

国際金融取引税構想をめぐって

先月号(一二月号)で紹介したように、世界の外国為替市場は九〇年代に入っても拡大を続けており、九二年に一日当たり八八〇〇億ドルだった取引高は、昨年には一兆五〇〇億ドル、つまり年間では(営業日を二五〇日として)三七五兆ドルに達している。しかし、こうした市場拡大の裏側で、世界的な通貨危機が繰り返し発生していることも否定できない事実である。一九九二、三年には欧州で、九四年末にはメキシコで起こった通貨危機が、短期間とはいえ、世界の金融市場を混乱に陥れたことは記憶に新しい。

こうした中で、昨年より、IMF改革をめぐる議論が本格化している⁽¹⁾のであるが、その一方で、国際金融取引に課税すべきではないかとの議論が、改めて注目を集めている。すなわち、通貨危機の主たる原因は投機的資金の跋扈であり、それが、通貨当局の金融調節能力に制約を課すという由々しき事態が生じているのであるから、そうした取引を抑制すべく特別の課税措置を取るべきであるという主張である。こうした課税構想は、ノール賞学者であるトービン(James Tobin)が七〇年代末から繰り返し主張してきたもの(それゆえ、トービン・タックスと呼ばれる)⁽²⁾であるが、今年に入り、伝統あるイギリスの学会誌エコノミック・ジャーナルが小特集を組み、また、IMFからはワーキング・ペーパーの形で同税を検討する論文が、二本立て続けに発表されている⁽³⁾。以下、トービン・タックス構想の内容とその性格について検討することとする。

(1) 最近のIMF改革論の内容と性格については、本誌昨年一〇月号の「IMF改革と国際通貨制度」を参照されたい。

(2) 例えは、J.Tobin, "Personal View: Tax the speculators", *Financial Times*, Dec. 22 1992.

(c) *The Economic Journal* (Vol.105, January 1995) 244 Greenaway, D. "Policy Forum: Sand in the Wheels of International Finance": Eichengreen, B. Tobin, J. and Wyplosz, C. "Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance": Garber, P. and Taylor, M. "Sand in the Wheels of Foreign Exchange Markets: Skeptical Note": Kenen, P. B. "Capital Controls, The EMS and EMU" が掲載されている。この問題について今年発表されたケネン、トビン、Wyplosz、Garber、Taylor、Kenen、P. B. "International Financial Flows and Transactions Taxes: Survey and Options", *IMF working paper*, June 1995; Shome, P. and Stotsky, J. G. "Financial Transactions Taxes", *IMF working paper*, August 1995; "A survey of the world economy", *The Economist*, Oct. 7 1995 などがある。本稿は、以上の文献による。

トービン・タックスの内容

トービン・タックスの内容自体は、全ての外為取引に対して一定の率で課税するというきわめて単純なものである。そして、この単純さこそが、ファンダメンタルズにもとづく外為取引に攪乱的影響を与えることなく、投機の抑制に効果的だと考えられている。仮に、税率が一回の外為売買に対して、売買額の〇・五%に設定されるでしょう。この時、貿易決済にともなう外為取引であれば、円売りドル買い（またはその逆）が一度おこなわれるだけであるから、税負担は〇・五%だけである。ところが、直接投資・証券投資や外為デイトーリングの場合、外為取引（例えば円売りドル買い）は、一定期間後に必ず逆方向の取引（この場合なら、ドル売り円買い）をとらなければならないため、結局、税負担は往復で1%となる。重要なのは、その往復売買がおこなわれる期間である。つまり、外国為替の買いと売りが一年の間隔を置いておこなわれる（例えば、期間一年の外貨運用）なら、そのコストは年率1%にすぎないが、同日内に買い（売り）戻すのであれば、その取引が税負担以上の利益をあげるためには一日当たりの金利・為替差益が1%以上であることが必要となる。単純に年換算すれば三六五%以上ということであり、逆に言えば、一日という短期の売買に対しては、この片道〇・五%という税率は実質三六五%として機能するのである。⁴⁾外為での投資期間が三カ月であれば一年換算の負担は四%であり、一〇年間の運用であればそれは〇・一%にすぎない。

すなわち、すべての外為取引に対して一律の税率を適用することが、結果的に貿易取引への税率は低く、往復取引に対してはそれが短期であればあるほど高率の課税となる性格を利用し、外為取引の長期化を促そうとしているのである。

ここで、短期的取引はすなわち抑制すべき投機取引であり、長期の取引になればなるほどファンダメンタルズに沿った投資であると想定されていることは明らかである。そして、トービンは、こうした税制を導入することによって、①外為市場の過度のボラティリティの抑制と、②各国の通貨政策の自立性確保、を図るべきであると主張するのである。

