

# 経済開発と資本市場育成

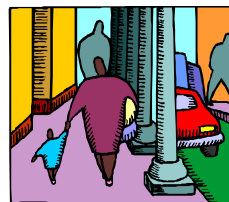
「開発」金融学はあるのか？

DC開発フォーラム

2003年1月9日

遠藤 格

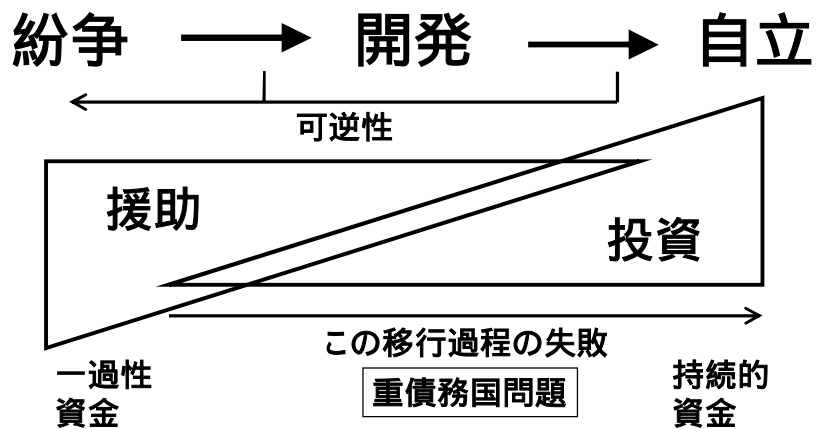
資本市場は開発に役立つのか？



# 1. 開発途上国に資本市場は何故必要か？

3

## Seamless Transitionと 開発援助の完結



4

## Open Economyでの経済発展

- 輸入代替政策から外向政策へ
- 比較優位の追求 → より高い投資収益率の追求
- より効率的、より大規模な生産
- 生産要素
  - 資本(その量とともに質が問われる)
  - 土地
  - 労働力
  - 技術
- 国内資本と外国資本

5

## 資本市場育成の目的

- 投資資本の拡充
  - 長期資金 (Equity & Debt)
  - 銀行システムの過剰負荷を軽減
    - 信用リスク集中の防止
    - 不良債権累積の防止
    - 期限ミスマッチの軽減
    - 預金集中の防止
  - 資金配分の透明性・効率化
  - 財政の健全化
  - 外貨借入依存の軽減
- 民間部門主導の経済発展に不可欠

6

# 長期資本 と長期投資

企業は、

- 長期投資のために
    - 固定資産
    - Cushion for debt
  - 長期資本が
    - 長期負債
    - 株主資本
- が必要。

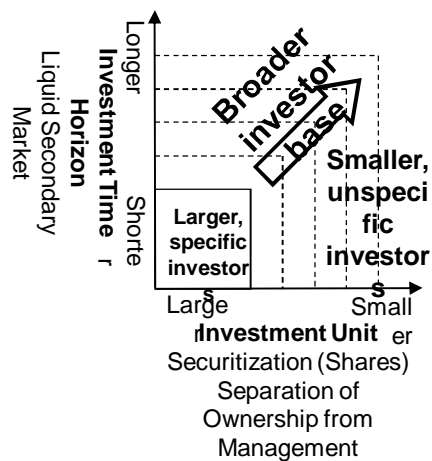
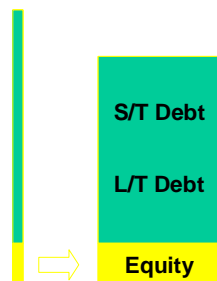
投資家は、

- 長期資金の運用のために:
    - 個人預金
    - Contractual savings (年金, 保険など).
  - 長期投資が
    - 債券
    - 株式
- が必要。

