

第3章

金融自由化の過程における金融政策の役割⁽¹⁾

— インドネシアのケースを中心として —

はじめに

本章では、発展途上国において経済構造調整政策の中心的な柱となっている金融自由化政策に焦点を当て、金融自由化政策の諸問題点と金融政策の役割について検討している。

自由化を推進していく過程では、多くの人々は「自由化政策」と「規制」とは矛盾する概念であると考えてきたように思われる。金融部門においても金融自由化政策と金融部門に対する諸規制との間には矛盾があると考えられ、したがって金融自由化政策のもとでは、政府は金融部門に対して規制をしてはならないと考えがちなのである。しかしながらインドネシアを含めていくつかのケースを振り返ってみると、金融自由化政策（ディレギュレーション）の過程は、金融部門に対する諸ルールの整備（リレギュレーション）の過程であったといえる。本章ではこのような認識に基づき、市場メカニズムを重視する「レッセフェール」（自由化）と政府がその役割を放棄する「レセパセ」（ほうっておけ）を峻別する必要があると主張している。

誤解のないように断っておくが、本章は金融自由化政策が誤っていると主張するものではない。発展途上の多くの国々で金融部門の自由化政策は、経済構造を改善するうえでの必要な第一歩である。一方、途上国では経済運営に対する信認（それはただでさえ脆弱である）を維持することが重要な要件で

あり、金融部門の安定的発展が必要条件である。市場が未発達の状態のなかでは金融市場が不安定化する蓋然性が高いことを考慮すると、金融部門の安定的発展を達成するためには、金融自由化政策と同時に金融部門に対する諸ルールの整備が必要であると考えるのである。もう一つ断っておきたい点は、金融自由化の過程で生ずる問題点は、その国のおかれている発展段階、歴史的社会的特性によって異なっているということである⁽²⁾。したがってそこでの金融政策の役割も画一的なものではなく、自ずと異なるものであると考えられる。本章では以上のような問題意識に基づき、インドネシアのケースを中心として、金融自由化政策の過程で生じてきたいくつかの問題を明らかにし、経済の持続的な発展と安定を維持するうえでの金融政策の役割を考えてみた。第1節では、経済発展の初期にその中心的役割を果たす銀行部門の金融仲介機能の問題について、そして第2節では、最近顕著になってきた途上国の国内金融市場の国際化、内外資金移動のもたらす問題について検討している。

第1節 金融自由化と金融仲介の問題

1. 市場神話の再考 — 挿話1 金融自由化、資金の最適配分、逆選択

この挿話はハイルブローナー『21世紀の資本主義』にでてくる話にヒントを得て筆者が創作したものである⁽³⁾。クン王国は、豊富な資源をベースにして急速な経済発展をとげ、共同体社会から近代的な産業社会に構造変化をとげつつある。そこに世銀・IMFのエコノミストたちがアドバイスにやってきた。この国では、工業化を進めるために投資優遇措置を採り、低金利政策と政府による低利の優遇資金を供給している。エコノミストたちは次のようにアドバイスするであろう。「金融部門に政府が介入するのをやめるべきです。市場に資金の配分をまかせるべきなのです」。クン王国の大蔵大臣は

次のように尋ねるであろう。「我々が銀行を指導しなくても、銀行は経済発展に必要なところに資金を供給できるのだろうか？」IMF・世銀のエコノミスト「そうです。必要なことは政府が銀行に何をしろと言わないことです。低金利政策をやめて市場金利に任せるのです。そうすることによってより多くの貯蓄が動員でき、金融資源が最も効率的に配分でき、経済成長が高まるのです。また政府・中央銀行による低利の優遇貸出をやめなさい。そのような政策は資源の最適配分をゆがめ、財政を圧迫しインフレを加速するのです」。クン王国の大蔵大臣「金利を自由化したら金利は高くなり過ぎ、借り手の企業は困らないだろうか？ その結果投資意欲が阻害されないだろうか？ また政府の優遇金利政策を廃止したら政策的にプライオリティの高い分野で、当面は高い収益の見込のないような分野はやっていけるだろうか？」エコノミスト「その心配はありません。より高い金利で借りられる企業は、より高い収益率が見込めるのです。そのような企業に資金を貸し出すことで、経済全体はより高い経済成長を達成できるのです。政府による政策金融もやめるべきです。そのような低金利の金融によってしか存続できないような企業に税金を供給することは、資源の最適な配分とはいえないのです」。クン王国の大蔵大臣は考えるであろう。「低金利政策は銀行預金の動員をさまたげている。貯蓄を引きあげることは必要だ。しかし貸出金利は借り手が耐えられないほど高くはならないだろうか？ 確かに政策金融は政治家や有力者の圧力がかかり、不良資産が増えている。しかし政策金融を廃止したら中小企業やこれまで育ててきた幼稚産業はつぶれてしまいはしないか？ それにそんな高金利で回っていく企業とはどんな企業だろうか？ 堅実な企業だろうか、投機的な企業ではないだろうか？ そしてそのような企業に貸付を行っている銀行の体質も脆弱になるのではないか？」

我々は経済学の共通財産として、マッキノンやショウが示した「金融抑圧」の問題、すなわち人為的低金利政策や政策金融などにより、低利資金の割当てが途上国の金融システムやひいては経済全体に、深刻な問題をもたらしてきたことを理解している⁽⁴⁾。しかし一方で金利の自由化や政策金融の撤

廃が自動的に市場を形成し、市場を通じて資金の最適配分をもたらし、長期にわたる望ましい経済発展を保証するののかについて、経済学は十分に説得的な説明を行ってはいない。低発展段階にある国々では、金融市場も資本市場も十分に発展していない。クン王国の大蔵大臣が疑問に思ったように、金利の自由化は超高金利をもたらさないのだろうか、また政策金融の撤廃は中小企業の倒産や、それまで保護されてきた産業の崩壊を招くのではないだろうか。

クン王国の大蔵大臣が抱いたこのような直感的な疑問について、以下でインドネシアを中心とした事例を通じて検討してみよう。

2. 金融自由化政策

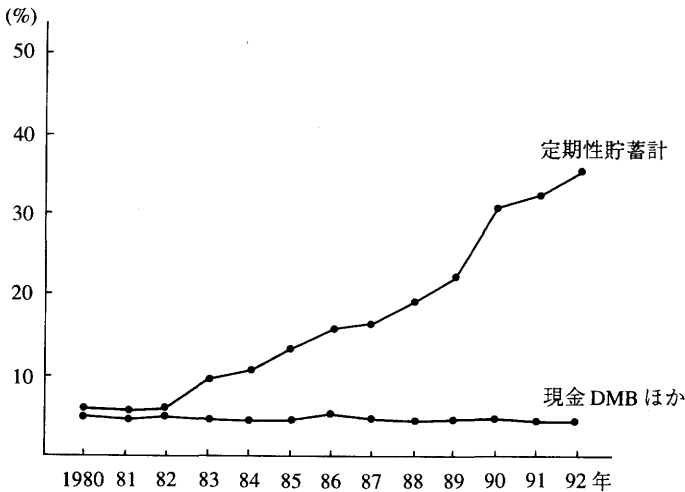
1983年以前のインドネシアの金融部門は、完全に政府のコントロールのもとにおかれ、典型的な金融抑圧の状況にあった。中央銀行による低金利政策と貸出枠規制が敷かれており、銀行預金の実質金利はほぼ一貫してマイナスであった⁽⁵⁾。一方で国営銀行は政府の指示する優先分野へ低利の優遇資金を供給していた。このシステムは70年代を通じて急速に拡大した石油収入を、政府の優遇資金として優先産業分野に再配分するメカニズムであったといえる。80年代初めの石油価格の下落によって、石油余剰資金をベースにした金融システムは見直され、金融市場をベースにした金融部門の発展が指向されることになった。

