

# インドネシアの非銀行部門に対する金融監督の脆弱性 ——国有ジワスラヤ社事件にみる株価操作「サハム・ゴレン」のメカニズム——

小 西 鉄\*

## Fragility of Financial Supervision in the Non-Bank Sector in Indonesia: The Mechanism of *Saham Goreng* in Misappropriation of PT Asuransi Jiwasraya's Assets

KONISHI Tetsu\*

This paper examines the case of Jiwasraya, Indonesia's state-owned insurance company, in which some investors misappropriated its assets and manipulated share prices with the fraud money, such illegal investment being called *saham goreng*. While it has been suggested that macro prudence has improved in the banking sector, non-banking sectors have been left behind in the Reform after the 1998 Asian Economic Crisis and even in ongoing discussions about reorganization of policy process. Moreover, the effectiveness of micro prudence on investors' misappropriation has not been verified. This case study on the effectivity of financial supervision in the sector reveals some fragilities in the financial supervisory system in Indonesia through analysis of *saham goreng* transactions based on the related courts' decisions. Firstly, being left behind in the Reform offered Jiwasraya's managers incentives for misappropriation. Secondly, the regulator of Financial Service Agency, or OJK, lacked the capacity to oversee the negative situation of the Jiwasraya's finance. It could not have taken initiatives to improve the situation but just followed the auditors' views. Thirdly, under these circumstances, business networks which spread through multiple layers of the Indonesian business world were involved in the transactions, which allowed the illegal transactions to be implemented smoothly. Thus, verification of the Reform by thorough analysis through case study is needed in the current discussion of the financial regulatory institution framework.

---

\* 福岡女子大学国際文理学部, International College of Arts and Sciences, Fukuoka Women's University  
2023年6月26日受付, 2023年12月19日受理

## 序 論

インドネシアの金融システムは、1997-1998年のアジア経済危機後の改革を機に大きく変化した。80年代後半からの金融自由化以降、金融機関、特に銀行部門は健全性に対する緩い監督と政治圧力の下で、対外債務の膨張というリスクを抱えながら、<sup>1)</sup> 投資ブームとその結果としての高度経済成長を支えた。しかし、1997年から1998年にかけての通貨ルピアの暴落が対外債務のさらなる膨張をもたらし、金融システムの破綻へとつながったのである。金融監督に関する議論では、このアジア経済危機への反省から、金融システム全体でのマクロのブルーデンス（健全性）に対する監督を軸とした健全性規制が改善されたと論じてきた [World Bank 1998; Hamilton-Hart 2000]。<sup>2)</sup> すなわち、危機後に中央銀行の独立性の確保をはじめとする金融制度改革が実施され、国際的な銀行監督に関するバーゼル合意による自己資本規制も導入されたのである。その結果、危機の舞台となった銀行部門の健全性は向上したとされる [濱田 2017: 48]。<sup>3)</sup> 同時に、大手財閥の解体や外部監査役の導入などを図るために、経済協力開発機構（通称 OECD）の策定した原則に基づく企業ガバナンス改革が世銀の主導で導入された [OECD 1999]。さらに、2008年の世界金融危機後の国際金融規制の潮流を受けて、金融部門を独立かつ一元的に監督する金融庁（Otoritas Jasa Keuangan, 以下 OJK）も2014年に創設された。<sup>4)</sup>

一方で、こうした改革以降、中央銀行流動性支援流用事件などの公的資金の流れにおける不透明性や汚職が指摘されたほか [水野 1999; Rosser 2004 など]、国有企業のガバナンス改革の遅れや非効率性も指摘されている [Anja *et al.* 2020 など]。依然緩いガバナンスの下でのコンプライアンス（法令遵守）に反する行為は直接に国家財政へ打撃を与えたほか、海外投資家のインドネシア市場回避の形で経済や財政に大きな損失をもたらしてきた [小西 2021]。コンプライアンス違反に関する研究では、改革をめぐる政治経済の文脈での議論 [Rosser 2004] や「法文化」要因論 [Benny 2002; William 2003]<sup>5)</sup> などが展開されてきた。規制に関して踏み込んだ議論とし

---

1) 金融自由化により、政治権力と密接な国有および民間の企業や金融機関による対外借入れの急激な増大を把握できなかったのである。

2) 一方で、そうした国際水準のブルーデンスに対する監督は、ポートフォリオ構造やリスクの異なるはずの欧米と日本などの先進諸国での画一的な最低自己資本比率規制の一律適用や、またいわゆる「影の銀行（*shadow banking*）」を生み出し、結果として2008年の世界金融危機の原因を生んだと指摘する議論もある [Acharya 2013; Shimizu 2013 など]。

3) 一方で濱田は、金融部門と実物部門とが乖離している要因を追求し、関係者貸出規制の強化、預金保険制度の導入、ブルーデンス規制の強化、外国資本所有規制の緩和などの制度変化の中で、銀行や預金者は合理的に行動しているとし、それ以外の構造的要因を指摘する。

4) 中央銀行として金融監督権限を保持してきたインドネシア銀行が同権限を手放すことに抵抗したため、OJKの基本法が制定されたのは危機後10年以上を経過した2011年であった（「OJKに関する2011年法律第21号」）。

て、グレーな行為に対する当局の監督権限の裁量性を指摘する研究 [Apri 2014]<sup>6)</sup> がある。

だが、アジア経済危機以降の金融監督の議論では、改革の行き届かなかった非銀行部門に対する金融監督や、違法な取引に対するミクロな行為規制に関する議論は少ない。近年の金融監督権限の再編をめぐる議論（後述）は、こうした経済改革の検証のないままでは金融監督の実効性は担保されないと考える。

そこで本稿は、インドネシアでの非銀行部門に対する金融監督にはどのような脆弱性があるか、という問いをたてる。その検討のため、事例として国有生命保険会社アスランシ・ジワスラヤ (PT Asuransi Jiwasraya (Persero), 以下、国有ジワスラヤ社<sup>7)</sup>) および国有インドネシア共和国国軍保険社（通称国有アサブリ社<sup>8)</sup>) の資金が不正に用いられた株価操作事件を分析する。その理由は、第一に、アジア経済危機後の改革の行き届かなかった非銀行金融部門を舞台にした事件であることが挙げられる。1人当たりの国民所得の増加に伴って、保険部門の総資産、およびその金融部門全体の総資産に占める割合は年々上昇しており（図 1）、今後の保険部門のさらなる発展が見込まれる。そのため、第二点目として同部門での投資家による違法行為の背景やメカニズム、およびそれらに対する金融監督の脆弱性を、実際の事例を踏まえて検討する必要がある。第三に、両事件に関する裁判所判決記録により、これまでにインドネシアの株式市場に不透明性をもたらしてきた「サハム・ゴレン (saham goreng)」(後述) と呼ばれる株価操作のメカニズムを明らかにできるためである。第四に、世界各国の資本市場において発生頻度の高い違法行為である株価操作に対するミクロの行為規制の分析は、金融監督全体の実効性の検討において高い汎用性が期待できるからである。

まず、第 1 節において本稿で取り上げる国有ジワスラヤ社および国有アサブリ社をめぐる

5) アジア経済危機以降の企業ガバナンス改革が同国におけるガバナンス慣行に適さないものであったとする。より具体的には、OECD 原則に基づく「良き企業統治 (Good Corporate Governance)」の履行がインドネシア国内法や慣習の「法文化」には馴染まないと主張する。企業ガバナンス改革については、[Fitzpatrick 2004; 佐藤 2005] が詳しい。

6) アプリは、非金融部門の民間企業の事例から、1995 年資本市場法および株式市場関連諸規制が金融当局に強い調査権限を認めながらも、金融当局がもつ調査権限の履行の裁量性ゆえに当局自身がその履行に消極的であるとして、「法の抜け穴」の存在を指摘した。アプリの挙げた事例は以下のとおりである。①バクリ系石炭会社ブミ・リソーシズ社による買収の事例では「重要取引 (material transaction)」をめぐる当局の法解釈の甘さを、②またミスリーディングな情報公開を行なったメディア大手 MNC グループの事例では、集中所有、ピラミッド構造、グループ構造などの特徴をもつインドネシア企業は透明性を確保するインセンティブをもたない点を、それぞれ指摘した。さらに、③木材流通大手スマリンド社の財務諸表への不記載と株主の事前同意なしの社債購入などによる少数株主利益の搾取の事例で、グループ企業のピラミッド構造ゆえの企業ガバナンスの履行の難しさを明らかにした [Apri 2014]。

