

## 第5章

# ユーロ市場における途上国の資金調達と セキュリティゼーション

### はじめに

1982年のメキシコ債務危機を境に、ユーロ市場では大きな構造変化が生じセキュリティゼーションが加速した。資金仲介ルートの大衆を占めていたシンジケート・ローンが一挙に収縮し、それに代わって証券市場を通じた資金の流れが拡大したのである。

途上国は1970年代に入って急速にユーロ市場での資金調達を増やしてきたが、それはもっぱら国際銀行業によるシンジケート・ローンの供与が中心であり、証券市場へのアクセスはごく限られた範囲にとどまっていた。したがってシンジケート・ローン市場の収縮は、途上国への資金の流れが事実上ストップしてしまったことを意味する。ユーロ・セキュリティゼーションの動きは国際的資金が先進国間相互でのみ循環し、途上国への資金の流れを断ち切ったに等しい結果となってしまったため、途上国の債務累積問題を改善するどころかいっそう深刻化させている。世界経済の潜在的不安性は増幅し、国際金融システムの根幹を今なおゆさぶり続けている。

ユーロ市場の構造変動、すなわちユーロ・セキュリティゼーションが債務危機を契機に生じたとはいえ、その発生原因は1970年代後半に生じたいくつかの要因にもとづいており、より根本的視点からみれば、70年代に展開した

国際銀行貸出の中長期化、つまりシンジケート・ローンの深化がユーロ市場における国際銀行業の行動変化を余儀なくさせ、ユーロ・セキュリタイゼーションへと導いていったといえる。

本章の目的は、途上国の債務累積問題をユーロ市場およびそこで活動している国際銀行業（本章では以下便宜的にユーロバンクと呼ぶ）とのかかわりにおいて見直し、1970年代後半の国際的金融環境の変化がいかなる意味において途上国経済の外生ショックとなり、債務問題をいっそう深刻化させてきたかを探ることである。

まず初めに1970年代初頭に始まる途上国のユーロ市場への接近をたどることを通じて、いかにして債務累積問題が80年代に入って顕在化し、銀行行動の変化を軸としたユーロ・セキュリタイゼーションが発生したのかを分析する。また最近盛んに論じられているセキュリタイゼーションの流れにのっとなった債務累積問題への対処方法が果たして問題解決の鍵となりうるのか、その現状と限界を指摘することも課題としている。

## 第1節 1970年代の途上国によるユーロ市場への接近

### 1. 途上国向けシンジケート・ローンの急増

先進諸国から途上国への資金の流れは1970年代に入り急拡大する一方、その内容は大きく変化した。公的援助資金に比べ、商業ベースの非譲許的資金の比重が増してきたのである。

フローベースで途上国への資金の流れ（第1表）をみると、1950・60年代は公的援助資金の流れが圧倒的であった。70年代に入ると非譲許的資金が公的援助資金を上回るようになり、両者の格差は年を追うごとに拡大してきている。非譲許的資金の増加は民間資金、特に銀行貸付の拡大に支えられている。71年総額543億ドルのうち公的援助によるものが全体の43%を占め233億7000万ドルであったが、81年には総額1067億6000万ドル、そのうちの362億

第1表-1 途上国への資金の流れ

(単位：10億米ドル)

	1950~55	1960~61	1970	1971	1972	1973
I. ODA	8.35	19.54	22.18	23.37	22.13	23.93
1. 二国間(供与国別)	8.35	18.60	19.38	20.22	19.12	20.24
a) DAC諸国	8.35	15.87	14.82	15.32	14.40	13.34
b) OPEC諸国	—	—	1.02	1.07	1.44	3.82
c) CMEA諸国		1.80	2.60	2.53	2.24	2.19
d) 非DAC/OECD諸国		0.02	0.01	0.02	0.02	0.02
e) LDC供与国		0.91	0.93	1.28	1.02	0.87
2. 多国間		0.94	2.80	3.15	3.01	3.69
II. 民間援助機関からの贈与			2.25	2.21	2.27	2.58
III. 非譲許的資金	7.54	15.29	28.66	28.72	28.98	37.41
1. 公的及び公的保証付		6.57	10.36	11.94	8.17	9.15
a) 民間輸出信用(DAC)		2.03	5.47	6.58	3.14	2.18
b) 公的輸出信用(DAC)		2.80	1.54	1.75	1.61	2.13
c) 多国間		0.80	1.86	2.23	2.20	2.47
d) 民間資金(DAC)	0.94	0.65	0.68	0.98	1.92	1.43
e) その他			0.84	0.70	0.24	0.45
2. 民間		8.72	18.30	16.78	20.81	28.25
a) 直接投資		6.54	9.66	8.04	9.22	8.89
b) 銀行部門		2.18	7.85	8.01	10.46	18.27
c) 債券			0.79	0.73	1.13	1.09
計	15.89	34.83	53.09	54.30	53.38	63.92

第1表-2

(単位：10億米ドル)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979
I. ODA	28.62	31.59	29.50	27.98	32.06	32.93
1. 二国間(供与国別)	23.77	25.88	23.92	21.59	25.25	26.53
a) DAC諸国	14.15	14.56	13.70	13.34	14.87	16.74
b) OPEC諸国	7.13	8.44	7.46	5.66	7.82	7.13
c) CMEA諸国	1.69	2.23	2.07	2.01	1.87	2.20
d) 非DAC/OECD諸国	0.01	0.02	0.05	0.11	0.16	0.14
e) LDC供与国	0.79	0.63	0.64	0.47	0.53	0.32
2. 多国間	4.85	5.71	5.58	6.39	6.81	6.40
II. 民間援助機関からの贈与	2.10	1.99	1.94	1.97	1.87	2.00
III. 非譲許的資金	34.06	51.01	54.59	58.53	64.79	53.45
1. 公的及び公的保証付	13.14	15.66	19.21	20.79	21.29	18.84
a) 民間輸出信用(DAC)	4.13	6.57	9.72	11.70	11.00	9.07
b) 公的輸出信用(DAC)	1.38	1.78	2.00	1.91	2.52	1.77
c) 多国間	3.11	3.76	3.66	3.56	3.50	4.26
d) 民間資金(DAC)	1.12	1.15	0.83	1.54	1.17	2.10
e) その他	3.09	2.42	2.67	2.79	2.73	2.57
2. 民間	20.92	35.35	35.38	37.74	43.50	34.61
a) 直接投資	3.25	16.89	11.98	12.99	13.14	13.75
b) 銀行部門	17.19	17.84	21.63	20.51	25.93	20.16
c) 債券	0.48	0.62	1.76	4.23	4.43	0.70
計	64.78	84.59	86.03	88.48	98.72	88.38
(参照項目)						
銀行貸付				41.68	45.20	36.56
うち短期				21.17	19.27	16.40

第1表-3

(単位:10億米ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984
I. ODA	36.05	36.23	33.69	33.80	35.75
1. 二国間(供与国別)	28.75	28.52	26.21	26.23	27.35
a) DAC諸国	16.99	17.71	18.35	18.53	20.10
b) OPEC諸国	8.19	7.46	4.56	4.33	3.79
c) CMEA諸国	2.48	2.88	2.86	2.94	2.95
d) 非DAC/OECD諸国	0.81	0.21	0.18	0.07	0.10
e) LDC供与国	0.28	0.26	0.26	0.26	0.41
2. 多国間	7.30	7.71	7.48	7.57	8.40
II. 民間援助機関からの贈与	2.17	1.97	2.30	2.34	2.50
III. 非譲許的資金	55.66	68.56	60.10	82.12	54.00
1. 公的及び公的保証付	22.91	21.55	21.90	19.82	20.00
a) 民間輸出信用(DAC)	10.43	10.99	7.06	5.50	5.00
b) 公的輸出信用(DAC)	2.31	1.95	2.65	2.10	2.50
c) 多国間	4.55	5.57	6.58	7.22	7.50
d) 民間資金(DAC)	1.91	2.62	3.00	3.00	
e) その他	3.52	1.13	2.99	2.00	2.00
2. 民間	32.75	47.01	38.21	62.30	34.00
a) 直接投資	9.89	16.77	11.81	7.80	9.50
b) 銀行部門	21.57	29.19	25.89	54.00*	24.00*
c) 債券	1.29	1.05	0.51	0.50	0.50
計	93.88	106.76	96.09	118.26	92.25
(参照項目)					
銀行貸付	45.96	50.59	40.83	35.00	18.00
うち短期	24.39	21.40	14.94	-19.00	-6.00

(注) (1) 数値は1983年時点の物価水準、ならびに為替レートで換算。

(2) 1983, 84年の銀行部門(\*印)にかなりの額の短期リースジュール債務を含む。

(出所) Poats, R. M., *Twenty-Five Years of Development Co-operation: A Review*, OECD, 1985, p. 162.

第2表 途上国の債務残高

(単位：10億米ドル)

	1971	1975	1978	1980	1981 <sup>1)</sup>	1982 <sup>2)</sup>
1. DAC 諸国及び資本市場	71	137	268	361	407	476
ODA	24	34	49	57	57	63
輸出信用	27	42	85	114	128	143
資本市場	20	61	134	190	222	265
うち銀行ローン	11	49	105	155	180	210
2. 多国間機関	10	22	40	56	65	76
うち譲許的資金	6	10	18	24	28	32
3. 東欧経済相互援助会議	6	9	12	15	17	20
4. OPEC	—	6	13	18	23	29
5. その他	3	7	12	15	18	25
計	90	180	345	465	530	626
うち 非譲許的資金	57	123	259	362	414	495
譲許的資金	33	57	86	103	116	131

(注) 1) 暫定数字, 2) 推定。

(原資料) OECD, *External Debt of Developing Countries 1982 Survey*, 1982.

(出所) 竹内一郎・香西泰編『国際金融不安』有斐閣, 1984年, 63ページ。

3000万ドルが公的援助資金で全体の33.9%を占めるにとどまった。これと対照的に非譲許的資金、特に民間銀行部門の貸付の伸びが著しく71年の80億1000万ドルから81年の291億9000万ドルへと増加している<sup>1)</sup>。

ストックベースでみると(第2表)いっそう顕著にこの傾向が現れ、同期間途上国の債務残高は90億ドルから530億ドルへ約6倍になったが、銀行貸付は110億ドルから180億ドルの16倍強に脹れ上がっている。

民間金融市場への依存度合を所得階層国別に見てみると(第3表)、新興工業国、中所得国の依存の急傾斜が特徴的で、新興工業国などは1982年債務残高の67%が民間金融市場からのもので、元利返済でみると72%にも達している。これは後に指摘するようにユーロクレジットの特徴の一つとなっている極めて少数の特定国への貸付集中が背景にある。

ユーロ市場における資金調達者としての途上国をみると、クレジット市場での進出が著しい一方で、債券市場への接近はごく限られた範囲にとど

第3表 所得グループ別債務残高及び債務構造

	債 務 (10億米ドル)	債 務 構 成 比 (%)			
		ODA	非 譲 許 的 多 国 間 資 金	輸 出 信 用	民 間 金 融 場
1. 低 所 得 国					
1971	18	74	6	18	2
1975	40	73	4	16	7
1980	86	67	6	21	6
1982	110	69	5	20	6
1982年元利返済	11.5	24	6	49	21
2. 中 所 得 国					
1971	25	45	8	33	14
1975	40	33	10	29	29
1980	107	25	10	28	38
1982	144	24	10	27	39
1982年元利返済	23.5	11	9	37	43
3. 新 興 工 業 国					
1971	32	16	6	40	38
1975	72	9	7	24	60
1980	192	4	6	24	65
1982	266	3	6	24	67
1982年元利返済	63.3	1	3	24	72
4. O P E C					
1971	15	21	10	54	15
1975	28	29	4	42	25
1980	79	13	4	46	37
1982	106	12	4	47	37
1982年元利返済	33.0	2	2	56	40
途上国全体					
1971	90	37	7	36	20
1975	180	32	6	26	36
1980	465	22	7	28	43
1982	626	21	7	28	44
1982年元利返済	131.3	5	4	36	55

(注) 1982年データは推定値。

(出所) 第2表に同じ。

第4表-1 中長期ユーロ・クレジット供与額の推移

(単位：100万米ドル)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
OECD諸国 (%)	4,246.0 (89.8)	2,601.0 (65.6)	4,597.8 (53.0)	12,365.1 (59.4)	18,307.8 (64.2)	6,063.1 (29.4)	10,281.9 (36.1)
途上国 (%)	446.0 (9.4)	1,286.0 (32.4)	3,563.3 (41.1)	7,358.4 (35.3)	8,196.8 (28.7)	11,280.6 (54.7)	14,721.6 (51.8)
OPEC諸国 (%)	146.0 (3.1)	350.0 (8.8)	1,219.8 (14.1)	2,828.4 (13.6)	807.5 (2.8)	3,213.0 (15.6)	3,600.6 (12.7)
非OPEC諸国 (%)	300.0 (6.3)	936.0 (23.6)	2,343.5 (27.0)	4,530.0 (21.8)	7,389.3 (25.9)	8,067.6 (39.1)	11,121.0 (39.1)
東欧諸国 (%)	38.0 (0.8)	66.0 (1.7)	285.0 (3.3)	640.0 (3.1)	930.7 (3.3)	2,426.0 (11.8)	2,230.9 (7.8)
国際機関 (%)	0	10.0 (0.3)	0	0	14.0 (-)	65.0 (0.3)	77.0 (0.3)
その他 (%)	-	-	226.5 (2.6)	462.8 (2.2)	1,072.6 (3.8)	772.5 (3.8)	1,131.0 (4.0)
総計	4,730.0	3,963.0	8,672.6	20,826.3	28,521.9	20,607.2	28,442.4