インドネシアの金融自由化は、1983年6月と88年10月の二つの金融規制緩和政策に大きく分けられる⁽⁶⁾。前者は金利の自由化および貸出枠規制の撤廃を主たる内容とし、後者は新規銀行設立などの自由化、すなわち参入障壁の撤廃による競争原理の導入を主たる内容としている。金融自由化政策によって実質預金金利はマイナスからプラスに転換し、この結果、銀行部門の預金は急激に増加した。金融部門の発展と深化がこれらの第1次および第2次金融自由化政策の導入によってもたらされたことが図1および表1から明

確に確認される。

次に金融自由化政策が銀行部門の貸出機能に与えた影響についてみよう。ここでは、金融当局による資金の供給および政府の指導などによって政府ならびに政府企業に貸し出した分を除き、上にみた銀行自身による預金吸収のもとに、どれだけを自らの判断で民間部門に貸し出しているかをみてる。この部分がいわゆる銀行部門の金融仲介機能を反映していると考えられるからである。図2の横軸は銀行預金のGDPで計った水準を、縦軸は預金額のうちどれぐらいを民間部門に貸し出しているかを示している(表2および図

図1 現金および定期性預金のGDP比
(各期末)



(出所) Bank Indonesia, "Indonesian Financial Statistics" 各版より作成。

表1 インドネシアにおける金融部門の発展
(各期末)

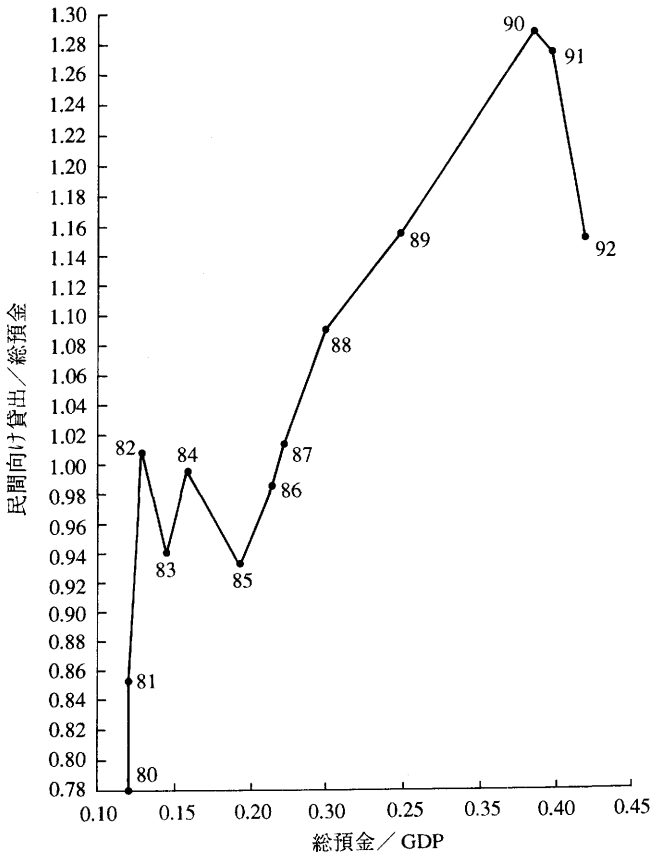
(単位:10 億ルピア, かつこ内はGDP比%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
現金	2,169 (4.8)	2,546 (4.4)	2,934 (4.7)	3,340 (4.3)	3,712 (4.1)	4,460 (4.6)	5,338 (5.2)	5,802 (4.6)	6,245 (4.4)	7,908 (4.7)	9,094 (4.6)	9,346 (4.1)	11,478 (4.5)
DMBほか													
定期貯蓄 性預金	1,480 (3.3)	2,032 (3.5)	2,491 (4.0)	4,694 (6.0)	6,387 (7.1)	9,607 (9.9)	11,355 (11.1)	16,230 (13.0)	21,015 (14.8)	29,895 (17.9)	46,150 (23.6)	52,633 (23.3)	67,560 (26.3)
外貨預金	1,174 (2.6)	1,094 (1.9)	1,406 (2.3)	2,289 (2.9)	2,944 (3.3)	3,378 (3.5)	4,587 (4.5)	4,665 (3.7)	6,524 (4.6)	8,061 (4.8)	14,643 (7.5)	20,064 (8.9)	22,693 (8.8)
定期貯蓄 性預金計	2,654 (5.8)	3,126 (5.4)	3,897 (6.2)	6,983 (9.0)	9,331 (10.4)	12,985 (13.4)	15,942 (15.5)	20,895 (16.7)	27,539 (19.4)	37,956 (22.7)	60,793 (31.1)	72,697 (32.2)	90,253 (35.2)
GDP	45,446	58,127	62,476	77,623	89,885	96,997	102,683	124,817	142,105	167,185	195,597	225,996	256,508

(出所) IMF [1994].

2参照)。同図から、預金の吸収が進むにともなって民間部門への貸出も順調に増加しており、自由化とともに金融仲介機能が增大してきていることがわかる。インドネシアにおいて金融自由化政策は、金融貯蓄の金融機関への動員、さらには民間部門への貸出などの観点から、金融部門の発展に大きな効果をもたらしたといえる。一方で金融自由化政策のこのような成功は新たな問題をもたらしている。以下にその問題を検討してみよう。

図2 銀行の預金吸収と金融仲介



(出所) 図1に同じ。

表2 銀行の預金吸収と金融仲介

(単位: 10 億ルピア)

	民間向け貸出	当座預金	定期・貯蓄性預金	外貨建て預金
1980	4,254	2,795	1,480	1,174
1981	5,942	3,847	2,032	1,094
1982	8,106	4,133	2,491	1,406
1983	10,490	4,177	4,694	2,289
1984	14,086	4,817	6,387	2,944
1985	17,281	5,560	9,607	3,378
1986	21,731	6,082	11,355	4,587
1987	28,034	6,776	16,230	4,665
1988	38,809	8,032	21,015	6,524
1989	58,404	12,477	29,895	8,061
1990	97,145	14,532	46,150	14,643
1991	114,453	17,103	52,633	20,064
1992	123,533	16,997	67,560	22,693

