

第9章

国際金融市場と発展途上国

——海外資金・債務問題・国際機関——

はじめに

発展途上国がその経済開発の過程で、開発資金源を海外に依存せざるをえないことは想像に難くない。途上国が経済開発を指向する際に直面する最大ともいえる問題は、開発に必要な投資資金を国内貯蓄でまかないきれないという現実、すなわち貯蓄・投資ギャップをいかにして埋めるかである。そして多くの途上国は、採用する開発政策が「輸入代替」か「輸出振興」であるかにかかわらず、国内貯蓄という資金的制約を乗り越え、発展のスピードを高めるための解決手段として、海外からの資金を導入してきた。しかし、開発金融の歴史は対外債務問題と通貨・経済危機の歴史でもある。本章では、開発資金源としての国際金融市場と途上国の金融自由化の実体を振り返ったのち、開発要資を対外債務でまかなった途上国が債務支払い不能に陥ったり、経済（通貨・金融）危機に陥った場合、国際社会や国際機関——とくに債務・債権国（機関）双方への影響力が大きいIMFを中心とする——がどのような対応枠組みを備えているか、あるいは改善されるべき点として、アジア通貨危機以降、議論されている問題について述べる。

第1節 為替レート制度と金融自由化の推移

1-1. 為替レートと国際通貨制度

第二次世界大戦後の国際通貨体制の構築は、IMFと世界銀行の設立を定めたブレトン・ウッズ協定の成立に始まる。当初のブレトン・ウッズ体制の特徴は、第一次世界大戦を挟んで採用されていた金本位制と、第二次大戦前の通貨切り下げ競争への反省から、IMFを中心に主要通貨国が固定レート制を維持しようとしたことにある（そして〈旧〉植民地通貨は〈旧〉宗主国通貨に固定されていた）。金本位制ではヒュームの唱えたプライス・スペシー・フロー・メカニズム（経常収支不均衡が貨幣供給と物価変動を通じて自動的に調整される）が働かず、さらに、国際金融のメイン・プレーヤーとなった米国政府が金融政策を国内目標のために用いたこと、金供給量が国際流動性には不十分であったにもかかわらず、金本位制には金平価を変更するルールが存在していなかったからである。また、その後の金本位制の停止による固定レート制放棄は、通貨切り下げ競争にともなうブロック経済の台頭が世界の貿易・資本取引を縮小させるという事態を招いた。

ブレトン・ウッズ体制下の金・ドル本位制では、定められた為替レートで超過需要（供給）が発生すれば、政策当局はドル売り（買い）介入を行わねばならないが、基礎的不均衡にかぎり、為替レートを調整することが可能であった（アジャスタブル・ペッグ）。ある国際通貨制度が有効に機能するためには、(1)国際取引を阻害しない程度の流動性が確保されていること、(2)国際通貨に信認があること、(3)国際収支不均衡の調整メカニズムを備えていること、の3点が必要である。つまり、金・ドル本位制のもとでは各国通貨当局に、(1)関係国が国際収支の均衡の維持や不均衡の是正に努める、(2)不均衡の是正を十分に行うことが不可能な場合には、速やかに基準レートを調整すること、が求められる。しかし現実には、主要国による調整政策や平価の変更は常に

表1 IMF加盟国の為替レート制度

	1960	1970	1980	1985	1990	1995	1997
固定（ベッグ）制度	71	116	94	94	86	66	66
米ドル・ベッグ	53	65	39	31	25	22	20
仏フラン・ベッグ	2	17	14	14	14	14	15
英ポンド・ベッグ	15	30	1	1	0	0	0
独マルク・ベッグ	0	0	0	0	1	2	3
その他	1	4	18	16	11	9	11
バスケット・ベッグ	—	—	22	32	35	19	17
限定的なフロート	—	—	—	13	14	14	16
伸縮的フロート	—	—	—	41	53	100	99
管理フロート	3	3	34	21	23	44	46
その他（未分類）	1	1	1	1	1	0	0
合計（加盟国数）	75	120	141	149	154	180	181

（出所） IMF, *Annual Report on Exchange Restrictions*, および IMF, *International Financial Statistics*, various issues.

不十分で遅れがちであり、国際収支不均衡は拡大した。なぜなら、収支黒字国には為替レート調整のインセンティブは働かず、赤字国側では「切り下げ予想による投機的資本流出→実際の為替切り下げ」というシナリオを嫌って、政策当局が否定発言を行うことが多々あったからである。したがって平価の信任は動揺し、これを狙った投機的な資金移動が大きくなった結果、1971年には米ドルと金の兌換性が停止され、同年、多角的通貨調整を図ったスミソニアン会議が開催された。主要先進国は1973年に自主的な平価調整を放棄して為替レート水準を市場の実勢にゆだねざるをえなくなり、国際通貨体制は固定レート制から変動レート制中心へと移行することになった。これにともない、発展途上諸国も名目的には固定レート制から、より緩やかな為替レート制を採用し始めた。表1をみるとわかるように、1970年代後半から固定レート制を採用する諸国が減少し、そのかわりさまざまな為替レート制度を採用する国が増加している。