まっている。第4表は中長期ユーロクレジット供与額の推移を示したものであるが、1970年代初頭のほとんどがOECD諸国向け貸付であったが、72年以降途上国向けが急増しその後約50%強のシェアを占めていくようになる。これはユーロ市場で68年に初めて導入されたシンジケート・ローンが軌道に乗り急成長していく時期と一致しており、なるほど途上国向けユーロクレジットの大半がシンジケート・ローン方式であった。

一方、ユーロボンド市場(第5表)における途上国の地位はクレジット市場に比べはるかに低く、1978年を除いては全体の一割弱の調達シェアを占めるにすぎない。これはボンド市場では起債に際し資金調達者の信用度の評価等に一定の確立されたルールが存在しており、実績が乏しく信用度の評価が低い途上国が市場に接近することが困難であったためである。FRN(変動利



第4表-2

(単位：100万米ドル)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
OECD諸国 (%)	13,438.7 (39.3)	35,735.2 (48.4)	28,882.9 (36.4)	41,814.0 (51.7)	45,774.8 (50.2)	50,830.6 (56.0)	28,280.8 (47.0)
途上国 (%)	17,799.2 (52.0)	33,942.3 (46.0)	45,130.3 (56.9)	35,530.8 (43.9)	43,587.6 (47.8)	37,924.6 (41.8)	30,193.5 (50.1)
OPEC諸国 (%)	6,137.4 (17.9)	10,181.1 (13.8)	8,796.4 (11.1)	6,998.4 ( 8.6)	5,953.6 ( 6.5)	7,651.1 ( 8.4)	6,393.5 (10.6)
非OPEC諸国 (%)	11,661.8 (34.1)	23,761.2 (32.2)	36,333.9 (45.8)	28,532.4 (35.2)	37,634.0 (41.2)	30,273.5 (33.4)	23,800.0 (39.5)
東欧諸国 (%)	2,681.0 ( 7.8)	3,796.4 ( 5.1)	4,862.3 ( 6.1)	2,665.9 ( 3.3)	1,528.1 ( 1.7)	549.9 ( 0.6)	892.2 ( 1.5)
国際機関 (%)	197.0 ( 0.6)	196.7 ( 0.3)	295.0 ( 0.4)	558.0 ( 0.7)	95.0 ( 0.1)	229.1 ( 0.3)	0
その他 (%)	82.0 ( 0.3)	134.0 ( 0.2)	157.1 ( 0.2)	385.0 ( 0.4)	277.9 ( 0.2)	1,216.3 ( 1.3)	850.1 ( 1.4)
総計	34,197.9	73,804.6	79,327.6	80,953.7	91,263.3	90,750.5	60,216.6

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, 27 March 1984 より計算, 作成。ただし, 1970, 71年の数字については Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, March 1978 より計算, 作成。

付債)市場が急成長した78年当時, ブラジル, メキシコなどごく一部の途上国がシンジケート・ローン市場での借入実績をステップにしてFRNに接近できたにすぎない。

このようなユーロ市場におけるクレジット市場偏重ともいべき途上国の資金調達様式が1970年代後半ユーロバンクの銀行行動を軌道修正させていく遠因となり, 80年代に入っのセキュリタイゼーションに伴って変化した国際的資金フローの輪から途上国を除外してしまい, 債務累積問題をいっそう深刻化させてしまうことになったのである。詳述は後にゆずることにして,

第5表-1 ユーロボンド発行額

(単位:100万米ドル)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977
OECD諸国 (%)	5,550.3 (80.0)	3,599.0 (85.5)	3,253.9 (95.8)	8,020.8 (91.7)	13,272.4 (90.3)	15,756.4 (84.1)
途上国 (%)	492.8 (7.1)	461.9 (11.0)	92.2 (2.7)	228.6 (2.6)	1,057.4 (7.2)	2,533.8 (13.5)
OPEC諸国 (%)	84.8 (1.2)	74.0 (1.8)	—	50.0 (0.6)	177.0 (1.2)	453.5 (2.4)
非OPEC諸国 (%)	408.0 (5.9)	387.9 (9.2)	92.2 (2.7)	178.6 (2.0)	880.4 (6.0)	2,080.3 (11.1)
東欧諸国 (%)	50.0 (0.7)	—	—	140.5 (1.6)	72.0 (0.5)	249.2 (1.3)
国際機関 (%)	524.0 (7.6)	—	—	19.3 (0.2)	226.1 (1.5)	134.6 (0.7)
その他 (%)	316.5 (4.6)	147.9 (3.5)	50.0 (1.5)	333.4 (3.9)	77.3 (0.5)	50.3 (0.4)
総計	6,933.6	4,208.9	3,396.1	8,742.6	14,705.2	18,724.3

ひとまずユーロ・シンジケート・ローンに話を戻そう。

ユーロ・シンジケート・ローンは1968年オーストリア共和国向けに1億ドル供与されたのが始まりで、それまで引受・販売といったボンド市場で行われていた投資銀行業務の概念をクレジット市場に初めて導入した点において当時画期的なものであった<sup>12)</sup>。個別案件ごとに試行錯誤を重ね、ほぼ現在われわれが知っているような形式を整えるようになったのは72年頃で、当時のマーケットの急拡大は第4表が示すとおりである。

シンジケート・ローンは通常3カ月か6カ月のLIBOR(ロンドン銀行間出し手レート)を基準に一定のスプレッドを上乗せして金利が決定される変動金利の貸付で、短期貸付をロール・オーバーする形で実質的に中長期の貸付を行うものである。また貸手となるユーロバンクも単独で融資するのではな

第5表-2

(単位：100万米ドル)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983
OECD諸国 (%)	11,577.6 (77.4)	16,547.6 (88.5)	18,522.1 (90.8)	26,281.0 (84.0)	44,120.2 (87.7)	45,593.0 (91.1)
途上国 (%)	3,017.3 (20.2)	1,874.1 (10.0)	1,149.9 (5.6)	3,145.3 (10.1)	3,625.8 (7.2)	1,997.6 (4.0)
OPEC諸国 (%)	1,208.5 (8.1)	329.0 (1.7)	131.5 (0.6)	200.0 (0.7)	470.0 (0.9)	337.8 (0.7)
非OPEC諸国 (%)	1,808.8 (12.1)	1,545.1 (8.3)	1,018.4 (5.0)	2,945.3 (9.4)	3,155.8 (6.3)	1,659.8 (3.3)
東欧諸国 (%)	30.0 (0.2)	30.0 (0.2)	50.0 (0.2)	75.0 (0.2)	—	25.0 —
国際機関 (%)	167.9 (1.1)	183.0 (1.0)	500.0 (2.5)	1,567.8 (5.0)	2,266.8 (4.5)	1,857.4 (3.7)
その他 (%)	167.9 (1.1)	56.0 (0.3)	172.2 (0.9)	225.0 (0.7)	315.8 (0.6)	621.5 (1.2)
総計	14,960.7	18,690.7	20,394.2	31,294.1	50,328.6	50,094.5

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, 27 March 1984 より計算, 作成。

く、大手ユーロバンクが主幹事となり、ローンの引受けを行った後、中小の銀行を含む複数の銀行に分売し、貸手として銀行団がシンジケート・ローンを組むことからユーロ・シンジケート・ローンと呼ばれている。

ユーロバンクはシンジケート・ローンの原資を銀行間市場からの短期資金取入れに依存しているため、変動金利の導入が短期資金を長期で運用するときには直面する金利リスクを軽減し、シンジケート・ローンの手法がそれまで貸付に参加できなかったような中小の銀行の参入を容易にするとともに巨額の信用供与を可能にしたのであった。このような技術的メリットが途上国の開発計画にもとづく資金需要、国際収支赤字補填の必要と相まって、1970年代ユーロ市場ではシンジケート・ローンが大宗を占めるようになり、南北間の

国際的資金フロー経路の主流となっていったのである。

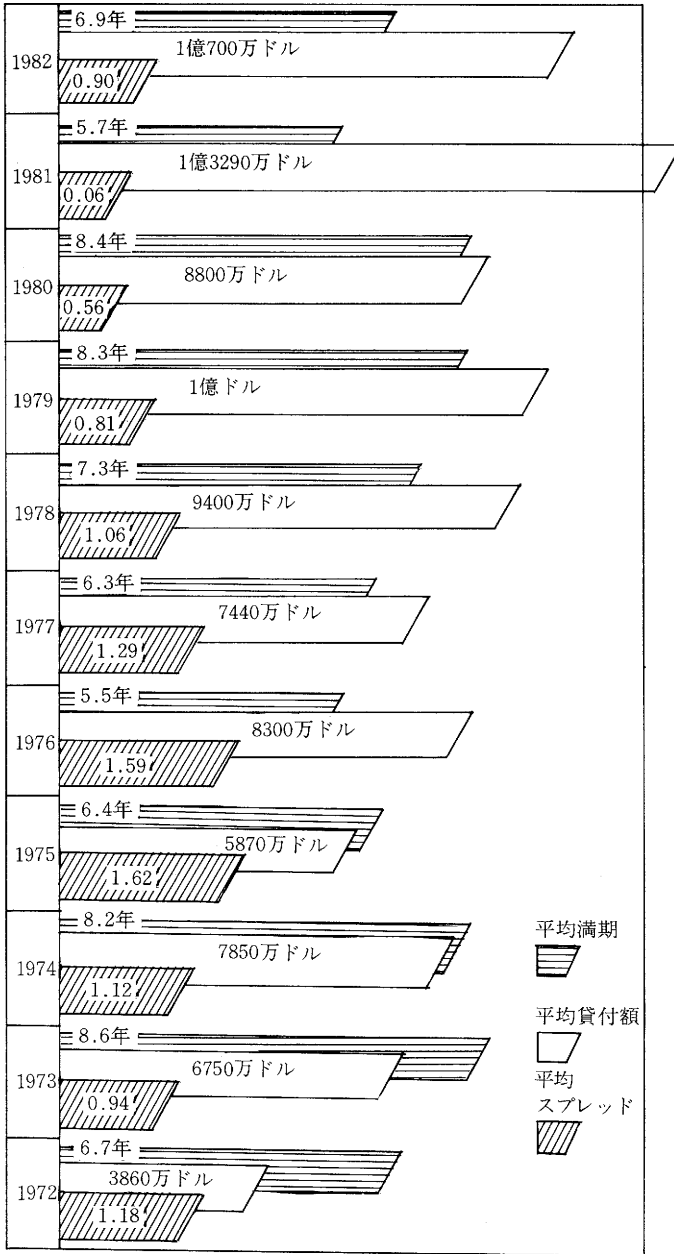
シンジケート・ローンの貸出金利は主として三つの部分、すなわちLIBOR、スプレッド、種々の手数料から成っている。LIBORは貸出銀行にとっては資金調達コストを示し外生的に決定される。スプレッドは通常貸出期間中固定されLIBORに上乘せし、これに手数料を含めたものが銀行の収益となる。金利スプレッドのほかに、貸出期間（満期）、1案件当りの貸付額等もシンジケート・ローン市場の状況を測る材料となる。

金利スプレッドが一定だとすれば、借手にとっては満期の長い方が好ましく、市場条件がゆるやかな時期には満期も長期化する傾向がある。また資金のアベイラビリティとの関連では、平均貸付額も判断材料となるが、通常貸付額の中にリファイナンス部分が含まれていること<sup>(3)</sup>、金利スプレッドと満期の間のトレード・オフ関係の実証分析に裏付けの乏しいこと<sup>(4)</sup>などから、一般には金利スプレッドが市場状況判断の指標とされることが多い<sup>(5)</sup>。

第1図はユーロ・シンジケート・ローンの借入条件を示したものである。金利スプレッドでみると1975、76年のピークを境に80年代にかけて低下傾向がみられるが、70年代を通じて小さな波を形づくる循環的ともいえる動きを示している。

1972年頃より急拡大したシンジケート・ローンも73年秋の第1次石油危機、74年のフランクリン・ナショナル、ヘルシュタットの相次ぐ銀行破綻を引き金とする信用不安を経験し、75年貸付額が減少したが、市場の回復力は思いのほか早く、経常収支赤字補填のための各国の資金需要が強かったため、75、76年のスプレッドは高く貸手市場となった。

その後一時シンジケート・ローン市場から撤退していた邦銀も復帰し銀行間競争が激化するとともに、米国の経常収支赤字転落、米国居住者からの市場への資金供給の増大が1978、79年と借手市場の様相を呈し、スプレッドは低下傾向をたどった。



(出所) McDonald, R.P., *International Syndicated Loans*, Euromoney Publication, 1982, p. 34.