7) オランダ植民地期の 1859 年 12 月 31 日に創業した。独立後の 1960 年に国有化され、1967 年に 9 つの生保会社と合併した後も統合や改名を実施し、1984 年に PT Asuransi Jiwasraya、さらに 2003 年に社名の後ろに国有であることを示す Persero 格が付与され、現在の社名となった。[PT Asuransi Jiwasraya] <<https://www.jiwasraya.co.id>>

8) 正式名称は、PT Asuransi Angkatan Bersenjata Republik Indonesia Tbk (Persero)、略称 ASABRI。

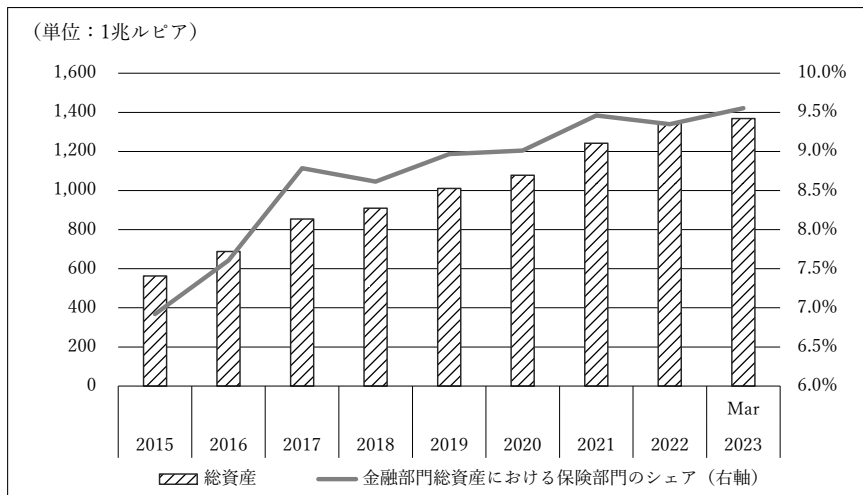


図1 インドネシアにおける保険部門の総資産，およびその金融部門全体におけるシェア  
出所：Bank Indonesia [2016 (March), 2023 (May)].

事件の概要，特にそれら国有企業の資金を用いた株価操作「サハム・ゴレン」のメカニズムを説明する。第2節では当該事件に関連する法制度を概観する。それらを踏まえて，第3節でアジア経済危機以降の金融監督の文脈で同事件を検証する。最後に第4節で，本事件の分析からインドネシアの非銀行部門における金融監督の脆弱性と実効性を検討し，金融制度改革の検証のあり方を議論する。

## 1. 国有生命保険2社をめぐる株価操作事件の概要

本節では，国有ジワスラヤ社および国有アサプリー社を舞台とした本事件の概要，そこでみられた株価操作のメカニズム，およびそれへの政府対応をみていく。

### 1.1 事件の概要

2018年10月，国内最古の生命保険会社である国有ジワスラヤ社が，株式投資の失敗により15.3兆ルピアもの損失を被ったことで純資産がマイナス27.2兆ルピアとなり，その結果17兆ルピアもの損害を国家に与え，711件12.4兆ルピアもの保険金未払い（利子含む）があることが発覚した。その原因として，①国有ジワスラヤ社の保険商品JS Saving Plan<sup>9)</sup>を違法に高い利子率で，かつ不正に販売（後述）した<sup>10)</sup>うえ，②その販売益91兆ルピアを不透明な

9) 18-65歳を対象とした，5,000万～50億ルピアのプレミアム付きの死亡保障の生命保険である。

10) 国家貯蓄銀行，インドネシア庶民銀行などの国有銀行のほか，スタンダード・チャータード銀行，韓国KEBハナ・インドネシア銀行，ANZ銀行などの外資系銀行が主な投資元であった。本件発覚後，これらの銀行は同商品を売却した。特に，ハナ銀行は韓国人預金者474人，総額5,720億ルピアの契約を確保していたため，これら韓国人預金者が損失を被った[Ferrika and Maizal 2019]。

株式投資に用いることにより国家に損害を与えたとして [Mahkamah Agung RI 2020e: 207], 2019 年 11 月, 同社のハリー・プラスチヨ元財務担当取締役 (在職期間 2008–2018),<sup>11)</sup> およびヘンドリスマン・ラヒム元取締役社長 (在職期間 2008–2018)<sup>12)</sup> ら元経営陣 5 名が, 最高検察庁に送検された [Mahkamah Agung RI 2020d: 34]. さらに, 国有ジワスラヤ社の資金を用いて株価を操作したうえ, 国家の資産 16 兆ルピアを搾取したとして, 著名投資家であるベニー・チョクロサプトロ,<sup>13)</sup> ヘル・ヒダヤット,<sup>14)</sup> およびジョコ・ハルトノ・ティルト<sup>15)</sup> らも送検・逮捕され, インドネシア証券取引所も翌年 2 月に関連株式口座 800 件を凍結した.<sup>16)</sup>

中央ジャカルタ国家裁判所汚職犯罪裁判所は, 2020 年 10 月にジョコ・ティルト [Mahkamah Agung RI 2020b], シャフミルワン [Mahkamah Agung RI 2020c], ベニー [Mahkamah Agung RI 2020d],<sup>17)</sup> ヘル [Mahkamah Agung RI 2020e] の各被告に対する判決を相次いで発出した. これら判決によると, ベニーに対して終身刑および 6 兆 780 億ルピアの損害賠償の判決 [Mahkamah Agung RI 2020d: 3, 32], ヘルに対しては終身刑および 10 兆 7,200 億ルピアの損害賠償の判決 [Mahkamah Agung RI 2020e: 1450] が, それぞれ下された. その判決理由は, 両者とも, 保険業法 (1992 年法律第 2 号) 11 条 2 項,<sup>18)</sup> 保険法 (2014 年法律第 40 号) 11 条 1 項,<sup>19)</sup> 汚職犯罪防止法 (1999 年法律第 31 号) 2 条 1 項,<sup>20)</sup> 刑法 55 条 1 項<sup>21)</sup> とマ

11) ハリーは, 米大学を卒業後, トリメガ証券社など大手民間金融会社を渡り歩いて資本市場でのキャリアを積み, 2008 年に国有ジワスラヤ社での同職を得た. 2018 年に本件が明らかになったために国有企業大臣決定により停職処分となった. ムルドコ大統領首席補佐官と近しかったこともあり, 2018 年からは大統領補佐室第 3 局 (戦略経済イシュー管理分析局) の専門スタッフとなった.

12) ヘンドリスマンは, 米国の大学院でアクチュアリー (保険数理士) の修士号を取得し, 国有再保険会社インドネシア一般再保険社の専務取締役, および民間保険会社の理事長も務めた. インドネシア生命保険協会会長, インドネシア保険マネジャー専門連合会の会長, インドネシア・アクチュアリー協会会長, およびインドネシア保険財団会長として, 主要な生命保険業界団体の長として, 生命保険業界を束ねる立場にあった.

13) ベニーは, 90 年代から資本市場で旺盛な投資を実行する著名な投資家である. 投資会社ハンソン・インターナショナル社の創業者であり, 食品系スバ・インダ社の理事長も務めた.

14) ヘルは, 資源会社トラダ・アラム・ミネラル社, インティ・アグロ・リソーシズ社, SMR ウタマ社などの上場企業を束ねる実業家である.

15) ジョコは, 2008 年当時民間資源会社の取締役を務める傍ら, ヘル所有の投資会社マキシマ・インテグラ・インベストマ社のアドバイザーも務めていた. ジョコは, 2000 年にトリメガ・セキユリタス・インドネシア社で IT 部門長を務めており, 当時同社の投資銀行部門専門の副社長であったハリーと知己であった [Mahkamah Agung RI 2020c: 28, 2020d: 34 など].

16) 本件投資が実施された 2014–2017 年当時に, 資本市場の監督当局である OJK 資本市場監督 2A 局の局長ファフリ・ヒルミも, 本件投資に対して当局として措置を実施しない旨, ヘルやジョコらと合意していたとして, 2020 年 10 月に逮捕・起訴され, 中央ジャカルタ国家裁判所汚職犯罪裁判所は有罪判決を下し, 8 年以下の懲役, および 2 億ルピアの罰金もしくは 6 ヶ月以下の懲役を科した [Mahkamah Agung RI 2021a: 3–5]. しかし, ジャカルタ高等裁判所は無罪判決を下し, ファフリは OJK で復職を果たした. 最高検察庁は控訴する構えである.