(出所) 図1に同じ。

3. 金融自由化と金融仲介機能⁽⁷⁾

金融自由化銀行部門にもたらす問題、とくに銀行活動の中心である金融仲介機能にかかわる問題について考えてみよう。第1の問題は中長期資金の仲介機能である。金融自由化以前は、政府が各種の優遇資金政策を使って中長期投資資金を低利で供給してきた。金融自由化政策は、原則的にはこれらの優遇貸出資金の廃止を意味するものである。しかし自由化された金融市場がこれら優遇資金を代替し、自律的に中長期資金を供給するメカニズムをもつには至っていない。発展段階の初期にある途上国では、短期の金融市場が比較的スムーズに機能するのに対して、長期の金融市場が機能不全を起こすことが知られている。これらの国々では、(1) 金融市場が未発達である、(2) 情報が不十分であり、長期の先行きに対する展望が不透明である、(3) 通貨や金融システムに対する信頼が相対的に低いなどの理由から、人々が長期資金へのコミットを避ける行動をとることがあるためである。経済発展を進めて

いかなければならない途上国の政府当局者にとっては、銀行部門の中長期資金の仲介機能の不全は深刻な問題である。金融自由化政策を推進するという政策コミットメントはあっても、政府は長期の経済発展のためのファイナンスの不十分さを無視しつづけることはできない。インドネシアのケースでは、政府は1983年の第1次金融自由化政策に沿って、中央銀行の供給する中長期優遇資金の貸出の撤廃ないし大幅削減の意思を表明してきたが、これらの優遇資金は、政府の意図表明のように削減されてこなかった。その背景には上で述べたような問題があると考えられる。

第2の問題は国営銀行の抱える不良債権の増大と、それにとまなう同銀行部門の金融仲介機能の不全である。国営銀行の貸出先の多くは中央銀行の供給する優遇資金に依存するところが大きであった。これらは、ほぼ自動的に優遇資金によってロールオーバーされてきた。このような貸出の多くは政治的な理由によって決定され、経済性に基づく貸出審査は十分に行われてこなかったと考えられる。しかし金融自由化政策の実施とともに優遇資金は大幅に削減（または廃止）されているため、案件を継続させるためには既存の優遇貸出の市場金利での借換えが必要となるが、これらの案件の多くは、金融自由化後の高金利では採算がとれず、借換えは難しいと考えられる。この過程で優先分野への貸出を抱える国営銀行の不良資産は急速に顕在化することになった。このように金融自由化は、優遇金利のもとでは採算のとれていた貸出を不良資産化させる働きをもち、さらに優遇資金でロールオーバーすることで隠されてきた不良資産を、顕在化させる働きをもったのである。この過程で生じた大量の不良資産は国営銀行の収益を圧迫し、競争力を弱めている。国営銀行の不良資産の増大、収益の悪化とともに国営銀行の官僚的体質は、引き続き経営の効率の改善を阻害しており、これらの要因は貸出マージンを拡大させる方向に働くのではないかと考えられる。借り手にとっては、国営銀行の貸出金利が他の資金調達手段と比べてより高コストとなるため、国営銀行を通ずる資金仲介が回避されるようになる。

第3に民間銀行の健全性と金融仲介の問題がある。1988年の第2次金融

自由化以降、民間銀行の設立が相次いだ。大きな企業グループはもとより、多くの企業家たちが相次いで銀行を設立した。銀行の経営は、これらの企業グループにとってきわめて魅力あるビジネスであったといわれている。多くの企業グループにとって、銀行は彼らの企業グループのための低コスト資金調達の導管としての役割を担ったと考えられる。新規に設立された銀行の貸出は、かなりの場合そのグループ内企業への貸出に集中的に向けられている。このような同一グループ内向け貸出については、貸出案件の審査が十分になされていないケースが多い。また集中貸出の結果、一つの貸出案件の失敗は同時に他の貸出の失敗につながり、銀行全体の経営問題に発展する可能性が大きいのである。一方で金融仲介機能という観点に立ち戻って考えると、このような金融の導管としての貸出は、情報の生産をとまなう金融仲介機能とはいえないのではなかろうか。ここでも金融仲介機能の不全が生じてくる可能性は大である。このように貸出機能をより詳細にみても、図2に示されている金融仲介機能の急速な拡大のなかに、いくつかの潜在的な問題が隠されていることがわかる。

第4に国内の金融市場の調整がスムーズに行われなかったために、国内銀行部門の利用が回避され、より効率的な金融市場であるシンガポールなどで金融機能が代替されるという状況が生じてきている。その要因として次の点が考えられる。一つは国内の銀行市場において貸出リスクが高いことに加えて、銀行の効率性の問題などから貸出のマージンが高止っている点である。預金と貸出金利の推移をもとにして、預金準備率で調整し、大雑把に金融仲介コストを計算した結果が表3に示してある。これをみると、金融自由化前の1982年の仲介コストは6.75～7.75%であったが、第1次自由化後の84年には8.05～9.05%と上昇し、さらに第2次自由化後の89年には7.8%、90年6.5%、91年7.11%、92年8.65%、93年9.32%、94年7.05%と推移している。ここに見られるように金融仲介のコストは、若干の変動はあるが、自由化以降高水準を続けていることがわかる。この結果、海外市場での借入コストとの差は大きく開いたままである。もう一つの問題は、国内の金融市場

表3 銀行部門の資金コスト・貸出金利・マージンの推移

(% , 平均値)

		当座預金	定期預金	資金コスト 平均預金金利	実質資金コスト 準備率調整済	貸出金利 プライムレート	マージン
1982	シェア	60	40	5	5.75	12.5~13.5	6.75~7.75
	金利	3	8				
	準備率	15	10				
1984	シェア	40	60	11.4	12.95	21~22	8.05~9.05
	金利	3	17				
	準備率	15	10				
1989	シェア	25	75	13.7	14	21.82	7.8
	金利	3	17.06				
	準備率	2	2				
1990	シェア	26	74	13.8	14.1	20.67	6.5
	金利	3	17.61				
	準備率	2	2				
1991	シェア	28	72	17.7	18.1	25.21	7.11
	金利	3	23.4				
	準備率	2	2				
1992	シェア	27	73	15.1	15.4	24.05	8.65
	金利	3	19.51				
	準備率	2	2				
1993	シェア	30	70	11	11.2	20.52	9.32
	金利	3	14.53				
	準備率	2	2				
1994	シェア	30	70	9.7	9.9	17.75	7.85
	金利	3	12.64				
	準備率	2	2				

