

新興市場における 資本市場の育成

金融サービス 2017年4月



目次

イントロダクション	3
1. 資本市場のパフォーマンス向上に向けて	4
2. パフォーマンスと健全性の両立	6
3. 変革に向けた「チェンジマネジメント」アプローチ	14
付録: McKinsey Asian Capital Markets Development Index	23

イントロダクション

アジアにおける新興市場諸国の資本市場の整備を一段と進めることができれば、域内で年間8,000億ドル規模¹の資金調達が可能となり、同地域の大手・中堅企業やインフラ建設のための資金調達ニーズに応えることで、域内の経済成長を加速させ、最終的には数百万人に上る人々を貧困から救うことができる。しかしながら、同地域の資本市場は、資本を効率的に再配分する役割を十分に果たしていない。資本市場からの安定的な資金調達は依然として難しく、地場の投資家は、資金の長期的な投資先を域内において見出せずにいる。

こうした課題を克服できるかは、政策当局による資本市場育成の成否に依存している。一般的に、資本市場を育成するための基本的要素(ビルディングブロック)は広く知られているものの、政策当局が今必要としているのは、資本市場の機能について詳細な診断を行うためのツールと、変革を実現するためのチェンジマネジメントアプローチの双方であると考える。

活気のある資本市場育成のために、世界的に見て政策当局が取り組むべき共通の施策は以下の通り:

- **資本市場の機能の詳細な診断:** 資本市場のベンチマーキングを行う際に取られていた従来のアプローチは、市場規模をGDPと比較するというものであった。マッキンゼーでは、政策当局が自国の資本市場のベンチマーキングを行う上で有効な独自の評価基準(McKinsey Asian Capital Markets Development Index)を開発
- **成長速度よりも継続性を重視した資本市場の設計:** 急速に増大する市場に合った設計や、インフラの刷新は短期的にはパフォーマンスを改善する。しかし、持続性のある改善を達成するためには、長期の成長をもたらす経済政策(そして時に社会政策)の存在が不可欠である
- **国全体を巻き込むチェンジマネジメントアプローチの実施:** 新興市場諸国の政策当局およびアドバイザーの多くは、資本市場を整備する上で何が必要かは既に把握している。しかしながら、こうした政策を実行するには努力が必要である。相互に関連性と依存関係があるさまざまな政策を長期にわたって実行するには、これまで政策当局の殆どが慣れていないマインドセットとアプローチが求められる

本稿が、資本市場育成に対する政策当局者の理解を深める一助となれば幸いである。資本市場の育成のためには、技術的な課題だけでなく、新たなマインドセットを醸成し国全体(場合によっては地域)でチェンジマネジメントに取り組む必要がある。一筋縄ではいかない課題だが、成功した場合のリターンは非常に大きい。

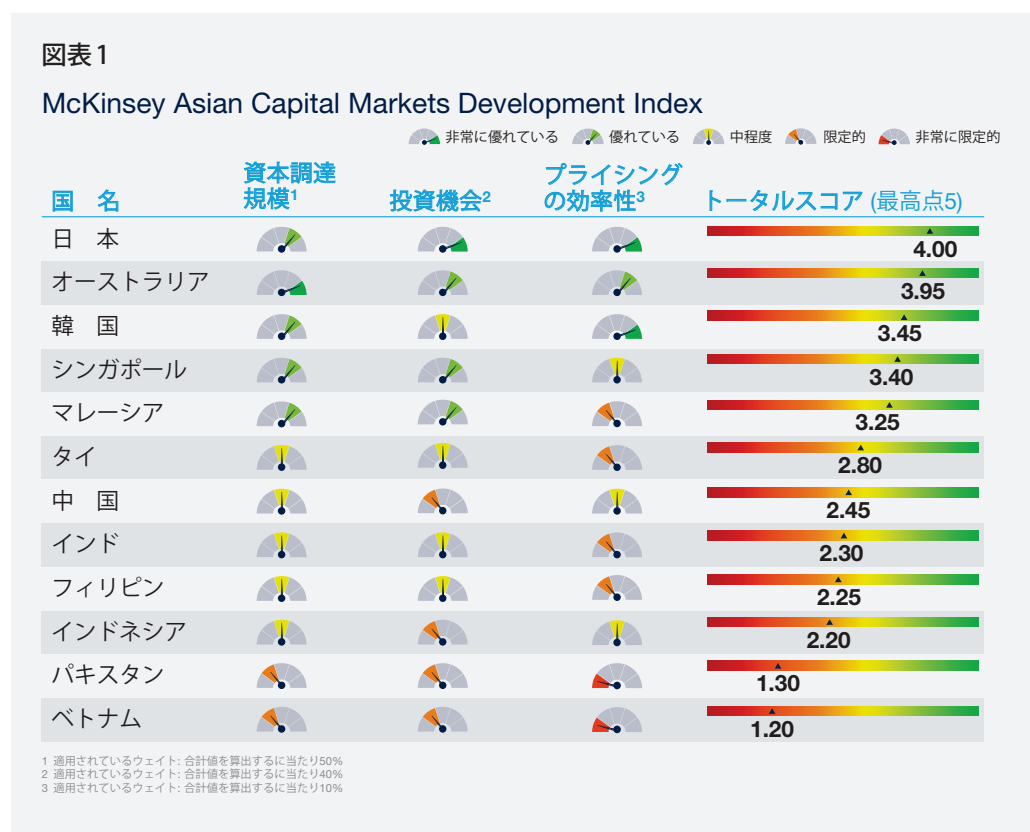
1 GDPおよびMcKinsey Asian Capital Markets Development Index比での市場浸透率に基づく試算値

1. 資本市場のパフォーマンス向上に向けて

本レポートでは、McKinsey Asian Capital Markets Development Index の作成手法を用いて以下の3つの点について、新興諸国の資本市場のパフォーマンスを先進諸国の資本市場と比較する。

1. 企業をはじめとする資金調達者は、母国の資本市場において一定の規模の金額を合理的な金利で調達することができるか
2. 資本市場は、短期から長期の資金を運用する上で魅力的かつ多様な選択肢を提供しているか
3. 資金の効率的な配分を実現するために資本市場において適切なプライシング機能は存在しているか

当初は、本レポートの対象地域をアジア市場に絞っていたが、対象をアジア以外の新興市場国に広げた場合も、導出された結論は非常に類似していた。すなわち、新興市場諸国は、先進国と比して、調達金額、人的資源、社会設備費用の面において大幅に遅れているという結果が示された(図表1)²。



2 インデックスについての詳細および所見は、Appendixに含まれる

1.1 年間で8,000億ドル規模の事業機会を逸する

新興市場諸国は、資本の調達可能性、調達方法の多様性およびプライシング機能について課題を抱えている。

- **深刻な資金調達ギャップ:** プライマリー市場はボラティリティが高く、新興諸国の企業にとって信頼性の高い資金調達先であると言い難い。これは、資金調達において、大手企業や政府等の大規模な組織に押されがちな、中堅クラスの企業や中規模のインフラプロジェクトに特に当てはまる。資本市場が充実すれば、アジアは域内の民間セクターから約5,000億ドル、公的セクターから約3,000億ドルの調達が年間で可能となる³。こうした新たな資金調達が可能となれば、新興アジアおよび太平洋諸国におけるインフラ需要に対し、2030年までに年間1.7兆ドル規模の資金を供給できるという試算も出ている⁴
- **選択肢は限定的:** 新興市場国における企業の資金調達手段の選択肢は非常に限定的で自身のニーズに合わせた資金調達を行うことは難しい。例えば、長期の債券市場が整備されていないことから、企業が自身の資産構成や収益予測と整合的な形で柔軟に資金調達を行うことが困難となっている
- **高コスト:** こうした新興市場国における企業は、先進諸国と比して、ボラティリティが高い市場において、高コストでの資金調達を余儀なくされている。例えば、債券に際しては、先進諸国と比較すると実質的に120%程度高いコストを負担している⁵

これでは、既存の大企業やコングロマリットの一部でもない限り、ベンチャー企業等が立ち上げのために資金を調達することで、その成長を促し、革新的な技術を生み出すことは難しく、究極的には経済成長の停滞をもたらす可能性もある。

1.2 国内貯蓄の投資先の不足および、リスクに応じたリターンを得られていない実態

新興諸国における投資家もまた、類似の課題に直面している。彼らは多くの場合、貯蓄をフィジカル資産(不動産、金、銀行預金)の形で保有している。金融商品への投資は非常に限定され、殆どが国債あるいはAAA格付けの社債および株式となっている。また、資本市場における金融商品は、ボラティリティの高さゆえに、リスク調整後のリターンが低く、2008年から2015年におけるエクイティのシャープレシオの平均値は、0.8%であった⁶。

これらの国々において高齢化が進んでいることも踏まえると、将来の老後資金を得るための適切な長期資金(貯蓄)の運用先が存在しないことは、退職者世代が経済的弱者となり得るリスクを孕んでいると言える。

1.3 非効率的なプライシングが適切な資源配分を阻害

プライシングの効率性は複雑な課題であり、その適切な測定手法については盛んに討議されている。しかしながら、事象研究や(未検証ではあるが最新の)数学的アプローチによる研究の結果、新興アジア諸国の株式市場は先進諸国に比べ、プライシングの効率性の面において劣ることを示す証拠が出ている。経済成長を迅速に達成するためには、人的および経済的資源を最適な機会に配分することが肝要である。しかしながら、新興アジア諸国においては、こうした好機を生かしていない。