変動レート制への移行は、為替レートが市場で決定されることを意味す

る⁽¹⁾。外国為替の需給が一致するところで相場が決定されることで、上記の(1)調整メカニズムと(3)国際収支調整の問題は解決したが、(2)通貨の信認の問題は存続している。さらに、現在のように資本移動が速度・量ともに多額なものとなれば、為替レートの変動が經常収支調整をもたらすとはかぎらなくなること、為替レートの変動自体が理論上効率的であるといえない形で推移することがある。いわば、金ドル本位制崩壊後は、国際社会における為替レート制度に関するコンセンサスが成立せず、完全フロート制、通貨バスケット、米ドル・ペッグ、カレンシーボード制といったさまざまな制度が混在することになり、実質的には「体制なき体制」ともいうべき時期に入っている。

1-2. 為替レート決定の理論

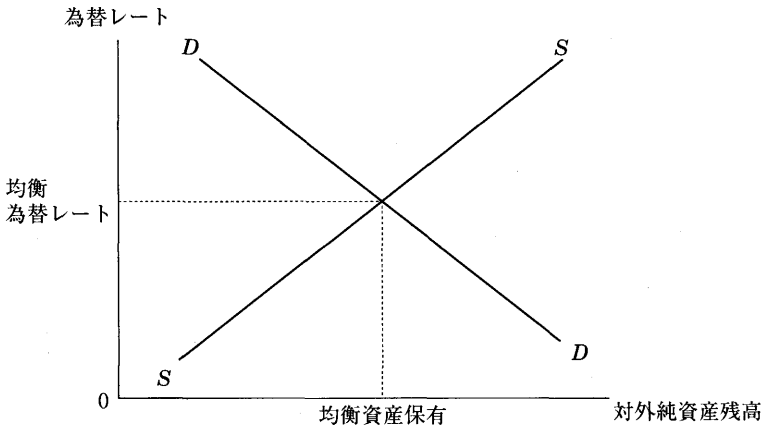
先にも述べたように、変動レート制に移行した場合の為替レートは、国際収支（經常収支+資本収支）を均衡させるように決定される。しかし、短期・中期・長期的な為替レート決定には、それぞれの期間に対してより影響力の大きい取引要因をベースとした理論が必要となる。

短期的な為替レート決定に対してより影響力が大きいのは資本取引による為替需給であり、為替レートを自国通貨建て資産と外貨建て資産との交換レートとして説明しているのが、アセット・アプローチ（あるいはポートフォリオ・アプローチ）である。つまり、均衡条件は、

$$\begin{aligned} & \text{外貨建て資産の自国保有高} - \text{自国通貨建て資産の外国保有高} \\ & = \text{外貨建て資産の自国需要} - \text{自国通貨建て資産の外国需要} \end{aligned}$$

となる（図1参照）。この理論のもとでは、短期の為替レートは対外純資産残高、つまり累積經常収支とその需給が一致する点で決定されることになる。したがって、經常収支黒字によって対外純資産が増大すると、自国通貨高をもたらされる。しかし、資産需要に影響を与える為替レート予想は政治的・経済的条件に大きく左右されるため、為替レートの短期的変化も乱高下しや

図1 短期的均衡為替レートの決定



すいこともわかるだろう。

中期の為替レート決定には、経常取引と資本取引の双方が関わることになる。基本的な理論として認識されているのはマンデル＝フレミング・モデルである。同モデルは閉鎖経済のIS-LM分析を小国開放経済に拡張し、為替レート制度の相違によって生じる金融・財政・貿易政策の効果の大小・相違を分析する。経常取引と資本取引のどちらが為替レート決定に対してより影響力をもつかによって、この分析結果は変化することとなる。この影響力を左右する要因は資本移動性の程度、つまり、国内外で資産の代替性がどの程度高いか、である。現在の金融市場では資本取引高が経常取引高を大幅に上回っているため、経常取引の需給ギャップを超える為替需給が、経常収支不均衡をさらに拡大する方向に為替レートを変化させる場合があり、資本移動性の高さによって、経常収支不均衡が（短期の場合と異なり）継続しうることがわかる。

代表的な長期の為替レート決定理論は、購買力平価説である。短期で用いられた資産の交換比率としてではなく、長期では内外生産財の交換比率(商品裁定取引)として為替レートが用いられ、商品裁定後の同一財で計った購買力

が、自国／外国通貨の保有にかかわらず同じになるように、為替レート（絶対的購買力平価）が決定されるが、実際には絶対的購買力平価を求めるのは困難であるため、以下の相対的購買力平価で代用する。

$$\text{為替レート} = \text{基準時の為替レート} \times \frac{\text{自国の物価指数}}{\text{外国の物価指数}}$$

しかし、物価ウェイトや交易条件の変化、非貿易財では商品裁定が働かないこと、非貿易財と貿易財の相対価格の変化などによって、購買力平価説は一般的に現実の経済では成立しないとされる。理論的には、購買力平価は短期的な為替レート予測にも何らかの影響を与え、短期的均衡にもアンカーの役割を果たしているといえるが、その影響力はあまり強いものではない。ただし、相対価格の変化がもたらすショックの影響を考慮したモデルであれば、長期的な均衡レートであるといえよう。

