

アジアマーケット

タイの金融・資本市場整備は奏功するか

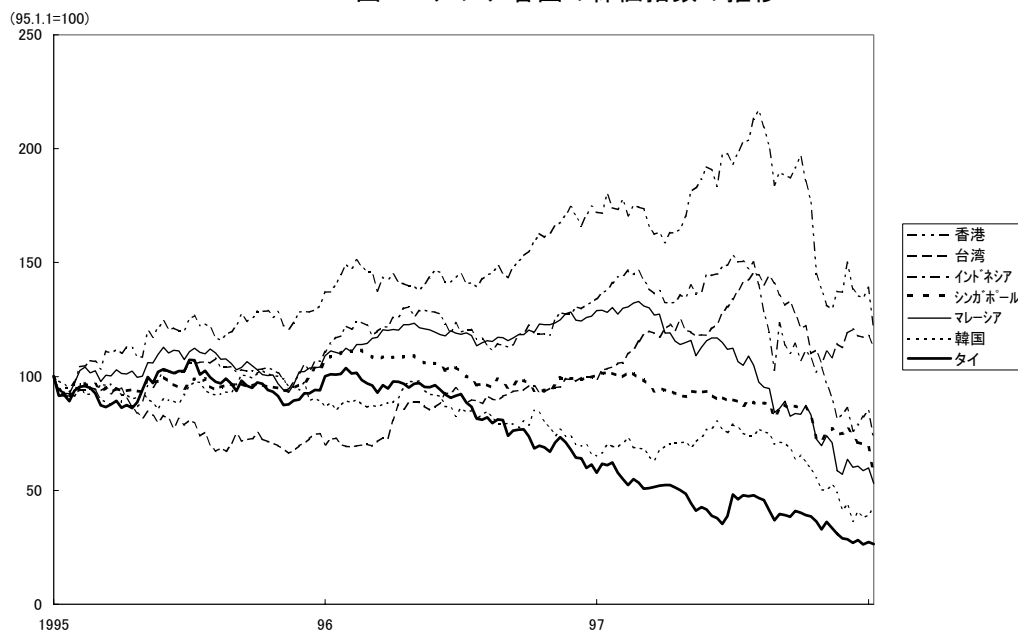
タイは、為替レートと株価、不動産価格の急落により、甚大な影響を受けた。政府、中央銀行が矢継ぎ早に政策を発表しているが、不良資産の規模に対する懸念や政局不安から、明るい展望は開けていない。

しかし、金融・資本市場の制度に関する整備は進んでいる。市場参加者が十分に制度改革に対応できないうちに、大混乱が生じてしまったという点では遅きに失したという面もあるだろうが、これを契機に制度改革を実行段階に移すことができれば、タイ経済の立ち直りに大きく寄与しよう。

1. 株価の急落

今回の為替レート、株価の暴落がタイに与える影響は深刻である。97年の最高値に対するSET指数の下落率は97年12月末ではほぼ60%に達しており、その下落率はアジア諸国で最大である。しかも、タイの株価は96年から他の市場にさきがけて下落しており、SET指数はピーク時に比べるとその下落率は75%にも達する。各種投資家のキャピタル・ロスは相当な額に上っているはずである。