17) ベニーは, 同判決の前の 8 月に BPK による起訴への差し止め訴訟を起こしたが, 中央ジャカルタ裁判所は棄却した [Mahkamah Agung RI 2020a: 10].

18) 同条 2 項は, 同条 1 項が監督内容として規定する保険会社の財務健全性 (支払い余力, 保有 (retention) など) や事業運営 (保険保有者の条件, プレミアム水準など), および健全な保険原則に適合するよう運営する当該保険会社の義務を定める.

19) 同条 1 項は, 保険会社が「良き統治」を適用する義務を規定する.

ネーロンダリング防止・撲滅法（1999 年法律第 8 号）3 条および 4 条、<sup>22)</sup> およびこれらの関連政令・規則の違反のほか、偽造 KTP の使用、実体のない企業の設立などであった。国有ジワスラヤ社経営陣の 4 名に対しては、利益を同社にもたらさない株取引であったことを知っていながら、それを許して国家損失をもたらしたとして、終身刑が下された。一審ではあるが、汚職犯罪裁判所が汚職事件で終身刑を言い渡したことは画期的である。

国有アサプリー社においても、ベニーとヘルが上記と同様に行なった投資により同社の資産価値が 2018 年の 19.4 兆ルピアから 2019 年には 10.6 兆ルピアにまで目減りし [Lestari 2020],<sup>23)</sup> 結果として国家の損失は 22.78 兆ルピアにまで膨らんだとされている。

## 1.2 株価操作「サハム・ゴレン」のメカニズム

本事件では、国家資産であるはずの国有企業の資金が「サハム・ゴレン」という株価操作によって私的に流用された。

世界各国の株式市場で行なわれている各種株価操作<sup>24)</sup>の中で、「サハム・ゴレン」は「偽装

20) 同条 1 項は、違法に単独または複数人によって私腹を肥やすような行為、国家財政または国家経済に損失をもたらしう汚職を行なったいかなるものも、4 年以上 20 年以下の懲役および 2 億ルピア以上 10 億ルピア以下の罰金を科すと規定する。

21) 同条 1 項は、1. 犯罪行為を実行した者、実行を依頼した者、および実行に参加した者や、2. 供与やその約束をしたり、権力または権限を濫用したり、暴力・脅迫・誘導により、または機会・道具・説明の提供により、故意に他者に犯罪行為を実行せしめた者を、犯罪行為の実施者と規定する。

22) 同法 3 条と 4 条はマネーロンダリングの態様とそれらに対する刑罰を規定する。3 条は、同法 2 条に定める方法（汚職、麻薬、詐欺、貨幣偽造など）で違法に取得した疑いのある資産を、蓄積、送金、転用、購入、支払い、贈与、預託、海外への持ち出し、変更、外貨・証券への交換などした者に対しては 20 年以下の懲役および 100 億ルピア以下の罰金を科すと規定する。一方、4 条は、同法 2 条に定める方法で取得した資産を違法に取得した疑いのある資産について、その真の拠出元や場所、割当、権利の転用、または所有を隠匿または偽装した者に対しては 20 年以下の懲役および 500 億ルピア以下の罰金を科すと規定する。

23) 本事件が大きく報道され始めた 2019 年 11 月 5 日、ベニーが関与する上場企業 2 社の株価は急落した。ハンソン・インターナショナル社の株価は、2019 年 11 月 4 日の 89 ルピアから 5 日 80 ルピア、6 日には 52 ルピアにまで急落し、7 日以降 50 ルピアの低水準となった。ベニーが 2018 年に買収した投資会社リモ・インターナショナル・ルスタリ社の株価も、11 月 4 日 115 ルピアから 5 日には 96 ルピアへ下落、6 日には 63 ルピアへと急落し、7 日に 50 ルピアとなった。インドネシア株式市場の総合指標であるインドネシア総合株式指数も、新型コロナウイルス感染症が中国・武漢市で発生する前の 2019 年 11 月 5 日の 6264.152 ポイントから同 6 日には 6217.545 ポイント、さらに同 7 日には 6165.624 ポイントへと下落している [Indonesia Stock Exchange 2019]。

24) 他に主な株価操作には以下のような行為がある。特定企業の株式を大規模に買収して市場を支配する「市場買い占め支配 (cornering the market)」, 偽の取引により、活動をしていたり、価格変動しているように印象付けて株価を操作する「価格操作取引 (painting the tape)」, 同一グループ内で売買を繰り返して取引量を増やし、投資を呼び込むために取引が活発であると見せかける「プーリング」／「過剰売買」(pooling and churning), 市場での取引開始／終了の時刻間際に取引を行ない、株価形成に影響を与えること「始値関与／終値関与 (making the open/close)」, 上記以外にも多種多様な株価操作行為がある [Talis 2018: 22–26] が、いずれも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って異常な株価変動をもたらし、善意の少数株主の利益を搾取する。そのため、各国法制度上、違法である。日本では金融商品取引法で、仮装・馴合売買 (159 条 1 項)、相場操縦目的による現実取引 (同 2 項 1 号)、変動操作情報の流布 (同 2 項 2 号)、重要事項に関する虚偽表示の禁止 (同 3 項)、法定によらない株価固定 (同 3 項) を禁止している [清水・志村 2022: 1–10]。

売買 (wash selling)」に相当する。「偽装売買」とは、同一人または同一グループが同一銘柄を同時に売買することで、本来利益やリスクに変化がないのに証券価格を不正に吊り上げることをいう。特に、「偽装売買」での摘発リスクを避けるために、同一グループ内で売りと買いを別々に行なうケースを「馴合売買」(Match the order) という [Talis 2018: 22]。

「サハム・ゴレン」は「揚げ株式」と直訳できる。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 (gorengan) が高温で加熱され、高コレステロールであるために不健康になるリスクが高いことに由来する。低価であった株式の売買が繰り返されて「揚げ」られることで株価が高騰する一方で、不透明性というリスクを抱えている、ということを表している。

では、インドネシアでのこうした「サハム・ゴレン」がどのように実施されるのか、その具体的なメカニズムを、本事件に関与した被告らに対する各判決を基にみていく。

### 1.2.1 国有ジワスラヤ社での「サハム・ゴレン」

#### ① 2008 年資金運用契約—投資実施の完全委託

2008 年 9 月、国有ジワスラヤ社経営陣がベニーとヘルら投資家との間で資金運用契約 (Kontrak Pengelolaan Dana, 以下 KPD) を締結したのが始まりである [Mahkamah Agung RI 2020d: 29–30].<sup>25)</sup> KPD は、ヘル所有の投資ファンドを投資マネジャーとし、国有ジワスラヤ社の資金 7,500 億ルピアを用いて株価の低い銘柄に投資するという合意であった [Mahkamah Agung RI 2020d: 34]。この契約において、投資家ジョコ・ハルトノ・ティルトが重要な役割を担っていた。彼は、ヘル所有の企業に所属するとともに、国有ジワスラヤ社の取締役社長であったハリー (2008 年当時) とは 20 年来の知己であった (注 15 参照)。2018 年までの 10 年間、ベニーら投資家と国有ジワスラヤ社経営陣との間を仲介したのである。

この KPD の当初の案では、LQ45 やブルーチップなどの高い流動性をもつ銘柄を、国有ジワスラヤ社経営陣の許可の下で実施するという、「準完全委託」で実施する予定であった [Mahkamah Agung RI 2020e: 40]。ところが、ヘルは同年 8 月、投資マネジャーへの完全な一任へと修正するよう、国有ジワスラヤ社に提案した。同社経営陣は、データや専門的な分析がないまま投資が実施されてしまう条件であることを知りながら、ヘルの案を受け入れ、KPD の成立を急いだ [Mahkamah Agung RI 2020e: 41, 2020d: 36]。当時、同社は経営赤字が拡大していたため、経営陣は高リスク投資による高額利益の確保を最優先として、ヘル案の受け入れを決定したのではないかと考えられる。

---

25) 同時に、プロフェッショナル投資家のみが参加可能な有限参加投資信託 (Reksa Dana Penyertaan Terbatas, 以下 RDPT) についても合意した。この契約でもベニーやエルらを選んだ投資マネジャーが証券を組成したうえ、これら投資マネジャーたちがその価格を設定したことにより、国有ジワスラヤ社が利益を得ることはなかった。2014 年に RDPT に関する OJK 規則により、RDPT に関わる投資マネジャーの選定は公募によるものへと改正されると、ベニーらはこれら投資マネジャーが関わるスキームを通常の証券商品のものへと変更した [Mahkamah Agung RI 2020d: 30, 38–41]。