(出所) Bank Indonesia, *Weekly Report*, Sept. 1989, April 1990, Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, Dec. 1994, Dec. 1995 および金融機関関係者からの聞き取りをもとに計算。

や為替市場の調整が不完全であったり、またはそのスピードが海外の市場に比べて遅いために、銀行にとっては国内で預金を集めるよりは海外から借り入れる方がはるかにコストが安くなるという局面が生じている。これに加えて国内の強い資金需要は、銀行部門の海外からの資金の取り入れを促進する働きをもっている。以上の結果、優良な借り手は国内銀行市場から撤退し、海外から資金調達を行う傾向がみられる。また一方で銀行部門も資金源を海外からの借入に依存する傾向がみられ、国内での預金吸収に熱心でなくなるといった問題が生じてくる恐れがある。さらには内外の金融市場の調整ス

ピードの差から、大幅な内外資金移動が生じた場合には、銀行部門の活動が阻害されるというリスクも存在している。

4. 金融仲介機能に関する政策含意

金融の自由化政策は預金金利および貸出金利の双方をドラスチックに上昇させた。実質預金金利の上昇は、先に述べたように金融部門による貯蓄資金の吸収を促進し、金融貯蓄は大幅に上昇した。一方で貸出金利の急激な上昇は貸出案件のいくつかを不採算にした。金融自由化の結果、銀行はより収益性の高い、ある意味ではリスクの大きい案件への貸出を促進することになるのである。

実質的な金利が高騰していくと、経済的には健全と考えられる案件も採算が合わなくなり、銀行市場から撤退していく。また優良企業は海外市場から資金を調達することが可能であるから、国内の銀行市場から撤退していく。この結果国内の銀行市場にはよりリスクの高い、より質の劣る借り手が残ることになる可能性がある。これらの一連の過程で、国内銀行市場の借り手の貸倒れリスクはさらに高くなるため、銀行はそのリスクをカバーするために、より高い貸出金利を設定せざるをえなくなるのである。このようなケースでは、金利は市場のシグナルとしての機能を十分に果たしえない可能性がある。むしろ金融自由化が金融の仲介機能の不全をもたらし、金融資源の最適な配分を阻害してしまう可能性があるのである。

ここでの政策含意は、金融自由化を実行することだけでは、金融仲介機能を高めることはできないと思われる点である。金融部門の安定と健全な発展のためには、第1には同部門の健全性を維持するための銀行ルールの導入とその実行が必要である。第2には自由化政策とともに、過去の優遇貸出による不良資産を抱える国営銀行のリストラクチャーが実行されることがまず必要である。そのためには不良資産に対する貸倒れ引当金を早期に手当てし、銀行部門の体力を改善することが必要である。第3に金融の自由化と銀行間

の競争は、銀行の失敗をもたらす可能性を大きくすることを認識すべきである。この点に鑑みると、第1に人々が金融自由化には大きな痛みをとまなうことを認識すること、そしてそのうえで第2には、金融秩序の維持を図るためには、潜在的な銀行の失敗にどのように対応するかルール作りが必要である。

第2節 金融自由化、金融市場の国際化と経済の安定⁽⁸⁾

1. 市場神話の再考——挿話2 高収益プロジェクトと統合の誤謬

クン王国はさらに急速な発展を遂げ、その成長力は世界の注目を集めている。ビジネスの機会を求めて世界各国からビジネスマンや投資家が集まってくるが、一方で大蔵大臣は経済の管理、国際収支の悪化と債務の増大に悩んでいる。ここでの登場人物は、クン王国の大蔵大臣、クン王国の有力者で銀行などを含む大企業グループを率いている実業家、日本のビジネスマン、アメリカの銀行家の4人である。クン王国の実業家「私のところにはたくさん的高収益プロジェクトがある。例えば大型コンドミニアムの案件がたくさんあるし、これからわが国の工業化を支える石油化学プラントの案件もある。皆さんが技術力や資金を提供してくれれば、政府の土地使用許可など必要な政府の許認可の約束はすぐ取り付けてあげることができる。もちろん私の銀行も高額な融資もするし、新しい合併事業への出資もする。」日本の実業家「それは大変興味深い話ですね。コンドミニウムと石油化学プラントの建設は、日本の建設業者に任せてください。しかし石油化学は国の基幹産業ですし、王国政府の手厚い産業保護が必要ですね。日本でも石油化学などの基幹産業は保護してきましたから。」アメリカの銀行家「資金調達の方は任せてください。クン王国の国内金利は大変高いですから。デリバティブなどを利用すれば、海外資金がより安い金利で調達できます。短期の資金なら

もっと安い資金が調達できます。ただ長期資金を安い金利で調達するにはおたくの銀行の参加だけでなく、政府の保証が必要かもしれませんね。」大蔵大臣「ちょっと待ってもらえますか。王国の将来の経済発展にとって大変興味ある話ですがいくつか問題があるのです。私のところには同じような話は何十と来ています。全部が実行されれば、経常収支は悪化し債務は急増します。政府が民間プロジェクトに保証を与えることは難しいし、民営化の考え方にも反します。それにおたくの銀行が系列のプロジェクトに巨額の融資や出資をするのは、リスクの集中の点から問題がありませんか？ また資金コストが安いといっても短期の海外資金に大きく依存するというのは問題があるように思いますが。それに基幹産業とはいえ、あまり高い産業保護措置をとれば、経済開発全体のコストが高くなってしまうという問題があります。」クン王国の実業家「しかし、我々は国の政策として金融自由化を実行してきましたね。私の企業グループも及ばずながら自由化の努力を進めてきました。私の銀行も自由化のもとで生き残るためには、安い資金調達源を探し、より高い金利で貸すことができる高収益案件を探すことが必要なのです。それに石油化学プラントへの保護措置は、日本もやってきたことだし、国の基幹産業なので、クン王も賛成されると思いますよ。」

2. 国内金融市場の国際化の背景と問題の所在

1990年代に入って、途上国へ向かっての国際資金移動の活発化と、資金フロー構造の大きな変化がみられる。90年頃を境にして、国際金融市場から途上国へ向かっての資金の流入が活発化してきている⁹⁾。このため途上国の金融市場は、市場発展段階の初期から、市場の国際化という状況に直面することになる。

その背景としては次の諸点が考えられる。中進国を中心とするいくつかの途上国で急速な経済発展が進み、途上国の経済およびその運営に対する信認が高まり、さらに持続的な高い経済成長が期待できる。インドネシアを含め

た多くの途上国では、世銀・IMFの勧告する構造調整政策を実行したことにより経済構造が大幅に改善され、それにともなって途上国経済の規制緩和が進み、対外開放度が高まったこと、その一環として金融自由化政策などによって、海外からの資金の取り入れ、資金移動の自由化が促進された。さらに国営企業の民営化政策に従って国営企業が民間部門に払い下げられると同時に、海外および国内での株式の上場が行われ、それに対する外国人投資家による投資が積極的に推進された。加えて民営化政策の一環として多くの政府インフラストラクチャー・プロジェクト、例えば電力、通信、高速道路、港湾施設などのこれまで政府部門で実行されていたものが民間ベースで実行されることとなり、そこでは海外からの民間資金の役割が重要となったのである。

