

GRIPS Development Forum Policy Minutes

No.14

December 2002

GRIPS Development Forum
Policy Minutes

ワシントン DC 開発フォーラム 政策議事録 No.14

途上国の債務問題

発行:2002年12月

- 途上国の債務問題と日本の役割
- 国家破産制度を巡る議論の現状と今後の課題

玉木林太郎

保井俊之

途上国の債務問題と日本の役割

在米日本大使館公使 玉木 林太郎

2002年8月21日

【ポイント】

1. これまで開発をめぐるさまざまな課題の中で、途上国の債務問題は、その将来にわたる重要性にもかかわらず、大きな関心を払われてきたとは言いがたい。
2. 現在、途上国の債務問題処理のメカニズムとしては、パリ・クラブ（非公式の二国間公的債務繰り延べ協議グループ）と拡大 HIPC（重債務貧困国）イニシアティブの 2 つがある。後者については、実施上の問題点として、実施のスピード、実施決定後の対外経済環境の例外的な変化への対応、トラスト・ファンドの資金問題、非パリ・クラブ債権国や小規模国際機関、民間債権者など全債権者の参加の確保、将来の債務維持可能性の確保、債務の現在価値(NPV)の計算手法の問題などがあげられる。
3. 日本は今や国際金融機関以外で長期の開発融資を大規模に行っている唯一の国である。しかも、国際金融機関の持つ債権は他の債権より優先的に弁済される（パリ・クラブでの繰り延べの対象とされない）慣行があるので、日本は ODA の世界で、開発のための融資と債務問題について、最も真剣に考えねばならない立場にある。
4. 債務問題は、借り入れ国にとって、過去の借り入れの償還が将来世代の負担となってその他の支出の可能性を奪うものであり、PRSP のような包括的な開発戦略の中で、より国民的合意を追求していくべきテーマである。この点は、貸付国においても、将来の国民負担という観点から同様に重要である。

玉木 林太郎（たまき・りんたろう）

1953 年東京生まれ。1976 年東京大学法学部卒業後、大蔵省入省。国際金融局、大臣官房、主税局、証券局、主計局で勤務。1978 年から 80 年、1983 年から 86 年の 2 回にわたり OECD 事務局出向。1994 年世界銀行理事代理、1997 年国際局国際機構課長、1998 年開発機関課長、2000 年開発政策課長を経て 2002 年 7 月より在米日本大使館公使。

本稿は発表者個人の見解であり、所属先、政策研究大学院大学、ワシントン DC 開発フォーラムの立場を述べたものではない。

1. はじめに

ワシントン DC 開発フォーラムの活発な活動については以前より聞いており、日本の開発援助戦略について、私が当地に勤務していたときよりはるかに踏み込んだレベルの議論が行われていることを大変嬉しく思う。他方で、過去の議事録を読んでみての印象だが、日本の今後の援助をめぐる未来志向の議論がさかんに行われる反面で、過去の援助の評価やそれが今後の日本の援助政策にどのような影響を与えるか、というテーマは少ない。そのような性格の問題のひとつとして、これまでの円借款・旧輸銀融資・貿易保険等、わが国の有償支援や国際機関融資により生じた途上国の債務問題がある。この 7 月まで債務問題に関与する立場にあった者として、将来の開発問題を考えていく上で極めて重要でありながら、なかなか取り上げられることの少ない債務問題について簡単にレビューした上で、いくつかの論点をあげ、皆様の議論の材料にさせていただきたいと考えている次第である。

まず自己紹介から始めると、私は 1976 年に財務省（当時大蔵省）に入省して以来、OECD 出向など国際分野の仕事をする機会は多かったが、開発の仕事に携わったのは、入省から 18 年後の 1994 年 7 月に世銀の日本理事室・理事代理として赴任したのが初めての機会であった。