1-3. 経常・資本取引の自由化

経常取引の自由化は、保護貿易的措置撤廃を目指していたGATTによって推進され、後にこの活動はWTOに継承された。これを通貨決済面から支援するものとして、IMF設立協定第8条がある。同規定では、国際経常取引の決済にともなう外貨取引の自由を保障する義務を加盟国に課しており、IMF融資の利用を、この経常収支赤字による国際収支不均衡への対処を目的とする場合に限定している。暫定委員会が変動レート制を容認した1978年の第2次協定改正後も規定上に変化はなく、資本取引赤字による国際収支不均衡を是正する手段として、加盟国がIMF融資を利用することは不可能とされている。逆に、現状の協定を根拠としてIMFが加盟国に要請することが可能なのは、資本移動にともなう国際収支不均衡に対処するための資本取引管理である（第1項）。そして、加盟国はこのような事態を回避・予防するため、自主的裁量によって資本取引規制を導入することが認められている（第3項）。

一方、資本取引の自由化については、経常取引に関するような明確な国際

的合意は形成されてこず、ブレトン・ウッズ体制のなかでも、長らく各国の裁量にゆだねられてきた分野であった。しかし、1980年代に入ると、状況は一変した。現実の国際資本市場は、先進国の金融自由化によって飛躍的に拡大し、また、一部の途上国（アジア諸国など）が外資主導の経済成長戦略の採用にともない、積極的に資本取引規制の緩和を実行する傾向が強くなった。IMF設立協定はその目的に資本取引自由化をうたっておらず、組織自体は、基本的に自由化を推進するという立場を、コンディショナリティの一項目に含めるという手段によって実現してきた。したがって、為替レート制を完全な変動制に移行させることと資本取引の自由化は、構造改革の主要分野である金融改革のなかでも重要な位置を占めている（たとえば1997年末の対韓国プログラム参照）。金融自由化を推進する根拠として、急速な資本市場の自由化が経済における歪みを強制的に是正し、これによって発展を促進することが可能になるといわれてきたが、国際社会や研究者の間でも意見が分かれるところである。スティグリッツは、「適度な規制を導入してフランチャイズ価値をもたせた方が、金融システムの安定性と健全性を促進し、ひいては経済発展の速度を高める」（Stiglitz [1998]）としてこれに反対しており、グティアン（Gutián [1996]）が述べるように、「『経済理論は資本規制の撤廃を擁護している』、あるいは『効率性基準は完全に自由な為替制度を支持している』とはいえない状況」ではあるが、一方で、1997年4月にIMF暫定委員会は、「資本勘定取引の自由化をIMFの目的の中心とし、IMFの法的権限が資本移動にも及ぶよう拡大することが有益である（資本移動の秩序だった自由化とその取引への監督権限をIMFに与えるよう、協定を改正する）」との合意に達した。これを実現するためには、まず、IMF資金の利用を経常取引赤字による国際収支不均衡を是正する手段に限定した第6条を撤廃し、さらに、経常勘定について規定している第8条を、資本勘定の交換性の義務化をも定めるよう、拡大すること、そして、第14条で資本取引の自由化における過渡期的措置の設定を追加する、といった改正が必要となる。

第2節 債務問題の要因の変遷

本章の冒頭でも述べたように、途上国が経済開発を追求する過程で導入してきた資金が公的であれ私的であれ、対外債務を累積させていく可能性は高い。経済開発への制約条件となっている国内資本の蓄積不足をカバーするため、何らかの形で海外からの資本を導入するからである。こうした途上国の要資に（一部には）対応するため、IMFなどの国際機関は融資枠の増強やメニューの多様化を図り、資金の提供に努めてきた。

しかしながら、対外債務の累積が即座に債務問題化するわけではない。借入国の経済規模に対する債務総額のみが問題なのではなく、公的には国内での税収を中心として、私的には借入による投資が新たに外貨を獲得することによって、国際収支の改善や返済原資の増加につながり、結果として返済原資が債務返済所要を超えることがなければ、その返済は困難にならないからである。ここで、債務問題化のパターンの重要な要因をあげるとすれば、①借入国の交易条件、②返済条件、③借入資金の使途、が考えられよう⁽²⁾。これらの要因の背景を順に追っていくと、以下ようになる。

植民地が次々と独立を果たした1960年代以降、途上国の開発要資は増加の一途をたどった。これら諸国の多くは対外借入によって一次産品を増産し、積極的に輸出する政策を採用したが、1970年代に起きた2度のオイルショックは途上国の輸出産品にかかるコストと輸入を急上昇させ、とくに非産油途上国の経済と国際収支に深刻な影響を与えた。その結果、このような国際収支赤字への対処法として、それまでの資源配分の変更をとまなう開発政策の転換（輸出振興⇔輸入代替）⁽³⁾と海外資金導入のさらなる増加が選択され、これ以降、地域や初期条件の異なる各途上国、あるいは主要な貸し手である国際機関の指向によって、開発政策の潮流は大きな振幅を繰り返すことになった。

このような理由で1980年代以降増加した途上国の対外要資に応えたのは、経常収支の大幅黒字を記録していた産油国余剰資金の国際市場への環流で

あった。開発資金を提供していた先進諸国もオイルショックの影響を受けて景気が低迷し、緊縮政策を実施していたため、ODAや国際機関による融資額の急増は不可能であり、譲許的あるいは返済条件の緩い債務の比重は低下した。とくに、中所得途上国の債務構成は公的資金中心から民間資金中心へとシフトしたが、この時期は米国などで高金利政策が実施されていたため、途上国の対外借入の平均金利は上昇し、返済原資に占める利払いの割合が高まり、結果として返済条件の悪化と債務総額の増加を招いた。