## 2. 国際収支の赤字ファイナンス

途上国によるユーロ市場への接近が開発計画および国際収支赤字補填のための資金需要にもとづくことはすでに述べたところである。国際金融市場からの外国民間資金の導入が途上国の経済発展、開発計画の達成にいかなる貢献をしたか、あるいは当初の予想といかなる点で異なった展開を遂げてきたかは債務累積問題を考える上で最も重要なテーマであるが、個々の国によりその内容が異なり、実態経済の構造、経済政策の選択等を含めた詳細な分析が必要とされる。本章では国際金融市場、特にユーロ市場の視点から途上国

第6表 国際収支不均衡とファイナンス

(単位: 10億米ドル)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
A 経常収支勘定								
1. OPEC 諸国	6	67	31	34	26	-2	65	110
2. G10諸国+スイス	12	-13	17	2	4	20	-22	-53
2a.(そのうちアメリカ)	7	2	18	5	-14	-14	-1	-
3. その他先進工業国	-	-16	-19	-23	-24	-9	-10	-24
4. 非OPEC 諸国	-6	-23	-32	-19	-13	-24	-39	-66
B 経常収支赤字のファイナンス								
5. 3と4の経常収支赤字額の合計	-6	-39	-51	-42	-37	-33	-49	-90
6. 資本市場ファイナンス	11	27	31	34	33	45	35	62
6a.(そのうちユーロクレジットによる新規借入)	n.a.	10	9	12	17	16	26	32
7. その他の資本移動 <sup>1)</sup>	6	8	14	12	16	10	24	28
8. 準備の変化	11	-4	-6	4	12	23	10	
C 国際資本市場								
9. ユーロ・シンジケート・ローン供与額	6	28	20	22	37	58	71	73
10. ユーロ市場の平均スプレッド(%)	0.9	1.0	1.7	1.6	1.2	1.0	0.7	0.7
11. 新規国際銀行貸付純額	n.a.	n.a.	40	70	75	110	130	145
12. 新規国際債券市場純調達額	n.a.	n.a.	20	30	31	29	28	29

(注) 1) 直接投資と譲許的貸付を含む。

(出所) Johnston R. B., *The Economics of the Euromarket*, Macmillan, 1983, p. 149

(原資料は IMF, BIS 及びイングランド銀行の資料にもとづく)。

の債務累積問題を考えるという意味で、もう一つの資金需要である国際収支赤字補填に焦点をあてて分析を進めていく。

1973年10月に起きた OPEC 諸国の石油価格大幅引上げは、一夜にして世界経済の国際収支構造を変容させるほどの力をもっていた。74年 OPEC 諸国の黒字は前年の11倍強の670億ドルに上昇し、その一方で先進工業諸国は一転して赤字へ、非 OPEC 途上国は赤字を拡大させた。ファイナンスを必要とする経常収支赤字は総額390億ドルにも達した（第6表参照）。

第7表は OPEC 諸国のキャッシュ・サープラスの運用形態を示したものである。ユーロカレンシー預金での運用は年々かなりの変化がある。その理由として一つにはキャッシュ・サープラス額自体の増減によるものであり、もう一つは運用の特徴として第1次、第2次石油危機直後の急増したキャッシュ・サープラスはとりあえず流動性の高い銀行預金で運用し、その後漸次ポートフォリオ調整する傾向があるためである。単独項目として運用額が大きいのは、ユーロカレンシー預金のほか、その他資本流入の項目があるが、これは主として民間証券投資による運用と思われる。

第6表に戻って、390億ドルもの経常収支赤字がどのようにファイナンスされたのか見てみよう<sup>6)</sup>。赤字総額の約3分の2の270億ドルが資本市場で調達され、そのうちユーロクレジットを通じたものは100億ドルであった。残り3分の1が外貨準備の取崩しと直接投資および譲許的貸付（援助）によってまかなわれた。1974年の OPEC 諸国のユーロカレンシー預金は216億ドルであり、ユーロバンクの金融仲介機能を通じてユーロクレジットによるかなりの赤字ファイナンスが行われたことは確かであった。しかし、それは赤字ファイナンス必要額の4分の1にとどまっている。

1975年以降のユーロクレジットによる赤字ファイナンス比率（第6表の項目〈6a〉を〈5〉で割ったもの）を計算すると、75年17.6%、76年28.6%、77年45.9%、78年48.5%、79年53.1%、80年35.6%となっている。この赤字ファイナンス比率の動きは借入国の必要度よりはむしろユーロクレジット市場の状況に依存している。ユーロクレジットの平均スプレッドでみると、75

第7表 石油輸出国のキャッシュ・サープラスの運用<sup>1)</sup>

(単位: 10億米ドル)

	フロー・ベース						年末 残高
	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1979
主に受入国側のデータに基づく推定							
銀行預金	28.6	9.9	12.0	13.0	3.9	37.3	115
うち 運用通貨発行国	7.0	2.0	0.5	2.3	2.8	6.3	26
ユーロ通貨預金	21.6	7.9	11.5	10.7	1.1	31.0	89
短期政府証券 <sup>2)</sup>	8.0	- 0.4	- 2.2	- 1.1	- 0.8	3.3	7
長期政府証券 <sup>2)</sup>	1.1	2.4	4.4	4.5	- 1.8	- 0.7	10
その他資本流入 <sup>3)</sup>	7.1	12.8	13.2	9.8	5.8	9.0	58
IMFおよびIBRD <sup>4)</sup>	3.5	4.0	2.0	0.3	0.1	- 2.0	} 46
発展途上国への資金の流れ <sup>5)</sup>	4.9	6.5	6.4	7.0	6.2	6.9	
確認されたネット・キャッシュ・サー ラス運用総額	53.2	35.2	35.8	33.5	13.4	53.8	236
分類不能の残余項目	1.9	1.1	2.8	4.1	5.4	25.2	... <sup>6)</sup>
ネット・キャッシュ・サープラス 合計	55.1	36.3	38.6	37.6	18.8	79.0	...

---はデータ利用不能

(注) フローの数値は主に異時点間の残高ベースの差によっているが、ドル以外の通貨の為替相場の変動による影響を推定して除去している。残高は可能な場合には1979年末の価格に換算しているが、一部の場合には、単に報告されたフローの額を集計している。

- 1) 経常収支勘定から債務の変化と石油輸出に係る貿易信用を除いている。
- 2) これら項目はイギリスおよびアメリカに限ったもの。
- 3) その他の証券投資、直接投資、貸付、その他より構成される。
- 4) IMFのオイル・ファシリティ、補完融資制度への出資、IMF・リザーブ・ポジション、保有SDR。およびIBRD債の直接購入を含む。
- 5) 二国間貸出およびIMFおよびIBRDを除く地域・国際開発機関への拠出金および出資金。
- 6) 残余が経常ないし資本勘定からの脱漏を反映するものか否か判別できぬため数値の引用不可能。

(出所) Bank of England, "The Surplus of the Oil Exporters," *Bank of England Quarterly Bulletin*, June 1980 (邦訳「石油輸出国の黒字」『東京銀行月報』1980年10月, 53ページ)。

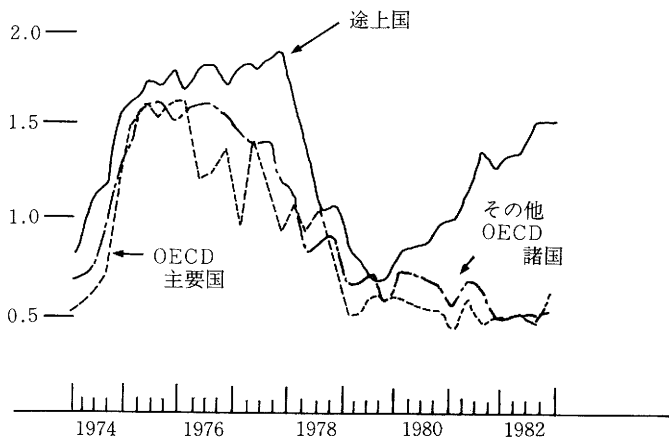


年から76年にかけては1.7, 1.6と高く, 77年以降1.2, 1.0, 0.7と低下傾向を示している。

1974年5月のユーロ市場における信用不安後, 一時シンジケート・ローンの案件が途絶え, 暮れ以降ようやく再開されるようになった。市場再開後, ユーロバンクは借入者を信用度に応じて選別するようになり, スプレッドも全般的に急上昇した(第2図参照), 信用不安を契機にクレジット市場から撤退したユーロバンクのあった一方で, 75, 76年と経常収支赤字額が510億ドル, 420億ドルと膨らみ, 貸手市場の様相を呈していた。このため赤字ファイナンスの必要性の最も高いこの時期に, ユーロクレジットを通じた資金調達は必要額の17.6%, 28.6%と低水準にとどまった。

一方ユーロ債券市場では1974年以降公共部門の発行が半数近くを占めており<sup>17)</sup>, これは各国財政赤字の拡大, 国際収支赤字補填のための政府, 政府系企業の資金調達, 国際機関を通じた間接的赤字国への融資が増大したことの現れであろう。しかし, ユーロ債券を発行できるのは信用力の高い先進国の借手に限られており, 先進国の財政赤字拡大期とも重なるため, 途上国

第2図 中期ユーロ・シンジケート・ローンの平均スプレッド



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin, March 1983, p. 44.

の国際収支赤字ファイナンスへの貢献度はユーロクレジット市場に比べはるかに低いものと思われる。

1977年頃より邦銀のシンジケート・ローン市場への復帰、銀行間競争の激化が進むとともに、OPECの黒字幅も縮小し、経常収支赤字ファイナンス必要額も減少してくる。この結果、ユーロクレジット市場は借手市場となり、スプレッドも1.2, 1.0, 0.7と低水準で推移する。赤字国は借入れを増やし、赤字ファイナンス比率を45.9%, 48.5%, 53.1%と上昇させた。しかし、この時期の借入れは、必ずしも当座必要な赤字ファイナンスにもとづくものばかりでなく、良好な借入条件を利用して外貨準備の積上げを行ったのであった。

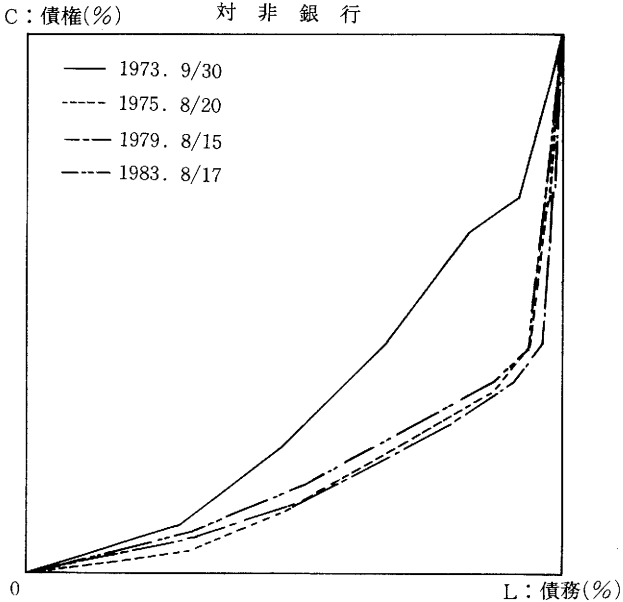
以上のことから、ユーロクレジット市場の国際収支ファイナンスに果たしてきた機能は、全般的にかなり評価できるものの、最も必要な時期に最も良く機能していたとは言い難い。むしろこの機能自体、ユーロクレジット市場の借入条件との相関性の方が高く、国際収支の赤字国は信用度の観点から市場で厳しい借入条件に直面せざるを得ない傾向にあるため、ジョンストン(Johnston)は「国際貸付のリスクは国際的ファイナンス要求が最も強い時期に最も大きく、この点が銀行制度の国際的リサイクリング・プロセスに果たす役割の限界となる」<sup>(8)</sup>ことを指摘している。

## 第2節 債務危機の顕在化とユーロ市場の構造変化

### 1. 債務危機発生の背景

1970年代を通じた途上国のユーロクレジット市場への急接近とそれに対応する形で進んでいった国際貸付の長期化は、ユーロバンクのバランス・シートの満期構成の不一致を拡大させ、自己資本比率の低下を招いた。第3図はユーロバンクの非銀行部門に対する債権債務満期構成の不一致の度合を図示

第3図 ミスマッチ・カーブ



(出所) Bank of England Quarterly Bulletin 各号より  
計算, 作成。

したものであり、曲線が右下にカーブすればするほど不一致の程度が拡大していることを意味する。73年にはそれほどでもなかった満期構成の不一致が、75年になると急激に悪化（短期借り長期貸し）し、83年になってやっと改善の傾向が読みとれる。