世銀で 3 年勤務した後の 1997 年 7 月に帰国し、IMF や G7 を担当する国際機構課長となったのが、ちょうどアジア通貨危機が始まった時であり、最初の仕事はタイの通貨危機を救うためのタイ支援会合であった。40 億ドルの資金を日本が出したのをはじめ、中国を除くアジア諸国が次々と資金協力を表明する結果となったこの支援パッケージがアジアの国々に与えたインパクトは大きかった。インドネシア、韓国と通貨危機への対応に追われた後、1998 年 7 月から開発機関課長として世銀等開発金融機関を担当した。そして、2000 年 7 月から開発政策課長として ODA 予算、債務問題、環境問題等開発政策全般を担当した。開発に携わってから一貫してマルチ援助の世界にいたわけだが、この 2 年間は主にバイの援助を担当し、バイとマルチのそれぞれの抱える問題や視点の違いを痛感した。

前置きが長くなったが、債務問題全般を簡単にレビューした後に、個別論点に移りたい。

2. 開発途上国の対外債務

(1) 対外債務の区分

途上国の対外債務にはいくつかの区分の方法がある。

まず、債務者（借り手）が政府・政府機関であるか否かにより、（a）公的債務と（b）民間債務に分けられる。

また、債権者（貸し手）別には 3 つに分けられる。まず（a）マルチ機関（IMF、世銀、地域開発金融機関）に対する債務で、ODA と非 ODA が混在して

いる（IDA は ODA、IBRD は ODA でないなど）。次は（b）二国間公的債務で、円借款のような政府・政府機関による直接ローン（一部は ODA）のほか、政府保証付きの貿易信用（規模はかなり大きい）も含まれる。最後に（c）対民間債務であり、具体的には輸出者、民間銀行、債券保有者に対するものである。

さらに、返済期間が 1 年以上か未満かにより、（中）長期債務と短期債務を分けているが、これは、1 年未満の短期債務は貿易決済にともなうものが多く、これが未払いになることは影響が大きいので、長期債務と違う取り扱いをすることが多いものである。

(2) 対外債務の規模

1999 年末の開発途上国の対外債務総額は、2 兆 5,540 億ドルである。これは、途上国の輸出の 137%、GNP の 42% に相当する。その内訳は、次のとおりである。

短期債務	4,023 億ドル
長期債務	2 兆 707 億ドル
うち対マルチ機関債務	3,457 億ドル
二国間公的債務	1 兆 2,344 億ドル
対民間債務	4,906 億ドル

（ちなみに、世界銀行グループの融資残高は、世銀本体（IBRD）が 1,205 億ドル、IDA が 889 億ドルの計約 2,000 億ドルであり、それと匹敵するものが国際協力銀行の融資残高で 21 兆 2,129 億円（2001 年 3 月末）である。JBIC はほとんど世銀に匹敵するエクスポージャーを持っている。このうち、円借款が 10 兆 8,206 億円、アンタイトローンが 3 兆 8,258 億円である。）

3. 二国間公的債務の繰り延べ　　パリ・クラブの機能

途上国の債務問題にかかわる動きには、パリ・クラブと拡大 HIPC イニシアティブの 2 つがある。後者については当地でもよく知られていると思うので、まずはパリ・クラブについて概要を説明したい。

(1) 目的と経緯

パリ・クラブは、債務国の国際収支問題を解決していくための債務繰り延べ（リスケジュールリング、一部最貧国向けの債務削減を含む）について協議するための、二国間公的債権者の非公式なグループであり、条約で設立されたような正式の機関ではない。1956 年のアルゼンチン危機の際にフランスの音頭取りで始まり、以後連続と続いている。これまで 348 の債務取り決めを 77 の債務国と合意し、1983 年以来パリ・クラブで処理された債務額は 4,000 億ドル近い。

(2) 会合

現在参加している債権国（公式メンバー）は 19 カ国であり、日本はかなりの数の債務国に対して最大のバイの債権者である。会合は年間 10～11 回、パリで開催され、フランス大蔵省国庫局長が議長を務める。日本では政府（財務、外務、経済産業、農水）、国際協力銀行、日本貿易保険が関与している。

名前だけは華やかだが、パリのいわば場末であるベルシーに移転したフランス大蔵省の中の窓のない体育館のような会議場で開催される。3～4 日の会期のうち 2 日は徹夜になる会議なので、パリを楽しむなんてものではない。会議の前の晩にパリに到着して、最終日の夕方の便で東京に戻るため、エッフェル塔もシャンゼリゼも全く縁がない。