3 計算は、McKinsey Asian Capital Markets Development Indexに基づく

4 アジアの新興市場国および太平洋地域におけるインフラコストのニーズ(具体的には、気候変動への適応およびその緩和措置)は、2030年までに26兆ドル(年間1.7兆ドル)に達すると予想されている。アジア開発銀行(ADB)プレスリリース2017年2月28日参照。(https://www.adb.org/news/asia-infrastructure-needs-exceed-17-trillion-year-double-previous-estimates)

5 計算は、McKinsey Asian Capital Markets Development Indexに基づく

6 ここで含まれる市場は、主にアジアにおける新興市場国(中国、インド、インドネシア、マレーシア、パキスタン、フィリピン、タイ、ベトナム)における金融市場

2. パフォーマンスと健全性の両立

資本市場のパフォーマンスを長期的に維持するためには、短期的な成長と長期的な「健全性」維持のための取り組みの間でバランスを取ることが重要となる。世界的なトップアスリートと同様に、民間企業も両者のトレードオフ関係をよく理解している。短期の成長のみを追い求める市場は、ボラティリティが高まり、流動性危機を招きかねない。また反対に、適度なリスクテイクや実験的な試みを全く許容しない市場では、成長スピードは遅すぎる。両者のどちらかに偏りすぎても、人的にも経済的にも大きなコストを伴う失敗の原因となる。

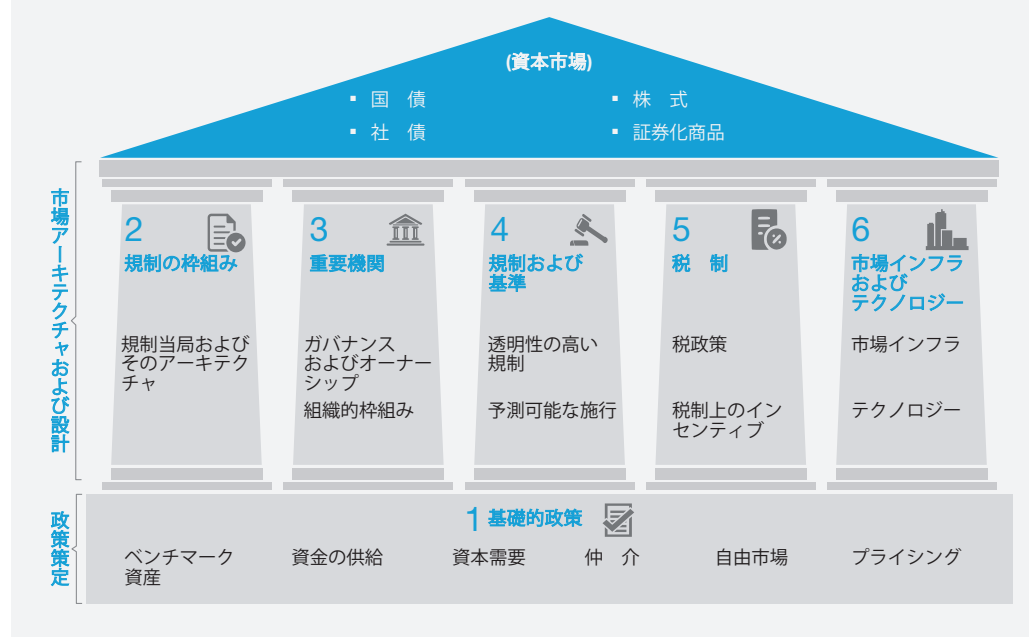
政策当局は、市場の長期的な成長に必要な基礎の構築に集中することで、その国の成長モデルにおいてサステナビリティ（持続可能性）を実現することができるが、そのためには2つのレベルにおける意思決定が必要：

- **政策策定**：政策上重要な少数の意思決定を行い、長期的な成長の基礎を構築・実現
- **金融市場アーキテクチャ**：必要となる規制上の枠組み、組織構造、法、税務制度、市場インフラを定義

この2つのレベルは双方が非常に重要であり、両者を同時に進めることが肝要となる。資本市場育成に関する政策は広範囲に及ぶ。実行する上で、法整備や関連組織における人的支援に加え、世論の支持も必要となるため、多くの時間や尽力も必要となる。金融市場アーキテクチャとは、先進諸国および新興諸国の双方において常に発展途上にあるものであり、適切な政策が策定されて初めて効果的な存在となる。資本市場育成(図表2)においては、基礎となる複数のビルディングブロックが存在し、我々は、当該枠組みに基づき、2つの市場の「健全度スコア」を計測しベンチマークを作成した(図表3)。

図表2

持続可能な資本市場の育成を達成するために不可欠なビルディングブロック



図表3

インドおよびインドネシアについての健全性スコアカード



¹ 基礎的政策、市場アーキテクチャおよび設計は、健康度の総合スコアについてそれぞれ50%のウェイト付けがなされている
 資料: 市場参加者との面談

2.1 政策の策定: 長期的な視点に立った市場整備

短期的な改善は、市場アーキテクチャおよび設計を微調整することで達成可能である。しかしながら、長期的に維持可能な改善策は、経済および社会政策の抜本的な変更を必要とする場合が多い。こうした政策の中で、特に重要となるのは以下の6つの領域についての政策である。

- 流動性の高い国債市場を整備(ベンチマークとなる資産)
- 深く広い投資家ベースの構築を推進(資本供給)
- 企業等の資金調達者の参加を促進(資本需要)
- 市場参加者間の競争を推進(仲介)
- グローバル市場との統合に向けて持続可能な経路を構築(自由な市場)
- 適正なプライシングおよび資源の配分を支援(プライシング)

2.1.1 流動性の高い国債市場を整備(ベンチマークとなる資産)

ベンチマーク資産は、他の資産のプライシングを推進し、金利リスクに対するヘッジ手段としても有効な存在である。こうしたベンチマークとしての役割を果たすことができる信頼性を有するのは、流動性の高い国債市場のみである。このような市場を整備するためには、まず、継続的に国債を発行するという政策決定がなされる必要がある。こうした決定はしばしば論議を呼ぶ。しかしながら、財務的な規律の達成と活発な国債市場整備の間には、実際のところトレードオフは存在しない。例え財政収支が持続的に黒字であっても、国債を定期的に予測可能な形で発行することは非常に重要である。

第二に、こうした市場を育成するためには、国債の発行スケジュールや運用についての抜本的な変革がしばしば必要となり、こうした変革には、国債の発行予定の公表に加え、(周辺銘柄を数多く発行するのではなく)指標銘柄⁷の発行を再開することや、魅力的なプライマリーディーラープログラムを導入し、ディーラーにとって義務の対価に充分値する特権を付与すること等が含まれる。これは、新興諸国のみの課題ではない。例えばフランスにおいて1980年代に実施された変革の目的は、国債の残存年限構成の偏りを無くし、流通市場における流動性を高め、債券発行の費用を低下させるというものであった⁸。

2.1.2 深く広い投資家ベースの構築を推進(資本供給)

資本市場の整備において、4つのタイプの投資家がそれぞれ補完的な役割を果たしている。これらのタイプとは、保険会社や年金基金等の「長期保有タイプの投資家」、ミューチュアルファンド等の「取引目的の投資家」、ヘッジファンド等の「アクティブ投資家」、そしてプライベートエクイティやベンチャーキャピタルファンド等の「未公開企業投資家」の4つから構成される。政策当局は、これらのカテゴリの成立において非常に大きな影響力を有している。

- 「長期保有目的の投資家」：確定拠出型の公的および民間の年金基金の参加は、長期的な資本市場育成には不可欠である。チリやシンガポールで採用された政策は、当該領域における好例として頻繁に取り上げられている
- 「取引目的の投資家」：このタイプの投資家の育成には、教育プログラムの実施や中産階級によるミューチュアルファンドへの投資を奨励することを目的とした政策の実行に加え、ユニットリンク保険や他の中期的な金融商品の購入奨励に向けた政策当局による各種政策が有効と言える
- 「アクティブ投資家」：一部の研究者や政府高官は、市場のボラティリティの高まりや流動性危機の発生について、アクティブ投資家が引き起こしたとして、彼らの取引参加に制限を設ける国も存在している。しかしながら、資金供給において、証券投資フローよりもシンジケートローンの方がボラティリティの高まりに寄与しているのは事実であり、また、アクティブ投資家が、市場に流動性を供給し、透明性を高め、さらに、市場のプライシング機能を高めることに貢献していることもまた事実である。政策当局は、アクティブ投資家をやみくもに排除するのではなく、彼らの存在のメリットも踏まえ、適正な参加を促すためのバランスを模索すべきである
- 「未公開企業投資家」：これらの投資家は、未公開企業が事業を成長させるため、または、財務およびオペレーション面でのリストラを実現するための資金を提供する

7 「指標銘柄」：国債市場において、他の銘柄も含んだ全体の値動きを代表する銘柄。長期国債のうち、発行量や流通量が多いものが市場において自然に選ばれる。直近発行よりも前に発行された、流動性の低い銘柄の未償還残高を「周辺銘柄」という

8 "Structural evolution and reforms of the French banking and financial system since the 1980s", Christophe Blot, Jérôme Creel, Anne-Laure Delatte, Fabien Labondance, and Sandrine Levasseur <http://fessud.eu/wp-content/uploads/2013/04/Structural-evolutions-and-reforms-of-the-French-banking-and-financial-system-since-the-1980s-...-Workin-Paper-66.pdf> and "Banking deregulation and industry structure: Evidence from the French banking reforms of 1985", Marianne Bertrand, Antoinette Schoar, and David Thesmar http://faculty.chicagobooth.edu/marianne.bertrand/research/papers/banking_deregulation_jf.pdf

