



タイ金融市場発展には 特定ビジネス税(SBT)の完全撤廃が必要¹

経済調査部長 絹川直良

(Naoyoshi Kinukawa)

e-mail: kinukawa@iima.or.jp

インターバンク資金市場は、資金の偏在を調整し、短期金利を形成するという重要な機能を果たす。発展途上国の金融市場についてもインターバンク市場の厚みを増すことが色々な意味で必要である。債券市場や資金市場を中心にタイの金融市場をみると、通貨危機後も成長を続けており、インフラ整備も相当進んだが、厚みある金融市場の育成という面では今一步の感がある。特に短期インターバンク資金市場を短期間に育成することが必要だが、そのためには政策当事者の強い意思と市場の発展を阻害する特定ビジネス税(SBT)の撤廃が不可欠である。本稿ではタイのインターバンク資金市場の厚みを増すためにどのような方策が考えられるのか、検討する。

1. インターバンク資金市場の厚みを増すことの意味

インターバンク資金市場：

通常日本ではインターバンク市場とは銀行間の外国為替市場のことを指すが、金融機関相互間で短期資金の貸借および有価証券等の売買を行う市場を意味することもある。後者は、オープン市場（金融機関に加えて、事業法人、公共法人等参加している短期の金融市場）と対比させて用いられる。ここでは、後者の意味で特に「インターバンク資金市場」の呼称を用いる。

インターバンク資金市場は色々な機能を持つ。主要なインターバンク資金市場の参加者が、最終的な資金需給の調節をこの市場で行おうという意欲を持ち相当額の短期資金運

¹ 本稿は、外国為替貿易研究会 国際金融第 1136 号（2004.12.1）に掲載されたものである。

用あるいは調達のためのニーズを携えて市場に臨み、実際にそこで相当額の短期資金取引を行う。

このように、インターバンク市場は、第一に、最終的な流動性調節としての機能を果たす。

これに関係し、インターバンク市場参加者としてどこまでの参加者を含めるかという問題があるが、これは中央銀行のインターバンクの決済システムに直接アクセスを認める参加者の範囲の問題とほぼ裏腹である。また、中央銀行が運営するインターバンクの決済システムがどこまで信頼性をもって効率的に運営されているかという問題もある。即時グロス決済が金融機関間の最終決済方法として定着していれば、金融市場の最終的な資金の過不足はインターバンク資金市場に反映されるはずであるが、中央銀行による準備預金制度の内容、制度運用の厳格度、市場の流動性の潤沢度によっても反映の度合いは異なってくると思われる。また、特に発展途上国の場合、インターバンク資金市場で最終的な資金需給が調節される部分が大きくなれば、インフォーマルファイナンスといわれる部分は小さくなる。インフォーマルファイナンスは闇金融につながる話であり、脱税の温床でもあることからその縮小をはかる面からも、インターバンク資金市場の成長が必要である。

第二に、インターバンク資金市場は、短期金利形成の場として機能する。インターバンク資金市場で形成された短期金利をベースとして、金融機関の対顧客向け融資金利や、顧客よりの受け入れ金利が決定されていく。市場金利の動きが鈍く、実際には融資金利や預金金利が大手金融機関によって適宜決定されているような場合には、まだインターバンク資金市場の機能が十分に発揮されているとは言えない。むしろ金利の自由化がどの程度進行しているかにも依るが、そのような市場で、市場金利に変化があった場合、これが最終ユーザーに波及するメカニズムになっているかどうかという問題である。中央銀行による公開市場操作は、それ自身インターバンク資金市場の育成を助けるという側面もあるが、既に相当成長したインターバンク資金市場なくしては公開市場操作が成立しないという面もある。

第三に、筆者は、発達した深みあるインターバンク資金市場は外的ショックより受ける衝撃をいくらかでも和らげる機能を持つと考える。

2. タイのインターバンク資金市場

上記の点についてタイのインターバンク資金市場の実際を見てみよう。

タイでは、通貨危機前より地場大手商業銀行による寡占構造が指摘されてきた。発達したインターバンク資金市場がなく公開市場操作手段も持たなかった中央銀行は、しばしば大手商業銀行に対し直接金利操作を働きかけたが、抵抗に遭うことも多かったという。確かに、本年8月末現在では上位5行の預金残高は11の商業銀行の預金残高の約75%に及んでいる。

