

第7章

信用オークション方式の導入について ——旧ソ連邦中央アジア3カ国のケースを中心に——

はじめに

中央集権的計画経済システムのもとにあった旧ソ連邦中央アジア諸国（以下、FSUA 諸国）では、中央銀行が低利で供給する資金を使った特定戦略産業（ないし企業）向けの命令融資（いわゆる directed finance or directed credit）が、国内信用配分のなかで大きな役割を果たしていた。命令融資のかたちで行われた信用配分は、旧ソ連邦諸国（以下、FSU諸国）においては、ソ連邦崩壊後も実質的に存続していた。非効率的な国営大企業に対する巨額の貸出はこうしたかたちで実行された。FSU諸国における企業間債務の累積問題に対処して、同融資方式が各国中央銀行により、債務履行能力に欠ける経営不振企業に対して不足運転資金の補填・供給手段として利用されたケースなどは、その一例といえよう。しかしながら、FSU諸国の中央銀行では、市場経済化が進展していく過程で、同融資の役割を漸次後退させていく一方で、市場メカニズムを利用した信用配分手法の導入を図る動きが広まっている。具体的には中央銀行が信用オークション（credit auction）の手法を用いて、自行資産（ないし負債）の選択的増減を図る方式（以下、CA方式）が登場してきたということである。

本章では、旧体制下の非効率的な信用配分手法の象徴ともいえるべき命令融資方式に代替して新たに登場してきた中央銀行の信用配分方式について、

主としてFSUA諸国のケースに焦点を合わせて考察する。同方式は中央銀行の信用供与に際して価格メカニズムを活用しようとする性格のものであるだけに、今後FSUA諸国において導入がスムーズに行われていくか否かは、これら諸国の市場経済化プログラム全体の成否（とりわけ金融市場改革の成否）との関連で注目される点であるといえよう。本章では、こうした意味合いをもつCA方式につき、本来期待されている役割・機能などを考察する。また、これら諸国における移行経済下の特殊事情を踏まえ、同方式の機能を発揮させていくために不可欠な金融市場の諸条件、運営上の問題点などについても、市場経済化プログラム全体の進め方との関連で検討を加える。本章は次のように構成される。まず、第1節で旧体制下の信用配分方式の果たした役割を振り返り、その問題点を指摘する。次に、第2節でFSUA諸国中央銀行によるCA方式の導入の実状に触れたうえで、同方式導入の狙いと、その政策含意について論ずる。最後に、第3節ではFSUA諸国がCA方式導入の実効をあげていくために必要な市場条件の整備と運営上の問題点について検討する。

第1節 旧体制下の信用配分方式 —— その役割と問題点 ——

中央集権的計画経済のシステムのもとでは、生産要素（土地、資本、労働）の使い方については国家がこれを決定するわけであるから、生産要素の一つである資本の流れていく方向（信用配分）を決めるにあたっては、国家当局の行政裁量が中心的な役割を果たしたのは、そのかぎりでは自然な姿であったといえよう。

このシステムの特徴として次の3点が指摘できよう。第1は、国内預金の吸収業務の大宗が、国家当局のコントロール下にある貯蓄専門銀行に集中していた点である。第2は、こうした貯蓄専門銀行に集められた資金の大半は

中央銀行に再預入されていた点である。ウズベキスタンの例をとると、国営貯蓄専門銀行の預金の70%もが中央銀行に預入されていた。第3は、同資金の用途については、国家当局（政府・中央銀行）が、中央銀行の新規信用創出分と合わせて、企業部門に対する貸出の決定権を実質的に握っていた点である。こうしたかたちでの貸出の決定は、いわば国家予算の履行に近い性格のものであったと考えることができよう。

中央銀行の信用供与は直接非金融部門に対して行われるケースと、金融機関を通じて間接的に行われるケースとがあった。後者の方式をとる場合が通常であるが、いずれの方式においても、中央銀行が低利で供給する貸出金の補助金的部分が、最終的に特定戦略産業（ないし企業）に提供されるという構図に変わりはない。このような中央銀行による実質的な意味での補助金配分は、ウズベキスタンの例では、1992年当時でGDPの10数%にも達していたとの見方もある。中央銀行は、個別の融資先、融資額、融資条件などの決定に関しては、形式的には自らが行うかたちになっている場合が多いが、通常はその背後に政府当局の強い意向が働いている。政府の裁量による人為的信用配分のやり方がとられていたわけであり、これが命令融資方式であったといえよう。同融資の実際の運用にあたっては低金利が武器に使われ、政府はこれによって国内の信用配分に対し強いコントロール能力を発揮する。カザフスタンの事例でいえば、同国政府は中央銀行に対して、その融資先の決定に際し優先的に選択されるべき「特別の指定企業リスト」（旧国営大企業を中心とする）を提示していた。中央銀行は事実上このリストに従って個別の融資案件の決定を行う仕組みとなっていた。

こうした命令融資は、基本的には二つの目的をもっていたと考えられる。一つは、金融機関に対し流動性を供給することであり、他の一つは特定戦略企業（ないし産業部門）のファイナンスをサポートするために、金融機関に対し低利の信用を供与することである。後者の点をさらに敷衍してみると、(1) 国家の規制政策（例えば、価格コントロール）が、借り手の収益状況に攪乱的な影響を及ぼすような場合に、これを相殺する意図、(2) コスト負担に

表1 キルギスタン中央銀行「対銀行および対政府貸出額」
(単位：1992年12月までは100万ルーブル，以降は1,000ソム)

	1991年 12月	1992年				1993年	
		3月	6月	9月	12月	3月	6月
商業銀行	3,832	4,424	8,820	19,776	30,467	354,991	390,252
農業銀行	2,218	2,708	5,072	11,503	17,379	159,145	163,838
産業銀行	900	970	2,201	4,414	3,510	96,000	67,366
対政府	(財政赤字ファイナンス)			7,200	23,307	292,708	401,732

(出所) IMF, "Kyrgyz Republic," *Economic Reviews*, No. 12, 1993, p.66.

