Danny Nugroho Miliki Rp.11,5 Triliun, Miliarder Muda Yang Masuk Daftar Orang Terkaya. December 8, 2018 (<http://geconomy.okezone.com/read/2018/12/17/320/1992475/danny-nugroho-milik-rp11-5-triliun-miliarder-muda-yang-masuk-daftar-orang-terkaya>)、2019年7月11日最終アクセス。

23 ほかに、華人系大手企業のビジネス・パーソンも関与するとされる。例えば、サリム系食品会社インドフード・アグリ社 CEO のベニー・スティアワン・サントソ、タバコ大手ジャルム・グループのマルトゥア・ビクター・ハルトノがいるが [ *Kontan* 紙記者からの情報 ]、その関与は定かではない。

24 *Kontan* 紙記者からの情報。



高めており、そのため当局が警戒・監視してきている<sup>25</sup>。インドネシア語で *Saham Goreng*<sup>26</sup>と形容され、長年にわたりインドネシア証券取引所で横行してきた。例えば、証券取引所は2008年に警察や検察、金融取引分析報告センター (PPATK<sup>27</sup>) との「空売りタスク・フォース (*Tim Taskforce Short selling*)」を組織し<sup>28</sup>、OJK も職員を証券ブローカーのオフィスに派遣し、監督を行っている<sup>29</sup>。また、OJK と証券取引所が大規模な調査も実施してきた<sup>30</sup>。さらには、信用取引や空売りのシステムを終了させるという議論も、金融当局内で出たほどであった<sup>31</sup>。

## V おわりに

金融当局は、以上のような不透明な取引に対して、ジョディやバクリなどの政治勢力からの介入を受けてきた。また、証券取引所幹部によるインナー・サークルの空取引への関与もあり、金融当局はこれを調査し、証拠データをつかむことは技術的にも困難であった<sup>32</sup>。

外国投資家とその利益保護のために規制強化を求めてきたインドネシアの株式市場において、ファミリー・ビジネスを含む投資家集団の旺盛な空売りには、政治家が金融当局担当者を買収し、あるいは証券取引所幹部自身がその「グレー」な取引を容認する、という構造が見られる。こうした、いわば「証券取引所でのインサイダー取引」ともいえる構造が、上場企業に対する制裁の実効性を阻害し、株式市場の不透明性を高めてきた<sup>33</sup>。

銀行部門<sup>34</sup>に比して、株式市場では法制度による明確かつ細かな規制が存在し、市場インセ

25 *Bisnis Indonesia*. Bapepam Bans Short Selling On ETF. October 10, 2007.

26 直訳では「揚げ株式」となる。この俗称は、インドネシアの食卓で一般的にみられる揚げ物 (*goreng-an*) が高コレステロールで不健康になるリスクが高いことに由来する [*Kompas*. Transaksi Semu dan Fungsi Pengawasan. September 20, 2002]。

27 正式名称は、Pusat Pelaporan dan Analisis Transaksi Keuangan.

28 *Bisnis Indonesia*. Bapepam-LK Forms Investigation Team For Short Selling. November 4, 2008.

29 *Bisnis Indonesia*. Bapepam-LK Places Officer At Broker. November 7, 2008.

30 2008年10月には、外資系を含む11のブローカーと4つの保管銀行に対して、プミ・リソース社含むバクリ系3社の株式や国有 PGN 株、国有マンディリ銀行株式、国有通信テレコムニカシ社株式の変動について調査を実施した [*Bisnis Indonesia*. Bapepam-LK Periksa 11 Broker Terkait Short Selling. October 16, 2008. 同 Bapepam-LK Perluas Pemeriksaan Short Selling. October 20, 2008]。

31 *Bisnis Indonesia*. Bapepam Sederhanakan Proses Dapatkan Izin Efektif. February 12, 2008.

32 *Bisnis Indonesia*. Bapepam-LK Perluas Pemeriksaan Short Selling. October 20, 2008. 特に、国営国家ガス社のインサイダー取引事件においては、金融当局の調査キャパシティは不足し、民間の調査に依存せざるを得なかった。この点は、別稿で論じる。

33 実際、証券取引所幹部が2017年度予算を私的に利用した (親族の結婚式への使用) との疑惑が浮上したため、OJK が証券取引所に対する監査を実施した [*Bisnis Indonesia* 紙記者からの情報]。

34 銀行監督に関しては、コア資本5兆ルピア以下の「Buku 2」以下の中小民間銀行に対する規制や当局の能力が不十分であるという問題が指摘されている。銀行と資本市場とでは取引規模や性格が異なるため、それらに対する監督の在り方も異なっていくべきであり、金融当局の一元化は規制・監督の実効性を阻害してきているとの声がビジネス界では大きい (某上場企業理事長会長へのヒアリング、2018年8月29日、ジャカルタにて実施)。銀行は相対取引が主であるため、銀行での不透明な取引を監視するのは証券市場に比して困難を増すと考えられ、その実効性も詳細に検証する必要がある。