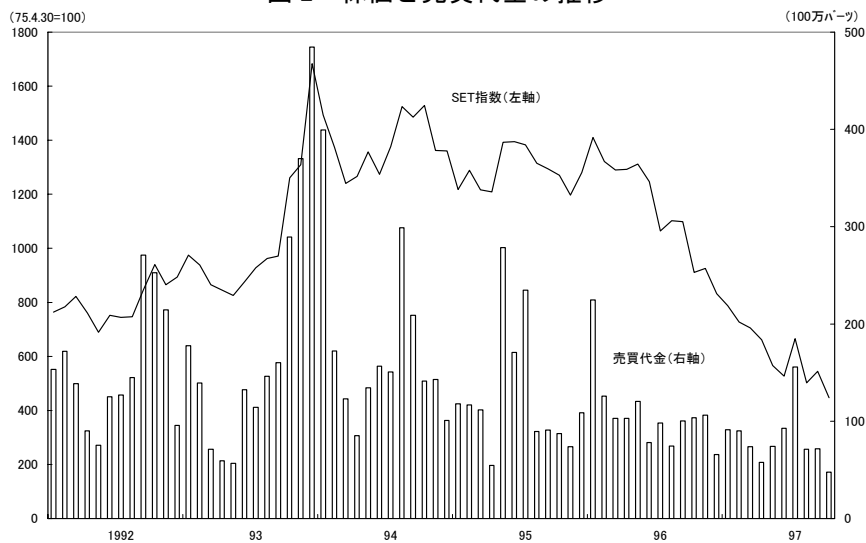
図1 アジア各国の株価指数の推移



(出所) 野村総合研究所作成。

売買代金は、今のところさほど大きく減少しているわけではない。しかし、タイでは外国人投資家の売買シェアが高く、しかも他の投資家の売買が減少しているため、シェアは年々上昇している。今後、外国人投資家が離散した場合には、流動性の急速な低下も懸念される。

図2 株価と売買代金の推移



(出所) タイ証券取引所

表1 投資家種類別売買代金の推移

(100万バツ、%)

	1995				1996				1997.1-10			
	買い	売り	ネット	シェア	買い	売り	ネット	シェア	買い	売り	ネット	シェア
証券会社自己勘定	71,866	75,431	-3,565	4.8	77,350	80,821	-3,472	6.1	33,407	37,951	-4,544	4.3
投資信託	128,353	125,544	2,809	8.3	76,212	89,851	-13,639	6.4	42,242	55,861	-13,619	5.9
外国人投資家	427,850	380,548	47,302	26.3	452,736	439,579	13,157	34.2	380,681	334,620	46,061	43.2
その他	906,890	953,437	-46,546	60.6	696,846	692,892	3,954	53.3	371,264	398,399	-27,135	46.5

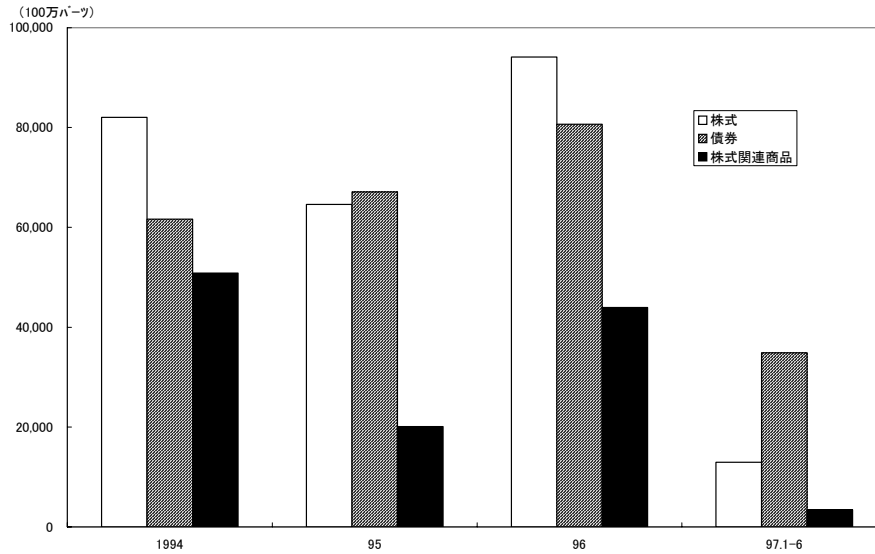
(注) 1.その他の大宗は個人投資家が占めると言われている。

2.シェアは売りと買いの合計で計算。

(出所) タイ証券取引所

資本市場からの資金調達額も減少している。当然のことながら、株式とCB、ワラントなどの株式関連商品による資金調達額が急減した。第3四半期はさらに減少するものと思われる。