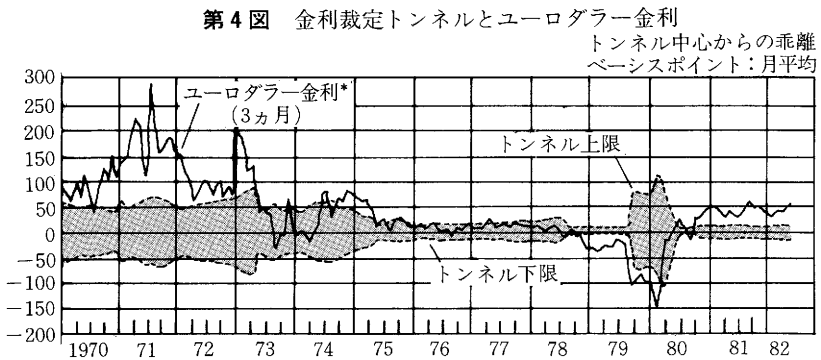
また米国のマネーセンター・バンクの総資産に対する自己資本比率も1972年末の4.5%から79年9月には3.5%へとかなりの低下を経験している上、少数の途上国への貸付集中の結果、79年半ばまでに米銀は対外債権総額の45%（ただし、G10諸国とスイス、オフショア・センターを除く）をLDC7カ国、すなわち、アルゼンチン、ブラジル、韓国、メキシコ、フィリピン、台湾、ベネズエラに集中させていた<sup>9)</sup>。

このような状況を背景に1979年第2次石油危機が発生した。世界経済にお

ける経常収支不均衡の拡大はユーロ市場でのファイナンス需要を高めるが、73年の第1次石油危機時と異なり、リサイクリングは必ずしも十分に行われたとは言いがたい。自己資本比率規制の強化、経常収支赤字を被った途上国がすでに巨額の対外借入を行っていた等の理由でクレジット・リスクの観点からそれ以上の貸付には問題が生じたからである。

1981年12月、アメリカの3銀行監督機関——連邦準備制度理事会（FRB）、通貨監督官（OCC）、連邦預金保険公社（FDIC）——は、1次資本と総資産との適正比率を公表した<sup>90</sup>。自己資本の急速な拡大が短期的には難しいとすれば、これは総資産の抑制効果を銀行にもたらす。米銀の途上国へのユーロ貸付は本支店勘定を通じ、ユーロ市場でシンジケート・ローンの供与によって行われるが、アメリカ国内市場とユーロ市場間の資金の流れは銀行による両市場での金利裁定取引が主たるものである。米銀の本支店勘定を通じたユーロ市場への放資は、バランス・シートの両面を拡大させるため、81年以降ユーロ市場への資金供給に抑制効果が現れ、両市場間の金利裁定は十分に行われていない。

第4図はユーロダラー市場とアメリカ国内市場間の金利裁定状況を示した

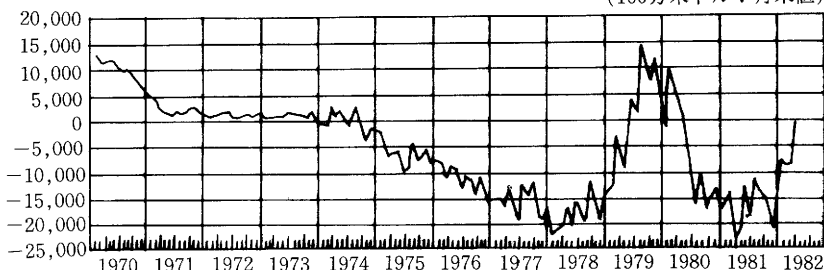


\* ユーロダラー金利がトンネル上限より上の場合はユーロダラー市場への放資のインセンティブを意味し、下限より下の場合はユーロダラー市場から取入れのインセンティブを意味する。

(出所) Kreicher, L. L., "Eurodollar Arbitrage," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer, 1982, p. 15.

第5図 米銀の海外支店に対するネット・ポジション

(100万米ドル：月末値)



(注) マイナスは支店への純貸付を示す。

(出所) 第4図に同じ。

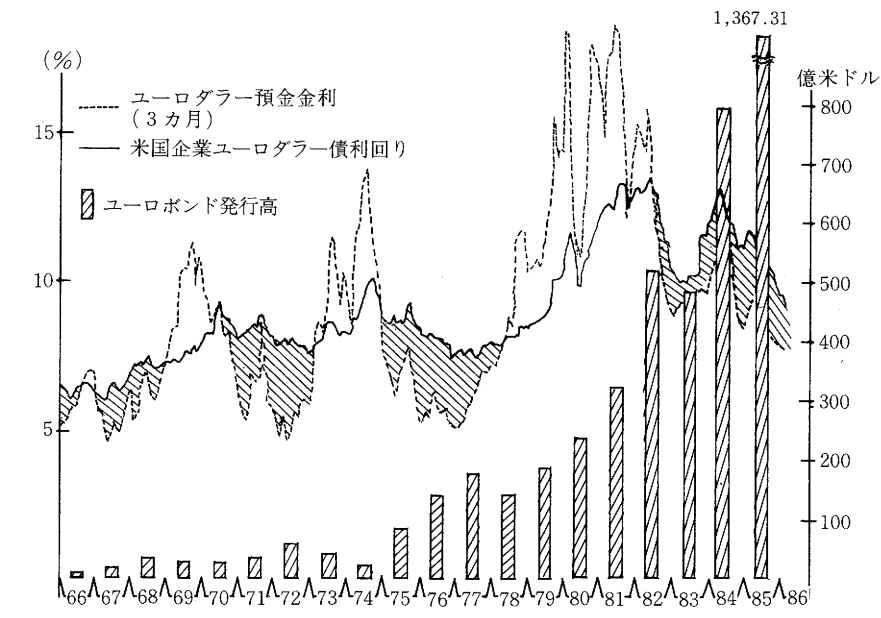
ものである。縦軸の原点を中心に点線で囲まれている部分が金利裁定トンネル（この中にユーロドル金利がおさまっている場合は、米銀にとって金利面でこれ以上の資金移動のインセンティブが働かないことを意味する）である。第5図の米銀の本支店間のネット・ポジションの図と組み合わせてみると、1980年半ば以降ユーロ市場への放資が行われてはいるが、金利面では依然放資へのインセンティブを残したままであったことがわかる。この抑制効果は自己資本比率規制によるものと考えられる。

また、1979年10月のアメリカの金融政策変更による金利の高水準での乱高下（第6図）はアメリカ国内市場とユーロ市場間の金利裁定取引を通じてLIBORに影響し、LIBORを基準に金利が決定されるユーロ・シンジケート・ローンの途上国による金利負担は急速に増してくる。第7図はラテン・アメリカ主要債務3カ国の外国為替の使途と源泉を表しているが、76年の利払いは43億ドル（使途の14.3%）であったが、82年になると284億ドルと使途の38.3%を占めるまでになっていた。

1982年に入ると、OPEC諸国の黒字が大幅に減少し、ユーロ市場への資金流入が減る一方で、元利払いに追われてラテン・アメリカ諸国の債務危機が顕在化してくる。このため、需給両面からシンジケート・ローン市場は大幅に縮小し、スプレッドが急上昇した。

以上のような1970年代末から80年代初めにかけて生じた世界経済における

第6図 ユーロダラー利回り曲線とユーロ債券発行状況



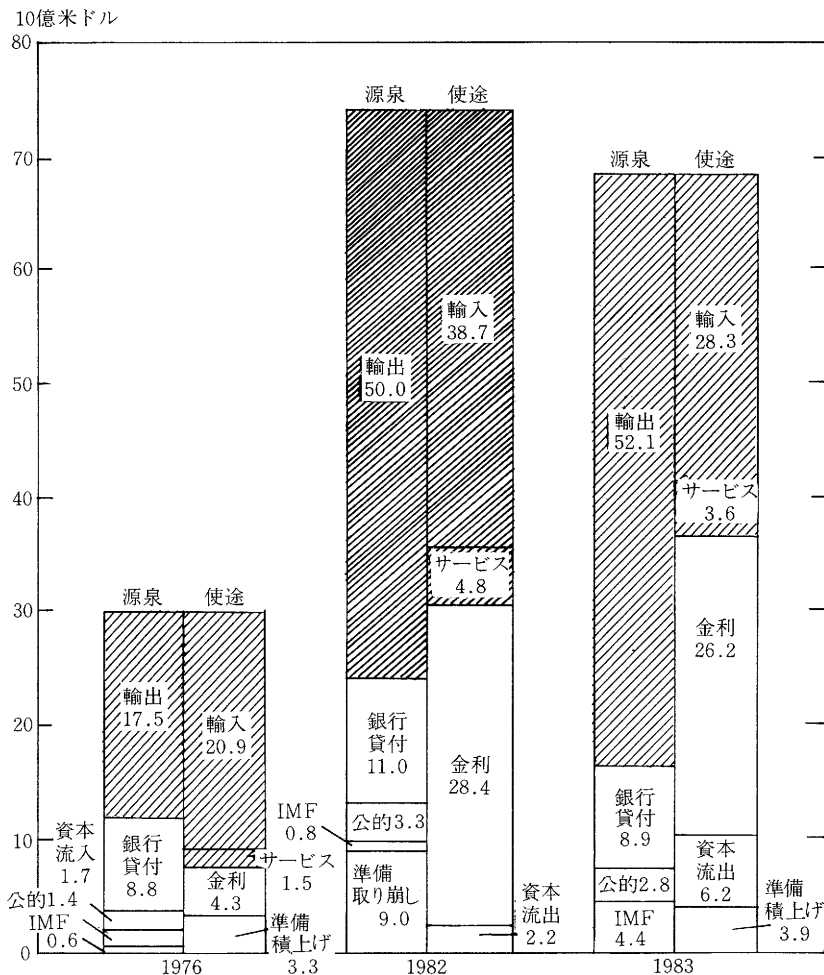
(出所) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets* 各号より作成。

国際収支構造の変化，アメリカの金融政策変更による金利・為替レートの乱高下，銀行の自己資本比率規制の強化，それらの帰結としての途上国の債務危機の顕在化，といった一連の出来事が，ユーロ市場の構造を大きく変容させたのであった。

## 2. ユーロ市場の構造変化

1980年代以降のユーロ市場の構造変化，すなわち，ユーロ・セキュリタイゼーションは多面的で年々急激な変貌を遂げてきたのでその全体像をとらえることはかなり困難であるが，その特徴を大きく3点に集約できると考えられる。

第7図 ラテンアメリカ主要債務3カ国の外国為替の使途と源泉



(原資料) Council of Economic Advisers (1984), chart 2-6.

(出所) Krugman, P., "International Debt Strategies in an Uncertain World," G. W. Smith and J. T. Cuddington eds., *International Debt and the Developing Countries*, 1985, p. 93.

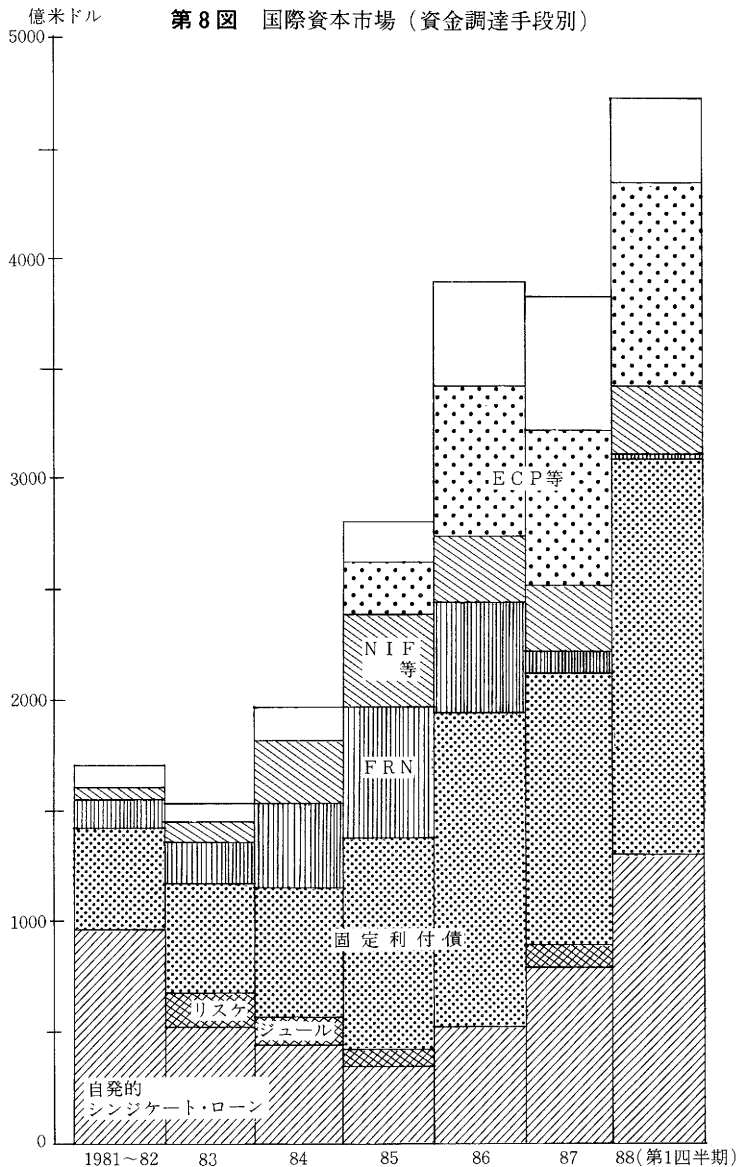
る。第1に、ユーロ市場を通じた国際的資金フローが銀行貸出市場から証券市場へシフトしたこと。第2に、これら国際的資金フローを媒介する金融手段が複雑、多様化したこと。特にスワップ、先物取引の重要性が増し、債権切売り等の資産の流動化も活発となってきた近年この傾向は加速している。第3には、そしてこの点が最も重要であるが、上記の二つの変化が実はユーロ市場で活動しているユーロバンクの行動変化を軸に展開してきていることである。これら三つの点が三位一体となって進展してきた現象を、ユーロ・セキュリティゼーションと呼んでいる。