一方、1980年代に輸出振興政策による経済開発を指向した東・東南アジア諸国にとって、国内投資資金不足を解消する手段が、「海外資金を誘引するインフラとしての金融自由化」であった⁽⁴⁾。急速に短期資本取引の門戸を海外に開放することと、ドルペッグ制および高めに維持された金利は、海外資金にとっては有利な運用の場を、国内金融機関や企業には割安な資金を獲得する手段を与えた。しかし上述したように、途上国が急激な金融自由化(とくに短期資本のアクセス)を容認し、小国開放経済となることを選択する場合には、国内金融セクターを強化することの重要性が非常に高くなる。金融仲介を行う銀行は、民間企業の借入行動をモニターするだけでなく、自身の貸出審査能力や資産リスク分析能力を強化させていかなばならない。アジア危機の例をみるまでもなく、短期資本の急激な流入による国内経済の混乱は、国内金融セクターを監督する組織の充実をとまなわぬ場合、市場のシグナルによって取り付け騒ぎや急激な信用収縮の損害が増幅されやすくなるからである。また、アジア危機が発生したことによって、国内外でのマチュリティにミスマッチを内包している民間債務が主体となり、短期的国際資本移動とその運用方法であるレバレッジなどが、対外債務問題の深刻化や他国市場への伝染の可能性をはらんでいる状況のなかで、国際金融機関・先進国・債権民間金融機関がどのように対処すべきか、という問題が国際社会に課されることになった。

第3節 国際金融機関と経済危機

前節で述べたように、短期的な国際収支危機とみなされていた債務問題は、債務国の金融・企業セクターにおける構造的な脆弱性にも根ざしている、という認識が危機を経験するたびに深まってきた。こうした認識には、IMFや世界銀行を中心とする国際金融機関が融資業務を拡大・多様化することによって対処してきたが、それらの枠組みや実施方針は先進国・途上国双方で議論の的となっている。

3-1. 他の国際機関によるIMFコンディショナリティ批判

IMF資金は開発援助において重要な役割を果たしているが、その融資制度や途上国との関係において多くの問題点を内包している。また、成果基準などに適用される強力なマネタリー・アプローチに関しても、その資金を利用する途上国から批判され、改善を求められている。しかし、IMFコンディショナリティを議論の対象とするのは途上国のみではない。経済分野以外を専管する他の国際機関も、自らが関係するセクターへの悪影響について、経済安定化計画をその原因の一つとしている。

たとえば、1987年に行われた第7回UNCTAD総会において、事務局は途上国によって採用される成長志向政策が最大の効果を上げるためには、IMFの資金を利用することが重要であると認めながらも、(1)急速な構造改革や国際収支調整は、政治的にも行政的にもほとんどの途上国の能力を超えている、(2)コンディショナリティにおける基本的な問題として、公的部門と民間部門の果たす役割と、そのバランスについて考慮すべきである、(3)世銀コンディショナリティ(レバレッジ)との重複を避け、途上国に過剰な負担を与える可能性を排除すべきである、といった点を指摘している⁽⁶⁾。(2)、(3)については、コンディショナリティの重複による煩雑さから、経済以外のセクターへの悪

影響を危惧しているのである。たとえば、タンザニアなど社会的インフラストラクチャーの整備が国内において最優先課題としてみなされていた国では、教育や保健に関連するセクターへの財政的圧迫を排除しようとする意図が働く。チャウおよびカリヨによる報告 (Chau and Caillods [1976]) では、タンザニアが自主路線を採用していた時期に上昇していた就学率や識字率は、IMFとのスタンバイ・クレジット締結のための交渉に入った頃から低下傾向に転じたとの指摘がUNESCOに提出されており⁽⁶⁾、UNICEFによっても同様の批判がなされている。

このような問題に関して、研究者からも構造調整融資に関する有効性、とくにマクロ経済上の指標のみではなく、他のセクターへの影響をも含めた分析が行われている⁽⁷⁾。クルック (Clook [1991]) はIMF・世銀の経済安定化・構造調整融資によって貧困層の困窮化、債権民間銀行の責任分担回避、途上国政府の開発ビジョンの無視など、融資対象国にもたらされた悪影響を列挙するとともに、先進国側からの融資態度の変化を促すような指針の必要性を述べている。また、キリックら (Killick et al. [1998]) は、1980～94年に構造調整融資の対象国となった21カ国のコンディショナリティとその結果を検証し、両国際機関による融資はいったん導入されると長期化する傾向にあり、同じ内容のコンディショナリティが課されていることをあげ、融資の効果・効率に疑問を呈している。

3-2. 国際金融機関の役割分担

もう一つの論点として重要なのは、民間資金移動がその規模や速さにおいて非常に拡大している現在、IMFプログラムなどの国際金融機関の融資が、債務問題の発生や経済危機に陥った加盟国に対してどれほど有効に関わることが可能か、という点である。3-1.で述べたようなIMFコンディショナリティ批判の背景には、途上国・先進国各々の異なる根拠がある。途上国側の認識としては、「評価基準が定まらなければ融資のディスパースが行われな

