

田坂敏雄 著

『パーツ経済と金融自由化』

御茶の水書房 1996年 viii+405ページ

ま 真 清
し り

I

本年7月2日、タイは変動為替相場制度に移行した。そのねらいは、パーツの切下げを通じて経済を回復させることにあるが、ASEAN 諸国、日本などもパーツ安定への協力を約束したところである。パーツ経済圏構想を打ち出し、インドシナ地域の金融センターとしての役割を担おうとしてきたタイが、この度の措置をとらざるを得なくなったのも、金融自由化が進展するなかで、不良債権が発生し、金融システムを不安定なものにしたからである。

ところで、タイは、他のアジア諸国と比べて、公的金融機関のシェアも低く、弾力的な金利政策を実施してきたことで知られている。実際、1980年代末以降、一連の預金金利の自由化を実施するとともに、92年には金利自由化の総仕上げともいべき貸出金利の上限規制を撤廃している。一方、対外的には、1990年代に入って、外国為替管理を緩和し、93年には、バンコク・オフショア市場(BIBF: Bangkok International Banking Facilities)を開設している。これらの自由化政策は、国内貯蓄の動員と外資の導入を促進することによって、1980年代半ば以降、慢性的に続いてきた貯蓄・投資ギャップを解消する目的を持っている。

しかし、こうした政策スタンスのなかで、タイ政府は、国内銀行を保護するため、例外的に、厳しい外銀参入規制を実施してきたが、これが外資導入上のネックともなっていた。そこで、1990年代以降、金融機関の業務分野拡大とともに外銀に対する門戸開放を推進し始めたが、このねらいは「金融制度

開発計画(1995-2000)」にも表われている。ところが、問題は、経常収支の悪化にもかかわらず外資流入が増加し、それが不動産および株式投資の異常な活況の一因となったことである。その矢先に、外資の受け皿としての役割を果たしているファイナンス・カンパニー(FC)の最大手FIN-1の経営危機が起こった。

著者のいう実体経済の要請と離れた政府主導型の自由化と国際化が、外資流入を活発化させた反面、金融システムを不安定なものに変えたわけである。本書の目的は、タイの金融システムと金融政策の特徴を浮き彫りにした上で、大量のドル資金の流入がどのような経路を通じてタイ金融市場のボラティリティを高めたのかを解き明かすことにある。

II

本書の構成および内容は、以下のようである。序章「タイの金融自由化の背景と特徴」に続き、第I部「金融国際化と資本移動」は、為替平衡基金(EEF: Exchange Equalization Fund)の機能を主眼として、アンカパーのドル資金流入がタイの金融市場を国際金融市場に巻き込むようになったそのメカニズムを分析する。第I部が理論編であるとするれば、第II部「金融自由化と金融システム」は金融制度および政策編である。すなわち、預金・貸出市場、短期金融市場(本書ではマネー市場)、債券・株式市場それぞれの市場の主要商品とプレーヤーについて説明し、今後、タイの金融システムがどのように再編成されていくのかを考察する。

第I部は、また、第1章「外国為替相場制度と外国為替管理の自由化」、第2章「短期資本の流入と過剰流動性」、第3章「バンコク・オフショア市場と金融の国際化」によって構成されている。

第1章において、著者は、通貨バスケット方式の採用とパーツ建勘定の設定が短期の民間資金の流入を促進したことを指摘する。1984年11月の通貨バスケット方式への転換はパーツの切下げを主な目的としていたが、この方式は、為替レートを1ドル=25~26パーツという狭い範囲に固定する管理変動相場

制の特質を備えていたので、海外資金の流出入はもっぱらパーツ金利（正確には、パーツ金利とドル金利との金利差）と連動することになった。次に、非居住者の勘定がパーツ建勘定に一本化されたことによって、非居住者は自由に外貨をパーツに転換することが可能となった。これらの一連の措置によって、1990年以降、高金利政策をとったタイ金融市場への短期資本の流入は著しく増加した。