伴う企業の公的サービスの提供に対する補償意図，(3) 国内の雇用水準の維持を図るための政策的な貢献意図，などが指摘できよう。

命令融資方式が計画経済システムの信用配分のなかで果たしていた役割は圧倒的なものであった。例えば，FSU 諸国の中心にあったロシア共和国の場合でみると，1992年の時点で，同国中央銀行の対商業銀行貸出の95% (28億ルーブル) もがこれに該当していたとされている。これは，同年中の同国のマネタリーベース増加分の過半を説明するものであった。また，すでにCA方式が部分的に導入されはじめていた翌年末の時点においてすら，同融資はFSU 諸国の商業銀行が企業に対して行っていた貸出額の30～65%相当にも達していたとされている。FSUA 諸国についても同様のことがいえる。例えば，表1はキルギスタン中央銀行の「対銀行および対政府貸出額」(91年12月以降)の推移を示したものであるが，同表上の「銀行向け貸出の大半がこうした貸付で占められていた」(IMF)とされている。また，ウズベキスタンにおいても，93年当時で中央銀行貸出のほとんど(99%強)がこうしたかたちでの融資であったとみられている。このような人為的な判断で信用配分を行う命令融資は，以下のような問題点を内包していたと考えられる。

第1に，信用配分の決定が政府官僚の手に握られていることに伴う弊害である。彼らは効率的な信用配分を行うために必要な企業情報や行動誘因を欠いていたため，結果として，信用配分が国内産業のなかでは相対的に

優先度の低い領域に過度に傾きがちになったことである。計画経済下にあった諸国において、資本装備率の高い産業・企業が、その経営効率如何にかかわらず過度に優遇される傾向が強くうかがわれたのも、こうした点と深く関わっていたと考えられよう。

第2は、政府官僚による信用配分の決定が、借入企業の利潤率によってではなく、既得利益グループからの政治的圧力によって左右されやすいことである。命令融資方式においては、貸出側と借入側の間での人的相対関係が大きくものをいうと考えられるだけに、貸出に向けられた資金が、その本来の用途とは異なるかたちで流用される場合も多かったといえよう。この結果として、マクロ経済全体でみると、同方式に基づく貸出の適用を受けない企業の資金調達コスト負担が高まるという弊害⁽¹⁾が生じることになった。

第3は、融資を受ける側の金融規律意識の低下を招くことである。すなわち、借入金を返済できないような非効率企業が同方式による低利融資で事後的に救済されるケースが常態化する結果として、借入側に借入金返済にかかるモラルハザードが発生することである。

第4は、政府の財政赤字の拡大を追認する結果になることが多いことである。政府部門のファイナンス活動が市場メカニズムによりチェックされないため、放漫財政がそのまま認められることになりやすいということである。これはやや一般的な形でいえば、命令融資方式が政府部門（および企業部門）に対し、いわゆる「ソフトな予算制約」を制度的に保証する役割を果たしていたということになろう。

信用配分方式として、このような問題点をもつ命令融資が長く存在してきた影響として、FSUA 諸国においては一般金融機関が金融仲介機能面で果たした役割はきわめて受動的なものにとどまらざるをえなかったことがあげられる。金融機関は、自行の貸出先に対する信用リスクに対して独自の判定を行うといった意味でのスクリーニング機能はほとんど果たしていなかったといつてよい。このため、信用リスクの審査機能などが金融機関に蓄積さ

れることもなかったわけである。こうした点は、現在金融市場に市場メカニズムの導入を図っているFSUA諸国に対しては、いわば旧体制から引き継いだ負の遺産として、その改革実施面での大きな足枷となっている。中央の指令に基づいて信用配分を行う命令融資方式のもとでは、配分される資源の価格（金利）水準は、配分先の効率性を保証するものではなく、人為的に低水準に設定されるケースが多い。

命令融資方式上の貸出条件が緩く、その中核となる貸出金利が通常低位に据え置かれていたことは、当該国経済において、この金利水準で可能な資金供給額を上回る借入需要の発生を招来したことを意味する。信用配分に対する当局の介入は、このために必要となってくるわけであるが、当局はこの介入に際して、融資金利水準を操作することを通じて、金利構造に対しても強い影響力を行使した。金利構造に影響を与えうるということは、中央銀行と金融機関との関係でいえば、前者が後者の収益水準をコントロールしたということでもある。この場合、中央銀行は金融機関の融資条件に関して、マージン規制をも併用して介入することになる。ちなみに、カザフスタンの場合では、カザフスタン中央銀行（National Bank of Kazakhstan : NBK）が、同行の貸出レートであるリファイナンス・レートの操作を通じて、貯蓄銀行や商業銀行の金利マージンをコントロールしていた。