図3 タイ国内の資金調達額の推移



(出所) タイ SEC

今回の為替レートや株価の急落をもたらした原因として、主に、①輸出競争力の低下による経常収支赤字の定着、②パーツの為替レートをドルを中心とする通貨バスケットにペッグしたことによる金融政策の自由度低下やパーツの割高感の上昇、③不動産市況の悪化による不良資産の急増、④株価の下落による含み損の拡大、などが指摘されている。

今回の混乱の原因についてはマクロの面から議論が多いように思われるが、証券市場固有の問題もなかったとは言い切れない。

2. 証券市場の整備動向

タイでは証券市場制度の整備は、これまでにかなりの成果を上げている。ただ、問題は、制度面の整備に金融機関や企業、投資家に対応できないうちに、今回の大混乱を迎えてしまったことであろう。

タイでは、95年2月に大蔵省が金融システム・マスタープランを発表した。①金融の効率化を進めること、②金融機関のポートフォリオの質を高め、金融システムの安全性を高めること、③国内の地方部に資金を円滑に供給すること、④国内貯蓄を経済成長に役立つように利用すること、⑤タイを地域の国際金融センターとすること、の5点を目的としたものである。

このための具体的目標として、①金融機関の業務範囲の拡大、②金融構造の改善、③金融の自由化による競争の促進、④地方開発のための金融ツールの確立、⑤金融機関、金融制度の監督強化、⑥金融業務に携わる人材の育成、⑦タイの地域金融センター化、の7項

目のもとに、必要となる改善点が列挙されている。

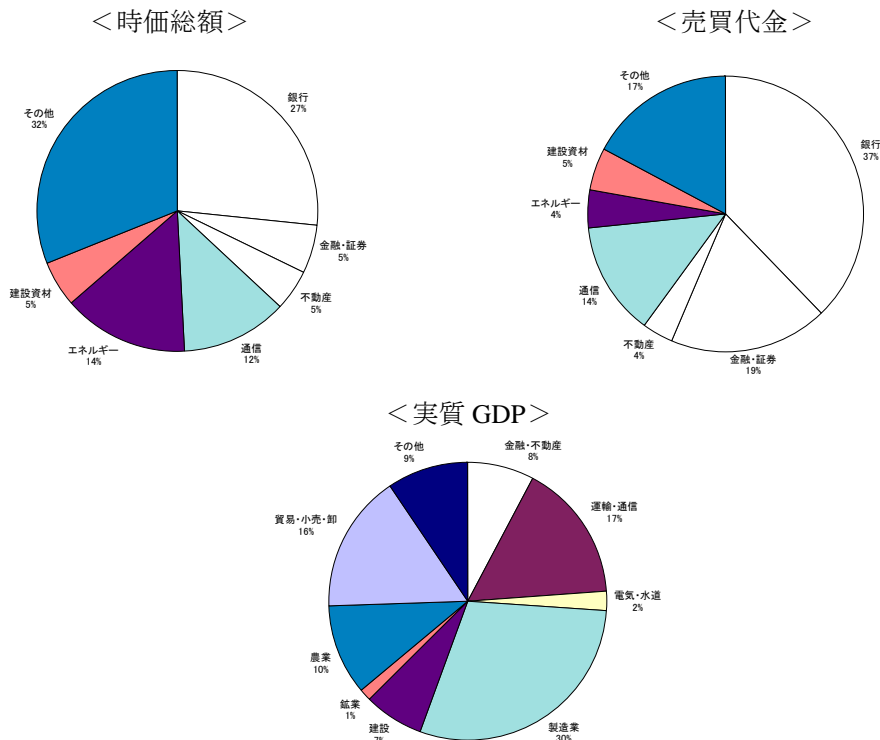
中でも、最も進んでいるのが②の金融構造の改善、すなわち、金融・資本市場の整備である。