第2章および第3章は、民間資金の特質について論じる。民間資金の流入は、1980年代の直接投資に付随したものから、90年代のそれは金利裁定をねらいとした短期的な債務性資金へと変わっている。なお、この短期資金には、BIBF貸付の形で銀行部門に流入する資金と海外借入として非銀行部門に流入する資金の2種類があるが、両者は代替的な関係を保ちながら、いずれもBIBFを通じて流入している。

このうち、第2章は海外借入金を対象とする。どの程度、短期資金を取り入れるのかを定める基準となるのが(1)金利差と(2)直先スプレッドであるが、タイの高金利政策の影響を受け、ドル安パーツ高という状況が定着していたため、海外借入は急増した。しかも、この状況下では、為替リスクをわざわざヘッジする必要は薄く、金利裁定をねらいとしたアンカパーの資金が流入することになる。同様なねらいから、アンカパーの非居住者パーツ建預金も増加することになった。

続いて、第3章は銀行貸付を対象とする。BIBFはOut-Out取引とOut-In取引の双方を行なうオン・オフ型の市場であるが、実際には、Out-In取引が中心になっている。BIBFの金利が低いことに加えて、企業が比較的容易に利用できることから、BIBF貸付が急拡大したことが、Out-In取引増加の一因となっている。なかでも、フルバンキングのライセンス取得を目指した新規参入外銀とくに日系銀行（三和、住友など）の貸付の増加が目立っている。なお、邦銀の場合、同様な目的から、Out-Out取引も活発化している。

第2章と第3章を通じて、著者がとくに重要視するのはEEFの機能とそれがマネーサプライに及ぼす影響である。通常、外資が流入したとしても、マ

ネーサプライの総量とは直接的な関係を持たないはずであるが、タイでは、外資とりわけドル資金の流入がマネーサプライとともに国内金利を変動させている。その理由は、商業銀行が保有するドルを、中央銀行がEEFを利用して引き取るので、その分だけパーツ貨の供給を増やし、ハイパワード・マネーの増加と同じ効果をもたらすからである。これは、また、国際化が進展するほど、タイ金融市場がドル資金のインパクトを受ける度合いが強まることを示唆する。

第II部には、第4章「金融機関の種類と特徴」、第5章「金融市場と金融政策」、第6章「新証券取引法と債券市場」、第7章「金利自由化と商業銀行」、第8章「規制緩和と金融再編」の5つの章が配されている。

第4章は、タイの代表的な金融機関である商業銀行とFC（金融会社と金融証券会社の総称）をとりあげるが、同族（トラクーン）経営という視点が核となっている。商業銀行（地場銀行15行と外国銀行支店14店）の資産額、信用残高に占めるシェア（1994年末現在で70%ほど）は圧倒的である。しかし、地場銀行の場合、バンコク銀行、タイ農民銀行など上位5行による寡占化が進んでいる。一方、FCの特徴は、証券業を兼営していることと、参入規制を受けている海外金融機関のタイ進出にとってその存在が重要であることである。

第5章は、マネー市場をとりあげる。金融の国際化につれて、EEF市場での金利裁定取引が活発化している。しかし、EEF市場を別として、コール市場の規模は小さく、また、国債現先市場も尻すぼみの状態にある。こうした状況の下では、不胎化政策も制約を受けざるをえないが、もともと、商業銀行の中央銀行信用への依存度が低く公定歩合操作の効果が弱かったのに加え、大量のドル資金の流入がインターバンク市場の金利を定めるようになっていたため、金融当局のコントロールはますます難しくなっている。

第6章は、債券市場をとりあげる。1992年の新証券取引法の制定によって、転換社債、ワラント債などの新しい金融商品が開発され、企業や金融機関の

資金調達之道が開けた。しかし、代表的な債券である国債の売買が示唆するように、流通市場の整備の遅れが原因となって、債券市場の規模（1994年段階で、株式市場の10分の1程度）は小さい。適債基準を満たす優良企業は、ユーロ転換社債のごとく海外での起債を開始したが、債券購入者層の拡大と機関投資家育成によって国内の流通市場を拡大するねらいから、ミューチュアル・ファンドを取り扱う投資信託会社7社の設立を許可した。