海外投資家の側から途上国を投資対象としてみたときには、次のような新しい要因が指摘できる。1990年代に入り先進諸国の金融市場では、金利の低下と株式市場のバブルの崩壊によって、魅力のある投資対象は少なくなってきている。一方途上国では高い経済成長率を背景として、株式市場の成長、高金利が続いており、投資に対する高いリターンが期待できる。さらに途上国の経済構造の調整の進展にともなって経済の安定化が進み、途上国通貨に対する信頼が急速に高まってきている。このような高い期待収益率と投資リスクの低下という組み合わせが、90年代に入って途上国向けの投資ブームを引き起こしている大きな要因であるといつてよからう。こうした事情を背景として、90年代に入り、発展段階初期にある相対的に小さな途上国の金融市場に、先進国からの巨額の資金が急激に流入したわけである。その結果途上国では経済成長は加速化されるとともに経済はオーバーヒートしていったのである。これにともなって経常収支赤字は急速に拡大し、民間部門の対外債務の増加が顕著となり、さらには経済の不安定化が進むことになったのである。

3. 内外資金フローと国際収支構造の変化

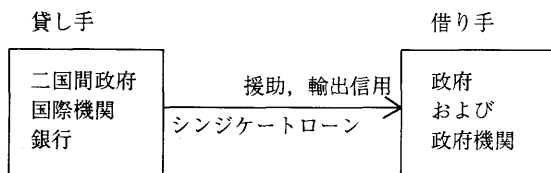
前項で述べたような内外資金フローと国際収支構造の変化を検討しておこう(図3参照)。途上国の国際収支構造は1990年を境に大きく変化したと考えられる。80年代までの途上国の国際収支ファイナンス構造を考えると、そこでは主要な借り手は政府および政府機関であり、主要な貸し手は二国間政府、世銀などの国際機関さらにはユーロ市場での銀行団であった。借り手と貸し手をつなぐ金融インストルメントは、二国間政府の場合には援助や輸出信用であり、国際機関の場合も同様に譲許的貸付であった。ユーロ金融市場での銀行の場合にはそのインストルメントはシンジケートローンであった。

1990年代に入ると、途上国の借り手のなかで政府の役割は減少し、民間部門の役割が増大してきている。借り手の中心は民間企業、商業銀行、さらには民営化された国営企業および民営化インフラストラクチャー・プロジェクトなどである。一方貸し手の側は二国間政府および国際援助機関などの役割が相対的に後退し、民間部門の貸し手の役割が増大してきている。特にこれまでの貸付の中心的役割を果たしてきた商業銀行から、最近では証券会社などを通ずる個人および機関投資家の役割が増大している。途上国の株式市場に対する機関投資家、民間投資家の投資金額は急激に拡大してきている。ここでの借り手と貸し手をつなぐ金融インストルメントをみても、先進諸国の商業銀行によるシンジケートローンに加えて、債券の形態を取る資金の流れ、さらには前述の株式投資などを含むポートフォリオ・インベストメントが増大してきている。

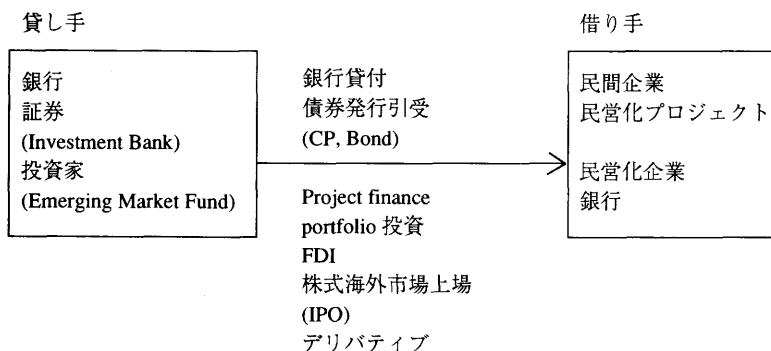
次にインドネシアの国際収支のなかで、内外の資金フローの変化がどのように生じてきたかを確認しておこう(表4参照)。経常収支と外貨準備は大きく分けて三つの項目によってファイナンスされている。第1はインドネシア政府および政府部門による借入によってファイナンスされる部分、第2はイ

図3 国際収支ファイナンスの主要な貸し手、借り手とインストルメント

(1) 1980年代までの構造 (政府による債務コントロール可能)



(2) 1990年代の構造 (政府による債務コントロール困難)



(出所) 筆者作成。

インドネシアの民間部門の借入によってファイナンスされる部分、第3は直接投資などの非借入資金流入によってファイナンスされる部分の三つである。政府借入とは援助国会議 (CGI) などの場で決定される二国間または多国間の援助および輸出信用である。民間借入とは民間企業および商業銀行 (国営銀行を含む)、さらには民営化された政府インフラストラクチャー・プロジェクトなどの借入を含む。民間部門の非借入ファイナンスは、前述のように海外直接投資やポートフォリオ、株式投資を含む。表4ではこれらの数字を実行額から返済額を差し引いた純ベース (ネットベース) で示してある。

この表から明らかなように、1980年代まではインドネシア政府による政府および公的機関からの借入が、国際収支ファイナンスの大半を占めてい

表4 国際収支のファイナンス

(単位：10億ドル)

	1985/86	1986/87	1987/88	1988/89	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94	1994/95	1995/96	1996/97
経常収支赤字+外貨準備増分	1.9	3.4	2.7	1.2	1.8	7.0	5.3	4.0	3.7	4.1	9.9	10.2
政府部門借入(ネット)	2.0	3.3	1.5	2.8	1.8	0.9	1.5	0.9	1.1	0.2	-0.4	0.4
民間部門(ネット)	0.6	1.3	1.7	1.4	0.8	5.8	4.1	4.5	4.7	4.6	10.6	9.7
民間部門借入	0.3	1.0	1.2	0.8	0.1	4.4	2.6	2.6	2.7	2.1	-	-
民間部門非借入	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7	1.4	1.5	1.9	2.0	2.5	-	-
その他	-0.5	-1.3	0	-1.4	-0.6	0.3	-0.2	-1.2	-2.0	-0.6	-0.3	0

(出所) 図1に同じ。

た。この期間には民間部門の借入、または借入および直接投資はきわめて小さかった。ところが90年代になると、政府部門による国際収支のファイナンスはネットベースでは低下しているのに対し、民間部門によるファイナンスは急激に増大していることがわかる。この時期には民間部門による借入、および民間の直接投資および株式市場に対するポートフォリオ投資は、国際収支ファイナンス上の大半を占めるに至っている⁽¹⁰⁾。