2.1.3 発行者の参加を促進(資本需要)

政策当局は、資本市場における資金需要に大きな影響を与え得る。具体的には以下の例が挙げられる。

- **公的機関の上場および民営化:** 公的機関の民営化および上場は、証券の需要に対し最も直接的な影響力を有するレバーの一つである。欧州における複数の市場は、1970年および1980年代の民営化の波を契機として誕生しており、新興市場諸国における最近の一例としては、中国が挙げられる
- **社債市場の利用を推進または義務付ける:** 類似のアプローチを用いて、政策当局は、政府管理下にある機関に対し、社債市場を利用して資金調達を行うよう誘導することもできる。こうした資金調達の一部を金融機関以外から調達する等の多様性を義務付ける政策は、他の大手企業にも容易に義務付けることが可能である
- **インフラ構築のために資本市場整備を推進:** 新興市場諸国で成功した国はまだ少ないものの、これは強力なレバーとなり得る
- **急速に成長している中小企業の育成を推進(コングロマリットに入っていない):** コングロマリットは、多角化が進んだ結果透明性が低いとしばしば批判されるが、新興諸国において、技術革新や成長のために必要な資金の供給者として重要な役割を果たしている。しかしながら、ここでの技術革新が、資本市場における金融商品の需要喚起につながることは稀である。起業を促すエコシステムやベンチャーキャピタル産業の構築は、こうしたコングロマリットによる革新的事業に対する主な資金供給者としての役割を補完するだけでなく、中期的にはIPOの需要増という面においても重要なインパクトを有する

2.1.4 市場参加者間の競争を推進(仲介)

多くの新興市場諸国は、自国内における外資系企業の活動を制限している。また、外国人の雇用についても厳格に規制している。こうした規制の背景には、資本市場における自国の人材の雇用促進や、資本市場育成について世論の理解を得るといった事情が存在している。こうした規制を導入せずに、国内の金融市場を外資系のコングロマリットに独占された例として、新興市場諸国の政策当局はアルゼンチンの例をよく引き合いに出す。しかしながら、こうした規制は自滅的な影響をもたらす可能性が高い。また、やがて市場を解放した際に、競争に慣れていない国内企業は、深刻な危機に直面することになる。

2.1.5 グローバル市場との統合に向けて持続可能な経路を構築(自由な市場)

資本市場を開放し、外資系企業の参入を促すことで、国内の投資家が海外へ投資できるようになることのメリットは非常に大きい。資金の運用や投資先を分散化し、市場に世界標準の慣行を導入することで、資本市場の成長は加速する。しかしながら、新興市場諸国の経済状況は、不安定であることが多く、この不安定性の原因の一つとしては、急激な外国資本の流入が挙げられている。しかしながら、最大の問題は、大手企業・金融機関や大規模なインフラプロジェクトに対する外国通貨建ての融資である。こうした融資は、ポートフォリオ投資と比較してより不安定要因となる可能性がある。

市場開放へ向けた道筋は、各新興市場諸国経済の性質により大きく異なることは明らかであり、過去には、早すぎる金融市場の開放が国内経済の不安定化を招いた例も存在している。1980年代における日本円の国際化について、日本にとって「急激に進めすぎた」と見る向きが一般的となっている。当該トピックについて研究結果の殆どは、円の国際化に向けては、より明確で長期的な段階的戦略を採用した方が日本にとって有益であったと結論づけている⁹。こうした戦略には、市場開放に向け、透明性が高く、予測可能性を高めるような中間目標の設定が含まれており、こうしたアプローチは、日本以外の国における全利害関係者(規制当局、投資家、仲介業者)にとっても、市場開放に備える際には非常に有効なものと言えるだろう。

2.1.6 適正なプライシングおよび資源の配分を支援(プライシング)

政策当局者が、市場の動きを抑制するために行う行動は、先例となり、市場育成に影響を及ぼす。こういった場合、介入はどの程度までが正当化されるかが問題となる。完璧な市場等存在せず、日次または月次の価格変動に対する解釈も一様ではない。特定の状況が発生した場合、過剰なボラティリティを抑制し、資源が経済の各構成員に行き渡るよう、適正に再配分するために直接・間接的な介入を必要とする場合もあるだろう。こうした意思決定は、政治的、人材開発面における優先順位を考慮してなされる。

しかしながら、政策当局による体系的かつ直接的な介入が過ぎると、市場の成長を妨げ、価格のシグナル効果をゆがめ、高度な投資家の育成を妨げる結果となる。

こうした局面において適切なバランスを達成することは、政策当局にとって非常にハードルが高い課題の一つである。市場を整備するにあたり、介入政策は、最も重要かつ難易度が高い政策の一つと言える。一つのアプローチとしては、政府による介入を制限し、市場メカニズムを活用して政策目標を達成しようというものがある。これは、政策を放棄するというわけではなく、市場機能や内包するインセンティブを上手に利用して政策目標を実現しようというものである。

2.2 市場アーキテクチャ

市場アーキテクチャの構築においては、以下の5本の柱からなる施策を実行する必要がある。

- 規制および監督の枠組みを設計
- 重要組織を設立
- 規則を導入し、透明性の高い形で運営・執行(規則および基準)
- 市場整備の目標と整合的な税務政策を策定
- 最新の金融市場インフラを整備するために、積極的にテクノロジーを導入

これらの柱について、あらゆる新興市場諸国にとって有効で万能な施策は存在しない。政策当局は、複数の緊急課題("must have")を抱えており、適切な市場アーキテクチャを構築する上では、一定の意思決定("design decisions")が必要となる。本稿では、各柱についてこれらの"must have(緊急課題)"および"design decisions(市場設計についての意思決定)"についてより詳細に見ていく。

9 "Internationalisation of Yen' or 'Internationalisation of Yuan': Policy Science of Domestic Decision-making Processes for Asian Monetary Cooperation" 『政策科学』(第19巻第3号)(2012, 上久保誠人, [http://www.ps.ritsumeai.ac.jp/ assoc/policy_science/193/193_17_kamikubo.pdf](http://www.ps.ritsumeai.ac.jp/assoc/policy_science/193/193_17_kamikubo.pdf))

2.2.1 規制監督の枠組みを設計(規制および基準)

Must have: 組織外の優れた人材とのコネクションを有し、説明責任を課され独立した規制当局の存在は必須である。新興市場諸国のすべてに有効な単一のモデルは存在しない。成功と失敗の最初の分岐点となるのは、明確な説明責任および統治体制の導入・構築の成否である。次の分岐点となるのは、国内外から、こうした規制当局に卓越した人材を誘致できるかとなる。

Design decisions(市場設計についての意思決定):

これらを踏まえ、政策当局は、規制当局および自主規制組織の統治体制について重要な意思決定を行う必要がある。

- **協働を推進するような枠組みを設計:** シンガポール金融管理局(MAS)のような単一の規制当局を設けるアプローチや香港やインドのように複数の規制当局を設けるアプローチのどちらが優れているかについては多くの議論がなされてきたが、共通の目標に向けた協力・協働体制が明確に規定されていれば、どちらのアプローチを採用してもよいだろう
- **イノベーションを推進するために規制対象を決定する:** 適切な監督の下で、自主規制組織に、例えば、証券業協会に業界における基準を設定させること等も市場整備にとって望ましいインパクトが期待できる

2.2.2 金融市場における重要機関の設立

Must have: 金融市場における重要な組織、例えば、証券取引所、決済機関、預託機関、または信用格付機関はそれぞれ、基準の設定やリソースの共有(pooling)において重要な役割を果たしており、的を絞った資本市場育成を可能にする。

Design decisions(市場設計についての意思決定):

- **統治および責任体制:** 最近では、これらの組織の民営化がトレンドとなっている。証券取引所や決済機関が株式会社に変更され、香港、マレーシアおよびシンガポール等の証券取引所に上場している。こうしたトレンドは、市場整備にとって総じて望ましいインパクトを有するものの、これらの組織を公的あるいは公共的なインフラとして維持する国も存在する。政策当局者は、それぞれの場合(すなわち、民営化組織 VS. 業界運営組織 VS. 政府管理組織)のメリット・デメリットを考慮し、自国にとって最適な選択肢を選ばなければならない
- **設立すべき組織の決定:** 自国における証券取引所の必要性は広く認められているが、資本市場や証券化市場の育成のために信用補完機関(credit enhancement institution)が必要かについては意見が分かれる。例えば、公的な住宅金融支援機関(mortgage corporation)は、証券化市場や不動産市場の発展のために不可欠か。この点について、新興市場諸国は、同機関を活用している国(香港やマレーシア等)の例に倣うべきか、活発に討議されている。また、新興市場諸国においては、金融インフラの構築も重要な論点の一つである。インフラ構築に必要な資金調達を複数の機関に連携して行わせるのではなく、担当する組織の設立を検討することも政策当局にとって重要な決定事項の一つである

2.2.3 規則を導入し、透明性の高い形で運営・執行(規則および基準)

Must have: 金融市場に規制を導入する主な目的は、透明性を高め、規制適用の予測可能性を高めることにある。第二の目的は、規制当局および自主規制組織が標準化を推進し、その結果として、市場参加者の経済的コストおよびリスクを軽減することにある。これらの目的を達成するためには、各国の実状に合わせたアプローチを取る必要があるものの、実際のところこれらの目的は、世界的に有効性が証明されている国際基準や規制を導入することで容易に達成できる(IOSCO等が設定した基準等)。