第7章は、タイ型ディスインターメディエーションについて論じる。タイの金融自由化の特徴は、同族経営など旧来の制度を改善するため、金融当局が上から競争原理を導入し、国際標準の金融システムを創り出そうとしている点にある。これは、日本の自由化が大量の国債発行という実物的な要因をきっかけとしていたのと対照的である。ところで、自由化の進展につれ、1990年以降、大量の外資が流入するようになると、国内金利が低落し、その結果、銀行預金はFC、投資信託、株式市場に流れるようになった。しかし、それにもかかわらず、商業銀行は、1980年代よりもむしろ高い収益率を獲得している。著者が指摘するように、同族企業絡みの未収利息が含まれているので、実際の収益率は割り引いて考える必要があるとしても、高い収益率は、低コストの海外借入（海外金融機関からの借入とユーロ転換社債など債券の発行）が利用可能であったことによる。

最後に、第8章において、著者は、現行の金融改革を展望し、それがもたらすであろう金融再編成問題を検討する。金融制度開発計画の柱は、(1)業務分野の拡大と(2)外銀に対する門戸開放である。このうち、前者に対しては、商業銀行と金融会社の債券分野業務の認可や証券会社の約束手形ないし為替手形発行業務の認可などの措置が講じられている。しかし、著者は、商業銀行の債券業務ライセンスの取得と投資信託会社との連携の動きが、証券会社にとって脅威となるばかりか、証券会社の再編成を促すものとする。他方、WTO体制加盟に応じる後者の具体策は、外銀の新規参入、BIBFライセンスの追加交付、外銀の支店増設の認可、地方のオフショア支店の開設という対外的な措置と、地場銀行15行体

制の拡充およびFCの改革である。とくに、FC改革のひとつとしての商業銀行への格上げが金融再編成の口火となりそうである。

III

本書は、タイが当面する最新の諸問題を、金融市場と経済主体という2つの視点から捉えているが、タイ現代金融論とでもいうべき本書の貢献は数多い。たとえば、日本の金融市場および政策との比較という手法、現地の豊富な資料にもとづいた預金・貸出市場、マネー市場、債券市場、株式市場、外国為替市場の現状分析と将来への展望、さらに、同族経営の特徴、華人社会の人的関係を前面に押し出した金融機関、証券会社の組織と経営行動についての叙述は読者を引き付ける。なかでも、本書の最大の貢献は、タイの規制緩和政策が海外資金の流入を活発化し、タイの金融調節機能の弱さとあいまってタイ金融市場のボラティリティを高めたそのメカニズムを描きだしたことにある。

しかし、本書が外国資本の役割を強調するあまり、タイ国内の家計の貯蓄行動と企業の資金調達の方法に関する分析をそれほど行っていないこと、また、貯蓄者と投資家の利益にとって金融改革がどのような意義を持つのかについてそれほど配慮が加えられていないことに対して、いくばくかの疑問を感じざるをえない。というのも、評者は、金融市場のボラティリティを克服する最善の方法は、家計の貯蓄と企業の投資を直結する資金ルート構築とそれを優先する金融改革であって、外資の導入もこの枠のなかで捉える必要があるからである。そこで、著者が強調する外資中心の資金供給メカニズムとそれに関連する金融インフラの確立という2つのテーマを選んで、若干のコメントを試みることにする。

1. 資金供給メカニズム

ドル資金の増加がタイ金融市場のボラティリティを高めるという著者の主張は、パーツ金利とドル金利との金利差→ドル資金流入→流動性(M_2 +BIBFのOut-In貸付)→国内金利の変動、という経路を基盤としている。しかし、これが成立するためには、

(1)ドル資金増加が民間部門の現金通貨（ハイパワード・マネー）増と等しくなること、(2)その増加分が、金融当局によってコントロールされえないことが前提条件になる。ところが、著者によれば、EEFの機能によって確実にドルがパーツに転換される一方、金融当局のマネーサプライ・コントロール能力が弱いことに加え、不胎化政策に限界があることから、この条件が満たされることになる。