第8図は1980年代以降のユーロ市場における資金調達方法を形態別に示したものである。1982年メキシコの債務危機を境にシンジケート・ローンが大幅に減少し、代わって固定利付債、FRN<sub>S</sub> (Floating Rate Notes)<sup>11)</sup>、NIF<sub>S</sub> (Note Issuance Facilities)<sup>12)</sup>といった証券化資産の発行による資金調達が増大してきている。

固定利付債はユーロボンド市場における伝統的な固定金利の長期資金調達手段である。FRN<sub>S</sub>は変動利付債のことで、中期のユーロ・シンジケート・ローンと長期のユーロボンドの中間的性質をもつハイブリッド(混成)商品として、1970年ユーロ市場に登場した。中長期の満期を有する債券でありながら、その利率は短期金利(通常3カ月あるいは6カ月のLIBOR)を基準に一定のスプレッドを上乗せして決められる。各金利期間は固定金利で期末に利払いが行われ、次期金利が新たにその時の基準金利にもとづいて決められるという変動金利の債券である。

NIF<sub>S</sub>は短期証券発行協調信用枠のことで、資金調達者が引受幹事団と引受契約を結び、1カ月から6カ月の短期証券を発行し、その証券が売れ残った場合、銀行団が証券を購入するかスタンド・バイ・クレジットを供与するものである。短期証券をロール・オーバーの形で反復発行することによって、実質的に中長期(コミットメントは通常5~7年)の資金調達が可能であり、ユーロ市場に登場したのは1981年ニュージーランド向けファシリティが公表された第1号である。





(注) 1988年の数値は第1四半期分を年率換算し直したもの。

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, March 1986, および May 1988より作成。

1986年以降 NIF<sub>S</sub> に代わって ECP (Euro Commercial Paper Program) が急増してくる。NIF<sub>S</sub> や債権の切売りの急増は銀行のバランス・シートに計上されない簿外取引の増加であり、これが偶発的与信枠の債務を急増させた。イングランド銀行は85年4月リスク・アセット・レーシオを導入し簿外取引に対しても自己資本比率規制の枠内としたため、85年以降 NIF<sub>S</sub> は減少し、代わって引受ファシリティの付かない ECP が成長してきたのである。87年に入るとセキュリティゼーションの大きな推進力となっていた FRN 市場が崩壊し、固定利付債も第2四半期よりそれまでの増加傾向から減少へと転じ、ユーロ債市場は低迷してくる。その一方で、シンジケート・ローン市場の力強い回復がみられ、最近ではユーロ市場のセキュリティゼーションも一段落し、新たな局面に入ってきているといわれている。シンジケート・ローン市場の復活は82年以前の状況に戻ったことを意味しているのではなく、借手は主としてアメリカやイギリスなど先進諸国の民間企業により占められ、企業合併・買収のための資金調達や既存債務の置換え、MOFS<sup>③</sup> (Multiple-option facilities; 多角的選択権付ファシリティ) の一選択手段として用いられている。したがって、国際金融市場における途上国の資金調達の復活を意味してはい

第8表 銀行保有の国際債及びその他長期証券<sup>1)</sup>

(期末残高, 単位: 10億米ドル)

	1981	1982	1983	1984	1985
推定保有総額 <sup>2)</sup>	46.7	59.2	76.7	99.5	157.7
在イギリス銀行保有額 <sup>3)</sup>	16.8	22.9	32.4	41.7	64.6 <sup>4)</sup>
うちFRNs	n.a.	4.2	9.9	16.7	30.8 <sup>4)</sup>

- (注) 1) 満期1年以上の全通貨建非居住者発行証券及び外貨建居住者発行証券。  
 2) 在ベルギー、カナダ、フランス、西ドイツ、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、スウェーデン、イギリスの銀行及び日本の銀行(本店、海外支店、在ロンドンの子会社)によって報告された国際的証券の保有にもとづく推定額。  
 3) 短期CD含む。  
 4) 暫定数字。

(出所) Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, April 1986, p. 136.

第9表 銀行による証券発行<sup>1)</sup>

(単位:10億米ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
F R N s	2.3	3.0	4.9	3.8	14.6	29.2
その他債券	3.1	3.6	6.1	8.1	8.5	13.8
合計	5.4	6.6	11.0	11.9	23.1	43.0

(原資料) OECD。

(注) 1) C D sは除く。

(出所) 第8表に同じ, p. 139。

ない。

1970年代, シンジケート・ローンが大宗を占めていた時代, ユーロバンクはユーロ預金(非銀行および銀行保有)より資金を調達し, 非銀行借入者に貸付を行うという, 主として金融仲介機関としてユーロ市場で活動していた。80年代に入ると, これらユーロバンクは借手および投資家として積極的に証券市場に参加するようになる。

銀行行動の変化をバランス・シートの資産側でいうと, 証券保有の増加(FRN<sub>s</sub>等中長期証券, NIF<sub>s</sub>のもとでのユーロ・ノート引受け), 銀行資産の流動化(1982年頃より急増した債権切売り, 84年開始の譲渡性貸付ファシリティなど)である。資産の流動化については, 途上国債務の株式化等の動きとの関連で後に詳述することにする。第8表は銀行の証券保有の推移を示している。81年から85年までに保有額は約4倍に増加している。

バランス・シートの負債側では, FRN<sub>s</sub>や長期のCD発行, 金利スワップを組み合わせた固定利付債の発行を通じて, 証券市場で借入者として積極的に活動している。第9表は銀行の証券発行の推移を示しているが, 1980年の54億ドルから85年の430億ドルへ約8倍に増えている。

以上のようなセキュライゼーションの進展は, 銀行貸出市場と証券市場, 国内市場と国際市場, 金融機関と顧客といった三つの観点からの伝統的区別を曖昧なものにしてきており, ユーロ市場のハイブリッド化, 金融市場のグローバル化とも密接に関連している。

### 3. ユーロ・セキュリタイゼーションの本質——確定投資化の欠如

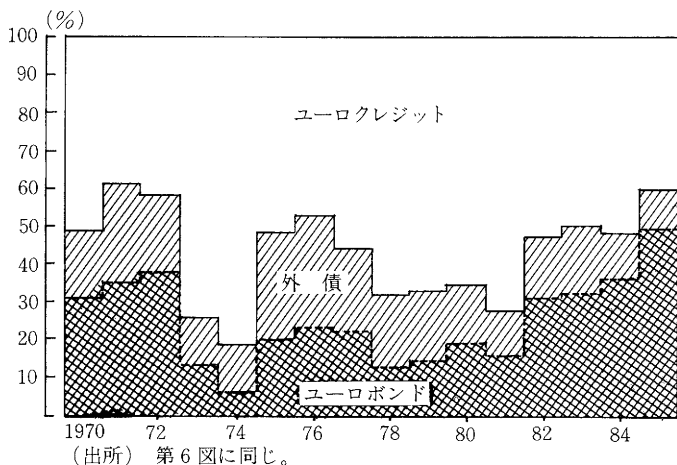
ユーロ・セキュリタイゼーションの展開ならびにそれを促した諸要因についてはすでに1. 2. 項で述べたが、より根本的にはいかなる視点から理解すべきなのであろうか。特に、シンジケート・ローン全盛の1970年代からの一連の動きとどう関連づけたいのか。また、セキュリタイゼーションがユーロ市場ではなぜ企業（非銀行）行動としてではなく、銀行行動として生じてきたのか。このような疑問を解く手がかりとして、資本市場<sup>14</sup>の機能を考えることから始めてみよう。

一般に資本市場とは赤字経済主体と黒字経済主体の間であって資金の貸借が行われる場であり、企業金融の分野では外部資金調達を株式および社債の発行といった直接金融方式で行う場面で証券市場が出てくる。赤字・黒字経済主体間の資金の流れを単に直接金融か間接金融かという視点で資本市場の機能を論ずることは、後述するように必ずしも有効な分析手法となるとは思われないが、さしあたって1970年代以降いずれの方式が優勢であったかみてゆくことにする。

国際金融資本市場を通じた中長期金融は、主としてユーロボンド、外債、ユーロクレジットの供与である。前の二つが直接金融であり、最後が間接金融である。第9図はユーロボンド、外債の発行額とユーロクレジットの供与額を合計し、そのうち各々の占める割合をパーセント比で表したものである。比率からみれば、1970～72年、75～77年、そして82年以降が直接金融のやや優勢な時期といえるであろう。

シンジケート・ローンは短期金利を基準に一定のスプレッドを上乗せした変動金利の貸付である一方、伝統的な長期の債券は固定金利である。したがって長短金利の動向が両者のシェアに密接に関連し、一般にイールド・カーブ（利回り曲線）と証券発行の関係<sup>15</sup>で述べられている。第6図は左の縦軸に金利を、右の縦軸にユーロボンド発行額をとっている。斜線の部分は、

第9図 国際資本市場における資金調達（形態別シェア）



長期金利が短期金利より高い正の利回り部分を示している。第6図から、正の利回り曲線出現時にユーロボンドの発行が増加する傾向にあることがわかるが、第9図と組み合わせてみたときこの傾向はいっそう明確になる。正の利回り曲線出現時と、1970～72年、75～77年、82年以降の直接金融優勢の時期が一致する。

したがって、国際的資金フローのパターンがユーロ市場において、銀行貸出市場経由（間接金融）か証券市場（直接金融）かという視点からセキュライゼーションを論じる限りにおいては、1980年代以前でも直接金融優勢の時期はあった。いずれのルートを通ずるかという問題意識は、証券市場の機能を企業金融の外部金融に際し企業が（非銀行）が銀行借入に依存するのか証券発行を行うのかという二者択一の視点からみていることになる。しかし、このような理解では80年代以降のユーロ・セキュライゼーションの特色を明らかにすることはできない。そこで、カール・フェール (C. Föhl) の主張した資本市場の機能を取り上げることにする。

カール・フェールは資本市場の機能について次のように論じている<sup>10)</sup>。資本市場には二つの機能があり、一つは企業金融で、企業が資本市場で株式・

債券を発行し、その資金によって実物資本形成を行う機能である。もう一つの機能は、企業が銀行信用によって資金を調達し実物資本形成を行った後に、資本市場で資金調達を行い、いったん銀行信用を返済し、長期債権ないし所有権に転化する機能で、「確定投資化」と呼んでいる。彼は前者を資本市場の「古典的機能」、後者を「近代的機能」としている。

カール・フェールの主張を取り上げた理由としては、第1に「確定投資化」の概念では銀行信用と資本市場での資金調達が二者択一なものとしてではなく、重層的に捉えられていることである。むしろ銀行信用が増えれば増えるほど、資本市場における「確定投資化」の機能が重要になってくる。

第2に、ユーロ・シンジケート・ローン調べてみると、その原型として1930年代に生み出されたターム・ローンが浮かび上がってくる<sup>17)</sup>。ターム・ローンは、1930年代資本市場に接近できないか、それを好まない企業に対し、商業銀行が運転資本と設備投資のための資金を供与したもので、資本信用の性格の強い中期貸出に対して用いられた言葉である。その内容は、貸出金利が各金利期間ごとに決められており、連銀の再割引率などをベースに一定のスプレッドを上乗せし、20から30の銀行がシンジケーションを組んで融資するのも珍しくなかった。これはまさに、70年代ユーロ市場で大宗を占めていたシンジケート・ローンの原型をなすものであり、カール・フェールも30年代のドイツにおける銀行貸出のターム・ローン化現象を踏まえて、資本市場の近代的機能としての「確定投資化」を指摘したと思われる。

銀行信用によって継続的に実物資本形成の資金を調達する場合、この「確定投資化」の過程が欠如していたならばどうなるかという問題に、カール・フェールは<sup>18)</sup>企業（資金調達者）にとっては何ら問題はないとしながらも、銀行システムとして流動性の悪化に陥らないよう顧慮することが必要であり、いったん銀行信用量に制限が加わった時、銀行システムの内部から問題が生じてくるとしている。つまり、銀行の流動性管理が重要になる。

シンジケート・ローン全盛の1970年代、ユーロ市場はまさに銀行信用のころがしによって企業の設備投資、NIEs, LDCsの開発金融、国際収支赤字の

ファイナンスが行われていた。貸付の原資となったのは、主に OPEC の貿易黒字と銀行間ルートによるアメリカからの資本流出である。資金供給が短期性であるのに比べ、その需要は長期で、ユーロバンクはその間にあってマッチリティ・トランスフォーメーションを行っていた。