また、タイのインターバンク資金市場には資金ブローカーがない。金融機関間で資金の短期貸借を行う場合には、各行の担当者が直接資金取引の条件交渉を行い成約する。

寡占構造の故もあって、大手地場商業銀行は市場参加者中では抜きんでて資金ポジションも潤沢であったことから、短期資金の放出に応じる余裕があった。しかし、資金の取り手からみると、ブローカーもいないことから直接大手地場商業銀行にコンタクトをし、資金調達の交渉を行う必要があり、結果としてコスト、量の両面で苦労したようだ。少なくとも通貨危機前後までは、二桁金利でかつ常に資金市場はタイトな状況にあり、市場資金に多くを頼る外銀は邦銀に限らず苦労していた。

タイでは金利の受け取りに対しグロスで 3.3%の特定ビジネス税(Specific Business Tax あるいは Special Business Tax。特定ビジネス税)が原則として課される。インターバンクの無担保の資金取引やレポ取引もむろんこの対象となる。

具体的にどの程度 SBT 賦課によりコストがかかるだろうか。期間にもよるが、期間 1 週間の資金の offer 金利が 8 %p.a.の場合、この SBT によるコストを反映させると資金の出し手側が受け取るネットの金利は 7.736%p.a.となる(実日数/365 日で計算)。通常、8% - 7 15/16%といった形で 1/16%幅で資金の offer/bid rate が向き合う場合でも、この SBT を勘案すると offer 金利は 8.25%強のレベルに達して初めてネット手取りベースでの金利が 8%p.a.となる。そうすると offer/bid 金利の間に 1/16%ではなく 5/16%p.a.以上もの開きが生じることになる。これでは、インターバンク資金取引が成立する可能性は低く、あるいは成立するとしても基本的に仲介される資金のコストはその部分だけ上昇する。実際に通貨危機までは米ドルから為替スワップによってパーツ資金を調達することは外銀のみならず地場銀行でも行われていた。これは国内のインターバンク市場での調達が割高であることの結果であった。

タイでの通貨危機勃発の引き金となったのはオフショア市場にあるパーツ資金を利用した投機筋のパーツ売り・米ドル買いのオペレーションである。その際、中銀が直物市場での介入のために米ドルを調達しようとした為替スワップ(パーツ投入)によって、パーツ資金が大量にオフショアに流失していたことから、投機筋によるアタックが容易となった。このあたりの事情はタイの通貨危機の原因を中銀関係者が実際にどのようなアクションを取ったのかを含め具体的に調査し報告書とした Nukul Commission Report に詳しく記述されている。さて、IMF は当初タイについては財政引き締め・高金利政策をとり、これが通貨危機で打撃を受けたタイ経済を更に苦境に陥れたとして批判されている。この政策の変更は翌 1998 年 2 月の letter of intent まで確認できないと言われている。しかし、実際にはこの間、タイ国内では中銀がタイパーツ/米ドルの為替スワップを行いパーツ金利の低下を進めていたとの話が市場関係者複数より聞かれる。これは、中銀にとって米ドル調達の意味合いもあったと思われるが、米ドルペッグを放棄して以降のタイに介入資金を確保しようとする意図はさほど強くないはずで、基本的には国内金利の低下、安定をねらったパーツ資金供給の狙いがより大きかったのではないかと思われる。それは、高金利によって苦しむ国内企業、地場金融機関に対する配慮であったとも言えよう。その意味ではこの時期既にタイ中銀は、IMF が設定した高金利引き締め方針に反するアクションを取っていたことになる。通貨危機勃発直後で地場金融機関に対する信認も低下するなか、インターバンク資金市場の機能が大きく低下し、短期金利が乱高下しかつ高いレベルに張り付

いていたが、これは中銀の歓迎するところではなかった。将来このような規模での通貨アタックがタイで再発するかどうかは別として、このような場合に備えてインターバンク資金市場を整備しておく意味は大きいと考えられる。即ち、インターバンク資金市場の仲介能力を集め主要な参加者がこれを最終的な流動性調節の場としそこで短期金利水準が形成される場として臨むようになり、レポ市場のインフラが整備され活性化することで参加者がお互いの信用リスク等に必要以上に神経質にならずにレポ取引を行うことができるようになれば、インターバンク資金市場は大きく拡大し、ある程度までの大きな資金の過不足は中銀の金融調節も加われれば、問題なく調整できるようになると考えられる。通貨危機前後のタイのインターバンク資金市場にはそのような調整機能を果たす余地は極めて小さかった。