(3) 内容

パリ・クラブでは、IMF プログラムに合意した債務国の求めに応じて、リスケ会合を開催する。これは、基本的に二国間公的債権者が債務国の国際収支資金繰りを支援するという性格の支援である。債権国の自発的協力という形をとっているため、リスケ合意等パリ・クラブの運営はコンセンサス方式で行われる。このため、一国でも反対すると流れることとなり、実際にそういうことが発生する。他方、パリ・クラブで合意した以上は、参加債権国は一体となって合意を実施する（ソリダリティの原則）という紳士協定が機能している。なお、パリ・クラブ・メンバーでない債権国や民間債務者に対しては、パリ・クラブとの合意と同様の取り扱いをするよう債務国が求めていく。

パリ・クラブで債務繰り延べの対象となるのは、特定の日(cut-off date)以前に供与された中長期の公的債務であり、一定の据置期間後、最長 40 年まで繰り延べるアレンジメントとするのが一般的である。日本では、円借款や外国政府向け・外国政府保証の（旧）輸銀債権、貿易保険債権、コメ債権が対象となる。

マルチの国際機関が持つ債権はリスケ対象から除外される慣行になっている。これを preferred creditors status (PCS) という。これは、マルチの国際機関の債権はリスケしない（予定どおり支払う）代わりに、新規の資金を供給する機能を果たしてもらおうという考え方であると説明される。IMF にせよ、世銀、IDB にせよ、ワシントンの開発機関の債権はこうした PCS によって保護されているわけで、これが当地で債務問題への関心が低かった一因であろう。

(4) 最近のリスケの例

一例として、インドネシアとのリスケ合意（2002 年 4 月）を説明したい。インドネシアは経済危機に直面して 1998 年の 9 月にリスケを行って以来、2 年程度のリスケを繰り返し、今回が 3 度目のリスケ合意であった。これは、インドネシアと IMF とのプログラムに基づき、2002 年 4 月から 2003 年 12 月末までの間に支払期限を迎

える元本および金利を、非 ODA 債権は 18 年（5 年据置き）、ODA 債権は 20 年（10 年据置き）にわたって繰り延べるものである。

インドネシアは、スカルノ政権末期に債務危機があったが、それ以来 30 年は債務返済に問題は無く、世銀、アジア開発銀行、日本にとって最大の借り入れ国であった。しかし、最近では連続 3 回のリスケを余儀なくされ、このうち日本は全リスケ対象債務の約半分を占めている（前に述べたようにこの種のリスケでは世界銀行やアジア開発銀行の債権は対象外となる）。インドネシア向け債権の残高は円借款が約 2 兆円、旧輸銀が 1 兆 5 千億円である。

このほか、IDA 適格国にはナポリ・ターム、さらに HIPC イニシアティブのもとでのケルン・タームのように、債務削減を伴うリスケ条件も適用されることがある。

4. 拡大 HIPC（重債務貧困国）イニシアティブ

(1) 目的と経緯

拡大 HIPC イニシアティブは、ナポリ・タームのようなパリ・クラブの債務削減を実施しても対外債務の負担が維持可能なものとならないと推定される貧困国（多くはサブサハラ諸国）に対し、マルチの国際機関の債権を含め、維持可能な水準まで債務削減を実施するものである。債務の現在価値 NPV が輸出の 150%となる水準まで債務負担を軽減することが、ひとつの目標である。1999 年に拡充され、これまでに 26 カ国への適用が決定し（NPV ベースで 17,228 百万ドル）、うち 6 カ国は実施のプロセスにある（2002 年 9 月現在）。

この HIPC 諸国に対して日本は最大の二国間債権者であり、その債務を削減することにより貢献するほか、世銀以外のマルチ機関の削減資金に充てるためのトラスト・ファンドに 2 億ドルを拠出している。

(2) イニシアティブ実施上の問題点

このイニシアティブにも、実施上いろいろ解決すべき問題が生じている。

実施のスピード（PRSP の策定、コンフリクト国）

実施の決定した 26 カ国において、PRSP 策定の遅れなどから実施時点にまで到達していない国が 20 カ国と多い。また、内戦等コンフリクト国を HIPC イニシアティブ適用に至らせるプロセスはなかなか進んでいない。