こうした主張の背景には、七〇年代以降の変動相場制が、変動制論者の主張に反して、国際収支の均衡化にそれほど有効でなく、その一方で為替相場が経済のファンダメンタルズから大きく乖離しかつ投機取引によって一方に振れやすいこと、そしてそれが実体経済に大きな影響を与えるため、各国当局も（これまた理論とは異なり）為替レートの変動を市場に委ねることができず、といって、為替レートをめぐる国際マクロ政策協調も実現していない、といった現実認識がある。金融取引がますます高度化し、取引に要する時間やコストが限りなくゼロに近づく一方で、実体経済においては取引・調整にとも

なうコストや時間は容易に削減することができず、結局、前者に対する後者の対応は、常に不完全なものとなってしまふ。そのような国際金融と实体经济の不均衡という現状に対して、「国際金融の車輪にブレーキをかける (throw sand in the wheels of international finance)」必要があるというわけである。

こうした措置は、もちろん、世界の全市場を対象に統一されたルールで実施しなければ有効ではない。導入が少数の国に限られたのでは、取引がオフショア市場に逃げるだけだからである。そのため、課税制度の準備・交渉・監督においては、IMFやBISといった国際機関が中心的な役割を果たすべきであると考えられる。この二つの機関は、近年、各国の金融政策・市場へのサーベイランス機能の拡充を進めてきており、その蓄積は、国際金融取引税の創設においてもきわめて有益なものとなるはずである。確かに、こうした課税案が国際的に合意されることは容易なことではないが、戦後のIMFやGATTの歴史、最近のWTOの経過をみても、決して不可能ではないと、トービンらは、主張している。

(4) 一定率での課税が、短期での取引により大きな負担を課すことになる例の一つは、日本の有価証券取引税が現先取引に与えている抑制的な影響に見ることができる。競合する短期金融商品に対する現先取引の比重が低下し、また、現先の中では非課税であるFBやTBの比率が高まっている最も大きな要因は、有取税にある。

トービン・タックスへの批判

しかし、現状ではトービン・タックスに対する支持は少数にとどまっている⁽⁵⁾。前掲(注3)のエコノミスト誌にいたっては、「こうした課税構想は、ネス湖の怪物を見たという話と同様、時折、湧いてくるものだ」(ibid. p. 31)と手厳しい。通貨危機が起こると話題になるが、実体のないものだということである。その他の論者も含めて、トービン・タックスを批判する見解の論拠はおおよそ以下のような点にある。

まず第一に、金融取引の性質から、すべての市場すべての取引形態を対象とすることが必要であるが、それが非現実的である点である。最もグローバル化が進んだ外為市場に対して課税しようとするなら、トービンらが言うように世界全体での合意が必要であるが、各国が自国市場の魅力を高めようと競って規制を緩和しあっている今日、オフショア市場を含んだ各国市場を対象とする課税案で合意できると考えるのはあまりに非現実的であると思われる。また、取引形態に関しては、直物取引だけでなく、先物アウトライト、為替スワップ、通貨スワップ、フューチャーズ、通貨オプションなどの、通貨デリバティブも課税対象としなければトービン・タックスは尻抜けになってしまうであろう。しかも、こうしたさまざまな取引手法は為替レートに与える影響は同じでも、取引コストと(想定)元本の関係が均一でない。したがって、取引コストや想定元本などのどれを基準に課税するとしても、すべての取引形態に対して中立となることは原理的に不可能なのである。また、結果的にデリバティブ取引が過度に抑制されることになれば、事業会社にとっても為替リスクのヘッジが困難となり、それが实体经济に与える影響のほうがむしろ大きくなる可能性もある。このように、世界の全市場の、かつ全種類の取引に対して一律に課税しなければならぬというテクニカル上の問題によって、その望ましさの検討以前に、そもそも実現不可能であるという批判である。

第二に、トービン・タックスが前提としている、課税によって取引高を抑制しそれによってボラティリティを抑制するという論理についてである。確かに課税措置によって取引高は減少するであろうが、取引高の減少は市

場の流動性を低め、むしろ為替レートのボラティリティを上昇させることになるのではないだろうか。流動性・ボラティリティ・取引高・取引コスト・取引資金（主体）の性格などの各要因間の因果関係は、金融市場の分析においてきわめて重要であるにもかかわらず、論理的にも実証的にもその論証が困難なところであり、トービンらが想定している通りであるとは一義的には言えないはずである。また、短期の取引を無前提に投機的としている点も説得的ではない。例えば、裁定取引は短期取引でありながら利益は確定しており、かつ、レートの変動を抑制する機能をはたすものであるから投機的要素はゼロのはずである。そこに高率の取引税が課されることになれば、ボラティリティは当然に上昇することになるであろう。