1) 株式市場

タイの証券取引システムは、金融システム・マスタープランの発表以前から、すでに整っていた。91年には株式の自動売買執行システムである ASSET (Automated System for the Stock Exchange of Thailand) が導入され、94年には証券預託機関の TSD (Thailand Securities Depository) が稼働しており、決済も T+3 のローリング決済が行われている。

タイの株式市場においてむしろ必要とされたのは、上場企業の多様化であった。タイ証券取引所の上場時価総額に占める金融株のシェアは30%を超え、売買代金の約60%を、銀行など金融株が占める。金融・不動産業のGDPに占める比率が8%程度であることを考えれば、異常に高い。このため、タイ証券取引所は96年1月に上場基準を改正し、地方企業やインフラ関連企業の上場基準を緩めた。一方で、上場廃止基準も定め、証券取引所を優良な企業の株式を売買するための場とする姿勢を示した。

図4 セクター別時価総額、売買代金の構成比とGDP構成比比較

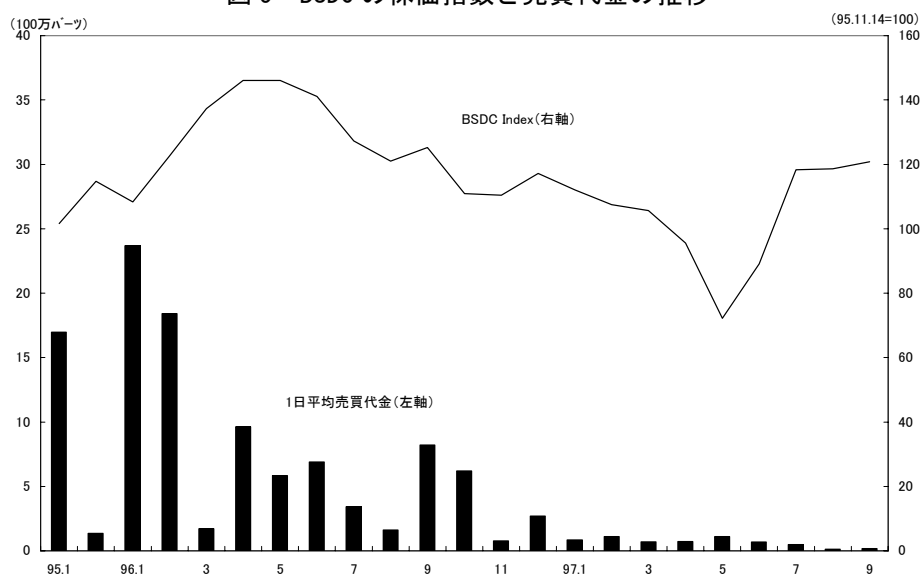


(注) 時価総額は97年10月末、売買代金は97年1~10月の計数。GDPは96年の中央銀行推計値。

(出所) 野村香港、Bank of Thailand、Stock Exchange of Thailand

また、95年10月には、中小企業のための店頭市場である BSDC (Bangkok Stock Dealing Center) が設立され、11月には第1号となる不動産開発会社 Sinsubnakhorn の取引が開始された。ただ、BSDC の規模は今のところ限られたものである。昨年9月末の上場企業数はわずかに3社に過ぎず、時価総額も736億バーツ(約2,500億円)に留まっている。売買も今年に入り低迷している。BSDC での取引がスタートして間もなく、SET 指数が既に下げ始め、景気の停滞感も漂っていたことを考えれば、市場の発展が遅れているのもやむを得ない。

図5 BSDC の株価指数と売買代金の推移



(出所) BSDC

上場企業の多様化という面では、昨年の6月に、SEC が外国企業の上場に関する規則を採択した。施行の時期について、中央銀行からの指示を待っている段階である。中央銀行は、株式市場の状況から、まだ海外企業の上場を認可する時期ではないとしているが、環境さえ整えば、外国企業の上場も認可されることになる。