3. タイでの金融市場インフラ整備の動きとその限界

タイでは、特に通貨危機以降金融市場のインフラ整備が進められた。現タクシン政権発足以降は、2002年春に出された資本市場整備マスタープランが注目されるが、1999年には債券市場整備マスタープランが策定され、8つの作業委員会が設置された。これが公的債務管理局の設置につながり、国債のプライマリー市場整備をもたらした。また、決済システムの整備を取り扱う作業委員会も設置され、国債のDvP決済実現に向けての動きが本格化した。

タイ中銀の銀行間電子決済システムであるBAHTNET(Bank of Thailand Automated High-value Transfer Network の略)が、1995年に既に稼働を開始していたものの、実際には2000年以降、非居住者依頼の送金のモニタリング強化を進める中で、その利用が大きく進んだ。

更に、2001年12月には、BAHTNET-IIと呼ばれる国債のDvP決済がスタートした。実現迄に多少時間はかかったものの、上述の債券市場整備マスタープラン策定の中で挙げられた最重要項目の一つがこれにより実現した。それまでは国債のデリバリーは使走便による他なく、かつ中銀においては書類の受領の確認しかできず権利移転の確認ができるのは更に少なくとも数日間を要した。BAHTNET-IIの稼働開始でこれらの問題が解決された。

レポ市場整備についても、先の98年秋の債券市場整備マスタープラン下で単独の作業委員会が設置され、その実現に向けて作業が進められた。タイではレポ市場での2週間物金利が金融政策執行上の指標金利として扱われ、重要な位置づけを与られている。しかし、実際には全てのレポ取引について中央銀行が一方の当事者となっている。通貨危機前後の話であるが、中銀とのホットラインが繋がらない限り中銀とのレポ取引が難しく、過不足の資金の運用調達に支障を来した例も少なくなかったと複数外銀関係者が明らかにしている。中銀がレポ金利を人為的に誘導しているとの疑念はこのころ非常に強かった。この様な事態を改善するために、ISMAのRepo取引のMaster Agreementのタイ版(具体的にはタイ用のannexの作成)作成が進められ、2001年秋にISMAがこれを認めるなどインフラ面での準備が進み、大手地場金融機関をはじめとする参加者の準備が整えば、民間

金融機関同士のレポ取引（タイではこれを *private repo* と呼ぶ）が開始できることになった。現在、この地場金融機関等のオペレーション開始準備待ちの様である。このように準備に時間を要したのは何故か。レポ取引を本格的に開始するには値洗い等参加金融機関側で準備すべき事項も少なくなく地場金融機関側の準備に時間がかかったことも一因である。

なお、レポ市場活性化に関連し、先の SBT のレポ取引への適用についても検討が行われたが、大きな変更はない。また、*securities lending* 取引や一般の銀行間資金取引も相変わらずその対象である。将来タイパーツの短期金利が上昇した際には SBT 部分の持つ影響が大きいことから、関係者が執拗にその撤廃をタイ税務当局に働きかけるべきと考える²。

債券の流通市場での取引に際して、DvP 決済の実現が重要な意味を持つが、社債は引き続きタイ証券取引所の下にある Thai Securities Depository (TSD) において受け渡し決済が行われており、実際はその大半について registrar 各社がマニュアルベースで行っている。このように国債と社債では決済に大きな違いがあるが、実は政府機関債の多くは TSD での決済である。昨今注目を集めているパーツ建て国際機関債や国際協力銀行債についても BAHTNET-II ではなく TSD を利用することが定められており、中銀よりのレポ適格を持たないことも加わって、これら債券がタイ国債に対して大きなハンディを持つ結果となっている。

社債の決済についても DvP を実現しかつ社債と国債を同じ場所で取り扱うことができるようにタイにも Central Securities Depository を設置しようという動きがある。国債と社債の取扱機関を TSD に一本化しようという案をまず TSD が明らかにした。これに対しタイ中銀は、将来的には Central Securities Depository を実現することに反対しないが当面は国債についてはタイ中銀が預託及び受け渡し決済を行う機関として機能すべきと主張した。現在 TSD 側は社債の DvP 化に向け作業を進めており、さしあたって一日も早い実現が望まれる。