KPD に基づくヘルらへの投資一任により、国有ジワスラヤ社は損失を被った。たとえば、90 億ルピアで投資マネジャーから買収した TRAM 株は、市場価格より高値の 100 億ルピアで彼らに売却した。一見、国有ジワスラヤ社は 10 億ルピアの利益を得たようにみえるが、実際にはその 10 億ルピアは、当初 KPD が委託した 7,500 億ルピアのうちから拠出されたものだったのである [Mahkamah Agung RI 2020c: 37–38]。

## ② 2012–2018 年の「サハム・ゴレン」—偽装投資の売却益

2012 年、ベニーとヘルは上場銘柄 5 社<sup>26)</sup>の株式につき、彼らの傘下の 13 の投資マネジャーとの間で架空の取引を行なうことで、あたかも正当な市場取引であるように見せかけ、価格を高騰させたうえで、国有ジワスラヤ社に直接売却したり、投資信託ポートフォリオに組み入れた [Mahkamah Agung RI 2020c: 34, 2020e: 36]。こうして、本来の企業の基礎的条件に基づく正当な市場価格よりも高い株価に吊り上げたうえで、その売却益を得たのであった（表 1 を参照）。

2016 年にも、国有ジワスラヤ社経営陣（ハリーおよびヘンドリスマン）との合意に基づき、ベニーは株式 4 銘柄<sup>27)</sup>への投資を実行した。ただし、この投資では 4.65 兆ルピアの損失、および 21 の証券での売却損 12.1 兆ルピアが出た [Mahkamah Agung RI 2020a: 3]。

これらの投資先の銘柄はいずれも、取引がほとんどない流動性の低く、かつ利益の出ていなかった株式であった。彼ら以外の取引があらかじめ排除されていることから、当該株価の変動を彼ら自身がコントロールできるため、こうした銘柄を選んだと考えられる。

この結果、国有ジワスラヤ社のバランスシートが拡大した。現に、同社の資産は 2012 年 9 兆ルピアから 2017 年には 45 兆ルピアへと 5 倍に膨れている [PT Asuransi Jiwasraya (Persero) 2011–2018]。

## ③ 書面同意なき「レポ取引」

2015 年、KPD に基づき、ベニーの保有する流動性の低い 7 銘柄の株式<sup>28)</sup>および中期債 (*Medium Term Note*, 以下 MTN) を国有ジワスラヤ社に売却した。このうち、MYRX と BTEK の 2 銘柄あわせて 7,500 億ルピア相当の株式について、買戻し条件付きでの売却（いわゆる「レポ取引 (repurchase transaction)」) を実施した。

OJK 規則は「レポ取引」においては、書面による記載を義務付けている。しかし、この 2015 年の「レポ取引」について、投資マネジャー側（ベニーとヘル）の間で口頭でのみ合意しただけで、シャフルミワンら国有ジワスラヤ社経営陣とは合意を締結しておらず、ベニーら

26) SMRU, IIKP, TRAM, MYRX, LCGP の 5 銘柄である（各銘柄の詳細に関しては、表 1 を参照） [Mahkamah Agung RI 2020c: 30]。

27) BJBR, PPRO, SBR, SMRU の 4 銘柄。

28) MYRX, BTEK, LCGP, RIMO, ARMY, RODA, FIRE の 7 銘柄 [Mahkamah Agung RI 2020c: 32]。

表1 主な取引関連銘柄

| 銘柄   | 企業名                                                  | 従事産業       | 備考                 | 取引概要 <sup>注)</sup> |
|------|------------------------------------------------------|------------|--------------------|--------------------|
| SMRU | PT SMR Utama Tbk                                     | 鉱業（マンガン）   |                    | 2012SG             |
| IIKP | PT Inti Agri Resources Tbk                           | 熱帯魚販売・流通   |                    | 原資産, 2012SG        |
| TRAM | PT Trada Alam Minera Tbk                             | 海運・鉱業・建設   |                    | 原資産, 2012SG        |
| MYRX | PT Hanson International Tbk                          | 投資         | ベニー所有              | 2012SG, 2015BUY(R) |
| LCGP | PT Eureka Prima Jakarta Tbk                          | 不動産        |                    | 原資産, 2015BUY       |
| BTEK | PT Bumi Teknokultra Unggul Tbk                       | バイオ・アグロ・流通 |                    | 2015BUY(R)         |
| BJBR | PT Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat dan Banten Tbk | 地方開発銀行     | 西ジャワ州・ベンテン州政府所有.   | 2016SG             |
| RIMO | PT Rimo Internasional Lestari Tbk                    | 不動産        | ベニー所有              | 2015BUY            |
| ARMY | PT Armidian Karyatama Tbk                            | 都市開発       | 国有アサプリー社が5%所有.     | 2015BUY            |
| RODA | PT Pikko Land Development Tbk                        | 都市開発       | ベニー所有?             | 2015BUY            |
| FIRE | PT Alfa Energi Investama Tbk                         | 石炭         | 国有アサプリー社が15.57%所有. | 2015BUY            |
| SMBR | PT Semen Baturaja (Persero) Tbk                      | セメント       | 国有企業               | 2016SG             |
| PPRO | PT Pembangunan Perumahan Properti Tbk                | 不動産        | 国有企業子会社            | 2016SG             |
| JGLE | PT Graha Andrasentra Propelind Tbk                   | 不動産        | バクリ・グループ           | 原資産                |
| ABBA | PT Mahaka Media Tbk                                  | メディア       |                    | 原資産                |
| SUGI | PT Sugih Energi Tbk                                  | エネルギー      |                    | 原資産                |

注) 「2012SG」／「2016SG」はそれぞれ2012年／2016年の「サハム・ゴレン」対象銘柄, 「2015BUY」は2015年に国有ジワスラヤ社がベニーから買収した銘柄, 「(R)」は「レボ取引」によりベニーらが買い戻した銘柄.

出所: Mahkamah Agung RI [2020a-e, 2021a, 2021b], 各社ホームページおよび財務諸表, Bloomberg.

は国有ジワスラヤ社経営陣に対して買い戻す際の資金の拠出元を通知しなかった。ベニーとヘルの間で、その売却益を1対4～1対5の比で分割することで内々に合意していた[Mahkamah Agung RI 2020c: 32, 2020e: 38].

ここでも、ヘンドリスマンら国有ジワスラヤ社経営陣は、一連の同社による株式投資の決定において、分析や銘柄の選定、価格、量の決定方法につき、ジョコおよびベニー、ヘルらの外部投資家に一任し、本来これらの業務を行なうはずの同社内部の投資委員会の機能を形骸化していたのであった。その結果、取引された銘柄の流動性に関する専門的な分析なく、低質な投資となった [Mahkamah Agung RI 2020c: 32-33].

#### ④取引利益の流用—土地購入、マネーロンダリング

上記のように2015年から2018年にかけて国有ジワスラヤ社所有の株式およびMTNの取引で得た資金について、本来は同社の資産となるはずのところ、実際はベニーやヘルは彼ら個人やベニー所有企業の名義の海外銀行口座、および他の複数の企業名義の銀行口座に振り込み、資金の拠出元、場所、割り当て、および所有を偽装した [Mahkamah Agung RI 2020e: 208-352, 614].

### ⑤ 2019 年、報酬

2008 年以來の一連の合意に基づく株式取引の末、2019 年に投資マネジャーから国有ジワスラヤ社経営陣 3 人に対して、「報酬」が支払われている。ヘンドリスマンには、ベニーとヘルから現金・株式あわせて 103 億ルピア相当、投資マネジャーのひとつであるプール・アドヴィスタ・マネジメント社から国内・海外のゴルフ・カラオケ施設などが贈与された。また、ハリー・プラスチョに対しては、現金 20 億ルピア、高級車や旅行券のほか、税に関するコンサルの便宜も図られた [Mahkamah Agung RI 2020c: 104–107]。

#### 1.2.2 国有アサブリ社での「サハム・ゴレン」

国有アサブリ社でも、国有ジワスラヤ社と同様に、2012–2019 年の間に同社経営陣がヘルやベニーのような外部の投資マネジャーらと結託し、同社のポートフォリオにおける株式の買収・交換を実施したとされる。同社のポートフォリオ活動が良好であるかのように見せかけようとする目的で、同社が買収した後に同社取締役たちの同意の下で、ベニーとヘルらの運用によりこれらの株式の価格は違法に高く操作され、あたかも高価で流動性をもっているかのように見せかけた。その後、国有アサブリ社は取得した時よりも低価で売却することになり、その結果損失を抱えてしまった。そこで、その投資損失を回収するために、売却した株式は上記 3 名の代理人が買い戻し、その後、ヘルやベニーの支配する証券引受業者や投資マネジャーの経営する引受業者などを通して国有アサブリ社が買い戻したのである。こうした行為により、1999 年汚職撲滅法 2 条 1 項や刑法 55 条 1 項などに違反する形で国家損失を生んだとされる [Ferrika 2019 (November 15)]。

