

## 金融危機への民間セクターの関与

(財)国際通貨研究所  
専務理事 浅見唯弘

### 1 はじめに

1997年7月にタイで起きた金融危機は瞬く間に東アジア諸国更にはロシアやブラジルへと伝播し、国際金融システムをゆるがしました。この事実は国際金融システムの脆弱性を端的に示すものでした。IMF等の当局者は、金融危機の解決及び予防体制の改善、強化に付き精力的な検討を重ねてきました。これがいわゆる国際金融システムに係る「アーキテクチャー」の議論です。この議論の重要な1項目として「民間セクターの関与」(private sector involvement、以下「民間関与」と称す。)があり、1999年6月のG7ケルンサミット及び今年7月の沖縄サミットにおいて論議されました。

この「アーキテクチャー」論のうち、IMFや世銀の改革に関してはそれなりの進展を見せていますが、民間関与に関しては、大きな進展を見ていません。それは金融危機の解決及び予防に関する官・民の議論が行われる機会がほとんど無かったことによるのです。民間関与に関しては官と民の間で意見が分かれるかあるいは利害が対立する可能性

がある問題が多く存在します。IMFのスタッフ・レポートには金融危機の解決にかかわる民間関与の重要な原則の一つとして、「国が金融危機に陥った際に、当該国が民間債権者に対する支払をネット・ベースで減額すれば、その資金をその国が直ちに必要とする支払に充当したりあるいは予定されていた公的機関による融資金額を減額することができる。」と述べています。つまり官と民の間には債権者として利害が対立する潜在的な側面があることを物語っているのです。

## 2 アジア金融危機において採られた対応策の特徴

1982年メキシコに端を発したラ米の債務問題の核心は、これら政府が主として外国銀行から借り入れた巨額に上る公的累積債務でした。関係当事者は債務者たる政府と債権者たる銀行でした。当時この債務問題の解決策として貸し手責任が問われました。すなわちIMFパッケージに基づく経済再建計画に資金ギャップ（financial gap）が生ずると、当該国に対する主たる貸し手であった民間銀行は、このギャップの一定額を負担するよう求められました。民間銀行による一定額のコミットが得られると、ようやくIMFはスタンド・バイを供与したのです。金融危機が発生した当初はこの方法は機能しましたが、数年後にはこのような方法で民間資金を集めることは困難となりました。結局「ブレイディ・プラン」と呼ばれる債務削減を伴う荒療治の導入により累積債務問題の解決が図られました。

公的債務がラ米諸国の債務問題の中心であったのに対し、アジア金融危機においては民間債務が問題の中心でした。タイ政府は1997年7月2日におけるパーツの切り下げ決定後程なくしてIMF行きを決意しました。これに呼応して同年8月11日、日本政府はIMFとともに東京においてタイ支援会議を召集し、IMF、日本政府及びアジア・オセアニア

諸国の拠出により合計172億ドルに上るパッケージがまとまりました。この日本政府主導によりタイ政府に対して取られた金融危機への対処方法は、その後金融危機が伝播したインドネシア、韓国においても踏襲され、その後の金融危機解決の先鞭となりました。

このような方法は実は1994-5年におけるメキシコ危機の際にアメリカ政府によって採用された方法と同じでした。当時アメリカ財務省は、IMF及びその他政府とともに520億ドルにのぼる公的資金（内アメリカ政府は200億ドルを拠出）を流動性危機に陥ったメキシコに投入しました。当時この措置によりメキシコへ投資していた海外の投資家がその投資資金を回収するという結果をもたらしたために、アメリカの議会は、この措置がモラルハザードを引き起こしたと批判しました。この反省からその後行われたG10などの会合においては、金融危機に際して大量の公的資金を注入することは、モラルハザードを起こすので慎重に対処すべきだ、との考え方が広く論じられました。

このような背景の下で日本政府が1997年8月にタイ政府に対し金融危機解決のための流動性支援を決定したことは正当に評価されるべきと考えます。巨額の公的資金が先ず投入された理由は、民間銀行は健全経営の原則から債務危機に陥った国に対して新たな資金を供与できる立場には無く、公的部門のみが危機に対応出来たからです。当局者は、IMFプログラムのもとで公的資金を投入するとそれが触媒となり、当該国に対する市場の信認の回復とともに民間資金が戻ると期待しました。確かに90年代に入ると国際資本の移動は変化を遂げ、民間資金の重要性が高まっていたのです。次に市場の変化を見てみましょう。