ンティブに基づいた取引が想定されている。しかしながら、株式市場における金融監督に関する法制度と実際の運用との間の大きな乖離は、金融当局および証券取引所幹部個人の政治的影響力によって生じているという仮説が立てられよう。こうした歪んだ形でのグレーな取引の容認は、証券市場の健全な発展を歪め、資本回避を起こす可能性が懸念されている<sup>35</sup>。

法制度上での上場企業に対する金融当局の権限の弱さを指摘する声<sup>36</sup>は、アジア経済危機以降に IMF が主導した「金融当局一元化」論と結びついてきた。それが OJK 法の制定に結実したのである。実際、株式市場における制裁規定も罰金額の増加<sup>37</sup>という形でも強化されている。しかし、株式市場における問題は、IMF の提起する金融当局の法的権限の問題よりも、むしろ株式投資に積極的な政治家やビジネス・パーソンと証券取引所幹部との間で私的利益が一致し、「証券取引所でのインサイダー取引」で連携したことから、金融当局の監督機能のキャパシティが追い付かず、その結果として証券取引所全体のガバナンス（統治）が損ねられてきたことにある。

今後の課題として、2011年 OJK 法成立の政治過程を精緻に追うこと<sup>38</sup>や OJK の独立性の実態を明らかにすることのほかに、国有企業の金融監督の実効性を検証する必要がある<sup>39</sup>。近年のいわゆる「フィンテック（fintech）」の発展を通じた金融包摂によって個人の証券投資が進展することが予想され、金融のデジタル化における金融監督の実効性も検証される必要がある。

## 謝辞

本稿は JSPS 科研費 JP18K18265 の助成を受けたものです。ここに謝意を表します。

## 参考文献

### 外国語

- Adrian Sutedi, S. H., M. H. 2014. *Aspek Hukum Otoritas Jasa Keuangan*. Jakarta: Raih Asa Sukses.
- Apri Sya'bani. 2014. Minority Shareholders' Protection in The Indonesian Capital Market. in *Indonesia Law Review*. 4(1), January-April 2014. Pp.114-142.
- Asia Development Bank. 2018. *Asian Development Bank Support to Indonesia's Capital Market*.

35 仮に株式取引総件数の90%の取引が透明かつ公正なルールに則って金融取引を行っていても、残り10%の取引が不透明な巨額取引であれば、当該市場における法規制の信頼性と実効性は失われ、市場の発展は限定的となろう [上場企業理事会長へのヒアリング、2018年8月29日、ジャカルタにて実施]。

36 特に、フアド・ラフマニ元 Bapepam-LK 長官は、Bapepam-LK およびその後継機関である OJK に上場企業の資産を凍結する権限がないことを指摘した。

37 検挙件数は減少しているが、罰金総額は増加している。1件当たりの被告人数が増加したのか、または規制が強化されたためなのかについては別途分析を要する。

38 特に中銀の抵抗が指摘されている。

39 例えば、国有国家ガス社（PGN）でのインサイダー取引事件、および国有生命保険ジワスラヤ社での市場操作（*Saham Goreng*）事件である。特に後者では、ベニーが中心となって価格操作が行われていた。この事件がインドネシアの金融監督の実効性にどのような意義をもたらすかについては別途稿を改めて論じる。

- Benny Simon Tabalujan. 2002. Why Indonesian Corporate Governance Failed: Conjecture Concerning Legal Culture. *Columbia Journal of Asia Law*. Spring 2002 Issue. pp.1-37.
- Fitzpatrick, Daniel. 2004. Tinkering Around the Hedge: Inadequacy of Corporate Governance Reform in Post Crisis Indonesia. In *Business in Indonesia: New Challenges, Old Problems*. eds by M. Chatib Basri; and Pierre van der Eng, pp.178-190. Singapore: Institute of Southeast Asian Studies.
- Hamilton Hart, Natasha. 2008. Banking System a Decade After the Crisis. In *Crisis as a Catalyst: Asia's Dynamic Political Economy*. eds. by MacIntyre, Andrew.; Pempel. T. J.; and Ravenhill, John, pp.45-69. Cornell Studies in Political Economy. Ithaca: Cornell University Press.
- International Monetary Fund. 1990. *Indonesia: Financial System Stability Assessment*.
- . 1997. *Letter of Intent*. October 31, 1997.
- . 2010. *Country Report No.10/288*.
- . 2017. *Financial System Stability Assessment: Press Release and Statement by the Executive Director for Indonesia*. IMF Country Report No.17/152.
- Konishi, Tetsu. 2020. Effectivity of Financial Regulation in Indonesia: Case Study of Bakrie's Non-Transparency in the Stock Market. *Keizaigaku ronshuu*. 43 (2) pp.43-65. Osaka University of Economy and Law.
- La Porta, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; and Vishny, Robert W. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6) pp.1113-1155.
- Oxford Business Group. 2013. *The Report: Indonesia 2013*.
- Pempel, T. J. 2015. Two Crises, Two Outcomes. In *Two Crises, Different Outcomes: East Asia and Global Finance*. eds by Pempel, T. J.; and Tsunekawa, Keiichi, pp. 17-40 Ithaca and London: Cornell University Press.
- Pepinsky, Thomas. 2015. Political Business and External Vulnerability in Southeast Asia. In *Two Crises, Different Outcomes: East Asia and Global Finance*. eds by Pempel, T. J.; and Tsunekawa, Keiichi, pp.137-162. Ithaca and London: Cornell University Press.
- Rosser, Andrew. 2004. The Political Economy of Indonesia's Financial Vulnerability. In *After the Storm: Crisis, Recovery, and Sustainable Development in Four Asian Economies*. edited by Jomo, Kwame Sundaram, pp. 98-115. Singapore: Singapore University Press.
- Sawidji Widiatmodjo. 2015. *Pengetahuan Pasar Modal untuk Konteks Indonesia*. Jakarta: Kompas Gramedia.
- William E. Daniel. 2003. Corporate Governance in Indonesian Listed Companies: A Problem of Legal Transplant. *Bond Law Review*. 15(1), Special Issue: Comparative Corporate Governance. pp.345-375.