実施決定後の対外経済環境の例外的な変化（たとえば石油価格の上昇）への対応（トッピング・アップ）

昨年のように石油価格が上昇したり、自国の輸出が特定品目に偏っているときにその品目の国際市場価格が暴落するといった外部環境が変化を勘案して、債務削減額を積み上げるべきかという問題がある。

HIPC トラスト・ファンドの資金問題

上記の世銀以外のマルチ機関が HIPC に債務削減を行うためのトラスト・ファンドの資金不足が予測されている。

全債権者の参加の確保（非パリ・クラブ債権国、小規模国際機関、民間債権者）

パリ・クラブに参加していない国（たとえば中国や途上国）のこのイニシアティブへの参加をどう確保するか、また HIPC が HIPC に対して保有する債権をどうするか。また、小規模の国際機関には、HIPC への理解不足や資金難から参加していないものもある。さらに、民間の債権者の HIPC 対象債権放棄が必ずしも順調にっていない。

将来の債務維持可能性の確保

拡大 HIPC イニシアティブを実施しても、債務が持続的なものとならない可能性が指摘されており、それにどう対処するかが課題である。

債務の現在価値(NPV)計算手法の問題

債務問題を扱う際に、将来の債務の現在価値(net present value)を計算するが、その際に適用する金利が低いほど現在価値は大きくなる。従って、金利が低下していく環境下では、HIPC の債務の現在価値が増えていき、その国の債務問題が深刻になったように見える。これは常識とは逆の結論である。HIPC の債務は一般に市場性があるわけではなく、金利が低下したからといって債務の価値（負担）が上がり、金利が上昇したからといってそれが下がるわけでもない。たとえば、拡大 HIPC イニシアティブの「決定時点」からその後の「実施時点」に至る間に金利が低下した場合には、NPV ベースの債務額は増えてしまう。しかし、市場の金利が低下しているからといってその HIPC の債務負担が上昇しているわけではなく、むしろリファイナンス・コストは低下しているはずである。従って、NPV の計算手法は、特定時点で債務の構造をクロス・セクションで（他の債務国と比較して）見るときには有効だが、ある国の債務維持可能性を時間の推移とともに考える場合には機能しない。だからといって他に債務の実質価値を評価する手法に名案があるわけではないが、債務について考えるときに気を付けるべきトリックである。

5. 今後の日本の開発援助に債務問題が投げかけるもの（論点）

(1) 有償支援（円借款）と無償支援

日本は大規模な二国間有償支援（円借款）を行っているほぼ唯一の国であり、わが国では援手法法として有償と無償をどう使い分けていくかが常に議論されている。その際、有償支援には返済義務があるので、借入国の長期的経済運営にディシプリンが確保されるという利点が広く主張されている。こうした視点に異論はないが、借り入れ国が長期にわたる債務返済負担を十分念頭において借り入れを行い、将来の貯蓄を先食いするだけの意義のある投資に振り向けることが、こうした主張の前提とされなければならない。実際には借り入れは円借款や国際機関融資に限られる

わけではなく、貿易関連の公的信用や民間借り入れなどがあり、それらが必ずしも一元的な債務管理体制のもとに置かれているわけではない。

公的借款は大規模な資金動員が可能であり、日本の援助手段としてアジア諸国向けを中心に極めて有効な手段として機能してきたが、それは借り入れ国の適切な経済運営・債務管理と安定した外部環境があつてのことであることを忘れるわけにはいかない。こうした条件が失われれば、対外借款は長期にわたって借り入れ国の貯蓄を吸収（クラウド・アウト）してしまふリスクをもたらしかねない。

有償か無償かはカテゴリカルな論争というより、将来にわたって有償援助を有効に使っていただける国かどうかの判断の問題だというべきではないか。

(2) 債務削減・債務累積による円借款供与対象国の減少、ネット貸付の減少

ナポリ・タームや HIPC の債務削減がアフリカを中心に行われ、さらに一部諸国では債務削減がなくとも債務累積が進んで供与対象から落ちていくなかで、二国間で新規の有償支援を大規模に行っている国は 10 カ国あまりという状況になっている。さらに、80 年代以降急増した融資がグレース・ピリオドを過ぎて返済期を迎えており、実際毎年数百億円単位で返済が増えている。あと何年かすれば返済額が供与額を上回るという可能性もある。そうなると日本の円借款は、途上国全体との関係では、資金を吸い上げるパイプになってしまうことになる。こうした状況が、対象国が経済発展により円借款から卒業していくことで生じるのであれば問題はないが、貸せない国が増えることで資金の流れが逆転するというのであれば、援助政策として望ましくない展開であろう。