### 3 民間資金の流れが主流となった90年代

90年代に入ると資本勘定を通ずる国際的な民間資金の流れが急増します。80年代には

新興市場国への民間資金の流れは年平均ネット・ベースで350億ドルにすぎなかったのですが、90年代には年平均ネット1700億ドルにのぼりました。これに対し90年代における公的資金のネットフローは年平均300億ドルにすぎず、80年代に比較して僅かな増加にとどまっています。因みに99年における公的資金の実績は50億ドルに過ぎませんでした。

このように90年代に入ると外国資本の新興市場国へのフローは圧倒的に民間資金が中心となり、公的資金のウエイトは低下しました。また民間資金の中身も大きく変化を遂げました。すなわちフローベースでは、外国直接投資や株式や債券などのポートフォリオ投資が急増し、銀行融資はむしろ減少に転じました。なかでも外国直接投資の伸びは著しく、1999年を例にとると民間資金の総ネットフロー2000億ドルの内1500億ドルを占めています。

したがって90年代に入ると、新興市場国にとっては、資本市場へ常時にアクセス出来る事がそれまで以上に重要になりました。金融危機はこのような市場へのアクセスが突如断たれることから生じたのです。したがって、私は金融危機に直面した国に必要な処方箋は、当該国が早期に市場へ復帰できるように支援することだと考えます。

#### **4 金融危機の解決に不可欠な官・民の対話**

金融危機に陥った国は早期市場復帰を果たすことが目標ですので、民間債権者としてはこれを妨げる結果となる、当該政府によるモラトリアムなど一方的措置（unilateral actions）は絶対に回避されるべきであると主張してきました。このような措置を採ると、その国の市場へのアクセスは長期にわたり失われる結果となります。また民間債権者は、債務の期日延長等の解決策は、市場原理に基づき国ごとに検討されるべきだと主張してきました（ケース・バイ・ケース方式）。

韓国やブラジルの例は、官民協力により金融危機から脱出し早期に市場に復帰できた成功例です。しかしながら市場復帰困難なケースに対しては、どのように対応すべきかが問題となります。この点についてあらかじめ答えが用意されはしません。ですからケース・バイ・ケース方式とは異なる、何らかのルール・ベース方式を採るべきだとの考え方が出てきました。IMFの一部の理事は、民間関与を必要とする国のケースを想定しそれに対するルールをあらかじめ設けておくことが好ましいと考えているようです。私はこのルール・ベースの考え方は弊害を伴うと考えます。国によって状況は異なりますし、またそのような弾力性に欠ける方法は潜在的な民間参加の意欲を削ぐこととなります。必要なことは債務者、公的債権者、IMF、そして民間債権者が、具体的な危機発生とともに直ちに対話が行える環境をあらかじめ作っておき、金融危機が起こった際はその国に最も適当と思われる方法に従って危機を解決していくことです。

## 5 金融危機における民間関与に係る主要論点

7月8日福岡における蔵相中銀総裁会議は「国際金融アーキテクチャーの強化」と題する報告書（以下「報告書」と略称）を作成しました。この中から民間関与に関する論点を3点取り上げたいと思います。

### (1) 「新興市場国と投資家との継続的対話」の確立

この点は完全に賛成です。危機を回避するために、新興市場国と多様化した民間債権者及び投資家との間の対話と透明性の高い情報の交換を行うことは重要です。メキシコ大蔵省は投資家に対する窓口機関を設置し、メキシコ経済に関する最新の透明性の高い情報を多様な投資家に対し提供し成功を収めています。民間のシンクタンクである国際金融協会（IIF）の働きかけもあってそのような対応を採用する政府が徐々に増えている