Design decisions(市場設計についての意思決定):

- **監督および規制間で適切なバランスを達成する:** 新興市場諸国の規制当局にとって重要な課題の一つは、監督と規制の間に適切なバランスを達成することである。一般的に望ましいと言われているのは、「監督の比重を高め、規制は少なく済ませる」であるが、新興市場諸国においては、監督よりも規制を重視する傾向が強い。より有効なアプローチとしては、規制の質を上げ、市場育成を念頭に置いた絞った監督の実施が挙げられる
- **司法制度の成熟度に合わせた執行体制を導入する:** 先進国の資本市場において、効率的に機能している独立した司法制度の存在は非常に重要である。しかしながら、こうした司法制度は新興市場諸国においては必ずしも構築されておらず、各目的やプロセスに合わせて、司法制度を補完する措置を講じる必要がある。これは、必ずしも政策当局の担当範疇内にはないが、仲裁機関を設立したり(香港やシンガポール)、破産等の取り扱いに特化した法廷を立ち上げる(インド)等、紛争解決に向けた手段を設けることは重要であろう。インドにおいては企業倒産に関連した紛争が多発し、政府はこれを解決するために National Company Law Tribunal(会社法法廷)を設立した。当該法廷は、破産関連案件を含むインドの会社間の紛争を取り扱う。当該組織の設立により、紛争解決に要する期間の短縮化が期待されている

2.2.4 市場育成の目標に則した税務政策を策定

Must have: 特定の経済において資本市場の利用を推進するためには、税務政策が市場育成の目的と整合的である必要がある。税務政策の影響は大きく、資本市場の育成を促進もするし、阻害あるいは歪めることもある。まず重要なことは、税務政策が市場整備を阻害しないことである。例えばマレーシアはスクーク¹⁰市場の発展を阻害する恐れのある二重課税規制を撤廃した。イスラム法に基づいて発行されるスクークに対し一連の優遇措置(税控除を認め、同債券の移転に際し印紙税を廃止し、スクーク発行のため設立されたSPVに対し所得税を免除)を認めることで、マレーシアにおける当該市場の発展は特に顕著なものとなっている¹¹。

10 イスラム債券

11 2014/2015 Malaysian tax business booklet, Price Waterhouse Coopers, <https://www.pwc.com/my/en/assets/publications/2015-malaysian-tax-business-booklet.pdf>

Design decisions(市場設計についての意思決定): 多くの市場では、中立的な税制を超えて、特定の取引や資産クラス(株式またはインフラの長期投資に対する減税や債券および株式の空売りに対するキャピタルゲイン税の撤廃等)を推進することを目的とした税制上のインセンティブを導入している。マレーシアはまた、特定の資産クラスの市場育成を目的とした税政策も採用している(特定の債券の利息について、国内投資家に対し所得税を免除し、非居住の投資家に対しては、類似の債券について源泉徴収税を免除している)。

2.2.5 最新の金融市場のインフラを導入するために積極的にテクノロジーを導入

Must have: テクノロジーは金融サービスを急速に変化させている。ホールセール市場においてこうした動きは必ずしも目立たないが、大手金融機関が従来提供していたサービスをテクノロジーが代わって提供する例が出始めている。いまやテクノロジーはあらゆる組織および業務プロセスに浸透しており、政策当局は、高品質の市場インフラの開発を直接・間接的に支援する必要がある。直接的には、決済事業等の主要インフラにおけるテクノロジーを推進し、間接的には、民間企業が資本市場のインフラを大規模に展開する支援を行うこと等が挙げられる。多くの規制当局は、新興企業を含めた企業のテクノロジーをすでに導入している(決済事業におけるブロックチェーンテクノロジー、信用分析や不正検出においてはデータマイニングやアナリティクス等)。

Design decisions(市場設計についての意思決定): テクノロジーの領域において政策当局にとって最も重要な意思決定とは、特定の領域においてテクノロジーの急速な導入を支援すべきかであり、支援が必要な場合は、それをどのように提供するかである。この問題は、前述の重要組織の統治体制とも密接に関係する。すなわち、政府の管理下にある組織に対し投資を行うか、業界が運営する組織を支援するか、または、新たな市場機能を提供し民間組織の競争を促すかである。政府は、テクノロジーに関連した意思決定を行い、基準を設定するために必要なリソースを必ずしも有していないが、重要な取り組みの種をまき、市場にとって重要なインフラ開発の阻害要因を予め取り除くことはできる。

3. 変革に向けた「チェンジ マネジメント」アプローチ

新興市場諸国の政策当局は、資本市場が実体経済の成長を支援する上で果たす役割や効率的な資本市場を育成するために必要な基礎となるビルディングブロックについては、よく理解している。しかしながら、問題は、必要な変革を実現する段階で生じる課題である。

資本市場の育成を成功させるためには、一連の複雑に関連した施策を同時並行で実施し、長期的な国民の理解を得て必要な法制度の整備も同時に進める必要がある。他方で、政策および規制当局自身も、変革を実現し、受け入れるための体制ができていなければならない。この点に関連して、マッキンゼーでは過去の案件を通じて、多くの国に共通する課題を特定した。

- **変革の必要性に対し理解を得られていない:** 政策決定は、必ずしも公の場で行われるわけではなく、論点が非常に技術的で特定の委員会または部署の管轄下にある場合は、政策決定における透明性が確保されない場合も多い。しかしながら、変革に向けては、国民および政治の継続的な協力が不可欠である。変革を理解し受け入れる意識の醸成に加え、痛みを伴う可能性のある変革の必要性を多岐にわたる変革の関係者とのように共有していくことが非常に重要となるが、この重要性が正確に認識されていないことも多い
- **段階的アプローチ:** 資本市場の育成には、相互に関連する多くの施策の実行を管理することが不可欠となる。特に施策の順番について失敗すると悪循環に陥りかねない。例えば、多くの国では、流動性の高い国債市場が整備されていない段階で、長期社債市場を整備しようとして失敗している。他の国では、流動性の高い国債市場を育成しようとしつつも、準備金として銀行に多額の国債の保有を義務付ける等ちぐはぐな政策を打ち出し、結果として国債市場の流動性は低下する結果となった。しかしながら、総合的なアプローチをもって適切な姿勢で臨めば、こうした失敗から得る教訓を生かし、成長を実現することは不可能ではない
- **民間セクターの関与が限定的:** 政策および規制当局の責務は、経済成長および市場育成の観点を踏まえて決定されるべきである。これはどの国の市場にも言えることだが、特に新興市場諸国については当てはまる。というのも、新興市場諸国において、政策当局者は、特定の関係者（特に当該規制により利益を受ける可能性がある民間企業）に対し優遇措置を講じていると誤解されるような行動を取ることを特に嫌がる。その結果として、民間セクターは、市場改革に殆ど参加しないか、参加しても遅すぎるという事態が多く発生している。

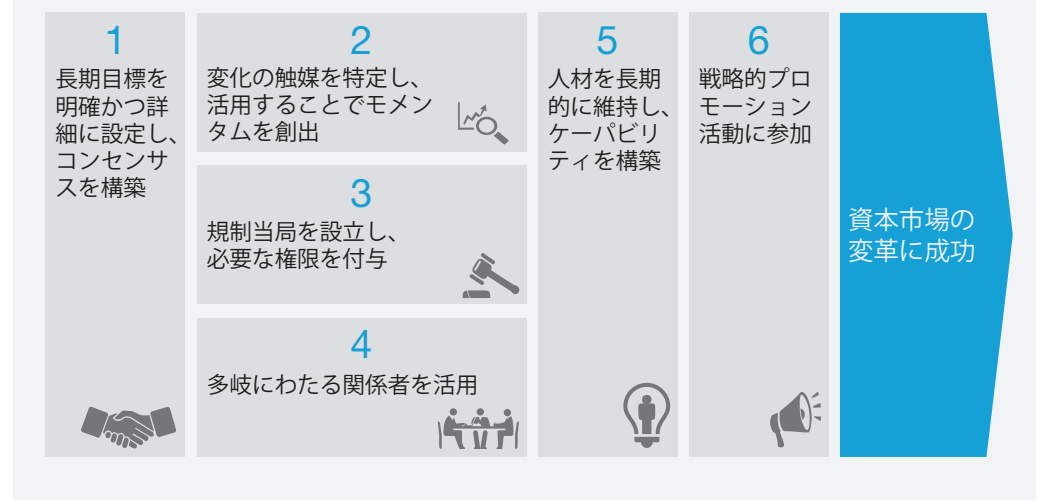
こうした事態を解消するには、政策当局が民間セクター関係者とポジティブな形で継続的に関与していくことが重要となる。具体的には、民間セクターの参加者に対し、市場整備を支援するような適切なインセンティブを設ける必要がある（例えば、国債市場の育成に重要な役割を果たすプライマリーディーラーに対し一定の義務を課しつつも、魅力的な特権を与えることでバランスを取る等）

- **限られた人的資源:** 新興市場諸国の規制当局は、多くの優秀な人材を擁しているが、それでも足りていないのが現状である。特に実行力を有する人材が必要となる。優秀な人材を誘致するには、民間セクターの方が有利な場合もあるが、人材プールの絶対量が非常に限定されている。多くの新興市場諸国における優秀な人材は、グローバルな金融都市に流出しており、母国の金融機関が彼らを呼び戻すことは容易ではない