流通市場においても、空売りや貸し株の認可、売買委託手数料の部分的な自由化などの手当がなされている¹。

2) 債券市場

債券市場においても、タイの取り組みは決して遅れたものではなかった。93年には格付け機関 TRIS (Thai Rating Information Services) が設立され、94年には債券の流通市場である BDC (Bond Dealers' Club) が稼働しており、95年のマスタープランまでには制度面での

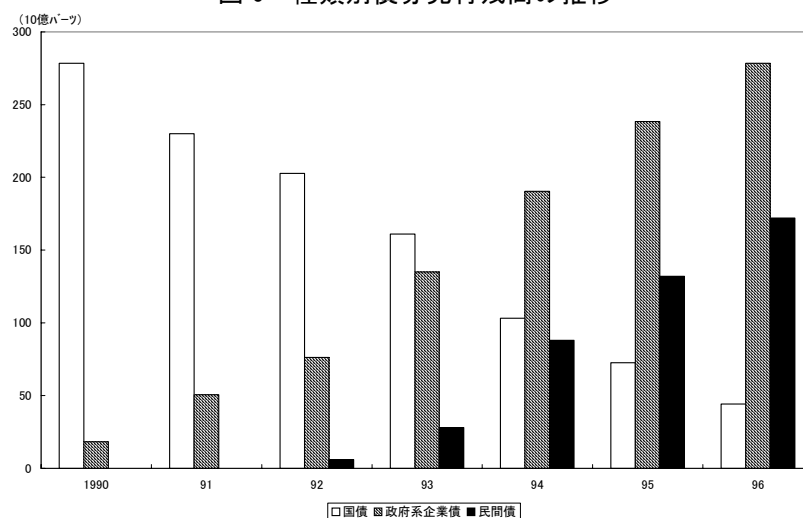
¹ ただし、空売り、貸し株は今回の混乱の際に、一時的に禁止されている。

整備がすでに進んでいた。

ただ、民間企業の債券発行が認められたのは 92 年の新証券取引法制定によってであり、その歴史が浅い上に、タイでは財政収支が黒字であることから国債の発行額も少なく、債券市場の規模は他のアジア諸国に比べても小さい。

最近では、政府系企業の債券発行が増加している。民間債の発行残高も国債発行残高を上回り、政府系企業債発行残高の約半分の水準にまで達しているようである。

図 6 種類別債券発行残高の推移



(注) 民間債発行額は推計値。

(出所) Bank of Thailand

3) ファンド・マネジメント

タイの投資信託の預かり資産残高は 96 年末には 2,170 億バーツと 2,000 億バーツの大台を上回ったが、その後の株価の急落もあり、97 年 6 月末には 1,675 億バーツまで落ち込んだ。

同じく 97 年 6 月末の年金基金運用会社の預かり資産が 1,130 億バーツ、保険会社の総資産が 1,560 億バーツとなっている。年金基金や保険会社の運用は保守的で、運用資産に占める株式の比率は 5%程度と決して高くないようである²。

確かに現状では、機関投資家の資産規模は決して大きいとは言えない。しかし、タイ SEC は 97 年入り後、5 社の新しい投信運用会社を認可したほか、同年 6 月には、ファンド・オブ・ファンズ、カントリー・ファンドも認可した。生命保険会社、損害保険会社のそれぞれに対し、10 を超える免許の交付も予定されている。機関投資家の成長が期待される。

² 年金基金には、資産の 60%以上を国債や銀行預金などの安全資産で運用しなければならないという規制がある。

表 2 タイの機関投資家上位 10 社

(100 万ドル)