4. 金融市場の国際化と経済の安定の問題

1990年代に入ってからこのような民間部門主導型の巨額の資金の流入は、インドネシア経済にどのような問題をもたらしているのだろうか。

まず第1にこれらの資金流入は経常収支を悪化させる要因となっている。表4をみると明らかなように、インドネシアでは1986/87年度に国際的な石油価格の下落ともなって、経常収支の赤字が40億ドルまで急速に拡大したが、引締め型の経済政策と経済自由化政策などによる非石油輸出の振興によって、80年代後半に国際収支は大幅に改善し経常収支赤字は10億ドル台で推移してきた。ところが90年以降海外からの民間資金の流入が活発化す

表5 対外債務の推移

(単位: 100万ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
総債務残高 (EDT)	34,265	42,922	52,501	54,095	56,169	66,853	76,091	83,755	89,539
長期債務	30,598	36,404	45,424	46,746	47,586	55,224	61,610	65,698	68,865
政府および 国営企業	26,762	32,626	40,853	41,200	41,030	44,963	48,735	49,417	52,451
民間	3,837	3,778	4,571	5,545	6,556	10,261	12,875	16,281	16,414
短期債務	3,621	6,466	6,360	6,727	7,975	11,135	14,315	18,057	20,674

(出所) World Bank [1993], [1994].

るにともなって、経常収支は急速に悪化している。インドネシア政府は、経常収支赤字が40億ドルを超えた91/92年度半ばには大統領令第39条を導入し、政府関連部門および銀行部門の対外借入を規制することによって、経常収支の悪化および対外債務の増大に歯止めをかけようを試みている⁽¹¹⁾。同措置の導入によって、92/93年度および93/94年度には対外借入の増加のスピードには、ある程度歯止めがかかるとともに経常収支の改善がみられたが、94/95年度以降はふたたび悪化しつつある。経常収支悪化の圧力は今後とも続くと考えられる。その拡大の最も大きな要因は、(1) 民間部門の投資需要の拡大と(2) 経済成長とそれにとまなう所得水準の上昇傾向を反映した消費水準の増大にある。これまでの途上国の経験では、このような国内需要の拡大による経常収支の増大は、いわゆる「国際収支制約」によって自動的に経済調整を余儀なくされてきたのである。ところが90年頃からは、海外からの民間資金の膨大な流入によって国際収支制約は大幅に軽減されたのである。しかし国際収支制約の軽減は、一方で対外借入の増大、対外債務の急拡大をもたらしている。

第2に国際収支のなかで議論した民間部門の資金の流入が、対外債務にどのような影響を与えたかをみてみよう(表5参照)。インドネシアの対外債

表6 マネーサプライ

(単位: 10億ルピア)

	1985/86	1986/87 ¹⁾	1987/88	1988/89	1989/90 ²⁾	1990/91	1991/92	1992/93	1993/94	Sept. 1994
M2	24,168	28,491	35,660	44,168	64,367	81,124	100,796	123,161	149,311	162,774
(伸び率, %)		17.91	25.21	23.9	45.7	26.0	24.3	22.2	21.2	(18.0) ³⁾
M1	10,475	11,500	12,626	15,010	22,155	23,570	27,318	30,592	38,452	42,408
(伸び率, %)		9.8	9.8	18.9	47.6	6.4	15.9	12.0	25.7	(20.6) ³⁾
現金通貨	5,044	5,673	5,873	6,559	7,780	9,026	11,025	12,324	15,652	17,555
(伸び率, %)		12.5	3.5	11.7	18.6	16.0	22.2	11.8	27.0	(24.4) ³⁾
当座預金	5,431	5,827	6,753	8,451	14,375	14,544	16,293	18,268	22,800	24,853
準通貨	13,693	1,6991	23,034	29,158	42,212	57,554	73,630	92,569	110,859	120,366

(注) 1) 1986年のルピア切下げによる調整を含む。

2) State Saving Bankが1989年5月より含まれる。

3) 年率に換算したもの。

(出所) 図1に同じ。

務の総額(短期債務を含む)は、1985年343億ドル、90年669億ドル、93年には895億ドルに増大している。95年末の統計は発表されていないが、1000億ドルを大幅に上回っているとみられている。対外債務の内訳をみると、政府および政府部門の債務残高は90年代に入ってその伸びが急速に低下しているのに対し、民間部門の対外債務は90年代に入って急激に増大してきている。また民間短期債務の残高も90年代に入って高い伸び率を示している。以上の点から90年代に入ってからインドネシアの対外債務の急速な増大は、民間部門による中長期債務の急激な増大と、民間短期債務(政府短期債務は存在しない)の増大によってもたらされていることがわかる。

第3に内外資金の移動がマネーサプライに与えた影響をみておこう(表6参照)。インドネシアのようにマネー・ジドフロートが替制度をとっている国では、外国からの資金流入は外貨準備を増大させ、通貨供給の増大として作用する。その結果インフレ圧力を増大させることになる。これは次のようなメカニズムによってもたらされる。外国からの資金流入は国内の為替市場でのドルの供給増加となる。これを放置すればドル安・ルピア高に作用するが、

輸出競争力を維持するためには、内外の物価上昇率の差に基づいてルピアを切り下げていく必要があり、ルピアの切上げは望ましくない。したがって中央銀行は市場でドルを受動的に買い取らねばならず、この結果中央銀行の買い取った外貨準備に見合って通貨が増発されることになる。かくして金融の国際化は通貨供給量のコントロールを難しくしているのである。

このような外国資金の流入により、中央銀行の外貨資産が増え、マネーサプライの増加のスピードが高すぎると考えられる場合には、中央銀行はその他の資産負債項目を調整することによって、通貨供給量を調整しようと試みるはずである。そのようなメカニズムは果たして有効に作動したのであろうか。現金通貨の伸び率が高まった1990年代には、中央銀行は外国資金の流入による通貨供給圧力を相殺するため、中央銀行振出し手形 SBI (Sertifikat Bank Indonesia) を増発した。中央銀行は SBI 金利を引き上げることによって、大量の SBI を市場に供給した。しかしこのような金利の上昇は、外国人投資家にとってインドネシア投資を、より魅力のあるものにするようになったのである。とりわけ SBI は中央銀行発行の証券であるため、リスクが最も小さい高利の投資対象として魅力のあるものとなり、外国資金が多額に投資されるようになった。このため SBI 発行による現金通貨供給の増大の抑制、という政策意図はさらなる海外資金の流入を招き、その効果は相殺されることになったのである⁽¹²⁾。