こうした課題は、困難であるが、解決不可能ではない。変革を成功させた他の新興市場国の例から多くを学ぶことができることに加え、大手の民間企業がこうした問題をどのように乗り越えていったかについてからも多くを得ることができる。我々の実績から得られた教訓を6つの領域に焦点を絞ったアプローチにまとめた(図表4)。

図表4

実行に向けた「チェンジマネジメント」アプローチ



シンガポールは、1990年代後半に入り、その金融市場、金融サービス産業および資本市場の抜本的な変革に乗りだした¹²。シンガポールの目標は、アジアの金融センターとなることであり、必ずしも自国の資本市場の整備ではないが、多岐にわたる施策を政策当局者がいかに統括していったかについての好事例と言える(図表5)。上記の施策をすべて実行することで、シンガポールは、アジア第一の金融センターとしてだけでなく、世界第三位の金融センターとしての地位を手に入れるに至った¹³。

12 専門家インタビュー；MAS ウェブサイト—[http://www.mas.gov.sg/Press search](http://www.mas.gov.sg/Press%20search)

13 シンガポールは、Global Financial Centres Indexにおいて香港を抑え3位にランクイン。<http://www.cnbc.com/2016/04/08/singapore-ranks-third-globally-in-the-global-financial-centres-indexbeats-hong-kong.html>

図表5

ケース事例: シンガポールが採用した資本市場育成に関する施策

長期的な目標を明確かつ詳細に定義し、コンセンサスを構築する

- シンガポールをアジア第一の金融センターとするビジョンを国の首相および副首相(1990年代後半)が掲げる
- ビジョンは、国家的優先政策となり、雇用創出およびGDP成長等の社会・経済政策上の目標に関連づけられた

戦略的プロモーション活動に投資

- 政府がプロモーション活動や政策の透明性向上のために積極的に関与(頻繁なメディアの関与を促す、一般の人や企業に対して、メディアを通じて定期的に発表する等)
- プロモーションのためのロードショーや投資家キャンペーンの開催を取り扱う専門の部署を設立

人材を長期にわたり確保し、ケーパビリティを継続的に構築

- 教育セクターの改革。金融工学等の専門課程の設定、外国有名大学の誘致、大学における研究やイノベーションを支援等を通じて金融サービスの人材プールの充実化に向け取り組む
- 海外の人材を誘致し、シンガポールにおける滞在を促す

規制当局を設立し、権限を付与

- ビジョンを実現するための担当機関を設立: シンガポール金融管理局(MAS)
- 政府がMASにビジョンを実現するために必要なすべての権限を付与

多様なバックグラウンドを有する利害関係者を変革の実現のために活用

- 政策策定および実施に関するインプットを得るために民間セクターの積極的な関与を促す
- 民間セクターの市場参加を推進するようなインセンティブ付けを行う

変革の触媒を特定し活用することでモメンタムを創出

- 証券取引所の合併および株式会社化
- 国債市場の近代化を進め、市場の流動性を改善
- 資産運用およびプライベートバンキング業界の変革を実現

資料: インタビュー、プレスレポート

3.1 長期的な目標を明確にし、国民のコンセンサスを獲得、維持する

長期に及ぶ持続可能な変革を実現するためには、その重要性を繰り返し訴求する必要がある。また、幅広い関係者に対し、それぞれの関心や先入観、インセンティブを踏まえた上でアピールしていく必要がある。具体的には以下を実施することを意味する。

- 明確かつ計測可能なビジョンを掲げる
- 当該ビジョンを具体的な経済的および社会的成果に落とし込み、各関係者に向けてそれぞれに合わせたメッセージを作成する
- 適切な「マウスピース」を特定。国のトップから路上の活動家に至るまで、それぞれの背景に合わせて適切なメッセージを長期にわたり発出する
- 早期の成果や成功をアピール。人々にとって重要な成果が上がったことを分かりやすい言葉で説明し、モメンタムを創出する
- 殆どの場合、リーダーを任命し、変革の顔となる存在を創る(該当国の首相が変革の「顔」となる場合が多い)

シンガポールはどのような目標を設定したか

シンガポールは、1997年にアジアの金融センターになるという目標を設定した。これは当時の首相および副首相が打ち出したものであり、国のビジョンとして掲げられた。政府は、事あるごとに金融セクターの政策や国民の意識を変革することの必要性を訴えた。

当該ビジョンは、マクロ経済における目標として設定され、資本市場の育成は、雇用創出およびGDP成長を加速させるための長期的なプロセスとして位置付けられた。こうした資本市場の育成は、政府および国民にとっても非常に重要な目標であるという意識を共有することを見逃しては成し遂げられない。

3.2 変革に必要な触媒を特定し、活用することでモメンタムを創出

適切な領域において短期で成果を上げることは、成功のプログラムと理論上のビジョンの違いを明らかにする。まず、主な阻害要因の解決に注力することで、好循環を創出し、一定の領域における変革の成功が、他の領域における変革に向けて必要なモメンタムを創出する。次に、早期において成果を上げることで、変革の支持者だけでなく、変革を成功させるために協力が必要な人々の支援も受けやすくなる。

適切なアプローチを策定するためには、各国の事情を勘案する必要があるが、以下ではいくつかの例を示す。

- **証券取引所における統治体制の変革：**証券取引所の株式会社化および上場は、株式市場に革新をもたらし、投資を呼び込む上で有効か。香港、マレーシアおよびシンガポールはこのアプローチを採用した
- **政府による国債プログラムの再起動：**政府が国債発行の近代化に向けた取り組みを12～18ヵ月にわたり実施することで、国債市場の育成を加速させることは可能か。このアプローチを採用した国の例としては香港、シンガポール(それぞれ1990年代に実施)およびフランス(1980年代に実施)が挙げられる
- **年金制度の変革：**年金制度変革を実現するためには長期間を要するが、こうした変革は、国民の金融教育への意識の向上につながるか。国民の金融知識が増えれば、ミューチュアルファンド等への投資は増えることが予想されるか。このアプローチは、香港において1998年に採用された(確定拠出型の年金制度(Mandatory Provident Fund)の導入)
- **政府の管理下にある組織の民営化または上場：**政府保有または管理下にある機関を民営化、あるいは上場するだけで、株式市場の活発化、規模拡大を実現することが可能か。フランスが1980年代に当該アプローチを採用し、最近では、過去15年程度にわたり中国が当該アプローチを実施していることから、当該アプローチは先進国だけでなく、新興市場諸国においても有効なことが分かる
- **住宅ローンの証券化に焦点を絞る：**公的な住宅金融支援機関(mortgage corporation)を設立する功罪については広く討議されているが、一定の状況下においては、同機関の存在は、証券市場の触媒として機能し、結果として、証券市場の深化に貢献し得る。マレーシアにおけるCagamasやHong Kong Mortgage Corporationがこのアプローチにおける例として挙げられる

- **インフラ構築のための資金調達を強化:** インフラ構築のための資金調達が金融市場の育成に役立つという主張の根拠としては、第一に長期の債券に対する国内投資家の潜在需要は大きいと見込まれていること、第二に、インフラ投資に向けたニーズも非常に大きいこと(新興アジアおよび太平洋諸国において、2030年までに約26兆ドル)¹⁴、第三に、政府および政策当局が、インフラ構築プロジェクトの資金調達に対し、大きな影響力を有し、どのような方法で誰から調達するかについて裁量を有している等が挙げられる

シンガポールは変革を実現するためにいかに触媒を活用したか

シンガポールは、金融市場の需給を増やすための触媒として機能する以下の施策を特定することに成功した。

- 取引所の組織変更(相互会社から株式会社へ)
- シンガポール国債(SGS)市場を急速に近代化させ、流動性を改善
- CPF(Central Provident Fund = 中央積立基金)の投資ルールを変更し、資産運用上の選択肢を広げることで、地元の資産運用産業を推進し、シンガポールに対し投資意欲のある企業に機会を提供
- 政府は、資産運用およびプライベートバンキング産業の変革に成功した。政府関連の投資ファンドを活用し、異なる運用スタイルを採用している外部運用者への資金配分を増やした。こうすることで、国民の貯蓄や年金の運用方法に変革をもたらし、多くの資産運用機関をシンガポールに誘致するためのインセンティブとした

3.3 規制当局を設立し、権限を付与

ガバナンスは、変革を実現する上で非常に重要な役割を果たし、その成功を左右する。例えば、特に複数の規制当局が存在する新興市場諸国においては、複数の機関の調整役として機能する主体の設立や組織間で連携を取るためのメカニズムや新しいコミュニケーションプロセスの構築等がしばしば重要となり、こうした枠組みは、各国の事情に合わせて設立される必要がある。しかしながら、以下の要素は、新興諸国以外の市場においても共通して重要となる。

- 各規制当局の市場育成に関する責任を明確化し、実行に関するアカウンタビリティを課す
- 連携のための場を設ける
- 主要施策については、シニアレベルのリーダーを担当責任者として任命する(その施策はビジネスや政治的な文脈において、行政的あるいは立法的な行動を包含する)
- アドホックコミッティーを立ち上げ、明確な使命を課し、期限を設定する