シンジケート・ローンは満期以前でも借手が事前に通知することによりペナルティなしに任意償還が可能で、状況に応じて債券市場でより有利な条件での借換えができる。しかし、途上国などは信用度の点から債券市場への接近が難しく、ブラジル、メキシコなどごく一部の国がシンジケート・ローン市場での借入れ実績をステップにして FRN 市場に接近できたにすぎない。したがって、ユーロ市場全体としてみると、非銀行借入者による「確定投資化」はスムーズに進まず、十分でなかったといえるであろう。そこで銀行システムとしての流動性管理の問題が重要になってくる。

1970年代末から80年代初めにかけての一連の状況変化は、ユーロ市場を通ずる銀行信用量に制限を加えた結果となり、銀行の流動性維持のための行動、すなわちセキュライゼーションが一举に表面化するのである。ユーロバンクは証券形態の資産のもつ転嫁流動性を梃子に自己のバランス・シートの流動性改善に努めたのであり、これがユーロ・セキュライゼーションの本質にほかならない。

### 第3節 LDC 債務危機への対応

#### 1. 貸手の対応

1982年8月のメキシコ債務危機の発生に際し国際金融界はアメリカ政府を中心に官民一体となって迅速な対応を行った。すなわち、アメリカ政府および BIS からの緊急融資、IMF の拡大信用供与、そして民間銀行団のリスク交渉と新規融資がその主たる内容である。ポイントはこれら対応策が債務国

政府のIMF緊縮政策受入れを前提としていたことである。このメキシコの経験は、その後続発した他の途上国債務危機に対しても、大筋で適用され一般化された対応策となっていた。

しかしその後の債務国への資金供給に関する限り、官民の対応はまったく対照的であった。第10表は、1981年から84年にかけての債務国への資金の純移転を表している。民間の貸手（主として銀行）は82年を境に債務国への純資金移転をマイナスに転じているが、公的貸手は資金移転を継続している。

官民の間の協力姿勢はむしろ貸手国の政府が銀行監督の分野で行った銀行に対する支持政策の中にみられる。公的金融当局、主に米国のとった政策対応は貸手である大手商業銀行の保護、少なくとも短期的には会計上に大きな被害をもたらさないような対応であった。すなわち、基本的に債務国との交渉に際し経常的利払いを維持させること、明示的な債務免除や利払い部分の自動的な再貸付を避けることであった。また米銀に対してはLDC債権が流通市場でかなりのディスカウントを被っているにもかかわらず帳簿上額面価格で評価し、債務国の利払いが銀行の非自発的貸付を行わない限り不可能な

第10表 債務国への純資金移転

(単位：10億米ドル)

	1981	1982	1983	1984
主要債務国				
公的貸手	5.7	5.4	1.5	4.6
民間貸手	4.8	1.0	-1.8	-10.0
ラテンアメリカ				
公的貸手	2.6	3.0	1.8	3.2
民間貸手	4.0	0.4	-3.5	-10.9
サブサハラ・アフリカ				
公的貸手	3.3	3.2	3.3	2.0
民間貸手	1.7	2.6	1.8	-2.1

(原資料) World Bank, *World Debt Tables: External Debt of Developing Countries*, 1985-86 ed.

(出所) Sachs, J., "Managing the LDC Debt Crisis," *Brookings Paper on Economic Activity*, 2: 1986, p. 407.



場合でも、それら利払いを銀行の経常所得に算入することを認めた<sup>19)</sup>。

米銀が1982年を境に途上国への資金移転を逆転させたことはすでにみたが、貸付債権の変化からこれを示したのが第11表である。特徴的なことは82年以降貸付債権残高の変化が公的部門に対してはリスケジュールに伴う追加融資などで増加しているのに対し、民間部門からは大幅な債権の回収が行われたことである。このような変化の背景には、途上国政府が種々の計画により民間部門の既存債務を引き継いだこと、民間部門の債務を一部帳消しにしたこと、リスケなどが主として公的部門を対象としたもので民間部門は何ら新規の追加的資金を獲得できなかったことなどがある<sup>20)</sup>。

以上のようなLDC債務危機への対応の結果、少なくとも銀行収益の面からは何らマイナス効果を読み取ることはできない。第12表は1980年から87年にかけての銀行の純収益を表しているが、86年まで1行を除いた9行の主要米銀で銀行収益はほぼ一貫して増加している。基本的には銀行がセキュリタイゼーションの進展とともにユーロ市場で投資銀行業務に力を入れた結果であるが<sup>21)</sup>、債務危機が場合によっては収益を増加させる効果をもっていたともいえるのである。というのは83年と84年のリスケ交渉ではかなりの手数料が米銀に入り貸付契約に適用された金利スプレッドも危機以前に比べ高く設定されたからである<sup>22)</sup>。その上、ソブリン・デットについては87年以前主要債務国のうち唯一アルゼンチンが利払いを遅らせたのみであり、他の国々の利払いは行われていた。87年に入ってから銀行収益の低下は大手米銀による貸倒引当金の積み増し、大手債務国、特にブラジルによる87年2月以降の利払い停止によるものである。

銀行経営に関する限り、債務危機は特別な犠牲を強いるような方向ではなく、むしろ暗黙裏に保護する形で対処された。一方途上国経済はIMF、銀行団よりニュー・マネーの供与を受けたものの、IMFコンディショナリティが短期的視野での国際収支赤字の改善を目指したものであったため、一時的に赤字は改善したものの経済成長は阻害され、輸出低迷によって外貨獲得能力の回復には至らずかえって債務問題は悪化してしまった。

第11表 米銀貸付債権の変化 (1979~86)

	債権の%変化 (1979~82)			債権の%変化 (1982~86)		
	合計	公的	私的	合計	公的	私的
アルゼンチン	71	165	41	4	84	-44
ボリビア	-31	-8	-54	-75	-70	-84
ブラジル	50	78	38	10	92	-36
チリ	147	17	226	6	267	-50
コロンビア	47	83	35	-33	19	-57
コスタリカ	-12	27	-35	-16	42	-81
ドミニカ	33	10	65	-15	49	-75
エクアドル	29	22	33	7	147	-77
ガボン	-33	-35	2	-72	-76	-30
グアテマラ	-47	57	-54	-60	27	-75
ホンジュラス	-34	30	-57	-9	17	-38
コートジボアール	46	42	63	-43	-41	-50
ジャマイカ	11	8	19	-22	-05	-68
リベリア	-16	-43	-15	-67	-55	-67
マラウイ	-20	-41	46	-54	-49	-61
メキシコ	113	131	102	-3	50	-38
モロッコ	15	-23	121	18	27	9
ニカラグア	-2	70	-76	-84	-84	-84
ナイジェリア	149	54	501	-51	-39	-63
パナマ	31	485	24	-61	-3	-65
ペルー	82	27	139	-47	-2	-72
フィリピン	43	99	18	-11	45	-53
ポーランド	-18	13	-33	-69	-44	-89
ルーマニア	-31	-28	-34	-50	-15	-79
セネガル	-1	-35	251	-62	38	-94
スーダン	8	28	-56	-82	-83	-67
ウルグアイ	230	492	65	1	28	-59
ベネズエラ	34	28	38	-21	15	-47
ユーゴスラビア	-71	-85	-64	-11	250	-64
ザイール	-39	-37	-73	-91	-94	21
ザンビア	25	-11	231	-60	-39	-92
計	42	52	36	-12	53	-48

(原資料) Federal Financial Institutions Examination Council, "Country Exposure Lending Survey," various issues.

(出所) Sachs, J. and H. Huizinga, "U. S. Commercial Banks and the Developing Country Debt Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 1987, p. 566.

第12表 銀行の純収益

(単位：100万米ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
シ テ イ コ ー プ	449	531	723	860	890	998	1,058	-999
バ ン カ メ リ カ	643	445	390	391	346	337	-518	-929
チェース・マンハッタン	354	412	308	430	406	565	585	-832
マニファクチャラーズ・ハーノーバー	229	252	295	337	353	408	411	-1,103
J. P. モ ル ガ ン	342	348	394	460	538	705	873	952
ケ ミ カ ル	174	205	241	301	341	390	402	-703
セキュリテイ・パシフィック	181	206	234	264	291	323	386	112
ファースト・インターステート	225	236	221	247	276	313	338	-165
バンカーズ・トラスト	214	188	223	260	307	371	428	-151
ファースト・シカゴ	63	119	137	184	86	169	276	-438

(注) 1987年は予測値。

(出所) 第11表に同じ, p. 569.

## 2. ベーカー構想

1985年10月、米国のベーカー財務長官はソウルのIMF・世界銀行年次総会において、ニュー・マネーを重視したいわゆる「ベーカー構想」<sup>23</sup>を提案した。従来のIMF主導型の緊縮政策は途上国経済のマクロレベルでの安定化と慎重な需要管理を意図したものであったが、ベーカー構想はミクロレベルでの成長指向型構造改革を債務国に求めるとともに、官民一体となったニュー・マネー供与の拡大で状況を打開しようとしたものであった。その内容は、(1)債務国による持続的成長実現のための自助努力の継続（具体的には公共部門の比重低下と効率的運営、民間部門重視、貿易自由化、直接投資による資本・技術移転の促進、金融市場の制度改革等）、(2)国際金融機関の役割強化（債務国支援におけるIMFの中心的役割は継続する一方で、世界銀行、米州開発銀行の債務国に対する融資実行水準を50%引き上げ、年間60億ドルから90億ドルに増加させること）、(3)民間銀行の融資拡大（重債務国：ベーカー15カ国に対し1986～88年の3年間に合計200億ドルの新規融資を行う）、といった3本柱から成っていた。

現実にはバーカー構想の目標とした3年間総額290億ドルの先進国から債務国へのニュー・マネーの供給は実行されなかったばかりでなく、ネットの資金移転は逆にマイナスとなってしまった。第13表は国際機関のバーカー15カ国への資金移転を表したものである。世界銀行、米州開発銀行を合わせると1986、87年は毎年70億ドルの融資が実行されたが、目標の90億ドルを下回っている。IMFもまた83年の75億ドルのピークから85年以降30億ドルを下回る水準に低下しており、利払いと元本返済を相殺したネットの資金フローは国際機関全体で86、87年マイナスになっている。一方、民間銀行のニュー・マネー供与はコミットメントベースで85年9月以降203億ドル<sup>24)</sup>を記録しているが、国際機関同様ネットフローはやはり逆転している。結果的にみてバーカー構想にもとづくニュー・マネーの供与は当初の目標を達成することができず失敗に終わったといえよう。

第13表 ベーカー15カ国への多角的資金フロー

(単位：10億米ドル)

		1985	1986	1987	1988 (1-9月)
世界銀行	融資実行額	3.98	5.66	5.62	3.38
	返済	1.56	2.25	3.20	2.69
	利払い	1.55	2.28	3.08	2.32
	ネットフロー	0.87	1.13	-0.66	-1.63
米州開発銀行	融資実行額	1.51	1.58	1.34	1.15
	返済	0.36	0.48	0.58	0.59
	利払い	0.59	0.79	0.92	0.86
	ネットフロー	0.56	0.31	-0.16	-0.30
国際通貨基金	融資実行額	2.56	2.54	2.78	2.38
	返済	0.88	2.62	4.00	2.75
	利払い	1.20	1.17	1.17	0.91
	ネットフロー	0.48	-1.25	-2.39	-1.28
合計	融資実行額	8.05	9.78	9.74	6.91
	返済	2.80	5.35	7.78	6.03
	利払い	3.34	4.24	5.17	4.09
	ネットフロー	1.91	0.19	-3.21	-3.21

(注) 返済・利払いのデータはペルーによって負われている満期を過ぎた金額を除く。

(出所) J. P. Morgan, *World Financial Markets*, 1988 issue 7, December 30, p. 4.