ところで、一般論として、市場メカニズムに依存せずに政策当局の裁量で信用配分を行う命令融資方式が、経済成長に対しどのように寄与しうるのか（あるいは、しえないのか）ということに関しては、一概には評価を下せない。例えば、戦後の日本で行われた傾斜生産方式、とくにこれを背後から支えた低金利ベースでの政策融資は、当時の経済環境下では経済成長に対し大きく貢献したとの評価があることはよく知られている。しかしながら、FSUA 諸国においては同方式がこのように機能したとは考えにくい。この点は、こうした融資システムがソ連邦崩壊末期には金融機関の巨額の不良資産の累積をもたらし、その規模がコントロール不可能なレベルにまで達していたことから明らかであろう。

かかる不良資産の累積は、現在においてもFSUA諸国の市場経済へのスムーズな移行を阻む大きな障害の一つとなっている。結局のところ、FSU諸国においては、当局の人為的介入で実施された信用配分方式は、市場メカニズムにおける価格のシグナル効果を減殺する結果となった。換言すれば、金融市場における貸し手と借り手に対するインセンティブを攪乱し、結果としてその発展を阻むことになった。すなわち、市場ベースの借入金利水準では事業採算に乗らないような借入案件への資金誘導をも可能とすることによって、マクロ経済的にみて非効率な産業部門への資源配分をもたらすこととなった。要するに、命令融資は中央集権的計画経済における、いわゆる「ソフトな予算制約」を制度的に支えるうえで死活的に重要な役割を果たしていたということができよう。

第2節 FSUA諸国中央銀行によるCA方式の導入

— その狙いと政策含意 —

FSUA諸国（カザフスタン、キルギスタン、ウズベキスタンの3カ国）の中央銀行が上にみたような問題点の多い命令融資に代替して、価格メカニズムを活用するCA方式の導入に動いている状況を、限定的ではあるが公開されている資料により見てみよう。

まず、FSUA諸国のなかでは市場経済化への動きが相対的に早かったキルギスタンでは、1992年末に新中央銀行法と商業銀行法が成立し、中央銀行は相対的に強い独立の政策決定権を確保した。こうした動きの背景には、IMF、世界銀行など国際金融機関の強いサポートとアドバイスがあったことはもちろんである。同国は93年5月に、FSUA諸国のなかでは先陣を切って独自通貨ソムを導入している。キルギスタン中央銀行はこの1カ月前に貸出レートについてCA方式を導入したが、同年秋にその適用を

表2 キルギスタン中央銀行の貸出レート推移

(リ)ファイナンス・レート：年率%)

		貸出レート		貸出レート
1990年		8	1993年 4月	50
1991年		12	5月	100
1992年	I	12	II	100
	II	12	8月	147
	III	50	9月	190
	IV	50	10月13日	363
1993年	I	50		

(出所) 表1に同じ, p.21.

中止している。これは同国中央銀行が国内企業の決済問題の深刻化、とくに企業間債務未決済額の急増に対処して、命令融資のかたちでの救済融資の増加を図らざるをえない状況に追い込まれたことを反映したものとみられる。

同行は、翌年4月にCA方式を再導入しており、その後、命令融資方式による信用供与を縮小させる一方で、CA方式による信用供与を拡大させていく。ただ、こうしたCA方式への代替プロセスは漸進的なペースで行われているようである。すなわち、同国中央銀行はそれまでの重点戦略企業向け貸出が引き続き確保されるよう配慮したうえで、同方式を部分的に導入している。具体的には同行が3大銀行に対し当座貸越限度を設定する一方で、これらの銀行に対しては、同行貸出金が上記企業向けに再貸出されるよう指示が出されていたとみられる。中央銀行貸出のうち、オークションベースで金利が決められたのは、1993年半ばの段階では全体の20%程度である。

CA方式導入以降の同国中央銀行貸出レートの推移を表2でみると、この頃から同レートが市場実勢に沿って大幅に引き上げられていることがわかる。オークションの対象となった信用期間は3カ月と4カ月である。オークション参加可能銀行の資格要件（最低預金準備金積立および定期的な貸借対照表提出義務、経営健全性基準のクリアなど）に関しては、中央銀行がこれを定

めている。金融機関のオークション参加資格については、当初は中央銀行における当座貸越し勘定残高がマイナスになっている先には、これが認められなかった。また、オークションに必要な担保については、当初はオークション額の25%と定められていたものが、後にこの比率は10%にまで引き下げる緩和措置が採られている。

このように、オークション参加条件を緩和する政策が採られているのは、当局が後述するような金融市場の競争的条件の整備の必要性と、オークション参加金融機関の経営の健全性維持・監督義務という相反する政策目的を抱えるなかで、前者に配慮して行った選択であったと考えられよう。オークション参加銀行の応札額の上限については、単一行の入札はオークション総額の50%を超えないこと、自己資本の20倍以下であることなどの制約が課せられている。これらは、同国金融市場の寡占的状况を考慮したうえでの政策対応といえよう。また、単一行のオークション参加は5件までとされている。中央銀行貸出金利のオークションについては、その最低金利水準を1993年8月から前回の入札金利と同レベルにするやり方が採用されたようである。オークションが公開ベースで行われているのかどうかについては明らかにされていない。