め、早急にかなりの資金が必要な場合には融資合意に達しないことが市場に悪影響を与え、事態が深刻化する」というものであり、先進国側は「本来、一時的な流動性困難に対処する機関であったIMFが構造調整融資を行うことは、世銀との業務重複による非効率を招くものである」、あるいは「IMFは国際金融市場の最後の貸し手 (lender of last resort) である必要はなく、そのような責任をIMFが負っているという債権・債務者の共通認識が、対外債務問題にモラルハザードを生み出す原因である」との認識をもっている⁽⁸⁾。

このような根拠を背景として、IMFと世銀が短期的国際収支困難と構造改革とに役割を分担することを前提に、融資枠組み・加盟国とのコンサルティング・情報開示などの機能を統合・整理したうえで、両機関の再編、あるいは解体を主張する意見が研究者などから出てきている。しかし、組織改革にともなうコストや、途上国をとりまく国際金融市場の実状によって、現状維持が続いている。現実の国際金融市場では、融資承認前に行われるコンディショナリティ策定の成り行きや、IMF理事会と受け入れ国政府間で内容の合意に達することが、危機発生時には市場への強力なシグナルとなること、ひいては民間債権機関との交渉の進行を左右するという構造になっていることは無視できない。また、IMF自身は設立協定の改正で資本取引自由化を推進する立場を強化しつつあり、途上国の経済開発に関して金融面からより深くコミットする姿勢を示したともいえるため、ある意味においては、一部の加盟国（とくに先進国側）の意図とは逆の方向へ向かう——たとえば、両機関の機能がより重複していく——可能性もある。

第4節 模索される国際金融の枠組みと民間資本

新たな国際金融体系を構築するうえで、現時点で解決すべき問題点は多い。金本位制やブレトン・ウッズ体制のように、国際金融社会の前提としてフロート制を採用するのか、同制度が「途上国も参加すべき世界的なコンセンサス」

のレベルにまで達しているのか、といった根本的な問いに答えを用意できるものがないからである。小国開放経済（とくに途上国）は、このようなシステムを採用すると通貨投機の対象になる可能性が高まる。したがって、伸縮的な為替制度を採用することで通貨投機を予防できえないならば、資本取引自由化の推進が大勢を占める潮流のなかでも、自国内への資本フロー、とくに短期借入を管理するための手段を講じる必要性が大である。一方、先進国間でも、自らを中心とする金融秩序が整備されていくなかで途上国をどう扱うか、いかなるルールのもとに新たな国際金融体系を構築するか意見の相違がある。

こうした状況のなか、国際金融体制を保持する手段として検討・議論されているものは大きく2種類に分類される。第1に、経済・金融危機を回避したり、危機の初期段階で損失や混乱を最小化するための手段としての事前対策であり、そして第2に、危機を収束させるための事後対策である。

4-1. 事前対策

市場取引や各国情報の収集・開示と、クレジット・ラインの確保といった、保険的措置の整備があげられよう。前者には資金を供給・移動する側として、先進諸国を中心とする投資家からの膨大な資金を多様な市場や手法で運用するヘッジファンド取引に関するものと、資金受け入れ側、あるいは投資対象としての新興・途上諸国の経済指標に関するものと大きく分けられる。また、後者は、危機発生による損害・債務の拡大を予防するため、初期段階での資金アクセスを目的としている。

4-1.(1) 情報収集・開示

① 大口取引に関する情報開示

アイケングリーンは、国際市場における多様な取引に関する情報、とくにヘッジファンドによる大口取引・ポジションを一定基準のもとで開示する報

告システムの必要性を主張している⁽⁹⁾。株式などの国際的主要商品に関して、欧米を中心とする各取引所ではポジション規制や価格制限を設けて大幅な価格変動を予防しようとしているが、通貨・金利関連のデリバティブ取引にはポジション規制だけでなく、取引報告義務も確立されていない。アジア危機を契機としてBISが中心になり、レバレッジを多用する取引を行う機関からの情報収集や管理についての報告書やガイドラインが作成されているが、先進国間でもその足並みは揃っていない。とくに、日次管理を必要とするような短期間でのポジション移動報告は、ドイツや米国で一部行われているのみである。

これに関する理由の一つには、各国市場・取引所間での競争（取引高など）が影響していると思われる。また、ヘッジファンドなどの投資機関が本拠をおく場合が多いタックス・ヘイブンをも含む報告システムの構築には、実現に向けての障壁が高い。

② 新SDDS (Special Data Dissemination Standard)

何が危機発生の先行指標となりうるかは、グローバル化が進む国際金融に関わる先進国・途上国市場参加者の重要な関心事の一つである一方、アジア危機では通貨の暴落が始まる直前まで、明らかなマクロ経済指標の悪化が市場参加者によって認識されていなかったこともあり、この問題は研究者の間でも統一的な見解は形成されていない。

しかし、アジア危機において韓国やタイでみられたように、為替投機が行われて自国通貨防衛のために中央銀行の外貨準備が払底するような事態になれば、対外的な市場の信認を損ない、国内経済への深刻な損害となるばかりでなく、債権側にとっても債権回収が事実上不可能になったり、レバレッジを多用する投資家が他の市場でポジションを手仕舞うために、通貨動揺が他国の市場へ伝染する原因にもなる。したがって、IMFは「国際金融システムの体系を改善するため」⁽¹⁰⁾、従来のSDDSを強化することを決定した。G10中央銀行の国際金融システム委員会ワーキング・グループやBISの協力のもとに、公表する項目、形式を作成し、加盟国の外貨準備高とその資産構成、短