## 第4節 途上国にとってのセキュリティゼーション

### 1. LDC 債権スワップ市場の拡大

1982年以降ユーロ市場における銀行貸付が途上国向けはもちろんのこととして債務危機と無縁の先進諸国に対しても激減し、代わって証券形態による資金調達が主流となったことはすでに述べたが、このような銀行貸付の第1次市場の停滞と対照的に、流通市場、すなわち貸付債権の分売と交換の市場は急速に拡大してきた。取引される貸付債権は北米，ヨーロッパ，極東などの地域向けが多いが<sup>293</sup>，ここでは近年急拡大を遂げている LDC 債権スワップ市場に焦点を当てて考察を進めてゆく。

債権スワップ市場の規模を正確に把握することは難しいが<sup>294</sup>，最近では1985年に20億ドル，86年60億ドル，87年には150～200億ドルに達しており，88年中には400億ドル<sup>295</sup>を超えるであろうという市場規模に関する数字が公表されている。ここ2，3年の急成長は途上国債務の株式化などの動きによってかなり影響を受けている。

1985年以前はスワップの4分の3が債権と債権を交換する debt-debt swap であったが，メキシコ，チリ，フィリピン等の国が債務の株式化 (debt-equity swap) を導入してからこれが急増してきている。またチリのように債権が外国の投資家ではなく国内の投資家に転換される debt-peso swap も導入され，債権スワップの形態は多様化してきている。debt-debt swap は debt-equity swap や debt-peso- swap へ至るまでの取引をつなぐ手段となっていており，債権の現金との交換も少額とはいえ投資家と原債権者が異なる時の debt-equity swap や debt-peso swap に伴って行われている。取引規模の大きいのはチリとメキシコ向け債権であり，87年2月の利払い停止以前はブラジル向けも大きかった。またアルゼンチン，エクアドル，コートジボアール，

モロッコ、フィリピン、ベネズエラ等の債権も活発に取引されるようになってきている。一つの取引が終了するのに通常約2カ月、長くて3カ月かかるものもある<sup>88</sup>。

市場に常時参加していると思われるのは、約250の銀行と約50の非金融企業である<sup>89</sup>。最も主体となる市場参加者はブローカーであり、マネー・センター・バンクのほとんどがブローカー業務を行っている。取引相手や取り扱う債権の債務国に各々独自の得意分野をもっている場合が多い。債権の供給者は主としてヨーロッパの銀行、米国の地方銀行であり、マネー・センター所在の主要米銀は主としてブローカーとしての活動が中心であった。巨額の途上国向け債権を保有している米銀が債権売却に消極的であったのは、米国の会計基準によるものでスワップ市場における実勢価格での売却が他の貸付債権の帳簿上の評価に波及することを懸念したからである。しかし1987年半ば以降主要米銀の貸倒れ債権に対する準備金の積増し、税制・会計上の規制の変化、債務株式化の業務への参入意欲の高まりとともに米銀も自行融資分を売却するようになってきている<sup>90</sup>。

銀行はさまざまな目的から債権をスワップするが、基本的には自己の資産運営と業務戦略を反映している。その目的の中には自行の金融的ポジションの強化、信用力の上昇、途上国との新規融資交渉が各行ごとの融資残高を基準に融資額を決定するので、債権の売却により負担を軽くするため、売買による利ザヤ稼ぎ、ポートフォリオの集中、分散等がある。投資家としては債務国への投資に意欲ある企業などがいる。

LDC 債権がスワップ市場で取引される実勢価格は額面価格を下回っているが年々ディスカウント率は上昇してきている。第10図は実勢価格の推移を示しているが、なぜLDC 債権はこのようにディスカウントを続けているのであろうか。その要因として世界経済環境、債務国の国内経済状況といった経済的ファンダメンタルズが考えられるが<sup>91</sup>、一向に下げ止まらない最近の動向をみる限り供給過剰ぎみのマーケット・コンディションならびに心理的要因等も影響していると思われる。

第10図 ベーカー15カ国：対外債務の流通市場価格



(注) 額面価格の%平均：1986年末時点の銀行残高でウェイト付けしたもの。

(出所) 第13表に同じ，p. 6.

## 2. 模索される解決策とその限界

国際金融における資金調達手段の証券化は先進諸国間の資金移動を活発化するものであったが、途上国への資金の流れを促進するものではなかった。途上国はユーロ市場におけるセキュリティゼーションの潮流からむしろ疎外されていたといえよう。しかし1985、86年頃より債権の流動化を引き継ぐ形で債務の株式化への動きが拡大してくると、途上国の債務負担を軽減し新たな資金流入を促す手段としてセキュリティゼーションが注目されるようになってきた。

ここでは、debt-equity swap を中心に、debt-peso swap, discounted loan repurchase (割引きによる債務買い戻し), exit bond (エグジット・ボンド) を対象に、その内容と問題点を考察していく。

debt-equity swap とは、途上国の対外債務を国内企業の外国人保有株式に転換することであり、その基本的なパターンは以下のとおりである。まず、

貸付債権を保有している銀行がその債権をスワップ市場で売却（たとえば35%のディスカウント）する。第2に、投資家（しばしば途上国への投資意欲のある多国籍企業）が割引価格で債権を購入し、債務国の中央銀行に持ち込み額面価格か若干の割引率（10%程度）で現行の為替レートにより国内通貨に交換する。第3に、投資家はその国内通貨で債務国の国内企業の株式を取得する。最近では米国の銀行規制の変化により第1、第2段階が一緒になって銀行が自行保有の貸付債権を株式に転換する場合もしばしば見受けられる<sup>83)</sup>。

投資家にとっては、現地企業の株式を大変有利な条件で取得でき、通常の外資投資に比べ将来の資本、配当金の本国送還などに優遇措置が講じられているなどの利点がある。

一方、債務国は、対外債務残高の削減による信用力の回復、投資受入れによる経済成長、雇用増大、税収の増加、さらには海外の技術・経営の導入による生産性の上昇等の利点が期待できる。

debt-peso swap<sup>83)</sup>とは、スワップ市場で債務国の居住者が海外においていた資金などで自国の債権を購入し、その債権を中央銀行か原借入者に提示し現地通貨で買い戻してもらうことである。debt-equity swap との違いは債権の購入者が国内の居住者であり、現地通貨に転換された資金は必ずしも企業に直接投資されるとは限らない点である。“peso”とは単に現地通貨を意味しているにすぎない。1970年代、80年代前半に資本逃避により国外へ流出した巨額な資本の還流に役立ち、資金が国内企業に投資された場合には debt-equity swap と同じ効果が期待できる。

debt-equity swap はアルゼンチン、ブラジル、チリ、コスタリカ、エクアドル、メキシコ、フィリピン、ベネズエラ等12カ国で実施されており（第14表）、コロンビア、ドミニカ、ジャマイカ、ウルグアイなども導入を検討中である<sup>84)</sup>。debt-peso swap はチリ、フィリピンなどで導入されている。

debt-equity swap（debt-peso swap も含め）は必ずしも途上国に好ましい影響を及ぼすとは限らない。財政・金融政策ならびに国内経済環境にかなりの副作用をもたらすことが懸念されている。



第14表 債務転換と対外債務残高

(単位:10億米ドル)

	先進諸国銀行団への 債務残高総額	債務転換	
		1983 ~ 86	1987(予測)
アルゼンチン	31.30	0.50	0.00
ブラジル	78.80	1.90	0.38
チリ	13.90	1.30	1.30
メキシコ	73.70	0.60	1.20
フィリピン	14.10	0.02	0.19
計	211.80	4.32	3.07

(原データ) BIS, IMF。

(出所) Blackwell, M. and S. Nocera, "The Impact of Debt to Equity Conversion," *Finance & Development*, June 1988, p. 16.

金融面への影響は国内での取引がいかにファイナンスされるかに依存するが、政府が債権の国内通貨への転換を中央銀行の貨幣供給によってまかなう場合インフレ圧力が生ずる。第15表は主要債務4カ国について対外債務残高の5%を転換した場合の国内貨幣供給増加の潜在的効果を算定したものである。わずか5%の転換が32.6~58.5%の範囲で貨幣供給を増大させることを示している。政府が国内民間部門に政府債券を発行して不胎化したとしても問題は残る。すなわち国内資本市場からの資金吸収は金利上昇によって国内経済主体の資金調達を困難にしてしまうであろう。途上国では国内市場はすでに政府からの過重な信用需要で圧迫されている場合が多く、追加的債券の吸収は困難であろうし、消化が可能であったとしても実質金利の上昇が政府の負担を増大させる結果となる<sup>39)</sup>。

debt-equity swap を成功させるには途上国側の民営化、投資環境の整備を含めた包括的な自由化措置が必要であり、国内政策との円滑な調整が要求される。しかし、このような debt-equity swap を指向して進められたさまざまな優遇措置が逆に国内の資源配分をゆがめてしまうなどの可能性もあり、最終的な効果の判断は途上国経済全体の観点から行われるべきである<sup>40)</sup>。

債権スワップを借手と貸手の間で行う最も単純で伝統的な手法に discounted loan repurchase, 貸付債権を大幅なディスカウント率で借手が買い

第15表 貨幣創造によるデット・エクイティ・スワップの金融的インパクト

(単位：10億米ドル)

	商業銀行に対する 債務残高総額	貨幣供給 (M)	債務残高5%の転換の Mへの潜在的効果(%)
アルゼンチン	31.3	4.5	+35.8
ブラジル	78.8	12.1	+32.6
メキシコ	73.7	6.3	+58.5
フィリピン	14.1	2.1	+33.6

(原データ) BIS, IMF。

(出所) 第14表に同じ, p. 16。

戻す方法がある。1930年代にすでに行われていたが、いくつかの問題点がある<sup>59)</sup>。この取引には買い戻すための外国為替が必要であるが、債務危機に陥るような国はたとえ大幅なディスカウントであっても支払うだけの外国為替の余裕がないのが一般的である。銀行にとっても、大抵の債務には“sharing provision”（債務国からの返済はすべて参加銀行の引受シェアに応じて分配されなければならない）が付与されており、買戻しは債権を売却する銀行のみが一時払いを受け、他行は受けないためこの条項を乱すという問題がある。貸手銀行団と債務国の間で“sharing provision”の放棄を協議しようが、銀行団の全員一致が原則となっている。1987年のボリビアの場合がそれで、債務買戻しのため外国政府よりボリビアに贈与された資金でのみ買戻しができるといった条件つきであった。また銀行が貸付債権を現金で売却した場合には、売却価格と額面価格の差を資本金の損失に計上しなければならず、自己資本比率規制の観点からの抑制力もある。

最後に銀行の貸付債権を債務国が新たに債券を発行することによって置き換えるという exit bond に話を進めてゆこう。銀行は貸付債権を額面価格と同じ債務国債券と交換するため最終的な元本返済額は変わらないが、市場金利以下のクーポン・レートを設定する。したがって債務国にとっては利払い負担が低下し、exit bond には他の債務に対し優先的地位が与えられるので、銀行にとっては将来のリスク交渉などから免れられるという利点がある。

1987年4月、アルゼンチンと銀行団との交渉において、exit bond の手段

を含む合意がなされた<sup>38)</sup>。銀行は公共部門に対する債権を500万ドルまで満期25年、年利4%、12年間の元本支払猶予の債券に転換できるという内容で、この転換には将来の“new-money package”からの免除資格が銀行に与えられている。とはいえ相対的に低い利息収入や exit bond に流動性が欠如していること、当該国のカントリー・リスクも消滅していないことなどから、採用される範囲は限られているのが現状である<sup>39)</sup>。

以上の途上国債務にかかわるセキュライゼーションの手法はいずれもリスケの衣をまとったセキュライゼーションにすぎない。この事実はペカー財務長官が1987年9月のIMF・世銀年次総会で提案したメニュー・アプローチが各種の金融選択肢<sup>40)</sup>を例示し、新たに契約される債務の優先的地位、手数料の設定方式などに民間銀行側のニュー・マネー供与を容易にするようなインセンティブを織り込んだにもかかわらず成功しなかったことをみれば明らかであろう。現在ではむしろセキュライゼーションの各種手法は既存債務の削減策として注目され、ブレイディ提案<sup>41)</sup>の大きな柱ともなっている。

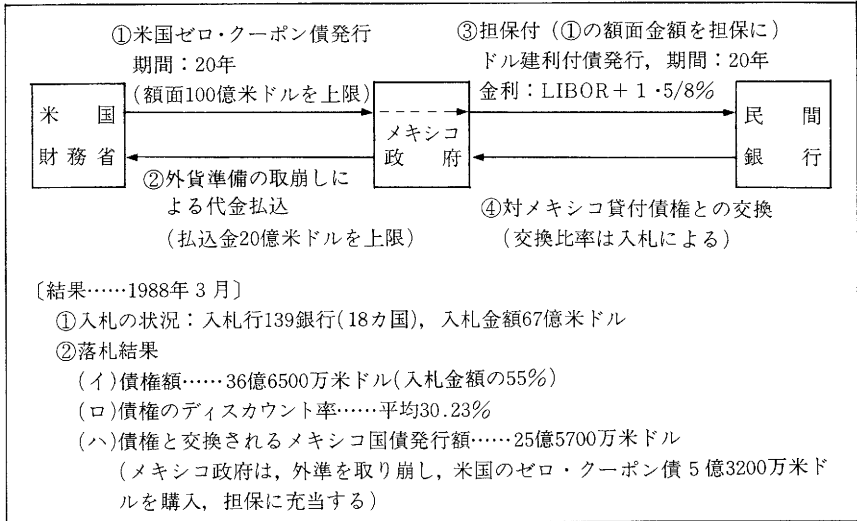
ブレイディ提案の適用第1号国となったメキシコ政府は、すでに1988年2月に米国政府の協力のもとデット・ボンド・スワップ・スキーム<sup>42)</sup>を導入して新たな形での債務削減を実施している。この手法はアメリカ財務省がメキシコに非市場性のゼロ・クーポン債を発行し、メキシコはこのゼロ・クーポン債の額面金額（上限100億ドル）を担保に新型国債を発行して民間銀行の対メキシコ債権と交換するというものである（第11図参照）。この計画の焦点はメキシコが現在国際金融市場において取引されている同国の債権のディスカウント率から債務軽減の利益を得ようとしたことである。債務軽減分だけ元本ならびに利子の返済負担は軽くなる。メキシコが米国財務省発行のゼロ・クーポン債を購入し担保に充てることによって国際金融市場における受容可能性を高め、より大きなディスカウント率の獲得を狙ったのであった。