次に、カザフスタンの場合は、同国がまだルーブル圏に属していた1992年2月の時点で中央銀行によりCA方式が導入されている。同行ではオークションの対象となる信用期間を3カ月、6カ月、9カ月に定めているが、できればこの期間を最長6カ月に抑えたい意向と伝えられている。オークションは定例的に月2回行われている。オークション参加者のスクリーニングについては、中央銀行の考査局が参加可能な銀行リストを提示することになっている。オークションに必要な担保としては、不動産が主に用いられ、入札額の上限は公表されていない。また単一行の入札件数はキルギスタンと同様に5件に制限されているが、最低金利は設定されていないようである。同国においても、CA方式の導入は段階的に行われている。オークションが公開ベースで行われているのかどうかについては明らかにされていない。

表3 カザフスタン中央銀行の対銀行信用

(単位: 100万テンゲ*)

1993年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
総貸出額	166	195	1,951	936	459	...	...	369	419	712	...	428
信用オークション (A)	40	24	30	30	30	...	...	50	50	36	...	90
命令融資 (B)	126	171	1,921	906	429	...	...	346	369	684	...	338
オーバードラフト (C)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
A/ (A+B) %	24	12	2	3	7	...	...	13	12	5	...	21
A/ (A+B+C) %	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	21
1994年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
総貸出額	625	1,176	900	495	1,058	2,372	2,282	3,908				
信用オークション (A)	390	276	350	135	332	414	658	611				
命令融資 (B)	235	899	550	360	726	1,958	1,624	3,297				
オーバードラフト (C)	...	5,994	6	...	...	...	...	...
A/ (A+B) %	62	24	39	27	31	18	29	16				
A/ (A+B+C) %	62	4	39	27	31	18	29	16				

(注) * 1993年11月以降は1テンゲ=500ルーブルの為替レートで換算。

(出所) National Bank of Kazakhstan, *Statistical Bulletin*, 1995.

カザフスタンのCA方式の導入時期はキルギスタンよりも早かったが、これによる信用配分が規模的に拡大しはじめたのは独自通貨テンゲの導入を決定した1993年末以降のことである。表3にも明らかなように、NBKの貸出のうちCA方式による部分は93年12月の時点での9000万テンゲから、94年1月の3億9000万テンゲへと急増をみている。またその貸出総額に占める比率は、94年3月の時点では40%近くにまで高まっている。しかしながら、同比率はその後は低下傾向を示している。これは、キルギスタンの場合と同様に企業間債務累積の異常事態に対処して、命令融資方式が旧国営大企業向けなどに再び利用されるようになった結果が反映されているものとみられる。

なお、最近(1995年夏)になってNBKが経営不振の同国最大の銀行救済に動いたと伝えられているが、こうした救済策は旧来の命令融資方式での貸出を再び増加させる要因として注目される。一方、表4により中央銀行の

表4 カザフスタン中央銀行の信用オークション金利およびリファイナンス・レート (%)

1993年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
オークション金利												
3か月	105	150	150	160	165	185	…	246	265	263	…	257
6か月	90	120	120	131	155	170	…	223	263	248	…	248
NBKリファイナンス・レート*	65	65	65	65	65	65	110	140	170	170	170	240
1994年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
オークション金利												
3か月	301	311	322	355	411	388	366	326	301			
6か月	304	311	344	363	435	417	369	335	334			
NBKリファイナンス・レート*	270	270	300	300	300	300	300	300	270			

(注) * リファイナンス・レートは加重月平均。1993年1月～7月の間は、必ずしも平均レートではない。

(出所) 表3に同じ。

貸出金利の中軸であるリファイナンス・レートの推移をみると、同国が独自通貨の導入に動いた時期（93年11月）頃から急上昇に転じている（93年11月＝170%→12月＝240%→94年1月＝270%）ことが読み取れる。こうした同行貸出金利水準の動きについては、中央銀行が市場経済化で先行するロシア中央銀行の貸出金利に同調させる路線を選択したことも影響していよう。なお、中央銀行貸出金のうち、オークションベースでの金利が適用されない部分の金利についても、直近に実施されたオークションでの金利水準が考慮されているようである。

最後に、ウズベキスタンの場合は、市場経済化に向けた経済改革が3カ国のなかでは最も遅れてスタートしたこともあって、ウズベキスタン中央銀行（Central Bank of Uzbekistan：CBU）が商業銀行に対する貸出レート（リファイナンス・レート）の決定についてオークション方式を導入したのは、キルギスタンやカザフスタンにやや遅れて1993年9月に至ってのことであった。CBUがこうした方式の採用に動かざるをえなかった理由としては、同国が

独自クーポンの導入（93年11月）を間近に控えて、それまでの安易な中央銀行信用供与方式の改革を迫られていたという事情も指摘できよう。

上記のようなCA方式の導入と、その実施状況については情報があまり公開されていないが、CBUはその後1994年4月にインターバンク・ベースでのオークションをアレンジするかたちでの同方式の導入を行っているようである。つまり、CBUはCA方式を自行の資産選択・評価の手段として用いるほかに、商業銀行間の取引にも同方式の適用を試みている。もっとも、こうしたオークションも金額的にはきわめて小規模なものにとどまっているようである。同国は94年7月に独自通貨ソムの導入に踏み切っているが、このころからCBUの貸出方式も市場実勢を反映する方向に徐々に動きはじめたようであり、貸出レートは93年初めに40%の水準にあったものが、94年初めには50%に、同年5月には150%に、さらに10月には225%にと、その水準が大幅に引き上げられている。他方、CBUの貸出額についても94年初め以降の9カ月間で3割近くの削減が行われている。