(3) 借款の事後評価と債務償還

円借款の事後評価が年々充実してきているが、JBIC による評価はディスバース終了（プロジェクトの完成）までで、返済の完結までではない。有償支援は、その資金が経済発展に貢献し、順調に償還されなければうまくいったとは言えないので、この点も事後評価に盛り込むべきである。また借入れは、将来の支出の可能性を今日に移転してしまう効果を持つので、ある時点で借り入れをしたことが、借款の全期間を通じて（借入国の人々に）支持されているかどうかを見る必要もある。あるプロジェクトが成功裏に完成し一定の期間その恩恵に裨益する人々がいたとしても、償還期間中に陳腐化し将来世代には返済負担しか残らないということもあるからだ。

(4) 債務の償還確実性・維持可能性の予測の困難

債務の償還確実性を考えて、相手が返せる貸付をすることは、実は大変難しい。たとえば、中央アジアのキルギスは 1991 年末に独立し、93 年から円借款を供与し始め 99 年まで続いたが、援助開始後 6 年あまりで債務問題が顕在化し新規供与ができなくなった。本年 4 月には債務削減に近い形でパリ・クラブ合意がなされた。ロシア危機などの予測を超えた要因があつたとはいえ、このように短期間で一国が債務で立ち行かなくなるというのは驚くべきことで、その間キルギスの経済運営を見

てきた IMF、世銀の責任は重いと言うべきであろう（なお、キルギスの債務問題の発生に日本の円借款の供与が過大であったとみるべき証拠はない。むしろ独立直後からの民間借り入れの条件やロシア・国際機関からの多額の借り入れの問題だろう）。

(5) 要請主義と PRSP プロセス

拡大 HIPC イニシアティブが決まった 1999 年秋の開発委員会で、債務削減によって生じた資金を貧困削減に充てるため、PRSP（貧困削減戦略ペーパー）が借り入れ国側で市民社会の十分な参加を得て作成されることとなったのは、有償資金ばかりでなく、日本の援助政策に大きな影響を与える決定であった（PRSP は HIPC のみならず、すべての IDA 適格国を対象とすることになった）。

PRSP のように、ドナー・市民社会が参加した途上国自ら主体となった開発戦略があるならば、そこで優先的な位置づけが与えられない分野での援助要請はあり得ないことになる。しかし、多かれ少なかれ『仕込み』を背景にした要請の対象である日本の得意の援助分野が、PRSP において必ず高いプライオリティーを与えられる保証はなく、PRSP と日本の要請主義の間で緊張関係が生じる可能性がある。

借款という独自の二国間援助手段を持つ日本は、有償支援という有効な援助手段が適切に PRSP に組み込まれるよう、借り入れ国や他のドナー関係者の理解を深める必要がある。

その際、理解に苦しむことは、これまで実際に作成された PRSP にせよ PRSP のあり方についての議論にせよ、将来または現在の債務問題への言及に乏しいことである。市民社会が PRSP の作成に関与しているのであれば、子供の世代の返済の問題を正面から取り上げるのは自然である（政府・政治家は何年かで交代してしまうかもしれないが、市民社会としては最終的に自らの負担になることから逃れるわけにはいかない）。借り手の国の納税者が将来の債務負担を十分に納得することが、貸し手にとっても極めて望ましいことであり、そのために PRSP が有効に利用されるよう世銀やドナーは更に努力する必要があると思う。

(6) 日本および借り入れ途上国の国民への説明責任

多くの途上国で債務問題が発生している現在、有償資金協力を行う唯一の二国間ドナーとしてわが国が努力していくべき方向は、日本と借り入れ国の双方の国民に対して、貸し手たる日本政府と借り手たる途上国政府の双方が、アカウントビリティを向上させていくことであろう。また、IMF・世銀が途上国の経済をモニターするなかで、債務状況を注意深くモニターし、適時適切に情報、アドバイスを発信していくことを期待し、その能力向上に努めてほしいと考えている。