#### 1.2.3 ビジネス・ネットワークの関与

一般に株式市場での相場操縦について、ネットワークによる株式売買取引への関与が指摘されている [清水・志村 2022]。本事件での「サハム・ゴレン」のための上記のいずれの取引においても、国有ジワスラヤ社経営陣に絡むジョコと、ベニーおよびヘルら投資家それぞれがもつネットワークが協力することで株価操作が実施された。

ほかに、さまざまな「ビジネス・ネットワーク」が重層的に深く関わっている。なお、ここでの「ビジネス・ネットワーク」とは、個人のもつ人的なネットワークのみならず、企業間（あるいはグループ間）での商取引や金融取引も含めた広い意味をもつ。

ヘンドリスマンは、元インドネシア証券取引所専務取締役（2002–2009）のエリー・フィルムンシャが理事会長を務めるプール・アドヴィスタ社の子会社アドヴィスタ・ライフ社幹部であった。このプール・アドヴィスタ社は、国有ジワスラヤ社の株式投資を引き受けた投資マネジャー 12 社のひとつである。一方で、ヘルがエリー・フィルムンシャと共同で設立した投資会社オーロラ・インベスタシ社は、国有アサブリ社の証券投資を引き受けた投資マネジャーである。さらに、エリーは国有アサブリ社の子会社プリマ・チャクラワ・アバディ社（上場企

業)の理事も務めている。プール・アドヴィスタ社とプリマ社の株式は、国有ジワスラヤ社の原資産となっていた株式銘柄<sup>29)</sup>である。

また、エリーはジョコとともに、OJK の資本市場 2A 局長スヤントに対して、国有ジワスラヤ社の証券を 10%以上保有するヘルの投資マネジャーを解散しないよう圧力をかけたとされる [Mahkamah Agung RI 2020e: 1482]。

エリー本人による本事件への関与の有無<sup>30)</sup>にかかわらず、少なくともこうした複雑なビジネス・ネットワークを通して、国有ジワスラヤ社による証券投資と国有アサプリー社のそれとは相互に関連しているといえる。

### 1.3 政府対応

ジョコ・ウィドド大統領は、国有ジワスラヤ社の商品に投資した預金者の保護と同事件の調査を OJK、国有企業省および財務省に指示するとともに、「サハム・ゴレン」を批判し、株価操作を行なう投資家を資本市場から一掃する必要性に言及した [CNN Indonesia 2020 (January 10)]。<sup>31)</sup>

これを受けて、OJK は「サハム・ゴレン」の規制に乗り出すとともに、非銀行部門のリスクベースのガバナンスや、証券投資家による詳細な報告義務および投資マネジャーの要件<sup>32)</sup>を規定するなど、迅速に対応した。また、不当に高く設定された同社商品 JS *Saving Plan* の予定利率は引き下げられ、同商品に投資した預金者の資金は、2020 年に新設された政府系持ち株会社インドネシア・フィナンシャル・グループ傘下企業が受け入れて運用している。<sup>33)</sup>

政府は、本事件で株価操作に関わったベニーら投資家、および株式市場に蔓延するグレーな取引を排除することで、投資家からインドネシア市場への信頼の回復を試みている。

## 2. 関連法規制の枠組み—株価操作に対する行為規制、 および国有保険会社に対する規制監督

本節では、本事件に関連する法規制を整理し、それが本事件においてどのように運用されたかを分析する。

---

29) 原資産となっていた株式銘柄には、この 2 社以外に LCGP, JGLE, TRAM, IIKP, ABBA, および SUGI の 6 社があった。

30) 最高検察庁は 2020 年 5 ～ 6 月の間にエリーを 3 度参考人として召喚し、関与の疑いを固めた [CNBC Indonesia 2020 (June 26)]。

31) 2023 年 2 月、インドにおいても財閥アダニ・グループによる同様の株価操作の疑いが海外メディアに報じられたことにより、同国株式市場から資金が流出している。この国外の事態の報に接した際にも、インドネシアのジョコ大統領は「サハム・ゴレン」に対する懸念を表明した [Romys 2023]。

32) 投資マネジャーおよび投資パートナー候補の能力および価値の評価に関する 2020 年 OJK 回第 2 号 (SEOJK/NOMOR 2/SEOJK.04/2020) など。

33) 2020 年 2 月、当該預金者への払い戻しは遅延し、それ以外の従来からの預金者への保険金支払いが優先され、混乱が起きた [Mutia 2020]。

まず、問題となった株価操作行為である「偽装売買」に対するインドネシアでの法規制を整理する。次に、国有の保険会社の資金が用いられたことから、国有企業に対する監督および保険会社での行為規制を確認する。そのうえで、これら関連法規制が本事件でどのように運用されたかを検討する。

## 2.1 「サハム・ゴレン」に対する行為規制の法的枠組み

「サハム・ゴレン」が意味する「偽装売買」は、インドネシアの資本市場法（1995 年法律第 8 号）の 91 条および 92 条の規定する禁止行為<sup>34)</sup>に該当する。同法によれば、同法制定の 1995 年当時に金融監督当局であった資本市場監督庁（略称 Bapepam）がこの行為の規制に関する諸権限を有し（98 条および同 2 項）、2014 年に独立した金融サービス庁（略称 OJK）に継承されている。これら株価操作行為の規定に違反した者に対しては 10 年以下の懲役もしくは、150 億ルピアの罰金を科すと定める（104 条）。

## 2.2 国有保険会社経営陣の責任に対する監督に関する法的枠組み

他方、国有ジワスラヤ社は非上場の国有の保険会社であり、①国有企業としての金融監督、および②保険会社としての金融監督を、それぞれ受ける。インドネシアの国有企業の形態には国有株式会社（Persero）と公社（Perum）があるが、そのうち同社は前者に該当するため、本節では国有株式会社を中心とした法制度上の監督手続きを概観する。

### 2.2.1 国有企業法上の規定

国有株式会社および公社ともに国有企業は国有企業省が管轄し、それらに対する金融監督に関しては、主に国有企業法（2003 年第 19 号法律）およびその付属解説書が、社内の監査役会および監督理事化による内部監査（6 条 1 項、67～70 条）と外部監査者および公認会計士による外部監査（35 条、71 条）を規定する。ほかに、国家財政法（2003 年第 17 号法律）、会計検査院法（2006 年第 15 号法律）、国有企業における国家資本の運営に関する 2005 年政令第 44 号などの関連法規制もある。

同時に、会計検査院（Badan Pemeriksa Keuangan, 以下 BPK）が各国有企業の財務報告書を監査し（会計検査院法 6 条 1 項）、その監査結果は国家予算の実施に関する報告として国会（Dewan Perwakilan Rakyat, 以下 DPR）に報告する（会計検査院法 30 条 1 項 2 項）。その結果は、DPR 第 11 委員会（財政・国家開発計画・銀行担当）で議論される。

---

34) 第Ⅸ章「詐欺、価格操作およびインサイダー取引」は以下の行為を禁じている。詐欺や当惑をもたらす行為（90 条 a および b）、取引、市況、および証券価格に関して、虚偽のイメージをもたせたり、あるいは誤解を招く行為（91 条）、単独または複数により証券の売買もしくはは保留するために他者に影響を及ぼす目的で 2 つ以上の取引を行ない、その結果証券市場での証券価格を固定・上昇・下落させること（92 条）、虚偽の重要事項を説明し、または誤解を招き、証券市場における証券価格に影響を及ぼす行為（93 条）、情報を保有する上場企業または公開会社の内部者が、当該企業の証券、または当該企業と取引を行なう上場または公開会社の証券を売買すること（インサイダー取引）（95 条、96 条）、および当該情報を入手すること（97 条）。

上記のとおり国有企業の管轄機関は国有企業省であるが、当該国有企業が証券取引所で株式を上場している国有株式会社である場合、資本市場の監督当局である資本市場・金融機関監督庁（Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, 以下 Bapepam-LK）が国有株式会社の監督にあたってきた。Bapepam-LK は財務省傘下にあったが、2014 年に独立機関として創設された OJK が上場企業に対する金融監督を引き継いだ。そのため、証券取引所に上場したり、あるいは社債を発行した国有株式会社は、株式市場および債券市場において OJK（または証券取引所）による規制・監督の対象となる（国有企業法 35 条）。