結局、同国の場合には独自通貨の導入路線選択と並行して実施された経済安定化政策の大枠のなかでCA方式が部分的に導入される一方で、中央銀行貸出の金利水準が、CA方式の実施を通じて明らかとなった市場の実勢をふまえて調整される方向に徐々に動いているとみられる。CBUは市場メカニズムを活かした手法の導入については、3カ国の中央銀行のなかでは最も遅れているとの印象である。例えば、CBUの信用供与総額のうちCA方式で行った部分の割合は、1995年第1四半期末時点でも全体の4分の1程度とみられている。

また、ウズベキスタンではキルギスタン、カザフスタンと同様、CBUがリーダーシップをとるかたちで独自通貨の導入時以降外貨のオークション制度を取り入れている。同オークションをベースに市場実勢を反映した為替レートを公表してきていたが、最近（95年秋）になって二重為替制が事実上導入された模様である。このため、市中では外貨（ドル）の闇市場に依存した裁定取引が目につくようになってきている。こうした為替取引市場の変化

は、金融市場取引の自由化に慎重なCBUの政策スタンスを反映するものとして関心の抱かれるところである。

このように、ウズベキスタン中央銀行の金融政策手法は表面的には価格メカニズムを活用する方向に動きつつあり、そのかぎりでは独立以降5年間の政策当局の努力に積極的な評価を下すことが可能であろうが、他方でこうした変化を実質的に相殺しかねないともみられる代替的国内資金供給ルート創設の動き（例えば、民営化資金を源資とするいわゆる「ビジネス・ファンド」を通じた低利融資の急増など）も目につくようになってきているだけに、中・長期的視点からは、より慎重な目で政策当局の動きを見守っていく必要があると考えられる。かかる文脈でいえば、上記の二重為替（実際には三重レート）市場の存在に対する今後の政策対応とも絡めて、同国政府の政策決定プロセス・政策内容の詳細、新制度・法律の実質的機能、狙いなどについての対外的な一段の透明性が強く求められているといえよう。より具体的には、すでに成立をみているとされている新中央銀行法、銀行法などの内容や、新たに創設されたTB市場、インターバンク為替市場、証券市場などのフレームワークとその実質的機能状況などがその一例である。

以上のように、FSUA諸国の中央銀行が命令融資に代わってCA方式の導入に動いた理由は、基本的には価格メカニズムを金融市場における信用配分に活用する狙いからである。CA方式を経済発展過程における金融の役割という視点から位置づけしてみると、前者はいわゆる「抑圧された金融システム」(repressed financial system)における中央銀行の信用供給方式であるのに対し、後者は「自由な金融市場システム」(free-market financial system)における中央銀行のそれとして考えることもできよう。すなわち、FSUA諸国における金融改革の問題は、前者から後者へのシステムへの移行問題として捉えることもできよう。「抑圧された金融システム」のもとでは、新古典派的な金融理論が主張するように、国家の信用配分への介入結果として種々の弊害が生起する。この点については前節で指摘したところである。他方、「自由な金融市場システム」のもとでは、貯蓄資金の吸収とその配分先の決定は

市場で決められた金利をベースに行われる。そこでは自由な価格（金利）水準の変動が資源配分に決定的な役割を果たすことになる。かかるシステムのもとで機能する CA 方式の積極点としては、次の 3 点が指摘できよう。

第 1 点は、CA 方式が明確かつ客観的な基準（価格）に基づいて信用配分を行うため、配分先、同条件などの決定に際しての透明性が確保されることである。情実融資など、人為的配分方式にありがちな弊害が制度的に排除される仕組みになっている。

第 2 点は、同制度により信用配分を受けた先（企業）は、その利用価値を最も高く評価した先であるから、その結果として稀少な信用（資金）が最も生産的なかたちで活用されることである。これは、貸出金使途の経済的合理性、効率性が重視されることを意味する。

第 3 点は、同制度がオークションに直接参加していない市場参加者に対しても、市場ベースでの取引を連鎖的に喚起する効果を有することが期待されることであろう。換言すれば、同制度の導入は、金融政策運営に不可欠な短期金融市場や証券市場の育成に直接的ないし、間接的に貢献すると考えられることである。

FSUA 諸国としては、CA 方式がもつこうした積極的側面を実現させるためには、その金融市場が市場メカニズムのもとで相応に機能していることが前提条件として必要であろう。計画経済からの移行過程にある FSUA 諸国において、CA 方式だけを突出したかたちで導入したとしても、新古典派理論が同方式に期待するような効果はあげえないと考えられる。その理由の一つとして、これら諸国の金融市場の環境整備面での遅れが著しいために、市場機能がワークしないことが指摘されよう。これについては次節で論ずることとして、ここでは、このような FSUA 諸国の金融インフラの未整備の問題と関連して、次の点を指摘しておかなければならない。

すなわち、これら諸国は CA 方式をフルに活用できる場が国内に醸成されるまでの間は、いわば過渡的対応策として、国家当局の介入を前提としたうえで信用配分システムに依存していかざるをえない状況に置かれていると

いうことである。つまり、市場メカニズムがかなりの程度機能していることを前提にしたうえで実現されるCA方式の積極点は、これら諸国の金融市場の立ち遅れたインフラのもとではきわめて現実性に乏しいものと考えざるをえないということであろう。FSUA諸国としては、むしろ、当局の介入を前提としたうえでの信用配分の効率的運用方法の検討が、より急務の現実的政策課題であるといえよう。この文脈で考えると、国の信用配分について政策当局の介入が効果的に行われたとされている東アジア諸国の政策経験から導出される教訓^⑨にも、より積極的な関心が向けられて然るべきであろう。