7

# 銀行制度で何が不足か？(1)

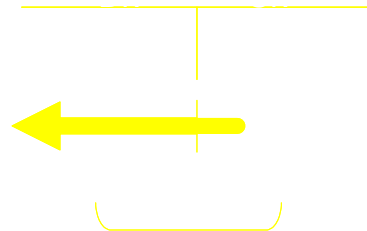
## ■ 株主資本の拡充



8

## 銀行制度で何が不足か？ (2)

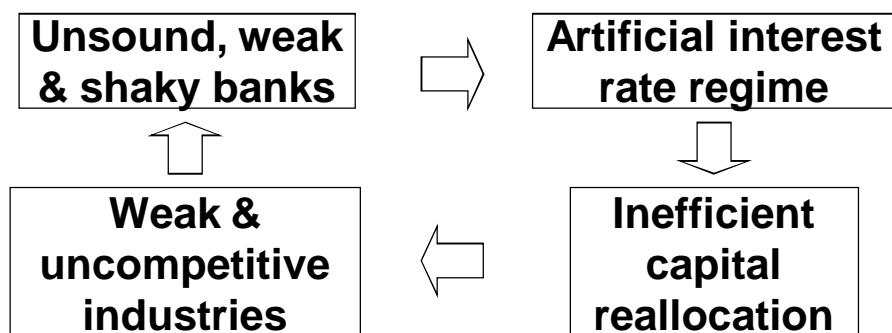
- 二つのミスマッチ
  - 短期預金と長期貸付 (金利・流動性リスク)
  - 国内通貨建貸付と外貨借入 (為替リスク)



9

## 銀行システムへの負荷軽減

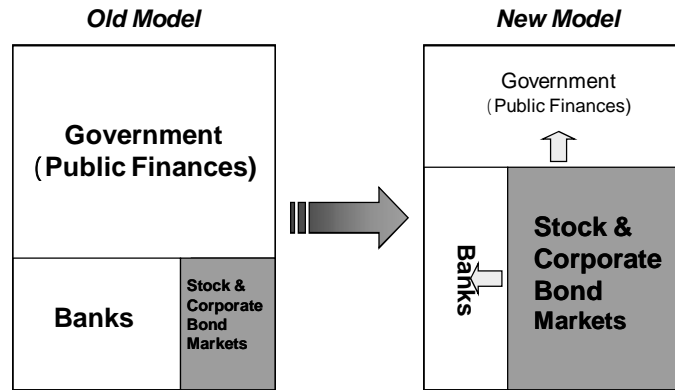
悪循環



10

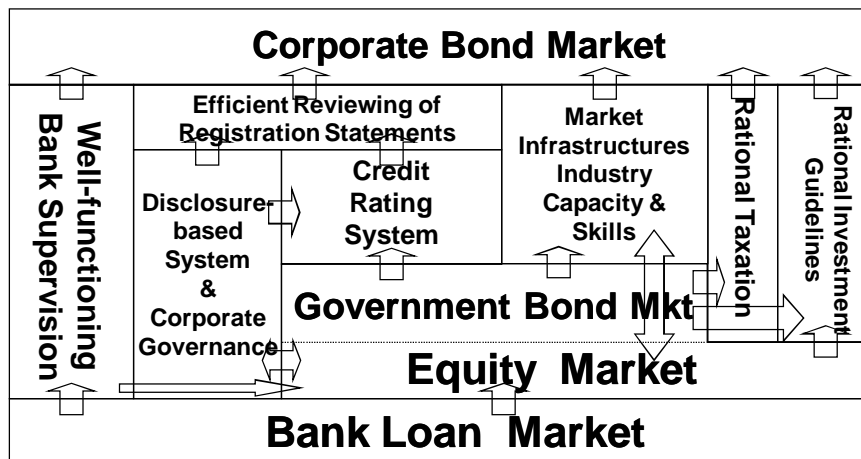
# ■ 財政と金融システムの健全化

An Increasing Role of Capital Markets  
for Economic Development



Public finances and bank loans increasingly give way to capital markets.

## Sequence Model

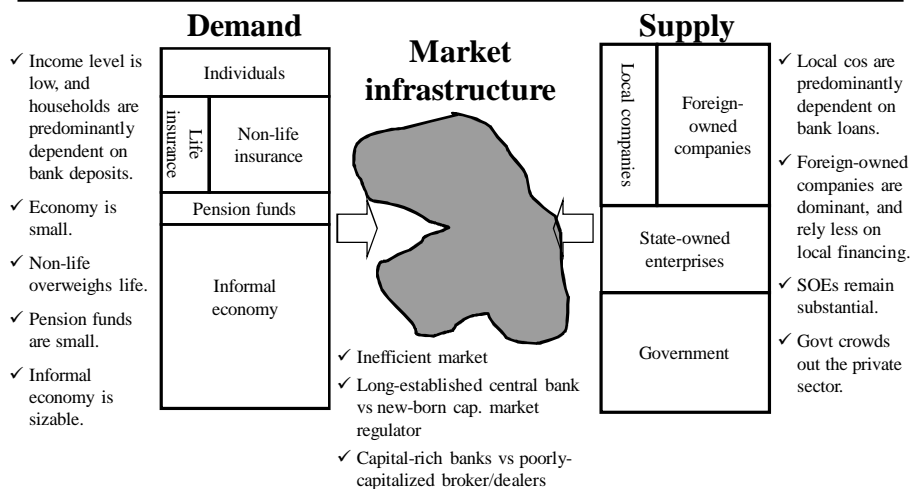


The above diagram is NOT exhaustive.