中央銀行が経済のオーバーヒートという状況に対して、敢然とした金融引締め政策をとることを躊躇させるもう一つの要因として考えられることは、前節でも触れた途上国の金融機関の脆弱性にある。ドラスチックな金融引締めは、金利の上昇を招き貸出資産の不良資産化を促進させるだけでなく、ただでさえ脆弱な金融機関の経営困難を招く可能性をはらんでいる。金融機関の危機は当然金融部門全体の不安定化を招くため、中央銀行はドラスチックな引締め政策をとりにくい。このようなジレンマを回避し経済を有効にマネージするためにも、金融部門の健全性維持のためのルールの整備が必要となるのである。これらのルールは、国際決済銀行などで議論されてきた資本

金比率 (capital adequacy ratio) や不良資産に対する処理基準などに加えて、社会的背景や市場の特性を踏まえたバランスシート上の各種の比率規制である。さらに重要な点は、ルールを導入だけでなく、その現実面でも実行がなされているかということである⁽¹³⁾。

第4に財政部門への影響をみてみよう。インドネシアでは均衡財政主義をとっている。ここでの均衡財政主義とは、政府は国内借入はできないということの意味している (ただし政府は開発資金の不足を補うために、援助国会議などを中心とする海外からの援助資金および輸出信用などによって、財政支出のうちの開発支出をファイナンスすることができる)。

このような均衡財政主義はインドネシアにおいては、財政の健全性を維持し、財政赤字の金融化 (monetization) とそれにとまなうインフレを回避するためのきわめて有効な歯止め政策の役割を果たしてきた。しかしその一方では当然のことではあるが、政府の開発支出は抑制されることになっていたのである。政府関連部門の資金需要はきわめて大きいものであったが、それらの需要は均衡財政主義のもとでは抑制されてきたのである。

一方で民間部門の経済投資ブームが続き、経済成長が加速されていくなかでインフラストラクチャー部門への需要も急速に増加してきている。政府は政府部門のインフラ投資だけでは急増する需要に対応することができず、インフラストラクチャー・プロジェクトの民営化によって、これらの需要に対応しようとしている。民営化政策は世銀などの国際機関によっても、経済構造調整政策の主要な柱として強く要請されてきたところであり、その意味では民営化インフラストラクチャー・プロジェクトの増加は、自由化政策に沿うものであったということができる。途上国の強い経済成長力と自由化政策に基づく民営化の流れは、これらの民営化インフラストラクチャー・プロジェクトへの需要を急速に高めている。また途上国政府財政上の制約は、インフラ部門の民営化への押し出し効果 (push out effect) をもたらしめているのである。そしてこれらのインフラ・プロジェクトのコストの大半が、海外資金によってファイナンスされているのである。

これらのプロジェクトは定義的には民営化されており、したがって政府債務の適用除外である。また財政に計上されないので、政府にとってはオフバジェット、また国営企業にとってはオフバランスシートの扱いとなる。これらの民営化案件は財政の悪化の要因とはならないが、国全体としては、当然のことではあるが、総需要を増大させるとともに経常収支を悪化させ、債務を増加させる。ここでもう一つ注意しておくべき点は、これらのインフラ案件の多くは、BOT、BOO (build-operate-transfer, build-operate-own) 方式をとっているが、このような場合でも完全に民営化することは難しく、政府の何らかのバックアップすなわち何らかの形で政府保証などを必要とするものが多い。インフラ案件の多くは、何らかの形で政府または国営企業とリンクしており、完全な民間案件としては成立しにくい性格をもっている。しかし一方でこれらの民営化プロジェクトは直接的な財政支出とは異なり、民営化・自由化政策のもとで民間部門によって実行される故に、政府の財政管理の外にある。したがってこれらのプロジェクトを、財政政策の一環として経済政策と整合的に運営していくことは困難になりつつある。

1990年代に入って生じている内外資金フローの額は、途上国の経済規模に比べて格段に大きく、資金の流入は経済に不安定化の問題をもたらす。(1) 巨額の資金流入は経常収支を悪化させ、対外債務を増大させる、(2) 通貨供給量を増大させインフレ圧力となると同時に金融政策の効果を相殺し低下させる、(3) 民営化政策とあいまって、オフバジェット・ベースでは財政に拡大的な影響をもたらす。このような状況は経済政策の成功の故に生じた問題であり、経済構造調整政策・自由化政策の成功の帰結でもあった。

5. 経済の国際化にともなう諸問題に対する対応策

こうした状況に際して、途上国の多くの政策当事者やエコノミストたちの意見は大きく分かれており必ずしも一致していない。その一つはレセパセ(ほうっておけ)論者である。民間部門主導による資金の流入、市場取引によ

る資金の流入とそれにともなう経済の活性化は、構造調整政策が目的としていたところで、本来望ましいことであって、仮にそれにともなって経常収支赤字が拡大し、民間部門の債務が拡大したとしても、その何が悪いのか (what's wrong?) という考えである。また経常収支赤字の拡大や債務の増加に問題があるとしても、それらをもたらした主体は過去のような政府ではなく民間部門であり、民間部門の活動をコントロールするということは、それまで実行してきた構造調整政策や自由化政策に逆行するのではないかと考えるのである。しかし一方ではこのような状況に対して、疑問を呈している政策当事者やエコノミストも存在する。その考え方は金融市場メカニズムを重視はするが、その一方で金融市場の欠陥や失敗を認識し、それに対しては市場を補完する制度や市場のルールを整備すべきであるというものである。彼らは民間部門主導といえども、経済がオーバーヒートすることによりインフレが昂進し、経常収支赤字および対外債務が急速に増大していくことは、経済運営上の基本的な問題であり、それを管理することは政府のマクロ政策上の責任であるという考えである。

しかし後者の立場をとる政策当事者およびエコノミストも、その具体的な対応策について明確な合意があるわけではない。この問題にかかわる多くのエコノミストたちは、資金流入の活発化は構造調整政策および金融自由化政策の結果であって、それがたとえ経済を不安定化する要因となったとしても、かつての規制された経済、または内向きの経済政策に逆戻りすることは望ましくないと考えている。したがってここで彼らが直面している問題は、規制緩和政策、自由化政策のモメンタムを持続させるなかで、経済不安定化要因となる資金流入を有効に規制・管理する方策を検討し、位置づけなければならないというきわめて難しい問題である。市場を重視する金融自由化政策と市場を補完するためのルール整備の関係は、金融市場の発展の段階やそれを取り巻く社会的、政治的状况によって異なってくる可能性がある。ここでは暫定的な対応策をまとめておきたい。

第1は資金の流入がどのような原因とメカニズムによって引き起こされ

ているのかを再検討することである。そこから明らかになることは、(1) 国内の金融資本市場が不完全または非効率的であること、そのために海外資金がより魅力のある資金源となり資金流入が生ずる、(2) 金融資本市場および為替市場の調整スピードが海外市場に比べて遅いため、その間に巨額の資金裁定取引が行われる可能性があること。以上の問題に対しては金融資本市場の効率を改善する努力が引き続き進められることが必要である。これと同時に金融部門の健全性ルールを整備しかつそれを実行することによって、金融市場の脆弱性の改善とともに内外の資金移動をある程度調整できると考えられる。