ゼロ・クーポン債の場合、利子は年々現金で投資家に支払われるのではなく、利子相当分を満期期間を通じて債券元本に追加していくものである。た

たとえば、年8.75%の金利の場合、現在18億6600万ドルの現金を払い込むと満期20年額面約100億ドルの債券を購入したことになる。メキシコが発行した国債の元本はメキシコが購入したアメリカ財務省発行のゼロ・クーポン債で返済される。したがってこの部分のメキシコ対外債務は返済資金源をすでに確保しているため、次の世代の負担とはならない。

1988年2月26日に入札が締め切られたメキシコの新型国債の結果は期待はずれのものであった。モルガン・ギャランティを通じて売り出された新国債（変動利付債）は当初200億ドルの旧債権と交換に100億ドルの発行をもくろんでいた。しかし予想していた50%のディスカウント率は達成されず、新国債の平均価格は旧債権の額面価格の69.8%で、約30%のディスカウント率にとどまった<sup>43</sup>。87年10月時点のメキシコ向け貸付債権がスワップ市場において47ドル（債権100ドル当り）で取引されていたことを考慮すると債務削減の利益は不十分であった。その上落札金額は36億6500万ドルで、削減された債務額は約11億ドルにとどまった。取引高が予想を下回った理由としては、第

第11図 メキシコのデット・ボンド・スワップの概要



(出所) 『大蔵省国際金融局年報』昭和63年版、金融財政事情研究会、230ページ。

1に債券の利払いに対する安全性と信頼性に欠けるところがあったこと、第2に債券の流通を積極的に受け入れる市場が開発されるまでは流動性に対して不安があること、第3に銀行側に会計原則や税制上の制約があり貸倒引当金を十分に積んでいないこと、等が挙げられている。

メキシコは1989年7月ブレイディ提案に沿った債務交渉が民間銀行団との間で合意に達し削減率は元本の35%で決着した。具体案は、(1)元本削減(融資債権をその65%相当額〈額面〉のメキシコ政府債券〈金利は従来並み〉と交換)、(2)金利軽減(融資債権を同額の低金利〈年6.25%〉のメキシコ政府債券と交換)、(3)新規融資(向こう3年間に保有債権の25%を新規融資する)、(4)金利元本付加(年間利子額の一定割合を受け取らず、元本に上乘せ)、の四つの方式のいずれかを民間銀行が選択するというものであった<sup>49</sup>。

以上、途上国債務累積問題の視点から国際金融市場におけるセキュリティ化の動きをみてきたが、その内容は国際的資金循環の輪に途上国を復帰させる手段としてではなく、むしろリスクの変形であり、最近では債務削減策としての役割が強調されている。debt-equity swapは銀行の流動性維持行動の一形態である債権の流動化に株式への転換という手法を組み合わせることによって、ユーロ・セキュリティ化の流れを一見本来的意味の、すなわち非銀行による「確定投資化」の行動に近づけたかのようにみえる。しかしこの手法の債務問題に対する有効性は、手法それ自体よりも伴うべき途上国の投資環境、国内政策、国内金融市場の発展度合、外国資本に対する許容度に深く結びついており、途上国経済の実情に即した慎重な実施計画の下でなければ潜在的副作用もかなり大きい。債務の債券化による債務の削減がすべての民間銀行によってすべての途上国に適用されたとしても、依然として債務残高は高水準にとどまるであろうし、ブレイディ提案はすべての累積債務国を対象にしているのではもちろんない。民間銀行にとって債務削減を実施した国に対し新たな資金供与を行うことは金融原則に反し、そのためかえってニュー・マネーの流入が減少する可能性すらある。これら一連の手段は袋小路にきてしまった債務問題の過度的打開策とはなりえても、国

際的資金循環の輪に途上国を呼び戻す抜本的解決策にはほど遠いものといえよう。

[注]—————

- (1) 第1表の数字は1983年の物価水準で調整されたものであり、実際の名目値では民間銀行貸付は同時期33億ドルから290億ドルの9倍近くにもなっている。Poats, R. M., *Development Co-operation* (1983 Review), Paris, OECD, November 1983, p.51.
- (2) McDonald, R. P., *International Syndicated Loans*, London, Euromoney Publications, 1982, p.8.
- (3) Fleming, A. E. and S. K. Howson, "Conditions in the Syndicated Medium-Term Euro-Credit Market," *Bank of England Quarterly Bulletin*, September 1980, p.313.
- (4) Johnston, R. B., *The Economics of the Euromarket*, London, Macmillan, 1983, pp.171-173.
- (5) スプレッドは銀行にとって貸付先に応じたリスクを反映すると同時に、他の投資機会と比較した収益をも意味するが、ヌーナンカンブは債務累積問題との関連でみた場合、1970年代から80年代にかけてのユーロ市場における途上国向け貸付はスプレッドが貸付先に対するリスクを正確に反映していなかったという意味で "imprudent lending" であったと結論している。Nunnenkamp, P., "Bank Lending and Government Intervention in Capital Markets: Has Recycling Gone Too Far?," H. Giersch ed., *The International Debt Problem: Lesson for the Future*, Tübingen, Institute für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, 1986, pp.43-51.
- (6) Johnston, *op. cit.*, pp.148-151の分析にもとづいている。
- (7) 1968～73年、ユーロボンド市場における公共部門の起債は全体の37.2%、74～77年は49.8%、78～80年は49.2%である。Fisher, F. G., *International Bonds*, London, Euromoney Publications, 1981 (『国際債券市場』東銀リサーチインターナショナル, 1983年, 70～72ページ)。
- (8) Johnston, *op. cit.*, p.151.
- (9) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, December 1979, pp.6-8.
- (10) この事情については、深町郁彌「銀行業の国際化とセキュリティゼーション」(『金融経済』1986年10月号) 7～10ページが詳しい。現行の比率については、村上堯「自己資本比率指導に関する米・英合意提案について」(『金融』1987年3月号) 15ページ参照。
- (11) 詳細は、Ugeux, G., *Floating Rate Notes*, Second ed., London, Euromoney Publications, 1985 および棟近みどり「FRN市場の発展とセキュリティゼーション—銀行行動の視点から—」(『金融ジャーナル』1987年7月号) 参照。
- (12) 詳細は、Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International*

*Banking*, April 1986, 第1章参照。ユーロ市場にはそのほかに RUF (リボルビング・アンダーライティング・ファシリティズ) など数々の類似商品があるが、現在ではこれらユーロ・ノートに引受ファシリティの付いたものを総称して NIF<sub>S</sub>, 付かないものを ECP (ユーロ・コマーシャル・ペーパー) と呼んでいる。

- (13) 詳細は, *Bank of England Quarterly Bulletin*, May 1988, p.212 参照。
- (14) 本節では資本市場といった場合証券市場のことを指し, ユーロ債券市場を念頭においている。
- (15) FRN<sub>S</sub> の場合は固定利付債の関係と逆である。FRN 市場では1975年から82年にかけてイールド・カーブとの相関がみられるが, それ以降85年までイールド・カーブの形状にかかわらず急成長を遂げた (棟近, 前掲論文参照)。
- (16) Föhl, C., *Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf*, München und Leipzig, 1937 (日下藤吾訳『経済循環の貨幣的構造』大鵬社, 1942年, 151~152ページ) 参照。
- (17) 詳細は深町郁彌「商業銀行のターム・ローンと金融市場」(『経済学研究』[九州大学] 1987年12月号)。
- (18) Föhl, 日下訳, 前掲書, 153ページ。
- (19) Sachs, J. and H. Huizinga, "U. S. Commercial Banks and the Developing-Country Debt Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 1987, p.557.
- (20) Sachs, J., "Managing the LDC Debt Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 1986, p.407.
- (21) 投資銀行業務による収益を表す非利息収入は82年以降増加傾向を示し85年には主要米銀 6 行の非利息収入は全体の36%を占めていた (Kirkland, R. I., "Banks Seek Life Beyond Lending," *Fortune*, March 3, 1986, p.56)。
- (22) リスク交渉時の金利スプレッドは1983年には2% (LIBORに上乘せ分), 84~85年にかけては1.2%であり, 最近の交渉では1%以下となりコミッションも低下し返済期限・支払猶予期間とも長期化している (Sachs and Huizinga, *op. cit.*, p.562)。
- (23) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, February 1986 参照。
- (24) IMF・世銀保証の調整計画に関連した新規融資がかなり含まれている (J. P. Morgan, *World Financial Markets*, Issue 7, December 30, 1988, p.4 参照)。
- (25) ローン・パーティシペーションの展開については, その譲渡性と限界も含め, 次の論稿で的確にまとめられている。入江恭平「ユーロ・セキュリタイゼーションと国際銀行業」(鷲見誠良編『金融のグローバル化・I』法政大学出版局, 1988年)。
- (26) 取引規模の推計にしばしば二重計算が含まれたり, また特定の債権と特定の債権相互間でいかなる比率で交換されるべきか決定することがしばしば困難なため, 途中でいくつかの他の債権との交換を経て初めて両者の交換が成立することもある。こうしたことから正確な市場規模を把握するのは難しい (Ollard, W., "The

- Debt Swappers," *Euromoney*, August 1986, p.73)。
- (27) 『日本経済新聞』1989年9月16日, 同9月20日付記事による。
- (28) Roberts, D. L. and E. M. Remolona, "Debt Swaps: A Technique in Developing Country Finance," Group of Thirty, *Finance for Developing Countries*, New York & London, 1987, pp.19-20.
- (29) Nair, G. and M. Frazier, "Debt-Equity Conversion and Privatization," *Economic Impact*, No.4, 1987, p.12.
- (30) Peagam, N., "On the Edge of a New Wave," *Euromoney*, March 1988, p.151.
- (31) Sachs と Huizinga はデリスカウト拡大傾向の原因として債務国の国内経済環境の悪さを指摘している。低い貯蓄・投資率, 主要輸出商品価格の低迷, 87年の国際金利の上昇, 財政的混乱, インフレ金融などによって債務国経済が悪化した結果, いくつかの国で一方的利払い停止に出たことを指摘している。また債務の対GNP比率, 実質成長率, 利払い実行度等を変数としたモデルを作成し, 実勢価格の動向を説明している (Sachs and Huizinga, *op. cit.*, pp.559-564 参照)。
- (32) Blackwell, M. and S. Nocera, "The Impact of Debt to Equity Conversion," *Finance & Development*, June 1988, p.15.
- (33) Roberts and Remolona, *op. cit.*, p.19.
- (34) 年々急速に導入する国が増えているが, ここで示した諸国の数などは, Nair and Frazier, *op. cit.*, p.13 にもとづいている
- (35) Cline, W. R., *Mobilizing Bank Lending to Debtor Countries*, Washington, D.C., Institute for International Economics, June 1987, pp.45-49.
- (36) Roberts and Remolona, *op. cit.*, pp.27-38 で詳しく検討されている。
- (37) Sachs and Huizinga, *op. cit.*, pp.587-589.
- (38) Regling K. P., "New Financing Approaches in the Debt Strategy," *Finance & Development*, March 1988, p.9 および Cline, *op. cit.*, pp.36-38 参照。
- (39) アルゼンチンに続いては, 1988年6月ブラジルに対してなされたメニュー・アプローチによるパッケージでエグジット・ボンドが盛り込まれている (『日本経済新聞』1989年4月21日付「累積債務問題の焦点⑥」参照)。
- (40) 具体的には, ①貿易およびプロジェクト融資, ②オンレンディング (中央銀行・政府への貸付を民間部門への貸付に振り替える), ③ニュー・マネー・ボンド (債務国が発行する債券〈一種の優先弁済権を付与〉を購入することにより新規貸付の一部を行う), ④現地通貨株式への転換可能証書または債券, ⑤エグジット・ボンド (既存貸付債権を証券化することにより, 将来のニュー・マネー負担義務を免除する), ⑥債務の株式化, ⑦慈善団体使用のための債務の現地通貨への転換, ⑧金利の元本化, ⑨国際収支赤字補填のための融資, などである。『大蔵省国際金融局年報』昭和63年版, 231~232ページ参照。
- (41) プレイディ提案は1989年3月米国のプレイディ財務長官が発表した債務削減,



利払いの軽減を中心とした新債務戦略である。6月の段階で固まった最終的枠組は以下のとおりである。

▽対象国

- 構造調整プログラムの受入れが条件

▽債務負担減

- 元本の削減、金利の軽減、新規融資などが柱
- 具体的な元本削減率はケース・バイ・ケースで決める

▽IMF・世銀の役割

- IMFの融資のうち、債務国は25～30%を元本の削減に利用できる
- 利払いのため、債務国はIMF出資割当ての40%まで新規に借入れ可能
- 利払い支援のための基金をつくり、IMFなどが管理
- 世銀融資のうち、債務国は25%までを元本削減に、15%を利払い支援に利用できる

▽日本の役割

- 日本はIMF、世銀融資とは別途、単独で資金協力する。輸銀の協調融資45億ドルはすでに公約済み
- 300億ドルを超える新資金還流計画の中で、追加資金協力を計画（『日本経済新聞』1989年6月7日）。

(42) *IMF Survey*, January 11, 1988, pp.1, 7-8.

(43) Hentschel, J., "Managing International Debt," *Intereconomics*, May/June 1988, p. 126.

(44) 『日本経済新聞』1989年7月8日。