## 2. 先進国は開発途上国の手本か？

13

## 開発途上国の資本市場の特性



14

## 先進国投資家から見た 開発途上国資本市場の問題点

### 問題点

- 外人持株制限
- 外為資本取引制限
- 低い流動性
- 不正取引
- 少数株主権利侵害
- 低い透明性

15

## 資本市場の発展過程

開発途上国の資本市場創設育成は、

- 資本蓄積終了後ではなくその過程またはそれ以前
- 経済発展の帰結ではなく、経済発展の手段



- 異なる発展過程
- 新たな挑戦 – 金融のグローバル化

16



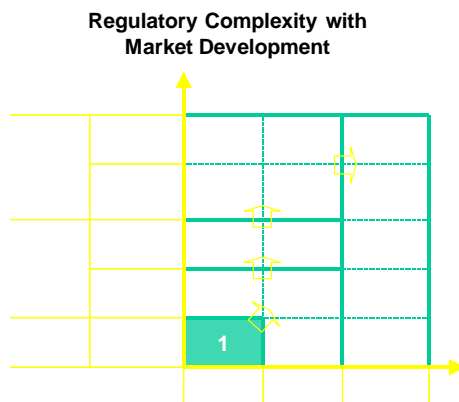
## 先進国こそ手本？ 国際資本市場と地場資本市場

- 地場資本市場不要論:
  - 小規模経済に資本市場は不適
  - ITの普及
  - 国際資本市場が代替.
- 現実:
  - 国際資本市場が満たせない地場ニーズは多い.
  - 地場選好心理 (Local preference, home country bias)



17

## 先進国こそ手本？ 米国型監督行政モデル (FedとSEC) の功罪



- Brokerage/Stock is simple enough to accommodate a double reg. agency model.
- As service/product lines evolve, the cap market regulation may overlap the traditional jurisdiction of the central bank (*i.e.* credit concerns).
- A single reg. agency model may work better.

18

## 先進国資本こそ頼り？

外人証券投資資金が国内に滞留すればだが...

- 90年代の幻想
  - 公的援助への代替
  - 先進国機関投資家に合わせた市場作り
- アジア経済危機
  - 外人投資家の証券投資 ≈ 外貨短期借入

### 内外資本の役割分担

- 外資
  - 直接投資
- 国内資本
  - 銀行預金
  - 資本市場
- シンガポール、中国、インド

19

## 先進国資金の求める流動性は？

過大な取引単価格差は流動性を阻害

- 砂時計に石コロ
- Market Impact
- モデル: 投資単位金額  
2/3 → 投資家数3倍

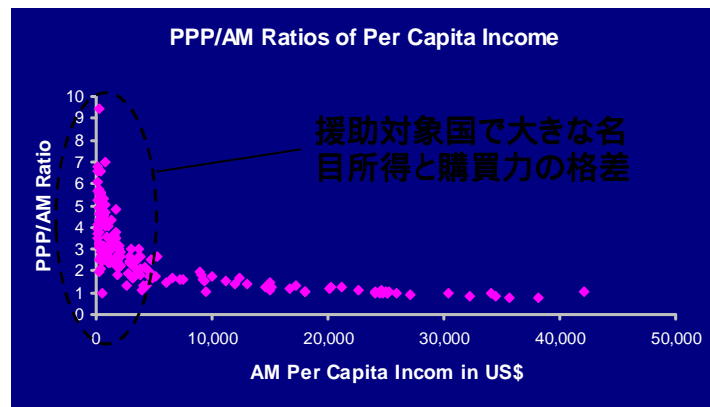
|  |  |  |  |  |
|--|--|--|--|--|
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