第3節 CA方式の機能発揮のために

—— 市場条件整備の必要性和運営上の問題点 ——

FSUA諸国の中央銀行が導入したCA方式の運営効果を上げていくためには、これら諸国の金融市場の現実の制約条件を考慮したうえで、その運営上の問題点について検討しておくことが必要である。FSUA諸国においては、国内金融・資本市場のインフラ整備の立ち遅れが著しいだけに、以下のような諸点について考慮・検討を行っておくことが必要であろう。

第1点は、信用リスクへの対処方法に関連する。FSUA諸国のような金融市場のインフラが未整備の状態にある国においては、市場参加者に関する情報がきわめて不十分であるうえに、オークション自体もリスクの高い無担保方式で行わざるをえない場合が多い。これは中央銀行の立場からみると、信用リスクが予期しえないようなレベルにまで高まる可能性があるということでもある。いわゆる信用供与にかかる「逆選択」(adverse selection)の問題に遭遇する可能性が出てくるわけである。オークションという競争システムを導入したとしても、これにより信用の最適配分が保証されるわけではない。つまり、オークション実施に際しては、参加銀行のうちで最も高い買入れ価格を提示した先が応札できるわけであるが、市場における情報が不十分

である場合には、高い価格の提示に高い信用リスクが伴いやすいことが問題である。また、金融市場を監視する立場にある中央銀行も、応札した銀行の資金使途の詳細まではモニターできない立場にあるケースが多い。FSUA諸国においてはさらに、特殊事情として過半の金融機関が赤字経営か、実質的な意味での債務超過状態にあることが考慮されねばならない。こうした金融機関の信用リスクに絡む問題への対応策如何は、市場の健全性維持を図らねばならない中央銀行にとって、最も困難な政策課題の一つであるといえよう。

第2点は、金融機能が過度に少数の銀行に集中しているうえに、相異なる金融機関相互間の連携が悪いため、金融市場が分節化している状態で継承されていることに伴う弊害に政策当局としてどう対応していくべきか、という問題が指摘されよう。少数銀行への業務の集中は、金融市場をより競争的な環境に誘導していく視点からは大きな障害となり、「金融抑圧」の状況を示現する。FSUA諸国では、市場経済化に向けた金融市場改革が実質的に進展していないために、旧国営銀行を中心とする金融市場の寡占の状態が存続している。かかる状態をカザフスタンの例でいえば、1993年9月時点で上位5大銀行の国内貸出シェアは8割近くに達しており、上位2大銀行だけでみても5割を大きく上回っている。

こうした金融市場においては、中央銀行の信用配分についてオークション方式を一挙に採用すると、参加銀行数が限定されているために競争的な市場価格が成立しない。かかる環境下でのCA方式の採用は、信用配分の効率性を必ずしも保証することにはならない。そこで、市場の競争的条件を強化する方策、具体的には「市場参入条件緩和策」をどう打ち出していくべきかという問題に直面してくる。競争を刺激していく立場からは、市場への参入障壁が低ければ低いほど望ましい。反面、参入障壁を低くすると、経営的にみて問題のある銀行参入を招く結果となり、市場の健全性維持の観点から別個の問題が生じてくることになる。結局、競争促進的な政策の採用には、各国金融市場における金融機関の財務面での健全性維持に配慮した制約

が課せられてくることになり、両者の間のバランスのとれた政策の選択が検討されなければならないということである。

第3点は、金融市場の法的環境整備の必要性に関わる問題である。この問題は、実務的にはきわめて広範囲の分野をカバーするものである。具体的には、破産処理、担保権設定、私有財産権、会社組織、決済システム、有価証券、証券取引、保険、会計原則、企業監査などに関連する基本法規、および、これに従属する各種手続き法を確立する必要があるということを意味する。先進資本主義国では、こうした法的環境が整備されており、国際的な整合性の確保にも相応の考慮が払われている。こうした法的環境のもとで、市場における善意の債権者、債務者の権利や義務が明示的に規定され、そのスムーズな行使、履行が保証されることになる。また、当該国の経済成長に不可欠な外国人の経済行為（例えば、対内直接投資活動）もこれによって保護されている。価格メカニズムに基づく金融市場を育てていくためには、こうした問題の一つ一つに対して地道に答えを出していく必要があるといえよう。こうした側面でのFSUA諸国における政策当局の対応をみると、外資の活動に対する政策スタンスが必ずしも公平とはいいがたく、さらに市場の枠組みを決定していくプロセスについても、それがほとんど公開されていないことも問題である。例えば、最近（1995年秋）カザフスタンで導入された銀行法は、海外銀行（とくに西側）の進出にきわめて制限的であるように思われる⁽⁴⁾。効率的かつ公平な市場運営を可能にする諸法規は、市場参加者全員の見解を十分聴取したうえで決定されることが望ましいといえよう。

第4点は、すでに一部触れた点ではあるが、中央銀行の独立性を法的に保証し、実質的にもこれを確保していく必要性に関わる問題である。CA方式は価格メカニズムを体現するものであるが、同方式が本来の機能を発揮するためには金融市場を支えるマクロの経済環境が安定していることが前提である。マクロの経済安定化政策を実施するためには、独立的な金融政策運営が求められる。旧体制下では命令融資方式が国営企業および政府部門に対する「ソフトな予算制約」を保証する役割を果たしたことについては、既述の