### 2.2.2 保険会社による投資に対する行為規制の法的枠組み

一般に、保険会社の財務の健全性に関しては、保険業法 11 条 1 項 2 項（脚注 19 参照）および関連諸規則<sup>35)</sup>により規制され、その管轄は OJK 法（2011 年法律第 21 号）および保険法（2014 年法律第 40 号）に基づき、OJK が担う規定となっている（OJK 法 6 条 c, 同 55 条, 保険法 8 条 1 項, 同 8 条 2 項 a.~o.）。

### 2.3 本事件での金融監督の実態

上記の関連法規制は本事件においてどのように運用されたのかをみていく。

国有ジワスラヤ社の資金の運用を委託されたベニーラ投資マネジャーによる「サハム・ゴレン」は、同 92 条に該当するものである。しかし、第 1 節でみたように、本事件に関連するいずれの裁判でも、1992 年保険法およびその関連規則、2001 年改正汚職犯罪撲滅法、マネーロンダリング行為撲滅法、刑法、および関連 OJK 規則などを適用する判決を下しており、資本市場法上のこれらの当該規定は適用されていない [Mahkamah Agung RI 2020c: 3, 1450]。

また、国有ジワスラヤ社および国有アサプリー社は、非上場の国有株式会社であり、かつ保険会社であることから、本事件においては、法制度上は OJK が金融監督のイニシアティブを発揮すべきであった。

しかし、国有ジワスラヤ社の財務状況のチェックや資金流用の局面で、米系民間監査会社プライスウォーターハウス・クーパーズ社（通称 PwC）による外部監査や BPK による国家損失会計での指摘が重要な役割を担ってきており、OJK の規制監督は後手に回ってきた。

## 3. 金融監督の実効性—健全性監督と行為規制

本節では、上記でみた国有生命保険会社の資金をめぐる事件を、非銀行部門の健全性に対するマクロな金融監督、国有企業および株価操作に対するミクロな金融監督、および株価操作をめぐる政治経済につき、それぞれの観点から分析する。

---

35) 保険会社運営に関する 1992 年政令第 73 号、保険会社・再保険会社の財務健全性に関する 2016 年 OJK 規則第 71 号（Nomor 71/POJK.05/2016）や 2012 年財務大臣規則第 53 号（Nomor 53/PMK.010/2012）などがある。

### 3.1 非銀行金融部門の健全性に対するマクロな金融監督—債務超過の放置

国有ジワスラヤ社の赤字は近年突然生じたものではなく、その起源は1997-1998年アジア経済危機後にさかのぼる [Safir 2019]。当時、危機で大きな損害を被った銀行部門が政府・中銀からの公的資金の注入や世銀からの支援により、危機後の回復を果たすことができた。マクロ・プルーデンスに対する金融監督が、銀行部門の制度改革によって一元化・国際化したためである。

一方で、同じ金融部門でも保険部門にはそうした支援はなかった。実際、国有ジワスラヤ社は何度かの債務超過を経験した。2002年に2.9兆ルピア、2004年に2.76兆ルピアの債務超過であった。さらに、2006年の証券販売での損失が拡大し、同社の資産と保険購入者への負債との差額はすでに2008年で5.7兆ルピア、2009年では6.7兆ルピアとなっていた。<sup>36)</sup>

国有ジワスラヤ社のこうした財務状況について、外部監査により早期からその健全性に疑義が呈されてきた。特に、BPKは2006年の財務諸表のポジションが不正確である点、また2015年には投資資産の過大評価と負債の過小評価を、それぞれ指摘している。同社が取引したベニーのハンソン・インターナショナル社の2015年中期債MTNに関しても、BPKは専門的な分析や財務状況の分析の不足を指摘した。

外部監査を担ったPwC社も、2017年次財務報告書での保険金支払い負債額の過少記載を指摘した。負債額46.44兆ルピアのところを38.76兆ルピアと記載していたのである。

### 3.2 国有企業の行為に対するミクロな金融監督—株式投資への過剰依存に対する監督

こうした債務超過を埋めるべく、2009年以降、ハリーら経営陣は47社の株式への総額1.3兆ルピアの投資<sup>37)</sup>に依存した [CNN Indonesia 2019 (December 23)]。そのほとんどは、ベニーら投資マネジャーによる「サハム・ゴレン」が占めていたのであった。

当初、金融当局は国有ジワスラヤ社が財務健全化を図るうえで、行政面で支援を行ってきた。Bapepam-LK (当時) は、2012年に同社の債務超過問題を解決するよう求めるとともに、保険商品 *JS Protection Plan* (のちに *JS Saving Plan* に改名) の販売許可 (同年12月)、国有企業省への財務健全化策の要請 (2013年)、OJKによる子会社設立 (2018年) の許可を通して、同社の再建を支援してきたのである。<sup>38)</sup>

しかし、Bapepam-LK/OJKの対応には2つの点で問題があった。第一に、保険商品に対す

---

36) 同社は2009年に6兆ルピア規模のゼロ・クーポン債を発行するなど、資金調達を図った。増資も検討されたが、当時の国家財政に余裕はなかったため、その選択肢は消えた [Dahlan 2014; Lamgiat 2019]。

37) 47社のうち、スギ・エナジー社、トゥリコムセル社、およびエウレカ・プリマ・ジャカルタ社の3社の株式で多数株主となっており、それら3銘柄への投資総額は8,859億ルピアで、総投資額の7割弱が集中していた。2014年には、外資系生命保険機関からの資本受け入れも実施している。

38) 本事件発覚後も、OJKは同社の子会社ジワスラヤ・プトラ社への国有銀行および国有企業4社からの出資による再建を容認するなど、再建に向けて支援している [Ferrika 2020 (January 23)]。

る監督の不十分さである。当該保険商品は、投資に関連する保険商品（いわゆる「ユニット・リンク」）の属性をもちながら銀行の販路を通して販売する、いわゆる「バンカシュランス」（*Bancassurance*）と呼ばれる金融商品である。一般に、ユニット・リンク商品は5年以上の長期の満期で償還される。だが、2016年にBPKがJS Saving Planは実際には高利回りゆえに、満期1年の短期で市場で販売されたことを指摘し、OJKに対して同社に販売中止させるよう勧告していた[CNN Indonesia 2020 (January 10)]。2012年当時、販売を許可したBapepam-LKは同商品の性質を見抜くことができなかったのである。

第二に、行政部内でのOJKのイニシアティブの欠如である。国有ジワスラヤ社は2016年に国庫からの財政出動を要請してきたが、国有企業省はこれを拒否した。そのため、2017年に2.4兆ルピアの収益を得たものの、2019年までに資金繰りが改善されず、<sup>39)</sup> 同社の債務超過が放置されてきたのであった。この点、2008年国有ガス会社PGNでのインサイダー取引事件のように、国有企業の不祥事においては管轄機関である国有企業省が強いイニシアティブをもち、監督当局であるはずのOJKは国有企業の過剰投資を抑止することができなかった。実際、本事件の起訴・逮捕・裁判へと至ったのは、巨額の国家損失をもたらした直接の原因である「サハム・ゴレン」を監督すべきOJKの調査権限等によるものではなく、PwCの指摘した保険金未払いについて国有企業省が最高検察庁へ送検したことがきっかけであった[Ferrika 2019 (December 23)]。

### 3.3 株価操作に対するミクロな金融監督

第2節でみたように、株価操作は複数のアクターで株の買い占めを繰り返すことで株価に影響を与え、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。特に、流動性の低い銘柄を取引対象とし、影響力をもつ複数の投資家グループの間で虚偽の取引を行なうものである。

本事件において、国有ジワスラヤ社と投資マネジャーとの間で2012～2018年の間に取引された5銘柄の株価変動につき、インドネシア証券取引所は「異常な市場活動（unusual market activity）」として監督してきたとされる[Mahkamah Agung RI 2020e: 1481]。また、2016年にOJKも国有ジワスラヤ社の保有する証券の10%以上を所有していた11のマネジャーに対して警告を発し、償還するよう規制した[Mahkamah Agung RI 2020e: 1483]。しかし、国有企業の大規模な資産流用は防げなかったのである。

こうした「サハム・ゴレン」は、すでに90年代という資本市場発展の初期においてもみられる。特にベニーは「サハム・ゴレン」を常套手段として利益を確保して市場で名を馳せた投

---

39) 国有企業省は、さらに2018年度財務報告書が386兆ルピアとする同社の資産は、3,600億ルピアにすぎなかったと指摘する。

資家であるとされる。<sup>40)</sup> 実際、1995年のピッコー銀行株式操作事件に関わった過去もあり、その後も当局からの監視を受けてきた。<sup>41)</sup>