## 日本語

- 小西鉄. 2016. 「インドネシアにおける企業ガバナンスと国際ファイナンス：バクリグループによる英国証券取引所シティへの進出」『アジア研究』62 (2) : 1-17.
- 清水聡. 2018. 「インドネシアの金融システムの問題点とフィンテックへの期待」『環太平洋ビジネス情報』18 (71) : 77-124.
- 田澤元章. 2008. 「第12章 インドネシア」、日本貿易振興機構アジア経済研究所『アジアの資本市場育成と消費者保護制度に関する法的考察』報告書 (平成19年度金融庁委託研究) : 289-318.
- 糠谷英輝・亀井純野. 2009. 「アジア株式市場のいま：第3回 インドネシアの株式市場」財団法人国際通貨研究所『月刊 資本市場』No. 280, pp.47-55.
- 濱田美紀. 2012. 「インドネシアにおける債券市場の発展と金融部門の現状」柏原編『「アジア域内金融協力」再考：進展と課題』調査研究報告書、アジア経済研究所、第5章 : 61-79.
- 三重野文晴. 2015. 『金融システム改革と東南アジア：長期趨勢と企業金融の実証分析』勁草書房



## 資料

Bank Indonesia. 2017. *Strategi Nasional Pengembangan dan Pendalaman Pasar Keuangan 2018-2024*. (2018-2014年 金融市場開発・深化に関する国家戦略)

Indonesia Stock Exchange. 2016. *IDX Fact Book 2016*.

———. 2017. *Laporan Tahunan 2016 PT Bursa Efek Indonesia*. (インドネシア証券取引所2016年度年次報告書)

———. 2018. *Laporan Tahunan 2017 PT Bursa Efek Indonesia*. (インドネシア証券取引所2017年度年次報告書)

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1996 Tentang Pasar Modal. (資本市場に関する1996年法律第8号)

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan. (金融庁に関する2011年法律第21号)

Peraturan Bapepam. (資本市場監督庁規則)

Peraturan Bursa Efek Indonesia. (インドネシア証券取引所規則)

Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal. (資本市場における活動運営に関する1995年政令第35号)

World Bank. World Economic Indicator.

付表 インドネシアにおける主要な金融関連事件

年	事件の当事者	事件の概要
1995	ビッコ銀行	Saham Goreng
1999	インドネシア国家商業銀行	中銀流動性支援流用
1999	バリ銀行	中銀流動性支援流用
2000	リッポ E-Net	少数株主利益の搾取
2000	イステイラマット銀行	公的資金の流用
2000	マンリ・ウニタマ社	銀行再建庁公金流用
2002	ジャカルタ・インターナショナル・ホテル&デヴェロップメント社	少数株主利益の搾取
2002	ムリアランド社	架空取引
2002	ダルマ・サムドゥラ・フィッシング社	Saham Goreng
2002	プリマリンド社	Saham Goreng
2003	バクリ・ファイナンス社	債権者権利の侵害
2003	グレート・リバー社	不正取引、デフォルト
2003	国有マンディリ銀行	中銀流動性支援流用
2005	スギ社、およびアロナ社	架空取引
2007	アギス社	Saham Goreng
2008	センチュリー銀行	中銀流動性支援流用
2008	国有国家ガス社 (PGN)	情報公開遅延、虚偽申告
2008	プミ・リソーシズ社	買収規制違反疑惑
2010	キャピタル銀行	定期預金残高消失
2011	CIMB ニアガ銀行	預金横領
2011	ペレグリン証券	違法取引、監督者買収
2011	MNC 社	少数株主利益の搾取 (情報操作)
2012	スマリンド社	少数株主利益の搾取 (FR 記載)
2015	セカワン・インティプラタマ社	Saham Goreng
2016	プミブトラ社	保険金未払い
2018	国有ガルーダ航空社	外国製バイク密輸
2019	国有生命保険ジワスラヤ社	Saham Goreng、国家への損害

出典：Apri [2014]、Rosser [2004]、Kontan 紙、Bisnis Indonesia 紙、Kompas 紙、Koran Tempo 紙を基に著者作成。

注：違法性のない不良債権による銀行破綻事件は除いている。