4. 厚みある金融市場の育成を目指して

一昨年後半以降、ABMI に代表される債券市場育成の試みが東アジアで本格化し、多くの成果を挙げている。この努力は継続されなければならない。ここからは、公的部門よりむしろ民間部門の担当部分が多いとの声も聞かれるが、現実にビジネスチャンスにまで熟していない部分が相当程度残っている状況、民間部門よりの参加を制度的に確保しその参画を確実なものとした上で、規制の調和、標準化、市場慣行確立等多くの作業を継続的に進める必要がある。

この点、筆者が一点注意を喚起したいのは、債券市場整備は各国の国内金融市場の厚みを増す一環として理解される必要があるという点である。各国の国内債券市場の流動性、

² SBT はレポ取引を含めグロスで賦課される。期間 1 ヶ月以内でトレーディング勘定で行う取引については受け払いをネットアウトして課される。SBT の他に、中銀とのレポの場合には *withholding tax* の支払いが必要。また、FIDF 運営のために各金融機関は外銀も含め 6 月および 12 月末の預金残高に応じて 0.2% のフィーの支払いが必要であるが、預金保険制度導入の際に廃止される見込み。

市場の厚みを増すために何が必要かという様々な議論がなされている。社債市場、国債市場それぞれについてだけでなく、債券市場の基礎は国債だとして国債の流通市場の問題を議論することも必要であるが、債券市場の厚みを増すためにはインターバンク資金市場の活性化が必要である。

一例を挙げよう。タイでは通貨危機前から金利先物市場を創設する必要性が取り上げられていたが、現在まで目立った進展がない。最近証券取引所が derivative を取り扱う取引所をその中に設ける話が具体化し、短期金利先物もその中に含まれている。このように時間を要した背景には、長く future の取り扱いに法律上の問題があったというだけでは説明できない。それは、金利先物に対するニーズが非常に小さかったということに尽きよう。短期金利先物は、指標金利が特定の限月にどのように決定されるかを参加者が憶測し売り買いを重ねることで商品として成立している。従って、キャッシュ市場との裁定行為が活発に働く必要がある。しかし、タイではインターバンクの資金取引がほとんど行われていないことから、このキャッシュ市場との裁定関係が成立しない可能性がある。バンコックインターバンクオファー金利(Bangkok Interbank Offered Rate, BIBOR)といった指標金利も融資の金利値決めで用いられることは少ない。かくて短期金利先物市場に参加するインセンティブは削がれる。この点、売り買いを建値する金先市場への参加者に手数料を減免する優遇措置を取ったところで常に競争力あるプライスを提示する参加者が登場するとも思えない。東アジア各国の短期金利先物市場での取引が、日本を除いていずれも基本的に低調でわずかに香港、シンガポール程度しか機能していないのもこのあたりに原因があるが、タイの場合もおそらく短期金利先物市場の振興は現時点では非常に難しいだろう。

このように、短期金利先物市場の創設、振興の鍵を握るのは、活性度を持つ国内のインターバンク資金市場の存在である。そのためには、国内の資金市場の寡占構造やブローカー不在の問題を解決することも必要であるが、根幹の課題は SBT の撤廃である。

もう一つの例を挙げよう。最近タイで債券市場の流動性向上の観点から注目されているのが、Thai Bond Dealing Centre(TBDC)による bond trading platform の創設である。

同センターは 1993 年に Bond Dealers Club として発足した後、タイの債券市場のインフラ整備には非常に尽力を重ねてきており、先述の 1999 年の債券市場振興マスタープランの下でも複数の作業委員会で積極的に活動したことで現地の市場参加者の間ではタイの債券市場インフラ整備の旗手と見られている。

同センターは、債券を同センターに「登録」することを進め、かつ、債券の取引価格を毎日定期的に収集、公表することで市場の透明性を高め、流通市場の活性化も図ろうとしている。

同センターはここ数年色々試行錯誤を続けてきたが、結局地元のソフトウェア会社と連携して、債券トレーディングを取り扱うインターネットのプラットフォームを開発した。現在、本年末までに電子債券トレーディングプラットフォームの稼働を目指して、市場の主要インターバンク参加者、大手機関投資家と稼働テストを行っている³。