プルーデンスに対する監督が実効性を高めてきた銀行部門とは対照的に、保険部門においては政府のおひぎ元である国有企業の赤字が改善されず、高リスクの取引へのインセンティブにつながったことは、プルーデンス面に対する金融監督は実効性が欠如してきたことを示している。しかし同時に、こうした高リスクの取引が長年実施され、かつ金融当局が取り締まることができておらず、行為規制面でも金融監督の実効性が欠いていることも重要な点である。

## 結 論

インドネシアの金融市場では、長年、投資家による株価操作の慣行が不透明性をもたらしてきた。本稿は国有ジワスラヤ社の事例分析からそのメカニズムを明らかにしたうえで、標的となった非銀行部門に対する金融監督の脆弱性の実態を、以下のように指摘する。

第一に、アジア経済危機以降、インドネシアにおけるマクロなプルーデンスに対する金融監督が銀行部門を中心に見直されてきた一方で、非銀行部門での債務超過は放置されてきた。国有ジワスラヤ社による投資で生じた国家損失も、そうした長年のネガティブな財務状況が、投資マネジャーたちへの不透明な高リスク投資の一任というインセンティブを経営陣にもたらした結果だったのである。

第二に、この国家損失が生じたのは、金融当局である OJK のキャパシティが投資家の取引の速度に追いつけず、改善措置のイニシアティブも取れなかったためであるといえる。インドネシアの株式市場では、90年代から不透明で、かつ少数株主利益を搾取する株価操作の取引慣行が横行し、それゆえに金融当局はこれを注意深く監視してきた。しかし、2009年以降の本事件の展開では BPK や国有企業省、および民間監査会社による指摘が大きな役割を果たしており、OJK の対応は後手に回った。この点、OJK のキャパシティや機能、および権限のさらなる強化が重要である。

第三に、重層的なビジネス・ネットワークによって、上記のような高リスクの取引が容易に実施されていた。実際、ジョコ・ティルトを介して、ベニーやヘルらそれぞれの投資家ネットワークと国有ジワスラヤ社の経営陣との間で行なったやり取りが、本事件で大きな役割を果たしている。また、エリーに関わる複数の企業間での取引構造も本事件に影響を与えている可能性は極めて高い。ベニー以外にも、大手のバクリ・グループが2008年以前に国有ジワスラヤ

40) 2018年の著者によるベニーへのヒアリング(2018年8月25日、ジャカルタにて実施)によれば、株価操作のような手法はニューヨークをはじめ、世界各国の株式市場では合法であるとしており、違法性の認識はなかったという。

41) 1995年資本市場法は、Bapepam に情報収集や調査、預金凍結および送検といった権限を付与していたが、ベニーを送検せずに行政処分処すのみであった [William 2003: 357]。

社と「レポ取引」を実施し、2020 年時点においても同社のポートフォリオに残っている。実際、同グループはその所有ファミリーであるバクリ・ファミリーのビジネス・ネットワークを駆使して独立監査役会を支配したり、「レポ取引」により所有支配を維持したように [小西 2016]、インドネシアのビジネス界には、狭く、<sup>42)</sup> かつ複雑な取引関係をもつネットワークが重層的に広がっており、それらが結びつくことで株価操作という市場の不透明性を生み出す行為が可能となったと考えられる。

そうであれば、こうした重層構造をもつビジネス・ネットワークが、銀行部門とは異なって改革が行き届かなかった非銀行部門を標的にして、上記 1 点目の経営陣の高リスク投資へのインセンティブを利用し、2 点目の金融当局のキャパシティおよびイニシアティブにおける脆弱性の間隙を突いたために、不透明な取引が容易に実施され、行為規制は実効性を欠いていたといえる。

アジア経済危機以降、インドネシアの金融制度改革は銀行部門の国際水準のブルーデンス機能を追求してきた。しかし、改革の不十分な非銀行部門を舞台にして国家経済・財政の巨額損失を生んだ、コンプライアンスに反する企業行動は、そうしたブルーデンスに対する監督においてはとらえられてこなかった。他方で、経済発展に伴う社会保障制度の整備が進む中で生命保険部門における透明性の確保の要請もある。そのため、健全性規制のみならず、こうした行為規制論とセットで議論することを通して、金融制度改革の実効性の検証が求められる。<sup>43)</sup> コロナ禍の中での金融監督権限の中銀への「回帰」論<sup>44)</sup>においても、そうした視点が必要となろう。

## 謝 辞

本稿は科学研究費補助金 (JSPS 科研費 18K18265) の助成を受けたものです。記して感謝申し上げます。

42) 一般に、「インドネシアのビジネス界は狭く、相互に知己である」と認識されているが、特に証券投資におけるネットワークの広がり、人的資源の制約のゆえに限定的なのではないだろうか。この点は検証が必要となる。

43) 健全性規制および行為規制の考え方に関しては、[石村 2021; 佐々木 2021] が参考になる。

44) 新型コロナ・ウィルス感染症の感染拡大の中、中小企業への流動性供給を迅速に処理するために、2020 年 3 月に法律代替政令 (通称 Perppu) 第 1 号が発出された。同 27 条 1 項は、中銀を中心とした金融システム安定化委員会 (通称 KSSK) に対して金融政策上の強い権限を認めるものである。それ以降、ブルーデンス権限の中銀への「回帰」が議論されている。すなわち、OJK のマイクロ・ブルーデンスを中銀に「回帰」させ、マクロ・ブルーデンスとともに両方のブルーデンスを中銀に担わせるため、1996 年中銀法第 9 条の改正に向けた議論である。具体的には、KSSK 構成員 (財務相、経済担当調整相、中銀総裁及び副総裁、OJK 長官) からなる金融理事会を新設して、金融政策上の協議を行なうことで、経済成長のための政府との協調を図るというものである。物価安定という中銀の本来目的に経済成長が加わることで、政府介入を招き、中銀の独立性が阻害されるとの指摘がある [Fitri 2020; Frola 2020]。その後継の恒久法である金融部門発展強化法 (2023 年法律第 4 号、いわゆる「金融オムニバス法」、通称 UUP2SK) ではこうした改正は盛り込まれなかったが、別の形での中銀の独立性への介入に対する指摘は残っている。これについては、稿を改めて議論したい。

## 引用文献

- 石村幸三. 2021. 「健全性規制」佐々木清隆編『グローバル金融規制と新たなリスクへの対応』金融財政事情研究会, 20–36.
- 小西 鉄. 2016. 「インドネシアにおける企業が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市場シティへの進出」『アジア研究』62(2): 1–17.
- . 2021. 「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」『国際社会研究』10: 27–35.
- 佐々木清隆. 2021. 「金融規制監督総論（目的・内容・手法等）」佐々木清隆編『グローバル金融規制と新たなリスクへの対応』金融財政事情研究会, 2–17.
- 佐藤百合. 2005. 「インドネシアの企業統治と企業法制改革」今泉慎也・安倍誠編『東アジアの企業統治と企業法制改革』アジア経済研究所, 229–273.
- 清水真一郎・志村 聡. 2022. 『実例解説 相場操縦事件—公正な市場形成のために』商事法務.
- 濱田美紀. 2017. 「インドネシア商業銀行部門の発展と銀行行動の変化—銀行マイクロデータによる実証研究」一橋大学博士論文.
- 水野広祐. 1999. 「現地通信 バリ銀行スキャンダル」『東南アジア研究』37(3): 434–440.
- Acharya, Viral A. 2013. The Dodd-Frank Act and Basel III: Intentions, Unintended Consequences, and Lessons for Emerging Markets. In M. Kawai and Eswar S. Prasad eds., *New Paradigms for Financial Regulation: Emerging Market Perspectives*. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- Anja Baum, Paulo Medas, Alberto Soler and Mouhamadou Sy. 2020. *Managing Fiscal Risk from State Owned Enterprises*. IMF Working Paper WP/20213.
- Apri Sya'bani. 2014. Minority Shareholders' Protection in The Indonesian Capital Market, *Indonesia Law Review* 4(1): 114–142.
- Benny Simon Tabalujan. 2002. Why Indonesian Corporate Governance Failed: Conjecture Concerning Legal Culture, *Columbia Journal of Asia Law* 2002 (April): 1–37.
- Dahlan Iskan. 2014. Merdeka Rp 6, 7 Triliun di Usia 155 Tahun. *detikfinance.com*, Agustus 18 2014. <<https://finance.detik.com/berita-ekonomi-bisnis/d-2664695/dahlan-iskan-merdeka-rp-6-7-triliun-di-usia-155-tahun>> (2024 年 7 月 23 日)
- Fitzpatrik, Daniel. 2004. Tinkering Around the Eedge: Inadequacy of Corporate Governance Reform in Post Crisis Indonesia. In M. Chatib Basri and Pierre van der Eng eds., *Business in Indonesia: New Challenges, Old Problems*. Singapore: Institute of Southeast Asian Studies, pp. 178–190.
- Hamilton-Hart, N. 2000. Indonesia: Reforming the Institutions of Financial Governance? In G. W. Noble and J. Ravenhill eds., *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 108–131.
- Indonesia Stock Exchange. 2019. *IDX Monthly Statistics*, November 2019.
- Organization for Economic Corporation and Development (OECD). 1999. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*.
- Rosser, A. 2004. *The Politics of Economic Liberalisation in Indonesia: State, Market and Power*. New York: Routledge Curzon.
- Shimizu, Yoshinori. 2013. Global Financial Regulations and the Asian Financial System: Lessons from the Financial Crisis. In M. Kawai and Eswar S. Prasad eds., *New Paradigms for Financial Regulation: Emerging Market Perspectives*. Tokyo: Asian Development Bank Institute, pp. 45–74.
- Tālis, J. Putniņš. 2018. An Overview of Market Manipulation. In Carol Alexander and Duglas Cumming