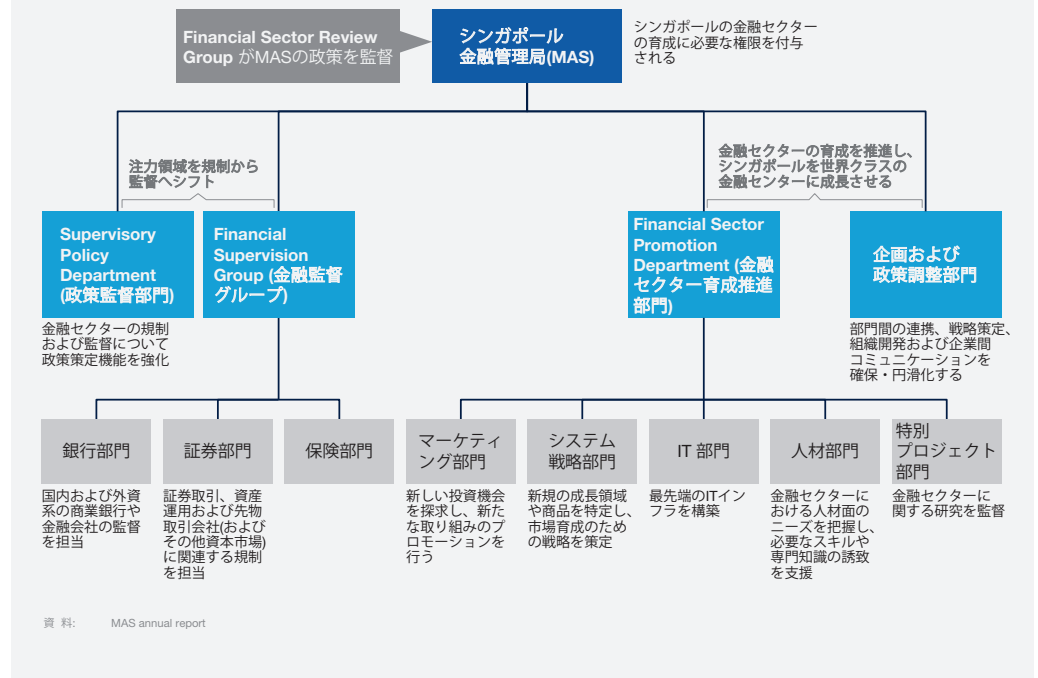
14 <https://www.adb.org/news/asia-infrastructure-needs-exceed-17-trillion-year-double-previous-estimates>

シンガポールにおいて設立された機関

- Financial Services Review Group (FSRG) は、シンガポールにおける金融サービスの変革の監督を行うために設立され、同グループの議長はシンガポールの副首相が務める
- MASは、シンガポールが目標とするビジョンを実現するために必要な措置を他の政府機関と連携して実行するための権限を付与されている
- MASは、組織内で複数の小規模なチームを立ち上げ、金融サービスにおける異なる領域の監督をそれぞれが担当。各チームのアカウンタビリティも明確に定義している(図表6)

図表 6

シンガポール政策当局の組織図



3.4 市場の広範なステークホルダーを変革の実現のために活用

資本市場の育成においては、一般国民も含む幅広い関係者（民間企業、政府系機関、外資系企業、国際機関、外国の政策当局等）がそれぞれ重要な役割を果たす。以下では弊社が関与したプロジェクトにおける成功事例を紹介する。

- **民間に一部のリーダーシップ権限を委譲する：** 自国の業界団体（例：証券業業界や銀行協会）からは有益な情報が得られるだろう。こうした協会から日常の業務についての情報が得られることは有益だが、当局は協会が自身の利益追求を優先しないよう監督する必要がある
- **外資系金融機関を活用：** 新興市場国の政策当局者が有さない知見を提供できる金融機関を関与させ、有益な情報を得る
- **情報のインプットおよびフィードバックを得るために、透明性の高い形で、幅広く訴えかける：** 幅広い組織からインプットを求めることにデメリットは少ない。ITを活用すれば、こういった取り組みを大規模かつ効率的に行うことができる
- **国内において有力なプレーヤーを育成し、権限を与える：** 資本市場育成計画の一部について、先進的な金融機関を関与させ、責任を課す。金融機関にとっても長期的にはメリットが認められるため、投資を行うインセンティブはあると思われる
- **税制優遇措置、政府支援、事業上の優遇措置等を活用：** インパクトを達成した企業に優遇措置を認める。政策当局は、こうした取り組みを推進するために数多くの手段を有する
- **モラル・スエーション：** 市場参加者の良心に訴えるという措置は必ずしも万能ではないが、多くの市場で有効に機能している

シンガポール政府は、利害関係者に対し、いかに関与していたか

- シンガポールは、業界についての情報を収集するために複数の段階において民間セクターが参加する委員会を立ち上げた。まず、方向性を決定するために1997年に開催、その後、1998年には、特定の推奨事項を支援するために再びローンチした。これらの委員会において、非常に多くの提案がなされ、その多くは実行に移された（情報公開に基づく規制システム、機関投資家の参加を増やす、証券業務関連規制権限のMASへの一元化等）
- MASは、多くの外資系金融機関に対し助言を求めた。FSRGが主にこの領域を監督し、同会議には、外国からアドバイザーが招待され、ガイダンスやアドバイスを提供した
- 金融市場の変革と国内金融産業の整理統合は同時に行われた（UOBおよびOUBの合併およびDBSとPOSBの合併）ため、金融業における先進企業を国内および地域ベースで育成することに成功
- シンガポールは、民間セクターの参加を促すための税制優遇措置を実施し、事業機会を提供（政府系ファンド等）

3.5 人材を長期にわたり確保し、ケーパビリティを継続的に構築

資本市場の育成において人材の確保は重要であるにもかかわらず、見過ごされがちな項目である。人材確保について早期に達成可能なクイックウィンも存在するが、短期的な課題を解決することで、長期的な問題の解決にもつながり得る事柄は多く存在する。以下では具体例を示す。

- **短期: 人材の誘致**

政策当局は、優れた人材の誘致に注力すべきである。多くの場合、優先して誘致すべきは、先進国の金融センターに流出した自国の人材である。多くの新興市場諸国が、海外駐在員として活躍する優秀な人材プールを抱えており、魅力的な長期ビジョンを示せば、彼らが帰国する可能性もある。また、海外の優秀な人材を自国市場に誘致することも非常に重要だが、外国人の金融市場への参加を制限する国も多い

- **中期: 人材のトレーニングおよび再トレーニング**

昔であればこういったトレーニングは、ワークショップやセミナーを開催することで提供していたが、現在では、ITを活用すれば非常に効率的かつ大規模に既存の人材に対しトレーニングを提供することができる。例えば、新興市場諸国において採用されている新しい取り組みとしては、オンライン上で無料の授業を受けることができるMass Open Online Courses (MOOC) 等の活用が挙げられる

- **長期: 大学教育変革および職業訓練の改善**

新興市場国における有名大学において、金融に関する講座を充実させることは重要であり、各国は、海外の有名大学と協力してこれを実現することができる。こういったアプローチは、既存の研修や資格試験等の水準の向上と合わせて採用されるべきであり、また、こういった取り組みを効率的に展開していく上でITを活用することは必須である

トレーニングや教育に加えて、公的セクターにおいて重要となってくるのは報酬である。金融市場の育成および規制を担当する政策当局において優れた人材を確保し維持する上で、報酬が問題となることが多い。高額な報酬を支払う上でのリソースの欠如に加えて、報酬について取り上げること自体をタブー視する国も多い。

シンガポールはいかに人材プールを構築したか

- **短期: 人材を誘致**

1997年にシンガポールの人事院(Ministry of Manpower)の国際人材担当部門は、海外の優秀な人材をシンガポールに誘致するための"Contact Singapore"というプログラムを展開した。また、1998年には、"Singapore Talent Recruitment" (STAR) Committee が設立され、海外の人材が利用できる廉価かつ快適な住宅を提供するための"Scheme for the Housing of Foreign Talent" をローンチした。こうしたプログラムは、金融サービスの範疇外にあるが、シンガポールの金融サービスセクターを充実させるために大きく貢献した

- **中期: 人材のトレーニングおよび再トレーニング**

金融機関の社員にトレーニングを提供するための資金を援助するFinancial Sector Development Fund (FSDF、金融セクター支援ファンド) が立ち上げられた。MASは、学術機関に対し、金融サービスに関する研究を行うことを推奨し、金融セクターの研究に特化するシンクタンクの設立を支援した

■ **長期：大学教育変革および職業訓練の改善**

シンガポールは、金融および経営に関する教育を学部および大学院レベルにおいて強化するための施策を数多く実行してきた。具体例としては以下のものが挙げられる

- シンガポールの大学は金融セクターのニーズに合わせたコースを設けた。シンガポール国立大学や南洋理工科大学では、金融工学の修士号が取得できるプログラムを開設
- 海外の有名ビジネススクールや大学 (INSEAD やシカゴ大学) にアジアにおけるキャンパスを開設するよう働きかけた

3.6 戦略的なプロモーション活動に投資

マーケティングやセールスは、規制当局にとって中核的な領域とは言えない。多くの規制当局は、政策振興 (プロモーション) 活動を有効に行うためのトレーニングを受けたことはなく、そのケーパビリティに欠ける。しかしながら、先進的な機関では、その重要性を把握しており、資本市場の育成を成功させるラストワンマイル (最後の一步) として短期および長期のプロモーションは欠かせない。実務においては、これは以下のような意味を有する。

- トレーニングを受けた人材にプロモーションを担当させる
- マーケティングおよびプロモーションにおいて明示的な目的および目標を設定
- 政府のトップレベルの高官を当該プロモーションに巻き込み、継続的、体系的に関与させる