期債務や政府による民間借入への保証といった情報を公開するシステムの構築を目指している。この新SDDSののっとして自国の経済データを公表するか否かは加盟国の自発的意思によるもので⁽¹¹⁾、IMF理事会側は、2000年3月末時点での移行を目標としている。

新SDDSの公表は月次ベースであるが、理事会では将来的に週次の外貨準備報告を行えるよう、さらなる強化を承認している。しかし他方、加盟国の一部からはデータ管理や公表の頻度を高めることで予想される支出の増大や、加盟国独自の為替介入や金融政策の効果が削減されるかもしれない、という懸念が出されている。また、同システムのもとでは各加盟国が早急に自国のデータを集積し、IMFおよびBISに報告しなければならず、400を超えるデータ項目の精度やその管理システムの構築が国内でも立ち遅れている途上諸国には、(公開を決定すれば)かなりの負担増となるだろう。したがって、公表形式に関して各途上国とさらなるコンサルテーションを重ねる必要性が高い。

③ 条件付き与信ライン (Contingent Credit Line: CCL)

通貨・経済危機発生当初の最大の問題点の一つに、信用収縮と対外与信ラインの断絶がある。したがって、与信ラインの確保は債務問題の拡大を防ぐとともに、国内金融セクターにおける信用収縮の発生を予防するという観点から重要である。形式としては、あらかじめ融資条件を設定しておき、通貨投機によって外貨準備が払底しそうな場合や危機の伝染に見舞われそうな場合に緊急融資を受ける、という形になっている。

このようなラインの与信側は、現時点で国際金融機関と民間金融機関の双方がありうる。メキシコやアルゼンチンは、保有する米国債 (T-bond) を担保に、上記の事態が発生した場合には、米国を中心とする民間金融機関から与信ラインを確保する制度をもっている。また、IMFでは危機の伝染が予測される加盟国に対して、通常のスタンドバイ・クレジットよりも迅速に融資を実行できるファシリティとして、CCLを1999年に創設した(韓国が適用第1号)⁽¹²⁾。CCLやNAB (New Arrangement to Borrow) はコンディショナリティを設定するという融資枠組みに関する根本的な見直しがなされていないため、

世銀融資との棲み分けや、融資枠が十分であるか否か、つまり中所得国レベル以上の加盟国に対する効果を疑問視する意見もある⁽¹³⁾。

4-2. 事後対策

経済・金融危機にともなう急激な通貨下落や金利・元本支払いの負担増は、対外債務を返済維持不可能なレベルまで上昇させる場合が多いが、これら債務の再編交渉は、国際社会においても難形が存在せず、現時点ではIMFなどの国際機関のコミットメントに依存している。このような状況は、国際金融市場のモラルハザードを存続させる一因でもあり、債務交渉の長期化は債務問題を深刻化させる。対策を講ずるにも、先進国を中心とする民間債権者にも責任分担を求める手段と、債務交渉を迅速かつ適切に処理するための債務国内制度の創出・充実という、両面からの整備が必要となる。

4-2.(1) 民間債権者の責任分担

① 団体行動条項 (Collective Action Clause: CAC)

団体行動条項 (CAC) は、出資・融資関係において債務問題が発生した際のリスク分担、債権者の多数決、およびその代表をあらかじめ定めておくことによって、債権者間での利益相反や全員一致を原則とするために起こる債務処理の遅延を防ぐことが目的である。従来、シンジケート・ローン契約や英国法のもとでの債券発行には含まれてきた条項であるが、これを一般債券発行にも拡大しようとする提案が1997年初めのメキシコ危機以後活発になり⁽¹⁴⁾、99年のIMF暫定委員会におけるアジェンダ作成のためのミーティングでもルービン米財務長官が制度として推奨し、同年のG7ケルン・サミットでの国際金融体系の強化に関する蔵相報告書で取り上げられた。

しかしこのCAC導入には、新興市場諸国・途上国側からの反対がある。CACを制度化することによって、これら諸国の企業は債券発行コストが上昇するというのがその理由である。実際、アイケングリーンとモディ (Eichengreen

and Mody [2000]) による multi-nominal logit model を用いた調査では、1991年から98年に新興市場諸国の企業によって先進国市場で発行されたCAC付き債券(2619案件)の発行コストは信用力の高い企業では低下し、低い企業では高くなることが検証されている。

② 一律債務ロールオーバー (Universal Debt Roll-Over Option with a Penalty: UDROP)

アジア危機後の重要な問題の一つに、債務処理の一環として繰り延べをどのように債務者側に供与するか、という点があった。債権者・債務者双方が民間金融機関や企業である場合、債権者側の融資に対する姿勢が危機発生後の債務交渉の進展や、それにかかる時間に大きく影響する。債権の回収困難が発生した場合に、債権金融機関がどのような処理方針を実行するかは、欧米、とくにアングロ・サクソン系金融機関と、日本に代表される、長期的取引関係を重視するメインバンク式金融機関で顕著に表れる。債権流動化を中心として、債権本体とは別のビジネスチャンスを追求する欧米系と、繰り延べや金利減免などの手段を用い、できるかぎり債務者との将来的取引関係を維持しようとする日系金融機関、という債務処理に対する交渉姿勢の相違は、債務危機が発生するたびに仲介役ともなっている国際機関も加えて債権者間の大きな争点となっている。