とおりである。そこでは、中央銀行が政府に対してきわめて従属的な立場に置かれていたために、「ハードな予算制約」を企業および政府に対して求めることができなかった。FSUA諸国においては、独自通貨導入以降、中央銀行の法的地位の強化が試みられているが、さらに実質的な意味での中央銀行の政策運営の独立性を図る努力が各国において必要とされているといえよう。これにより、マクロ経済の安定化、ひいてはCA方式が導入される場である金融市場の市場経済化に向けた改革への道が開かれていくと考えるべきであろう。また、政策運営の独立性を確保した中央銀行に対しては、こうした信用配分上の役割に加え、上述した金融市場の健全性維持に関連する監督、規制実施面での貢献が求められることも付言しておくてはならない。

おわりに

以上、旧ソ連邦中央アジア諸国中央銀行によるCA方式の導入に関連する問題を中心に考察してきた。価格メカニズムに基づくCA方式が、その本来の機能を発揮しえるためには、価格（金利）が市場の需給で自由に変動し、かつ金融市場のインフラが相応に整備されていることが必要であるが、FSUA諸国の場合は市場経済化への動きが相対的に遅れており、少数銀行による市場の寡占的状況が強く存続するなど金融市場の競争的環境がきわめて不十分であることを指摘した。FSUA諸国としては、金融市場のインフラ整備を図る一方で、市場の不完全性を前提としたうえでの現実的対応策の必要性を論じた。これらの考察から、FSUA 諸国当局の今後の政策運営に対し、以下のような諸点の検討の重要性を指摘して本章の結びに代えることとしたい。

(1) CA方式の導入は、金融市場の改革の進展度合いとバランスをとりつ

つ、漸進的なかたちで進めていかざるをえまい。例えば、オークション実施に際して担保の徴求条件を西側諸国並みに厳格化しても、担保物件となる国債などの有価証券市場が未発達であれば、オークション参加者としてはこうした当局の要求に依って行くことはできないであろう。結局のところ、具体的なオークション条件、同手続き、参加要件などは、短期金融市場や有価証券市場の発達度合いとのバランスをとりながらその導入を図っていかざるをえまい。

(2) このように、CA方式の導入を一挙に行えない状況に置かれているということは、移行プロセスでの信用配分については、当局の介入をある程度容認せざるをえないということである。この場合、旧来型の命令融資方式のマイナス面の現出を極力抑える方策が検討されなければならない。例えば、同方式の適用を通じて提供される中央銀行貸出の金利優遇部分に関しては、より透明度の高い政府からの直接的な補助金に代替していくことなども一つの方策であろう。CA方式に関しても、その運営の透明性が確保されることが重要であろう。また、介入当事者となる中央銀行、政府当局の立場からは、命令融資方式が比較的うまく機能したとの評価もある東アジア諸国の政策金融の経験を参考にすることも課題の一つといえよう。

(3) CA方式を実施する場である金融市場において、金利メカニズムを機能させるためには、マクロ経済の安定化を図ることが前提である。また、市場の金利水準は、インフレ率などとの比較で実質的にプラスに維持されていることも重要な要件の一つである。かかる金利水準が維持されることは、新たに導入された独自通貨の為替レート安定化のためにも不可欠の条件であろう。

(4) 金融市場の法的インフラの整備の問題に関しては、その枠組みを決定していく過程では、公開されたベースで市場参加者全員の意見が求められることが重要である。密室で行われる論議のなかからは効率性を保証する公平な市場の枠組みが現出してくるとは考えがたいからである。FSUA諸国の現状をみるかぎり、市場経済化のプロセスが十分公開されているとは到底いい

がたい。

(5) 市場の競争的環境を維持・発展させるための政策努力が重要である。このためには、市場への参入条件を緩和することが必要になってくるが、この点は、市場参加者の信用リスク管理の問題と相克する側面があるので、両者間のバランスが大事であるが、信用リスクについては、当局の市場監督、検査機能の向上でカバーできる部分が多い点も忘れてはならない。

〔注〕 _____

- (1) 命令融資により企業部門と政府部門が低利ファイナンスを受けたことは、貸出サイドの中央銀行の立場からは、その資産価値 (A) が割安に評価されることを意味する。この割安に評価された部分を ΔA とすると、中央銀行としてはその資産の健全性を維持するためには、(1) 低利の貸出資産以外の資産の評価を ΔA 相当分だけ高くするか、あるいは、(2) 同行の負債評価の引下げを同額相当行わなければならない。(1) を選択した場合には、低利ファイナンスに乗らない貸出金の金利が引き上げられることを意味し、(2) を選択した場合には、負債コストの削減 (例えば市中銀行からの預り金〈CD〉に対する利率引下げ) が行われることになろう。

上記のケースを市中銀行サイドからみると、(1) については、市中銀行は中央銀行借入コストの上昇に対処して自行の貸出金利の引上げを行うか、預金金利の引下げを行うであろう。すなわち、収益レベル維持の観点から、一般企業に対する通常の貸付金利を引き上げ、これに伴う金利収入増加を図るか、預金金利の引下げによる支払い利息の削減を狙うということである。前者の場合は、借入金利を引き上げられた顧客企業 (ないし個人) 部門に、 ΔA 相当分の負担が転嫁され、後者の場合には、これが一般預金者に転嫁されることになる。結局、命令融資による特定企業向け融資金利軽減部分、あるいは公的債務にかかるコスト削減部分 (ΔA) の負担が、命令融資の恩恵に浴さない一般企業ないし個人に全面転嫁されることになる。(2) についても、基本的には同様のメカニズムが働くことになる。つまり、市中銀行は対中央銀行預け金 (CD) にかかる受取り利息の削減を迫られるわけであり、これは自行資産の評価を引き下げられることを意味するので、この評価引き下げ部分を CD 以外の他の資産の評価の引上げや預金金利の引下げで対処することになろう。