シンガポールは、いかに金融市場を売り込んでいったか

- MAS 内においてプロモーション活動を一元的に担当する部門を立ち上げ (Financial Markets Development Department)、金融市場を推進するためのロードショーを実施し、投資家啓蒙キャンペーンを展開
- 政府の高官が、国内だけでなく、海外でも同国の資本市場のプロモーション活動を積極的に行った

資本市場の育成とは一筋縄にはいかない課題である。本稿およびその基礎となった研究がより包括的で実務的なアプローチを策定する上での一助になれば幸いである。

付録: McKinsey Asian Capital Markets Development Index

McKinsey Asian Capital Markets Development Indexは、資本市場の機能を3つのパラメータ(資本調達規模、投資機会、プライシングの効率性)(図表 A.1)ならびに各サブパラメータに基づき評価する。

図表 A.1

McKinsey Asian Capital Markets Development Indexの構成要素

テーマ	サブテーマ	評価基準	説明
 資本調達規模	流動性の厚み	1 発行市場の流動性	過去3年間(2013~2015年)に発行された証券(株式、国債(年限1年超)、社債、金融債および証券化商品)の年間平均発行残高と各国のGDP比
		2 長期債市場の流動性	債券市場における長期債(10年超)の短期(1~3年)債券発行高に対する比率
	調達手段の多様性	3 海外投資の規模および安定性	証券投資残高のGDP比 VS. 証券投資フローの5年間の標準偏差
	コスト競争力	4 自己資本コストの競争力	物価調整後の自己資本コストおよび負債資本コスト
 投資機会	投資機会の存在	5 多様な資産クラスにおける投資機会の存在	各資産クラス残高のGDP比(発行済み株式、社債、金融債、国債および証券化商品)
	リターン	6 適切なリスク調整後のリターン	株式(現物)のシャープレシオ (2008~2015年)
 市場の効率性	プライシングの効率性	7 プライシング情報のクオリティ	効率性指数は以下の要素を踏まえ算出される ¹ : - 長期記憶/ハースト指数が長期時系列における相関性を評価 - フラクタル次元は、短期時系列における相関性を計測 - 近似エントロピーは、市場トレンドを予測するための情報の可用性を評価

¹ FINMAP Financial Distortions and Macroeconomic Performance, Kristoufek and Vosvrda (2014)

これらのパラメータに基づきアジアの市場を評価することで、アジアの資本市場育成について指数ベースのランキングを作成。結果は、日本のように「非常に優れている」と評価された市場もあれば、パキスタンやベトナムのように「非常に限定的」という評価を受けた国まで多岐にわたる(図表 A.2)。

図表 A.2

McKinsey Asian Capital Markets Development Index

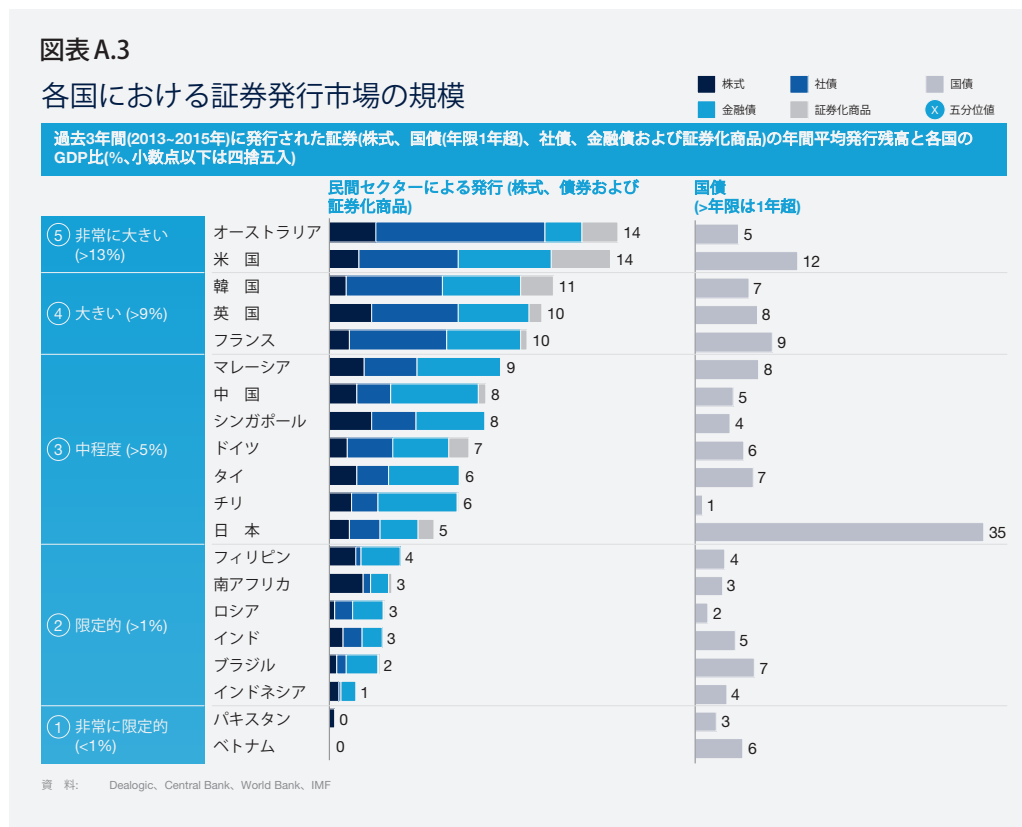
 非常に優れている  優れている  中程度  限定的  非常に限定的

国名	資本調達規模 ¹	投資機会 ²	プライシングの効率性 ³	トータルスコア (最高5)
日本				4.00
オーストラリア				3.95
韓国				3.45
シンガポール				3.40
マレーシア				3.25
タイ				2.80
中国				2.45
インド				2.30
フィリピン				2.25
インドネシア				2.20
パキスタン				1.30
ベトナム				1.20

1 適用されているウェイト: 合計値を算出するに当たり50%
 2 適用されているウェイト: 合計値を算出するに当たり40%
 3 適用されているウェイト: 合計値を算出するに当たり10%

1. 各国における証券発行市場の規模

過去3年間にわたる新興市場諸国の証券発行残高は、非常に限定的から中程度(図表A.3)のあたりで分布していた。株式および国債市場においては、一定の規模を有する国も見られたが、社債の発行高は限られており、証券化商品の市場規模も非常に限定的であった。



2. 長期国債市場の厚み

長期資金の調達能力は、資本市場の機能を評価する上で非常に重要な要素である。弊社の分析結果によると、長期の資金調達が中心となっている国(日本、韓国、タイ)と、短期の資金調達が中心となっている国(中国、インド、マレーシアおよび米国)の2タイプが存在している(図表 A.4)。

図表 A.4

長期債券市場の厚み

X 五分位値

長期債(社債および国債)発行残高の短期債発行残高に対する比率
%; 2015年



資料: Central Bank, World Bank, IMF, Bloomberg

3. 外国投資の流入および安定性

外国投資の流入規模および安定性は、各国により大きく異なる(図表 A.5)。インドネシアは、海外からの資金流入トレンドの予測可能性が高いことや国内投資および海外投資のシェアが同程度(2010～2014年)であることから、フランスやドイツのような先進国経済と同じグループに含まれている。インドやマレーシア等の新興市場国における海外からの資金流入は安定しているものの、全投資に占める外国投資の割合は低い。一部の新興市場国経済は、閉鎖性が高い(中国およびパキスタンの外国投資が全体に占める割合は10%を下回る)。

図表 A.5

外国投資の流入および安定性

X 五分位値

外国証券投資流入トレンドの標準偏差、外国証券投資流入額/GDP(正規化のために5年平均で除す)
2010～2014



資料: Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)、IMF、World Bank

4. 資本調達コストの競争力

ドイツ、日本、米国および英国等の先進国は、資本調達コストが低い国に分類されている。これらの国の自己資本コストは、10%を下回るが、アジアにおける殆どの新興市場国では、10～20%近辺に分布している。同様に、これらの新興国の殆どでは負債の資本コストも先進国と比較して高い水準にある(図表A.6)。