ことは歓迎すべきであると思います。

## (2) 「集団行動条項 (collective action clause)」の導入促進

集団行動条項 (collective action clause、以下「CAC」と略称) とは、債券保有者と融資提供者とが平等に扱われるように、例えば4分の3の投資家の賛成が得られれば債券の期日の延長が可能となる条項を、債券の要項に入れる提案です。これを促進するための具体策としてIMFや世銀が新興市場国に対してCACの使用促進を働きかけること、更にはG7市場において発行される新興市場国外債にCACを含めるようにするというものです。私はCACを入れることは債権者と債券保有者を同等に扱う考えによるので基本的には支持したいと思います。しかしながらこのCACの導入は債券市場の仕組みを変え、投資家に対しさまざまな波及効果があるため、時間をかけて関係者の納得を十分得ながら実施する必要があります。IMFがCACの導入をスタンド・バイ供与の条件とすること、また世銀が保証の供与を梃子に新興市場国に対しCACの受入れを図ることは回避されるべきだと考えます。またG7市場における起債に関しては、CACの導入は起債者と引受人との間の自主的な交渉によって決められるべき問題と考えます。

## (3) IMFプログラム作成上の運用ガイド・ラインの策定

報告書では金融危機に陥った国を以下の3つのケースに分類しています。

即ち (A) 公的資金を触媒として活用し市場復帰を図るケース (B) ボランタリー・アプローチを促進し債権者の協力を得るケース (C) 早期市場復帰が困難と判断され、リスケなど広範な民間関与が必要となるケースです。

(A) 及び (B) のケースは債務国が引き続き市場へのアクセスを有しているか、公的資金を触媒として市場へアクセスできるケースです。これは問題ありません。問題は (C) です。

報告書は債務のリストラや削減を必要とするケース（C）についてIMFプログラム作成上の運用ガイド・ラインを大まかに設定しています。重要な点はIMFが金融危機解決に対してより一層重要な役割を担うことになるという点です。報告書によれば、IMFは当該国の経済状況を評価のうえ上記（A）、（B）、（C）のいずれのタイプに属するか、また危機解決にどの程度の民間関与が必要とされるかを決定することになるのです。このことは金融危機解決に際してIMFと民間の話し合いが一層重要性を増すことを意味します。既に述べたようにIMFの理事会は民間関与に関し議論の段階とは云え、ルール・ベース方式による危機解決を論じています。このような議論が民間の参加を経ずして行われた場合、一体どのような方向へ議論が進むのか心配です。

## 6 金融危機解決に関してIMFに期待される役割

去る9月末プラハで開催されたIMF・世銀総会は、4月に就任したケラー新IMF専務理事にとって初舞台となりました。総会演説の中でケラー専務理事は金融危機へ民間が果たす役割に言及し次のように述べました。

「民間関与に関する運営上の枠組みについては、可能な限り市場ベースの解決且つボランティアなアプローチによるべきであるとの大まかな合意が出来ている。さまざまなケースの中には例外的に困難なケース、例えば真の意味での最後の手段としての一時的利払い停止（standstills）の可能性を含む、より統一された民間の関与を必要とするケースが生じることは論をまたない。どのような判断を下すかが常に決定的に重要な要素となる。ルール・ベース方式の対応には弾力性を持たせる必要があり、他方、ケース・バイ・ケース方式に基づき裁量を働かせるには自制が必要である。民間関与の関する枠組みの運用を可能とするためにはこの両者の中間を追求する必要がある。」

ケラー専務理事が言う「中間の道」が意味するところは不明ですが、私はこれまで以上に民間関与に対してより厳しい方向が出されるのではないかと危惧しています。一方ケラー専務理事は民間セクターとの接点としての役割をIMFが担うことを明確に打ち出しました。去る9月12日ケラー専務理事は、国際金融界の代表からなる「資本市場諮問グループ (Capital Market Consultative Group) 会議」を召集し、事実上の官民対話を開始しました。資本市場諮問グループ会議は今後年2回会合することになっています。私は将来必ずや起こるであろう金融危機を回避し、あるいは影響を最小にするために資本市場諮問グループ会議を通じて官民間の活発な対話が持たれることを切に希望します。

(本稿は、2000年11月1日発行「国際金融」誌第1054号(財団法人外国為替貿易研究会発行)に掲載されたものである。)

---

©2000 Institute for International Monetary Affairs (財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan  
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2  
電話：03-3245-6934(代)ファックス：03-3231-5422  
e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)  
URL: <http://www.iima.or.jp/>