投資単価引下げによる流動性向上効果は大きい。投資単価の大きい先進国機関投資家に合わせて流動性を確保するのは容易ではない。

20

# 先進国の尺度の限界

「桁違い」への配慮

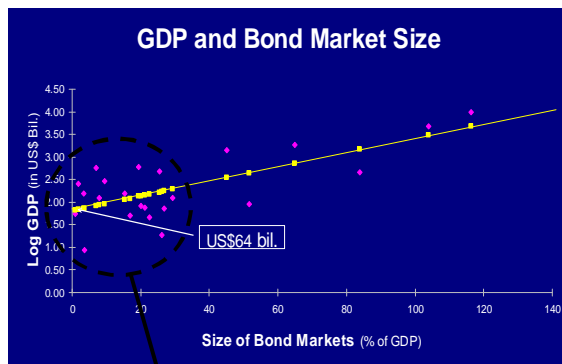


21

22

## 一定の経済規模と貯蓄水準が必要？

開発途上国ではあまり関係がない(1)



債券市場確立に必要な最低経済規模推計:  
US\$64 (30-136) bil.?

| 人口(百万人)        | 2        | 10      | 50      | 100   |
|----------------|----------|---------|---------|-------|
| Per Capita GDP | \$32,202 | \$6,440 | \$1,288 | \$644 |

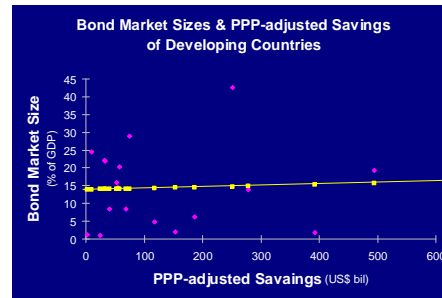
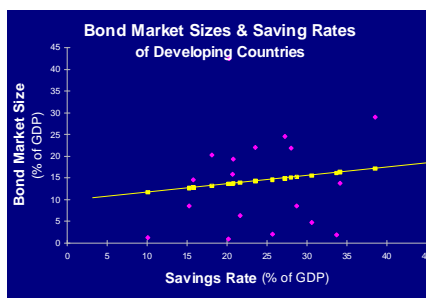
しかし、市場発展段階では相関性が低い...

- 資本蓄積完了前と後の市場の違い？
- 市場発展に成功すれば、さらなる経済発展？

23

## 一定の経済規模と貯蓄水準が必要？

開発途上国ではほとんど関係がない(2)



開発途上国での債券市場の発展は、貯蓄率や貯蓄額よりも他の政策要因に依る可能性が高い。

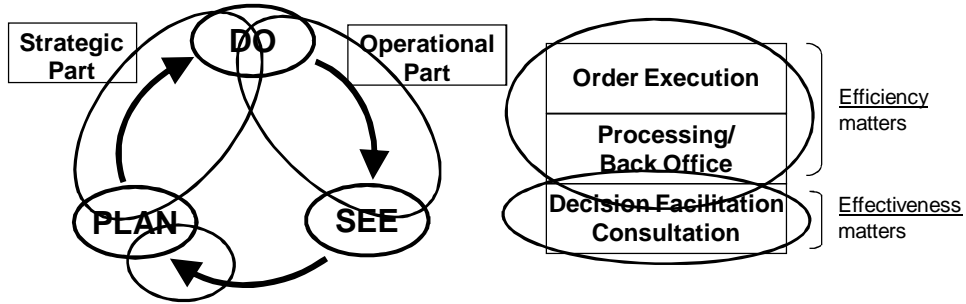
24

# ITで先進国市場に統合？

投資判断は機械的作業ではない！地場的！

Trading Action Circle

Components of Broking



- 電子システムで代替できるのは主に事務作業部分
- 投資選好・判断は地場的 (Home country bias)

# 市場の民営化で効率向上？

Externalitiesをどう負担する？

市場育成を

- 短期間に
- 高い公益性を
- 小さい市場で

高い市場育成単位コストを市場参加者だけに負担させると

- 高い取引コスト
- 少ない取引、低い流動性



公共負担、幅広い費用負担基盤を

## ま と め

開発途上国の資本市場育成は、

- 経済援助の完結をめざして
- 経済開発を持続させるために
- 銀行の健全化のために
- 「小さすぎる、貧しすぎる」とは限らない
- 市場育成政策を開発途上国の実情にあわせればその効果は期待できる