図表A.6

資本調達コストの競争力

五分位値

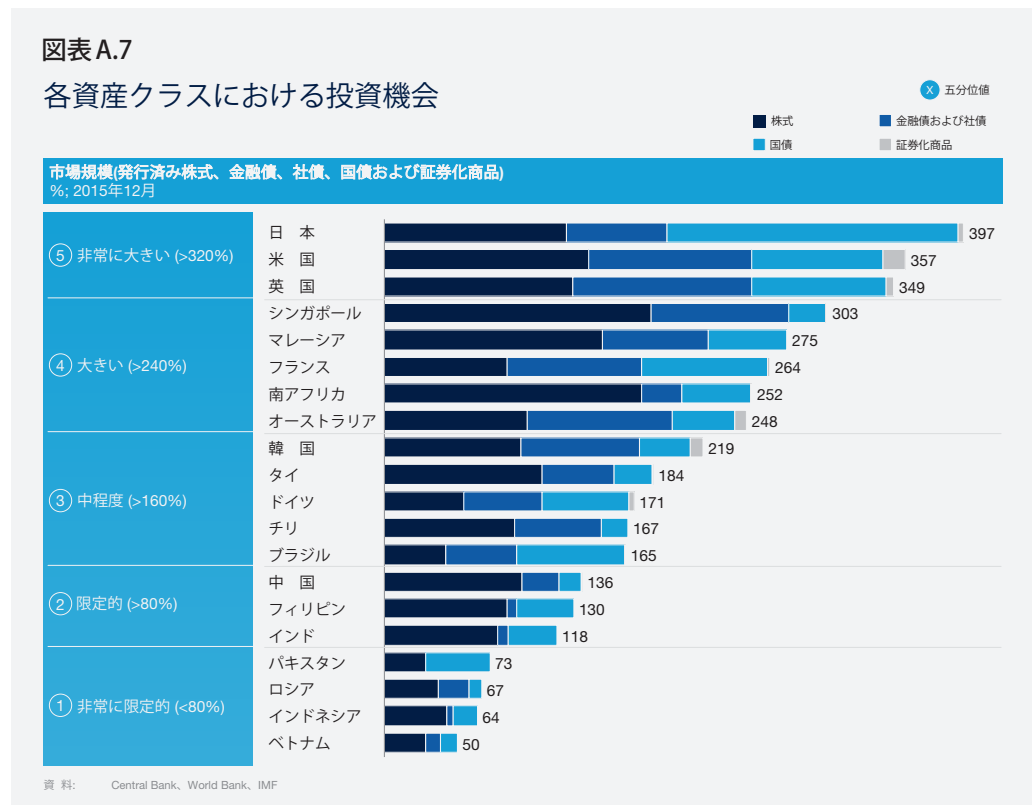
	自己資本コスト ¹ %; 2015	実質負債資本コスト ¹ 最も高格付けの社債のYTM; %; 2015
⑤ 自己資本コスト<8% 負債資本コスト<1%	日本 チリ マレーシア	ブラジル チリ 日本 ロシア ドイツ 英国 フランス
④ 自己資本コスト<10% 負債資本コスト<2%	ドイツ 中国 インドネシア シンガポール 英国 オーストラリア 米国 フランス	韓国 中国 米国 オーストラリア
③ 自己資本コスト<10% 負債資本コスト<3%	南アフリカ タイ ブラジル 韓国 ロシア	フィリピン インド マレーシア シンガポール タイ
② 自己資本コスト<14% 負債資本コスト<4%		インドネシア
① 自己資本コスト>14% 負債資本コスト>4%	インド フィリピン パキスタン ベトナム	南アフリカ パキスタン ベトナム

¹ CPI (消費者物価指数) 調整後

資料: Thomson Eikon, World Bank

5. 各資産クラスにおける投資機会

米国および英国の金融市場においては、多種多様な資産運用の機会が存在している(株式、金融債、社債、国債、地方債、証券化商品等)が、新興市場国においては、そういった市場幅はまだ存在しない(図表A.7)。



6. 適切なリスク調整後のリターン

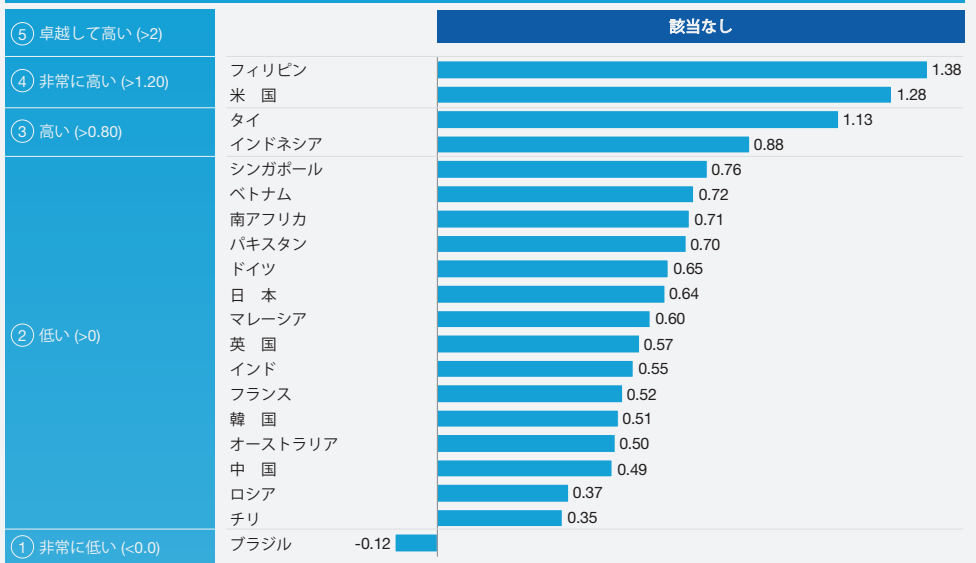
2008年から2015年にかけてのシャープレシオの平均値を算出。金融危機が発生して1年が経過し、市場が正常化しつつある頃を開始時点とした。金融危機発生後ということもあり、殆どの市場では、リスク調整後のリターンは必ずしも望ましいものではなかった。この時期にシャープレシオが1を上回ったのは、フィリピン、タイ、米国の3カ国のみであり、これはリスクを超過するリターンがあったことを示唆している(図表A.8)。

図表A.8

適切なリスク調整後のリターン

X 五分位値

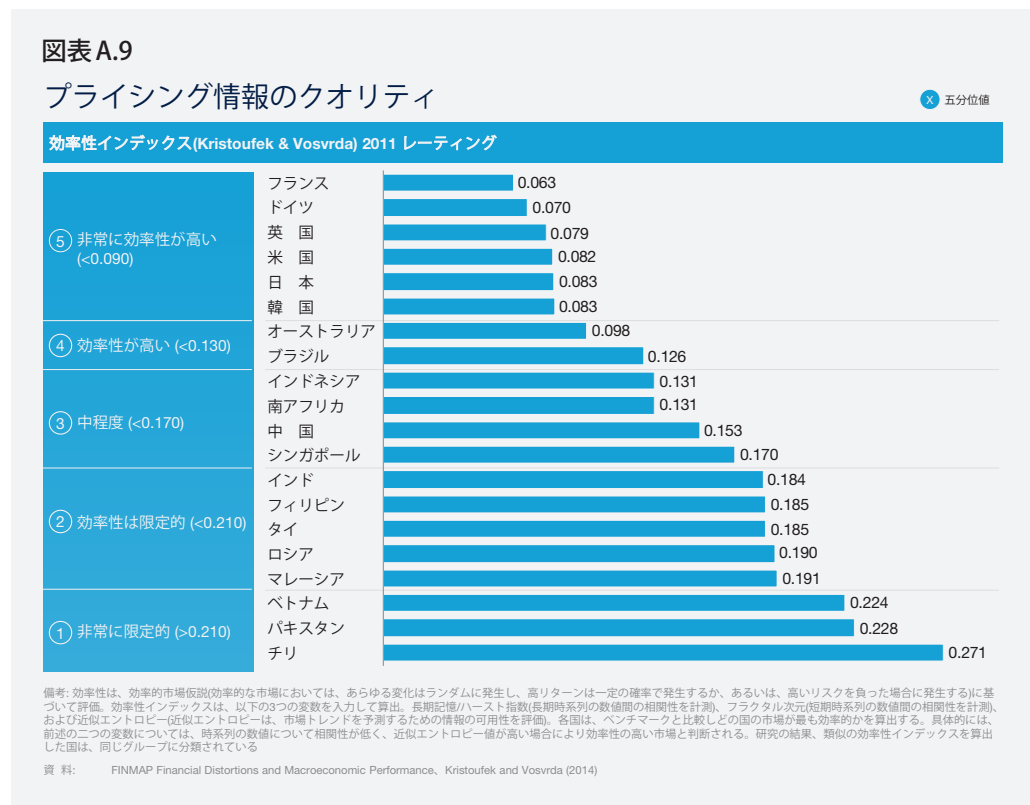
株式投資(現物)の平均シャープレシオ
%, 2008-2015



資料: Bloomberg

7. プライシング情報のクオリティ

プライシング情報のクオリティの複雑性に関するリサーチは比較的新しい研究領域であるが、非常に有効な着手点である。一部はサードパーティーが提供するベンチマーク効率性に関する指数として示されており¹⁵、先進国においては、信頼性が高く正確な価格情報がタイムリーに継続的に提供されていることが分かる。日本および韓国の金融市場においては、ドイツや米国と同レベルで効率性が非常に高いと評価されているが、新興市場国の一部(パキスタンやベトナム)においてはプライシングの効率性が非常に低いと評価されている(図表A.9)。



15 本稿の執筆においては、Ladislav Kristoufek 氏および Miloslav Vosvrda 氏が実施した研究を参照した。両者は、効率性に対する研究において、従来の事象研究を新しい統計学的評価基準で代替しようと試みた。統計学的手法のメリットはその応用可能性および再現性であり、時系列の価格データのみを使用して実施することが可能である。FINMAP Financial distortions and macroeconomic performance, Ladislav Kristoufek and Miloslav Vosvrda, 2014

連絡先

本稿に関する質問や感想等については以下の者までお寄せ頂きたい:

Nitin Jain

シニアエキスパート, グルガオンオフィス
nitin_jain@mckinsey.com

Fumiaki Katsuki

パートナー, 東京オフィス
fumiaki_katsuki@mckinsey.com

Akash Lal

シニアパートナー, ムンバイオフィス
akash_lal@mckinsey.com

Emmanuel Pitsilis

シニアアドバイザー, 香港オフィス
emmanuel_pitsilis@external.mckinsey.com

Joydeep Sengupta

シニアパートナー, シンガポールオフィス
joydeep_sengupta@mckinsey.com

本稿の作成においては、Soumya Gupta 氏、Aakash Jhaveri 氏、Ryutaro Kawai 氏、Aisa King 氏、Anamika Mukharji 氏、Noorain Nadim 氏、Rachel Rui Zhang 氏の多大な協力を得た。この場を借りて謝意を表したい。