- (2) ウズベキスタンにおける信用オークションは、主として市中銀行間で実施されているが、部分的には CBU もオークションに直接参加している。ただし、市中銀行のうちの大手行については、直接・間接的に政府のコントロールが依然として強く効いているようである。

- (3) 東アジア諸国における当局の信用配分に対する介入にかかる政策経験から導出される教訓は何点かあろう。市場経済への移行過程で、旧来型の命令融資方式を存続させなければならない状況に置かれている FSUA 諸国の立場からは、以下の諸点が考慮されるべきであろう。
- ① 命令融資方式の適用範囲（産業領域・適用期限）の明確化と信用配分基準の客観的透明性。
 - ② 補助的な金利優遇部分の抑制と、独立した経営能力のある金融機関を通じた間接的信用配分。
 - ③ 金融市場のコマーシャルベースでの制度的発展を企図する基本政策姿勢。
 - ④ 中央銀行のインフレ抑制策との整合性。
 - ⑤ 市場経済原則の徹底と、企業の国際競争力の長期的育成を重視した産業政策の基本視点。
- (4) カザフスタンで1995年秋に大統領令で導入された銀行法上では、外国銀行の参入（支店設置・現法設立など）については、(1) 外国銀行の資本金総額が現地銀行のその4分の1を超えないこと、(2) 外国銀行の出先に対しては、営業活動を実際に開始するまでに1年間の待機期間が必要とされていることなどの制限条項が設けられているようである。

〔参考文献〕

- Amsden, Alice H., Jacek Kochanowicz, Lance Taylor [1994], *The Market Meets Its Match*, Cambridge, Massachusetts, London : Harvard University Press.
- Bruno, Michael [1993], "Monetary Policy Rules for a Small, Open Economy, Policymaking in the Open Economy : Concepts and Case Studies in Economic Performance," Ed. Rudiger Dornbush, Oxford University Press.
- Dixon, Adam [1994], "Kazakhstan" *Political Reform and Economic Development*, London : The Royal Institute of International Affairs.
- EBRD [1994], *Transition Report*, October 1994.
- [1995], *Transition Report*, Update, April 1995.
- Economist Intelligence Unit [1995], "Kazakhstan," *Country, Report 1st~4th quarter 1994*.
- Ferdinand, Peter [1994], *The New Central Asia and Its Neighbours*, London : The Royal Institute of International Affairs.
- Granville, Brigitte [1992], *Price and Currency Reform in Russia and The CIS*, London :

- The Royal Institute of International Affairs.
- [1995], *The Success of Russian Economic Reforms*, London : The Royal Institute of International Affairs.
- Hyman, Anthony [1994], *Political Change in Post-Soviet Central Asia*, London : The Royal Institute of International Affairs.
- IBRD [1993], *The East Asian Miracle : Economic Growth and Public Policy*, New York : Oxford University Press.
- IMF [1992], "Kyrghystan," *Economic Reviews*, No.5.
- [1993a], "Kazakhstan," *Economic Reviews*, No.5.
- [1993b], "Kyrgyz Republic," *Economic Reviews*, No.12.
- [1994a], *Central Banking Technical Assistance to Countries in Transition*.
- [1994b], "Kazakhstan," *Economic Reviews*, No.18.
- [1994c], "Uzbekistan," *Economic Reviews*, No.4.
- Kaser, Michael [1995], *Privatization in the CIS*, London : The Royal Institute of International Affairs.
- Lavigne, Marie [1995], *The Economics of Transition from Socialist Economy to Market Economy*, Houndmills, Basingstoke, Hampshire and London : Macmillan Press Ltd.
- Lee, Chung H. and Stephan Haggard [1995], *Issues and Findings in Financial Systems and Economic Policy in Developing Countries*, Ithaca : Cornell University Press.
- Leitzel, Jim [1995], *Russian Economic Reform*, London : Macmillan Press Ltd.
- Monetary and Exchange Affairs Department, International Monetary Fund [1994] , *Central Banking Technical Assistance to Countries in Transition*.
- National Bank of Kazakhstan [1995], *Statistical Bulletin*.
- Rashid, Ahmed [1994], *The Resurgence of Central Asia*, Karachi : Oxford University Press.
- Saal, Matthew I. and Lorena M. Zamallo [1995], "Use of Central Bank Auctions in Economies in Transition," *IMF Staff Papers*, Vol.42, No.1, March, pp.202-224.
- Schmieding, Holgen [1993], "Comment on 'Prospects of the Monetary Order in the Republics of the FSU, The Economics of New Currencies,'" London : Centre for Economic Policy Research, p.37.
- [1995], "Kazakhstan," *Country Report 1994-1995*.
- [1996], "Kazakhstan," *Country Report 1995-1996*.
- World Bank Country Study [1993], "Kazakhstan : The Transition to a Market Economy."
- World Bank [1994], *Kazakhstan Economic Report*, Volume I.
- [1995], "Republic of Kazakhstan : Financial and Enterprises Development Project," Staff Appraisal Report.