このような事態を回避するために検討されているのがUDROPである。現時点では個別交渉に依存する場合の多い債務繰り延べを、債務者に対してペナルティ金利を課すことを前提に、債権者側が一律に応じるという内容であるが、債権金融機関の融資態度の相違は簡単に変更できるものではなく、制度化に向けての進展はみられていない。

また同様に、債権者側に痛み分けを求める手段として、債務元本の一定割合を条件付きで削減する方法 (conditional haircut) も検討されているが、上記と同様の理由により、制度として確立される可能性は高いとはいえない。

4-2.(2) 債務国内制度の整備

通貨・経済危機が金融危機に発展（あるいは同時に発生）するときには、前提として通貨、株式、債券、不動産などの資産価格の高騰に起因するマクロ経済の過熱を経験しており、危機を契機として銀行を中心とする信用仲介機能の不全や資産市場の混乱、つまり、信用収縮や不良債権問題を抱える事態となる。アジア危機のように膨大な民間債務が背景にある場合、事態はいつそう深刻化することは、1997年以降の各国の状況をみれば明らかだろう。この問題を一刻も早く改善するためには、(1)金融機関の不良債権を買い取り・回収する資産管理会社 (Asset Management Corporation)、(2)債務超過金融機関の統廃合や売却を進める機関(日本の金融監督庁に相当。平時には、金融セクターの監督を行う)、(3)企業の債務交渉を支援する機関(マレーシアのCDRC〈Corporate Debt Restructuring Committee〉など)の諸機関や、法制度の整備が必要とされる。現時点では、各国が国内事情に依拠して試行錯誤のもと債務リストラや企業・金融セクターの再構築を行っており、最適な方式(ベスト・プラクティス)がどのようなものとなるべきか、理論的な検討・分析の積み上げが今後の課題である。

おわりに

アジア危機を経た今日、IMFや世銀を中心とする国際機関やG7といった先進諸国間で、通貨・経済危機の再発防止を目的とする「新国際金融体系」を模索する動きが盛んになった。明確な枠組みは提示されていないものの、(1)資本取引を含む金融自由化の促進による効率的な市場の形成、(2)国際金融市場での多種多様な取引や金融監督に関する、よりオープンで迅速な情報開示、が共通の要素として、さまざまな報告書やスピーチで取り上げられている。IMFが現在取り組んでいる、資本取引を含む金融自由化の推進を盛り込

むための設立協定改正は、この流れを汲んでいるものといえる。

しかしながら、このような前提をもとに構築される国際金融体系には、二つの側面があることに留意すべきである。第1に、国際金融市場への統合の程度や国内金融市場・制度の整備段階に差のある発展途上諸国を、この体系にどこまで含めるのか、という根本的な問題である。前節でも述べたように、変動レート制を採用し、資本取引を含む金融自由化を追求することが世界的なコンセンサスとして形成されているか否かは、研究者の間でも意見の一致をみていない。また、変動レート制を採用したとしても、為替レートは経済のみでなく政治的要因にも左右され、常に均衡に向かうとはかぎらないことは、金ドル本位制崩壊後から今日までをみれば明らかである。

第2に、金融自由化の順序(シークエンス)に関する問題がある。開発や国内投資資金を海外に依存している途上国や新興市場諸国にとって、海外資金を誘引するためのインフラとして推進してきた金融自由化が、当局の監督や法制度など、国内制度の充実をとまわなければ将来における危機の背景の一つとなることは、アジア危機から学ばれるべき教訓である。しかし同時に、アジア危機によって、自国経済や市場を先進国(欧米)型に接近させる過程と経済開発の過程をどのように調整していくか、つまり、一般的にいわれる「マクロ経済の安定→国内金融市場の整備→金融(とくに資本取引)自由化」を文字どおりに実現することの困難さが明らかになったといえよう。国際市場と国内市場にギャップがあるとき、それを埋めて効率性を追求する手段としての自由化が、国内市場の脆弱性や問題点を増幅させる場合があるからである。さらに、金融自由化によって国内の民間企業・金融機関が直接・間接的に国際市場参加者となることは、情報開示のレベルやコーポレート・ガバナンスなど、個々の企業に求められる変化も大きいものとなろう。

途上国が経済開発や国内投資のために海外資金を誘引し、その流入を維持するには、効率的で自由化された金融市場を先進国にならって追求すればすむわけではない。市場の安全性を維持するための制度や、市場参加者に対外取引に関するリスクを認識させ、自由化による負担を最小化するような措置

が必要である。これを主な資金の出し手である先進国や国際機関側から考えるならば、図らずも債務問題が発生した場合には債権・債務者間の交渉をどのような枠組みで進めるか、国際市場の拡大や統合が進むにつれて新たな要素が加わっていく債務問題への対処を求められており、改善されなければならない課題は多い。