	機関投資家名	資産残高
1	American International Insurance	1,287
2	SCB Asset Management	1,120
3	BBL Asset Management	1,111
4	Thai Investment & Securities Company	779
5	Phatra Thanakit	751
6	Thai Farmers Asset Management	626
7	Thai Life Insurance	619
8	Dhana Siam Finance & Securities	509
9	The Mutual Fund Public Co	497
10	GS Asset Management	403

(出所) Asiamoney

4) 派生商品市場

株式市場、債券市場に比べ、制度面の整備が遅れているのが派生商品である。派生商品取引所の設立はマスタープランの中にも含まれているが、まだ実現していない。現在、証券市場の監督機関である SEC が派生商品市場法 (Derivatives Market Act) の準備を進めているところである。

3. 金融機関の再編、強化

金融システム・マスター・プランのもう一つの柱は、外資系も含め金融機関の新規参入を促すと同時に、各業態の業務範囲も拡大することによって競争を促進することにあつた。また、それと同時に金融機関のポートフォリオの質を高め、金融システムの安定性を向上させることにあつた。

業務範囲の拡大については一定の成果が得られた。タイでは、もともと銀行業務と証券業務の分離が行われていた。しかし、マスタープラン発行以前に、商業銀行には債券の引受が認められ、ファイナンス・カンパニーにも大手には引受などが認められた³。マスター・プラン発行後は、商業銀行に年金の運用業務、ファイナンス・カンパニーにファンド・マネジメント業務が認められた。

しかし、より直接的に競争の促進を図る商業銀行の新規参入促進については、成果は上がっていない。18 年ぶりに外資系銀行に新たにフル・バンキング免許が与えられたものの、

³ ファイナンス・カンパニーの大宗は証券業務を兼営するファイナンス・アンド・セキュリティーズ・カンパニーである。

その数はわずかに7行に過ぎない。国内の商業銀行の数は全く増加していない⁴。

さらに問題だったのは、金融機関のポートフォリオの質を高めるという点で、全く改善が見られなかったことである。金融機関の不動産融資は増加し、しかも、不良債権の定義がなかったため、準備金の積立も進んでいなかった。

株価急落の影響も否定できない。特にファイナンス・カンパニーでは、95年以降、総資産に占める民間証券の比率が7%を超えており、その影響も大きかった⁵。すでにファイナンス・カンパニー58社が営業停止となっており、現在も営業を続けているファイナンス・カンパニーはわずかに33社となっている⁶。12月8日には、営業停止となっている58社のうち56社を閉鎖することが発表された。

今回の混乱は、マスター・プランの目指す金融機関の再編・強化を進めるには絶好の機会とも考えられる。政府、中央銀行は矢継ぎ早に金融機関の救済策や整理策を発表しており、今後、どのように実施されていくのかが注目される（表2）。

今後は下位の商業銀行や営業停止となったファイナンス・カンパニーなどの救済に外資が必要とされる。これまで、タイでは、外資系金融機関による国内金融機関への出資上限を25%としてきた。タイ中央銀行はこの措置を改め、今後10年間は外資系金融機関が過半の株式を取得することを容認した。既に、タイ金融機関への趣旨を決めた有力金融機関もある。シティバンクがタイ6位のファースト・バンコク・シティ・バンクの過半数の株式を取得することで合意したほか、シンガポール最大手の銀行DBSも11位のタイ・ダヌ銀行の買収、ノンバンクのシー・ダナ・ファイナンスへの出資に合意した。また、米国の保険会社AIGの子会社AIGコンシューマー・ファイナンスも、ファイナンス・カンパニーのバンコク・インベストメントの株式の8割を取得することを決めた。これを機に金融機関の再編と外資系金融機関の参入が進む可能性が高い⁷。

⁴ タイには商業銀行はわずかに15行しかない。

⁵ 商業銀行の総資産に占める民間証券比率は2.7%（96年末）。

⁶ 証券業務を兼営するファイナンス・アンド・セキュリティーズ・カンパニーも含む。

⁷ タイ9位のサイアム・シティ・バンクの株式を10%取得することを決めていたオランダの有力ユニバーサル・バンクINGが合意を撤回するなど、スムーズに行っていないケースもある。