第三に、トービン・タックスは、金融市場の効率性を低め、資本コストを高めることになるという点である。この点については、取引税の提唱者自身も認めているところであり、同じ事実認識のもとで、それが望ましいか否かの違いということになる。そしてその違いは、投機的取引、ファンダメンタルズ、（金融）政策の性格に対する理解の違いに由来するものではないかと思われる。課税賛成派が、投機取引をファンダメンタルズに反するものと前提しているのに対して、課税反対派は、正反対に、投機家こそがファンダメンタルズにもとづいた投資をする傾向が強いとしている（ジョージ・ソロスの投資哲学を見よ）。つまり、投機資金にとって最も有利な投資ターゲットとは、政策当局者がファンダメンタルズに沿わない政策運営を続けようとしている市場（往々にしてそうした政策運営は、規制の残存によって可能となっている）なのであり、投機は、そうした政策の過ちを修正する機能を果たしているのである。こうした見方からすれば、トービンらが主張する市場動向に対する金融政策の自立性の確保とは、当局が市場よりも合理的であるとの間違つた前提（反対派にとつては、もちろん市場のほうが正しい！）にもとづくものであり、結果的には誤つた政策への固執を意味するにすぎない。したがって、課税反対論からすれば、政策当局にとつて可能な必要な政策は、自国の経済データの迅速かつ十分な公表であり、政策における不確実性の除去と透明性の向上となる。さらには、「逆説的ではあるが、金融における市場の力の増大に対する政策当局の最も効果的な対応策は、裁量的な政策を放棄することである」（*ibid.*: p.35）と考えられているのである。

(5) 最近、G七の中で同種の取引税に対する支持を間接的にも表明したのは、カナダとフランスの二国にとどまる。

外為市場の性格と通貨当局の役割

では、こうした二つの見方は、どのように考えるべきであろうか。さしあたりここでは、外為市場における通貨当局の役割という観点から考えてみよう。

この点について従来支配的であった考え方は、外国為替相場は自国通貨の対外的価値の表れであるから、通貨価値の安定に責任を負う中央銀行は、当然に、為替レートの安定に努めるべきであるというものである。こうした考え方にもとづいて、当局による外為市場介入が容認・要求され、為替レートの変動は当局の責任であると批判もなされたのである。

しかしながら、現在主流となつている考え方はこれと一八〇度異なつている。例えば、昨年十月に開かれたブラザ合意十周年を記念するシンポジウムにおいて、日銀総裁は次のように述べている。「私は、為替相場も一種の資産価格である以上、—近年、資本取引の活発によりますますその性格を強めていると言つてよいが、—株価などの他の資産価格と同様、経済の先行きに対する人々の期待を安定させることが最も重要ではないかと考えている」⁽⁶⁾これは、為替相場は通貨価値というより資産価格なのであるから、通貨当局は、株式市場に介入に似な

い(できない)のと同様に、外為市場にも介入しない(できない)という意味に解釈するほかない。為替レートの維持は、通貨当局の責務ではなくなったのである。円高は、通貨政策の失敗というより市場の自律的な動きにすぎないのであるから、各経済主体は自己の責任においてそれに対応すべきだということであろう。

こうした通貨政策の役割の違いは、結局のところ、外為市場の性格をどのように理解するか、それは通貨市場なのか資産市場なのか、による。通貨市場であるならば、当局がその価値を維持・安定させるために介入し、さらには取引を規制することに問題はない。それは必要な措置でさえあるだろう。しかしながら、それが資産価格であるとなれば、(株式市場への介入と同様に)そこへの当局の介入は、市場経済の原則に反する不当なものと言わざるをえないのである。外為市場の現状からすれば、資本取引が貿易決済取引の数十倍に達しているのであるから、外為市場を主導しているのが資産としての外為取引であることは間違いない。しかし、それにもかかわらず、通貨の売買市場としての性格が消滅するわけではないというところから問題が生じる。通貨取引は残されたまま、ただ、そのレートの決定が資本取引によってなされるようになったのである。したがって、資本取引としての外為取引は、それが資本取引である限り当局の介入を拒否し市場メカニズムにのみ従うべきであるにもかかわらず、同時にそれが通貨レートに影響を与えるために当局からのなんらかの介入が必要となる余地を残しているのである。

こうした相反する性格のどちらが重視されるかによって、ある時は外為市場における市場機能の重要性が強調され、またある時はその抑制が主張されるということにならざるをえない。外為市場の資産市場化が急速に進んだ八〇年代以降は前者が有力となつてはいるが、市場としての基盤整備が十分に進められるのでなければ、今後もこうした取引課税・規制論が繰り返し提起されることになる可能性も否定できないように思われる。

(6) 「ブラザ合意と政策運営上の教訓」『日本銀行月間』一九九五年二月号、三頁。

(伊豆)