〔注〕 _____

- (1) 管理フロート制では、為替管理や市場介入が行われる。
- (2) ③において借入が返済原資を生み出さず、負担を増加させるようになったケースがアジア危機であると主張しているのがスティグリッツである。海外借入が過剰な国内投資や不動産開発に向けられ、生産性の向上や借入返済につながるようには利用されなかったことを指摘している。
- (3) 開発政策の変遷（輸出・輸入代替政策、直接投資と借入、ポートフォリオ投資受け入れなど）における詳細については、Rodrik [1999] を参照のこと。
- (4) UNCTAD [1999] は、①途上国のビッグバン型金融自由化は輸入を拡大させたが、輸出がそのペースに追いついていない、②貿易自由化の努力を支援するために金融自由化（資本移動の自由化）を行ったが、資本移動の自由化は、実際には為替レートの高騰と不安定化を招き、貿易パフォーマンスを悪化させ、かえって事態を深刻化させている、と指摘している。
- (5) UNCTAD [1987] pp. 42-43.
- (6) Chau and Cailods [1976] p. 29.
- (7) IMFと世銀の融資制度に関する分析や批判をまとめたものとして、Krueger [1998] がある。
- (8) とくに米国では、国際機関への分担金拠出をめぐる議論が紛糾する傾向にある。IMFに関しては、短期流動性危機に対してのみ融資を行うべき、との意見が根強い一方、融資適格国を選定する際に人道的条件を付与すべき、といった主張もある。国宗 [2000] 第7章参照。
- (9) 米国での大口取引・ポジション報告システムについて、あるいは同様の取引情報を世界的に管理する手段とその可能性については、本書第10章を参照のこと（原文は大野編 [1999] 所収）。
- (10) IMF [1999a]。
- (11) 上記PINによれば、1999年3月時点での新SDDS移行加盟国は47カ国である。
- (12) CCLファシリティ対象国に「危機の伝染予測」という条件を付けているのは、すでに通貨・経済危機の渦中にある加盟国に対しては、各加盟国の出資分担金にもとづく通常のスタンバイ取り決めのほかに、SRF (Supplemental

Reserve Facility) やNAB (New Agreement to Borrow) などの拡大融資ファシリティを備えているからである。

(13) たとえば、アイケングリーンやガーテン (Garten) など。

(14) CACの導入はG7の討議の場で強力に推奨されており、1996年末のG10レポート、98年のG22・G7レポートでも言及されている。

〔参考文献〕

- Bordo, Michael and Anna J. Schwartz [1998], "Under What Circumstances, Past and Present, Have International Resources of Countries in Financial Distress Been Successful?" NBER Working Paper Series No. 6824.
- Buchheit, Lee C. [1998a], "Majority Auction Clause May Help Resolve Debt Crisis," *International Financial Law Review*, August.
- [1998b], "The Collective Representation Clause," *International Financial Law Review*, September.
- Buter, Willem H. and Anne C. Sibert [1998], "UDROP or You Drop: A Small Contribution to the New International Financial Architecture," Discussion Paper DP0425, Centre for Economic Performance, London School of Economics.
- Chau, Ta Ngoc and Françoise Caillods [1976], *Educational Institute and Its Financial Implications in Tanzania*, International Institute for Educational Planning No. 4, The UNESCO Press.
- Eichengreen, Barry and Ashoka Mody [2000], *Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs?*, NBER Working Paper Series No. 7548, January, National Bureau of Economic Research.
- フィッシャー, S.ほか [1999] 『IMF資本自由化論争』岩波書店 (Fisher, Stanley, et al. [1998], *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance No. 207, May, the International Finance Section of Princeton University.).
- Guitián, Manuel [1996], "The Issue of Capital Account Convertibility: A Gap between Norms and Reality," in Manuel Guitián and Stelth M. Nsoulieds., *Currency Convertibility in the Middle East and North Africa*, Washington, D.C.: IMF.
- International Monetary Fund [1999a], Public Information Notice (PIN), No. 99/25.
- [1999b], *World Economic Outlook 1999*, Washington, D.C.: IMF.

- 池田和人 [1996] 『現代の金融入門』 ちくま新書。
- Killick, Tony, Ramani Gunatilaka and Ana Marr [1998], *Aid and the Political Economy of Policy Change*, London: Routledge.
- Krueger, Anne O. [1998], “Whither the World Bank and the IMF?” *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVI (December), pp. 1983-2020.
- 国宗浩三編 [2000] 『アジア通貨危機—その原因と対応の問題点—』 アジア経済研究所。
- 奥田英信・黒柳雅明編 [1998] 『入門開発金融 理論と政策』 日本評論社。
- 大野幸一編 [1999] 『開発戦略論の再検討』 アジア経済研究所。
- 尾上修悟編 [1993] 『国際金融論—金融のグローバル・システム—』 ミネルヴァ書房。
- Rodrik, Dani [1999], *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, Policy Essay No.24, Washington, D.C.: Overseas Development Council.
- Stiglitz, Joseph [1998], “The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy,” address to the Chicago Council on Foreign Relations, Chicago, February 27.
- 田中五郎 [1998] 『発展途上国の債務危機 経緯と教訓』 日本評論社。
- United Nations Conference on Trade and Development [1999], *Trade and Development Report 1999*, Geneva: UNCTAD.
- [1987], *Revitalizing Development, Growth and International Trade: Assessment and Policy Options*, Report by the UNCTAD Secretariat, Geneva: UNCTAD.