表3 タイの金融機関に関する施策

日付	出来事
97.3.3	<ul style="list-style-type: none"> サブスタンダード・ローンに対して、商業銀行は15%、ファイナンス・カンパニーは20%の引当金を積むことを義務づけ（移行期間2年）。 自己資本の充実が急がれる10の金融機関に対し、増資が難しい場合には預金保険機構が株式を引き受ける。
3.4	<ul style="list-style-type: none"> 自己資本の充実が急遽必要とされる金融機関は3日に発表した10社に限られると声明。
3.11	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関の不動産関連融資を買い取ることを目的とした、不動産融資買取機構（PLMO）を設立。 既に開発の始まった不動産を担保としたローンであること、銀行が当該ローンの50%までは返済を保証しなければならない。
4.2	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関の合併促進パッケージを発表。 合併の結果、体質の強化に成功した金融機関に対しては、業務範囲の拡大や商業銀行免許の交付を認める。 総資産額や自己資本額その他、合併するグループの中心となる金融機関の経営の質なども審査される。
5.25	<ul style="list-style-type: none"> 23日にThai Danu銀行との合併を断念したファイナンス・カンパニー、Finance Oneが債務超過に陥ってはいないことを声明。
6.29	<ul style="list-style-type: none"> 首相が既に営業停止となっている16社以外に営業停止となるファイナンス・カンパニーはないことを声明。 また、営業停止となったファイナンス・カンパニーの預金者、債権者は完全に保護されることも表明。
7.11	<ul style="list-style-type: none"> 中央銀行、小規模商業銀行5行が営業停止となるとの噂を否定。
8.5	<ul style="list-style-type: none"> 大蔵大臣、これまでの16社に加え、新たに42の金融機関に営業停止命令。 善意の預金者や債権者は完全に保護されることを改めて表明。 営業停止となった金融機関の債権者は、Krung Thai銀行の預金か約束手形と自らの債権を交換することができる。同行の手形は政府保証付。
8.7	<ul style="list-style-type: none"> 8月5日時点で営業停止になっていない金融機関の預金者、債権者も全額保護される。資金が必要となった際には、預金保険機構（FIDF）が政府保証付きの借入または債券発行によって調達する。
8.22	<ul style="list-style-type: none"> 大蔵省と中央銀行が、短期、及び、中長期の金融機関強化策を発表。 短期的には、モラル・ハザードを防ぐため、預金金利の上限を定めたり、資産の増加について、厳しく監督する。 中長期の対策としては、金融機関の再編を後押しするような法律上の手当、会計基準の見直し、取締役会や監査役会の権限強化、などを盛り込む。 また、金融機関の再編が進めば、その後は金利や資産の伸びに関する規制を廃止し、市場メカニズムに委ねる。
10.17	<ul style="list-style-type: none"> 営業停止となったファイナンス・カンパニーなどの再建策を検討し、清算業務を監督する金融部門再編機構（FRA）と、営業停止となった金融機関の不良資産を買い取る資産管理会社（AMC）を設立。 中央銀行に対し、金融機関に経営陣の刷新などを求める権限を付与。
11.11	<ul style="list-style-type: none"> 外国人投資家に、今後10年間に限り、国内金融機関に49%を超えて出資することを認める。
12.8	<ul style="list-style-type: none"> 営業停止となった58社のファイナンス・カンパニーのうち、56社を閉鎖することを発表。