第2には金融政策とその他の政策との統合的な運営の重要性があげられる。すなわち引締め型の金融政策とともに、引締め型の財政政策の協調的運営が決定的に重要である。ここでいう財政政策とは民営化プロジェクトなどのオフバジェットも含めた広義の財政政策を意味している。民営化されているとはいえ政府関連プロジェクトについては、広義の財政政策の一環として総需要抑制の対象とされるべきである。

第3に対外借入政策に関しては、政府の借入とともに政府の関係する民営化プロジェクトの借入に関しても、上と同様の配慮から海外借入が厳しく管理される必要があると考える（インドネシアのコンテキストでいえば、大統領令第39条に基づく政府関連プロジェクトの借入規制である）。

以上の議論をまとめてみると、金融市場の効率改善と銀行部門の健全性向上維持、統合的な財政金融政策の引締め、政府の関連する分野での外国借入に対する厳しい自己管理という三つのオーソドックスな原則に集約できる。

おわりに

本章は、ここでとりあげた二つの挿話に代表されるような市場メカニズムに対する素朴な疑問に答えることを目的としている。もちろん本章ではその

目的が十分に達成されているとは考えていないが、これらの問題に答えをだすべく努力することが、開発に携わるエコノミストの責務と考えるのである。またここではインドネシアの事例を取り扱ったが、ここで検討された問題は、金融自由化を推進する多くの国々に共通する課題だと考えられる。

インドネシアでは1980年代初めから金融自由化政策をドラスティックに進めてきた。83年に実施された国営銀行の金利自由化政策と88年に実行された参入規制の撤廃によって同国の銀行部門はほぼ完全に自由化された。それまでの金融資源の配分は政治の介入や有力者の介入によって大きく左右され、近代的な金融資源の動員と効率的な配分を妨げてきた。金融自由化政策の目的は、経済開発のプロセスへの政治や利権の介入を排除し、金融資源の配分を市場メカニズムに委ねることによって、このような非効率かつ高コストの開発を改めるということにあると考えられる。このような政策は経済自由化政策、レッセフェールを基本にしている。したがって自由化政策の原則論としては、マクロ財政金融政策を別として、政府のいかなる干渉も望ましくなく、市場に委ねるべきであるという考え方が主流であった。しかし上の議論から明らかなように経済自由化政策は必ずしもレッセバセ（ほうっておけ）政策と同義語ではない。金融自由化政策とともに、銀行部門の健全性を維持するための諸ルールの整備が重要となっている。ここで確認しておかなければならない点は、金融自由化政策の実行なくては銀行健全性ルールの整備も行われなかったであろうということである。金融自由化が実現されたからこそ、健全性ルールの整備が必要とされたのである。政策の順序は決してその逆ではない。自由化以前の状態すなわち政府が銀行活動に介入している場合には、いわゆる健全性ルールは必要とされないのである。

最後に金融自由化以後、インドネシアの金融部門が直面している問題について考えてみると、その対応策は前節の終りに述べたように、金融部門の効率改善と同部門の健全性維持のための諸ルールの整備、健全な財政金融政策の維持、政府および政府関連企業の対外借入に関する厳しい自己管理というオーソドックスな政策の組合わせに帰結する。そしてそれらはもちろん経済

自由化政策，すなわち市場の原理と矛盾するものではない。

〔注〕—————

- (1) 本章は小松 [1995] をベースに，さらに最近のこの問題の展開を踏まえて，より一層の拡張と一般化を図ったものである。
- (2) この点については，小松 [1996] を参照。
- (3) この挿話は，ハイルブローナーの『21世紀の資本主義』にでてくるカラハリ砂漠のブッシュマンであるクン族の物語りをヒントにして筆者が作成したものである。
- (4) Mckinnon [1973] 参照。
- (5) この点については，小松 [1994] に詳述されている。
- (6) 同上。
- (8) 注(3)に同じ。
- (9) de la Dehesa [1994] および Reinhart [1995] 参照。
- (10) 直接投資認可額は投資調整庁 (Badan Koordinasi Penanaman Modal: BKPM) の発表による。 *Indonesian Financial Statistics*, Feb.1995 参照。
- (11) 1991年9月の大統領令第39条は，政府の関係する海外市場からの借入に，年間の上限を課するものである。この対象となるものは，政府が何らかのかかわりをもつプロジェクト (民営化されたインフラストラクチャー・プロジェクトを含む)，中央銀行借入，商業銀行借入である。
- (12) この点については，小松 [1995] 参照。
- (13) 途上国においては，ルールが存在と実行とは往々にして異なっている。したがって現実にどのように実行されているか，注意しておく必要がある。

〔参考文献〕

- 青木昌彦 [1995]，『経済システムの進化と多元性』東洋経済新報社。
- 小松正昭 [1993]，「インドネシアの金融政策と短期金融市場」(伊東和久・山田俊一編『経済発展と金融自由化』研究双書 No.429, アジア経済研究所)。
- [1994]，「持続的経済発展のための金融部門の課題」(『基金調査季報』〈海外経済協力基金〉第80号, 1994年3月)。
- [1995]，「金融自由化・内外資金移動・金融部門の課題」(伊東和久編『発展途上国の金融改革と国際化』(研究双書 No.449, アジア経済研究所)。
- [1996]，「開発途上国における金融的発展」(石川滋編『開発経済協力政策の理論的研究』研究双書 No.466, アジア経済研究所)。

ハイルブローナー, ロバート (中村達也・吉田利子訳) [1994], 『21世紀の資本主義』ダイヤモンド社。

堀内昭義 [1990], 『金融論』東京大学出版会。

村上泰亮 [1992], 『反古典の政治経済学』中央公論社。

Cole, David and Betty S. Yaser [1988], “Exchange Rates, Interest Rates and Swap Rates: Instruments of Monetary Policy in Indonesia,” mimeo., Jakarta.

de la Dehesa, Guillermo [1994], “The Recent Surge in Private Capital Flows to Developing Countries: Is It Sustainable?” mimeo., Madrid: IMF, The Per Jacobsson Lecture.

Fry, Maxwell J. [1995], *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Gurley, J. G and E. Show [1960], *Money in a Theory of Finance*, Washington, D.C.: Brookings Institution (桜井欣一郎訳『貨幣と金融』至誠堂, 1967年)。

IMF [1993], “Private Market Financing for Developing Countries,” Washington, D.C.: IMF.

— [1994], *International Financial Statistics, Year Book*.

Reinhart, Carmen M. [1995], “Dealing with Capital Inflows: An Assessment of Past Policies,” mimeo., Washington, D.C.: IMF.

Stiglitz, J. E. and A. Weiss [1981], “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *American Economic Review*, Vol. 70, No. 3, pp.394-410.

World Bank [1993], *World Debt Tables, 1992-93*.

— [1994], *World Debt Tables, 1993-94*.