- eds., *Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation*. Chichester: John Wiley & Sons, pp. 13–41.
- William, E. Daniel. 2003. Corporate Governance in Indonesian Listed Companies: A Problem of Legal Transplant, *Bond Law Review* 15(1): 345–375.
- World Bank. 1998. *East Asia: The Road to Recovery*. Washington D.C.

#### 新聞雑誌記事

- CNBC Indonesia. 2020 (June 26). Kejagung Perdalam Keterlibatan Erry Firmansyah di Jiwasraya, *CNBC Indonesia*. <<https://www.cnbcindonesia.com/market/20200626140535-17-168314/kejagung-perdalam-keterlibatan-erry-firmansyah-di-jiwasraya>> (2023年2月24日)
- CNN Indonesia. 2019 (December 23). Mengulas dan Menghindari Saham Gorengan yang Jerat Jiwasraya. *CNN Indonesia*. <<https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20191223070342-92-459231/mengulas-dan-menghindari-saham-gorengan-yang-jerat-jiwasraya>> (2024年7月20日)
- \_\_\_\_\_. 2020 (January 10). Skandal Jiwasraya, Bamsot Dorong Bentuk Dewan Pengawas OJK, *CNN Indonesia*. <<https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20200109193710-78-463997/skandal-jiwasraya-bamsot-dorong-bentuk-dewan-pengawas-ojk>> (2023年2月24日)
- Ferrika, S. 2019 (November 15). Ada indikasi fraud, Kementerian BUMN bawa kasus Jiwasraya ke Kejaksaan Agung, *Kontan.co.id*. <<https://keuangan.kontan.co.id/news/ada-indikasi-fraud-kementerian-bumn-bawa-kasus-jiwasraya-ke-kejaksaan-agung>> (2023年2月24日)
- \_\_\_\_\_. 2019 (December 23). Ini tujuh hal yang harus dicermati dari Kasus Jiwasraya, *Kontan.co.id*. <<https://keuangan.kontan.co.id/news/ini-tujuh-hal-yang-harus-dicermati-dari-kasus-jiwasraya?page=1>> (2023年7月19日)
- \_\_\_\_\_. 2020 (January 23). OJK: Indikasi permasalahan Jiwasraya mulai terlihat sejak audit Keuangan 2017, *Kontan.co.id*. <<https://keuangan.kontan.co.id/news/ojk-indikasi-permasalahan-jiwasraya-mulai-terlihat-sejak-audit-laporan-keuangan-2017>> (2023年2月24日)
- Ferrika, S. and W. Maizal. 2019 (December 4). Sebanyak 474 polis milik warga Korea Selatan nyangkut di Jiwasraya, *Kontan.co.id*. <<https://keuangan.kontan.co.id/news/sebanyak-474-polis-milik-warga-korea-selatan-nyangkut-di-jiwasraya>> (2023年3月4日)
- Fitri, K. 2020. Dewan moneter mengganggu independensi, *Gatra* (46): 30–33.
- Frola, L. Y. 2020. Tak kompak beleid dirombak, *Gatra* (46): 26–29.
- Lamgiat, S. 2019 (December 18). Ini isi surat-menyurat pemerintah menyelamatkan Jiwasraya, *Kontan.co.id*. <<https://keuangan.kontan.co.id/news/ini-isi-surat-menyurat-pemerintah-menyelamatkan-jiwasraya>> (2023年2月24日)
- Lestari, N. 2020 (February 20). Sitaan Aset Milik Tersangka Jiwasraya Capai Rp11 Triliun, Kejagung: Punya Benny Tjokro Paling Gede!, *Warta Ekonomi*. <<https://wartaekonomi.co.id/read272883/sitaan-aset-milik-tersangka-jiwasraya-capai-rp11-triliun-kejagung-punya-benny-tjokro-paling-gede>> (2023年2月26日)
- Mutia, F. 2020 (February 5). Wamen BUMN: Jiwasraya bakal dahulukan pembayaran polis pensiunan dan pegawai, *Kontan.co.id*. <<https://nasional.kontan.co.id/news/wamen-bumn-jiwasraya-bakal-dahulukan-pembayaran-polis-pensiunan-dan-pegawai>> (2023年2月24日)
- Romys, B. 2023 (February 6). Gak Mau Kayak Adani, Ini Cara Bursa RI Deteksi Saham Gorengan, *CNBC Indonesia*. <<https://www.cnbcindonesia.com/market/20230206151751-17-411402/gak-mau-kayak-adani-ini-cara-bursa-ri-deteksi-saham-gorengan>> (2023年2月24日)
- Safir Makki. 2019 (December 30). Kronologi Kasus Bayar Jiwasraya Versi OJK, *CNN Indonesia*. <<https://>

[www.cnnindonesia.com/ekonomi/20191230095752-78-460918/kronologi-kasus-gagal-bayar-jiwasraya-versi-ojk](http://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20191230095752-78-460918/kronologi-kasus-gagal-bayar-jiwasraya-versi-ojk) (2024 年 7 月 19 日)

### 裁判所判決

Mahkamah Agung Republik Indonesia (Mahkamah Agung RI). 2020a (August 12). *Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat. Nomor 199/Pdt.G/2020/PN.Jkt.Pst.* (ベニー・チョクロサプトロによる差し止め訴訟の判決)

\_\_\_\_\_. 2020b (October 12). *Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat. Nomor 33/Pid.Sus-TPK/2020/PN Jkt.Pst.* (シャフミルワンに対する判決)

\_\_\_\_\_. 2020c (October 12). *Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat. Nomor 34/Pid.Sus-TPK/2020/PN Jkt.Pst.* (ジョコ・ハルトノ・ティルトに対する判決)

\_\_\_\_\_. 2020d (October 26). *Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat. Nomor 29/Pid.Sus-TPK/2020/PN Jkt.Pst.* (ベニー・チョクロサプトロに対する判決)

\_\_\_\_\_. 2020e (October 26). *Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat. Nomor 30/Pid.Sus-TPK/2020/PN Jkt.Pst.* (ヘル・ヒダヤットに対する判決)

\_\_\_\_\_. 2021a (June 17). *Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat Nomor 5/Pid.Sus-TPK/2021/PN.Jkt. Psttanggali* (ファフリ・ヒルミに対する 1 審判決)

\_\_\_\_\_. 2021b (September 8). *Putusan Pngadilan Tinggi Jakarta Nomor 28/PID.TPK/2021/PT DKI* (ファフリ・ヒルミに対する控訴審判決)

### 資料

Bank Indonesia. 2016. *Statistik Sistem Keuangan Indonesia*, Maret 2016.

\_\_\_\_\_. 2023. *Statistik Sistem Keuangan Indonesia*, Mei 2023. <<https://www.bi.go.id/en/statistik/ekonomi-keuangan/sski/default.aspx>>

PT Asuransi Jiwasraya (Persero). 2011–2018. *Laporan Keuangan, 2011–2018*.

### Web サイト

Bloomberg. <<http://www.bloomberg.co.jp/quote/>> (2024 年 7 月 22 日)

PT Asuransi Jiwasraya. <<https://www.jiwasraya.co.id>> (2023 年 2 月 12 日)