(出所) タイ中央銀行資料などより野村総合研究所作成。

4. BIBF の不振

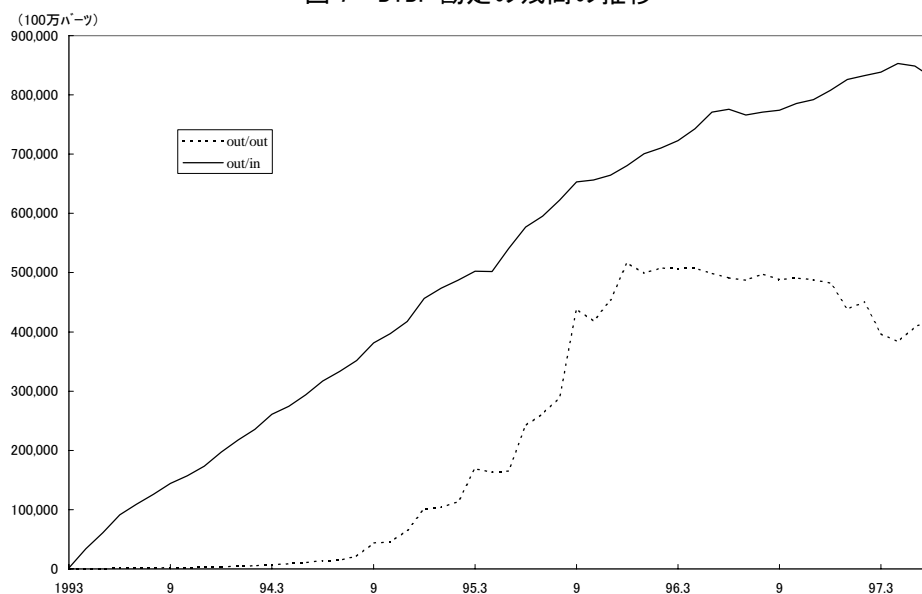
タイは、インドシナ半島のベトナムやカンボジアなどとバーツ経済圏を形成し、この地域の金融センターとなることを狙っていた。93年にバンコクに設立されたオフショア勘定BIBF (Bangkok International Banking Facilities) を通じて、海外からの資金をインドシナ諸国を中心とする周辺地域に流すことによって、バンコクの地域金融センター化にも寄与することが期待されたのである。

これは、海外から受け入れた資金を海外で運用するという、本来のオフショア市場のあるべき姿である。設立後1年程度経ってから、BIBFを通じた外-外取引は急増し、95年末までは当初の目的を達しつつあるかのように見えた。

しかし、BIBFはアジアのオフショア勘定に特有の性質も備えていた。すなわち、外国金融機関の活動を国内金融システムからできるだけ隔離しつつも、海外からの資金の導入や国際金融センター化に向けた外国金融機関の集積を促進するために利用されたのである。BIBF勘定の残高の推移を見ると、むしろ、BIBFの真の狙いはここにあったと考えられる。

タイの景気の先行きに懸念が示されるようになった96年に入って外-外取引は横這いとなり、BIBFは外国資金の国内への取り込みの場となった。外資系銀行に対する国内銀行免許の付与の際に、各行のBIBF利用状況を勘案することを伝え、外資系金融機関による貸出競争を促進したりもした。ペッグ制のために為替ヘッジなしでBIBFから流入した資金がタイの不動産に向かったことが、不動産バブルの一因とも言われている。BIBFはタイの国際金融センター化に寄与できなかったばかりか、国内金融市場の混乱要因となってしまったのである。

図7 BIBF 勘定の残高の推移



(出所) Bank of Thailand

5. 今後の展開

今回の一連の混乱は、タイに大きな影響を与えることは間違いない。銀行の不良資産の金額が貸出資産の20%とも言われる上、政局も不安定で、なかなか明るい展望が開けない。

しかし、金融・資本市場の整備に関して言えば、すでに多くのことに手が着けられており、まだ残されている課題に関しても、できることは何でもやるという姿勢が見られる。制度面での整備に留まらず、金融機関、企業、投資家など市場参加者の対応も進めば、タイ経済の立ち直りに大きく寄与しよう。

(落合 大輔)