³ 2004 年 11 月 18 日 Bangkok Post 記事によれば、TBDC は今後数年間で dealer 間の市場取引の 7 割の

タイでは現在国債、社債とも流通市場での取引は市場参加者同士が直接電話で条件交渉を行って取引を行うのが普通である。指標銘柄である国債については電子トレーディングによる取引が活性化する可能性が考えられるが、それでもオペレーション上のメリットがある等のインセンティブがない限り定着には時間がかかろう。実際に結局ご祝儀的な取引が入るだけで後は様子見という市場参加者が多いようである。この点に関連して、リテール向けに証券取引所の方でも Bond Exchange を昨年立ち上げており両者の関係も片方はホールセール、もう片方はリテールという棲み分けではあるが今ひとつ理解しにくい部分がある。また TBDC の電子トレーディングプラットフォームは、レポ取引も重要な対象取引として取り上げている様である。しかし、ここでも電子トレーディングを振興させる前に、金利の受け払いを伴うインターバンク参加者間の取引を活性化させる為の基本的な手だてを考える必要がある。それが SBT の完全撤廃であり、それにより流通市場での債券取引に伴う金利の受け払いにかかるコストが大きく縮減される。

5. タイの金融市場への期待

タイの金融市場は大きな将来性を持っていると思う。

第一に、基本的に経済規模が拡大している国の金融市場の整備は相対的に容易である。インフラ整備の為の具体的手だてを取れば、それが多少の時間をおいて実際の市場規模、取扱高、残高の拡大となって現れよう。第二に、タイの場合は、全体の規模こそまだ十分大きくないにしても、機関投資家が順調に育っている。ここでは詳述しないが、タイでは、機関投資家育成のために何かを積極的に行わなければならないという状況ではなく、むしろ、機関投資家に課された不合理な規制を、段階を追って除去する必要性が高い。新発の社債についてみても年金基金、保険会社、ミューチャルファンド等による購入が金融機関による購入を上回っている。第三に、隣国マレーシアの強力な官のリーダーシップには一歩譲るにしても、資本市場育成について当局が相当力を入れている。来月 3 日には今後 4 年間のデット市場マスタープランが発表されるとの報道もある⁴。

しかし、全く手放して現状を放置できるわけではない。特に、異なる業種についてこれを監督する官庁、政府機関が異なるため、整合性ある手当が必ずしもなされていない。また金融市場の実際について、これら監督官庁側の理解が今ひとつ十分ではないことが挙げられる。特に新しい金融商品、金融取引について理解を得ることが難しいことが多いとの声を聞く。また、SBT といった税の問題についてはなかなか問題解決が進まない。

発展途上国の国内金融市場といってもそれぞれに事情がありそれに合った処方箋が書かれるべきだが、タイの場合は、あえて言えば SBT の撤廃が鍵を握ると考える。担当である Revenue Department が、SBT の撤廃には基本的に強い抵抗を示していると聞く。また、通貨危機前後までの様にパーツ金利が二桁のレベルにあった時期と異なり、現下の低金利

取り扱いを目指している。現在、12 のインターバンクディーラーおよび 3 の機関投資家とテスト中。

⁴ 2004 年 11 月 16 日付 The Nation 報道” Mega-Projects: Government mulls tapping the debt market” 他

局面では SBT が金融取引を阻害している程度は小さいとの声も当局関係者や一部市場関係者から聞かれる。しかし、以上に述べたように、インターバンク資金取引やレポ取引を活発化する最重要の鍵は SBT 撤廃にあることは間違いない。本稿ではタイを取り上げたがアセアンではフィリピンに類似の問題があり同じく撤廃が必要である。

<参考文献>

Richard J. Herring and Nathporn Chatusripitak(2000), The Case of the Missing Market: The Bond Market and Why It Matters for Financial Development, ADB Institute Working Paper

Masaru Yoshitomi and Sayuri Shirai(2001), Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia, ADB Institute Working Paper 15

Institute for International Monetary Affairs “Settlement Systems of East Asian Economies” (2004)

絹川直良、水野達 タイ債券市場整備の動きについて(2000) 外国為替貿易研究会『国際金融』1040号

絹川直良 東アジアの金融市場インフラ整備の推進役は誰か(2002) 外国為替貿易研究会『国際金融』1087号

同 東アジア諸国でのインフレ・ターゲティング導入には国内金融市場整備が不可欠(2003) 外国為替貿易研究会『国際金融』1101号

Copyright 2005 Institute for International Monetary Affairs. All rights reserved.