実に、スマートなドル資金供給ルートが想定されているわけである。しかし、マネーサプライ・コントロールの弱さは、タイのように外資依存型の経済でなくても、情報と市場の不完全性が存在するときには起こりうる問題である。最近の日本経済がそうであるが、金融当局の政策波及経路弱化的の問題を別として、著者のドル資金供給ルートが情報の完全性を前提としていることに疑問を感じる。

情報が完全であれば、マネーサプライとドル資金の増加が短期・長期の利子率を下落させ、その結果、資金コストを低め、総需要を増加させる資金ルートが成立する。しかし、著者の想定するタイの金融市場は、外銀支店と地場金融機関、それと取引する大型企業を主な対象としているため、仮に情報の完全性が存在するとしても、外資を活用する特定の経済主体に限られることになる。また、他方では、家計や中小企業それに末組織金融市場が、これらの経済間でのみ情報を共有しながら、外資と切り離された形で存在し、金融取引を行なっていることに注意を払わざるをえない。つまり、経済全体としては、情報の不完全性が存在していることになる。したがって、自由化の進展がすべての経済主体に情報を行き渡らせていくにつれて、家計と中小企業が外資をどのように需要し、その結果、金融システムをどのように変えていくのかを検討する必要があるのではないのだろうか。その意味で、家計の金融資産の構成と企業の資金調達方法の変化に関する分析が不可欠と思われる。

2. 金融インフラの確立

タイの金融システムにおいて、証券会社、FC、投資信託会社の伸長は著く、直接金融のシェアを高めつつある。日本と同様、その限界はあろうが、少な

くとも、これらの機関を通じた株式および債券の発行、投資信託の販売などが、証券形態による資金供給の比重を高め、著者のいうタイ型ディスインターミディエーションを起こすことにはなろう。しかし、華人の同族経営に象徴されるタイ企業が、本来であれば株主のモニタリングを受けるはずの直接金融を中心とする資金調達を行なうようになるとは考えにくい。この点で、著者の叙述（319ページ）に疑問を差し挟みたい。

金融・資本市場そのものは情報の非対称性が存在する典型的な市場であるが、とくに銀行などの金融機関が、情報の不完全性を克服し信用市場を成立させる中核的な役割を果たしている。その第1の理由は、情報の収集、投資計画および借り手の審査、貸出後の借り手のモニタリングをすることによって、相対的に情報を持たない預金者の貯蓄を投資に結び付けることができるからである。第2の理由は、銀行との契約が企業経営者にとって有利に働くことである。すなわち、株式の発行によって資金調達する場合には、利益のほとんどが株主の手に渡ってしまう。しかし、銀行借入によって資金調達する場合には、そのほとんどの利益を手中に収めることができるので、経営者は銀行借入に依存しがちとなる。その反面、エージェンシー理論が示すように、リスクな投資を行なうようになるが、この問題は所有と経営が分離するほど大きくなる。タイの場合、主要な銀行と一般事業会社が同族の所有下にあるが、この古い体質を変更しようとした政府主導型の金融自由化・国際化が、リスクな行動を助長することになったのであろうか。

事実、不良債権の発生が示唆するように、タイの金融システムは、国内貯蓄の動員と外資の導入には成功したものの、それを生産的な投資に向けるのに失敗している。ここに、金融の自由化と国際化の進展に合わせた、金融インフラ（プルーデンス規制と情報規制）の確立が課題となる。現在、タイが金融改革に取り組んでいるのも、経済規制を緩和する一方、プルーデンス規制（バーゼル合意の実施やディスクロージャー制度の確立など）とその基盤となる情報規制（正確な財務報告と会計基準および監査制

度の構築)を強化することによって、市場メカニズムの機能を高め、貯蓄者と投資家の利益を実現することがその目的である。そこでは、地場だけでなく外資系の金融機関と企業の正確な財務報告およびディスクロージャーが必要となるが、それを保証するのは

ブルーデンス規制と情報規制の強化だけである。国際会計基準構築への動きなどを通じて、預金金利と株式配当がどのように改善されていくのかを見守る必要がある。

(中央大学商学部教授)