6. おわりに

以上は私見であり、自分が所属する役所の意見でも政府全体の意見でもない。また、JBIC や円借款制度への批判でもない。円借款は有効に機能してきたし、途上国の経済発展に寄与するものと考えている。しかし、以上述べた内容は、今後の ODA を考える上でますます重要（あるいは深刻）さを増すものであり、関係の方々が一層関心を寄せて下さることを期待している。

【席上および直後に電子メールで出された意見】

1. プロジェクト支援とプログラム支援、国際金融機関との関係

- (1) 借款の評価を債務償還終了時までの総体として行うべきとの点に同感である。今回指摘された論点の多くは日本の公的金融全般に共通する問題である。評価の基準については、従来はプロジェクトが予定どおりできたか否かという点に着目しており、それが実際に経済効果、借入国の経済成長につながり、ひいては借入国の債務償還能力のサステナビリティにつながったかという点に十分に勘案しなかったのではないかと思う。

従来日本はどちらかといえば、プログラム支援よりプロジェクト支援を重視してきた。プロジェクトの場合、（実際の経済効果は別として）インフラの完成という tangible な結果が目に見えるという事情もあろう。ただ、近年はプロジェクト実施に際しての種々の社会的コストが増大していると感じる（環境問題等）。

上述のように債務償還能力の向上という観点からは、必ずしもプロジェクト支援に拘ることなく、マクロ経済政策の是正にリンクしたプログラム支援も一理あるかという気もする（たとえば東南アジア諸国との間で FTA 構想の推進と、貿易・投資自由化に伴うショックを緩和するためのプログラム円借款をリンクさせるのも一案）。ただ、現在のように多くのプロジェクトを抱える現状では、こうしたプログラム支援を適切に行うだけの人的リソースの余裕が日本にはない。

以上の諸点を踏まえた上で、プロジェクト支援とプログラム支援を比較して、将来の日本の円借款の方向性がどうあるべきと考えるか。

（玉木）プログラム支援という形態での円借款は、最近でもアジア危機対応の際に国際金融機関との協調融資という形で大規模に供与されたが、こうした状況以外ではプログラム支援が円借款の中心に据えられるということは考えにくいと思う。日本の関係者の中には、IMF・世銀の向こうを張って日本が独自のコンディショナリティをつけて円借款を出していくという『野望』を語る人もいるが、途上国の基本政策に関して、国際機関と日本が借款というレバレッジをもとに、いくつもの処方箋を競合して提供するのは問題である。基本的には厳しい改革プログラムの実施を要請することであり、国際機関を通じたプログラム支援に対して、第二のシェアホルダーとして、技術協力を含め積極的に関与するというのではないか。

- (2) 国際金融機関(IFIs)との関係については、基本的には「互いに利用しあう」関係であるべきであり、IFIs は一種の公共財であり日本としてこれを利用しない手はない。ただ、HIPC 債務救済で影響を受ける日本の公的債権の相当部分が世銀・IMF との協調融資関連であることに鑑みると、日本側で「一方的に利用された」という見方があると言えなくもない。「住専問題」に例えれば、借入国の構造調整計画のオリジネーションをした「母体行」は世銀・IMF であり、日本は融資判断能力より資金量に比較優位を有した「農林系金融機関」にあたる。住専問題では「母体行責任」が問題となり、独自の融資判断をしたにもかかわらず農林系の損失負担は限定的となり、一部は政府が負担することとなった。逆に、HIPC イニシアティブでは「農林系」の日本が全額放棄したのみならず、トラスト・ファンドの拠出を通じて「母体行」の世銀・IMF の損失負担まで面倒をみている。

世銀・IMF という国際公共財とそのノウハウを引き続き活用すべきであることは言うまでもないが、世銀・IMF といえども国際機関のビューロクラシーであり、一定のディシプリン、チェック・アンド・バランスが確保される仕組みを考えるべき。たとえば、HIPC のように世銀・IMF がオリジネートした協調融資案件が結果的にうまくいかず、日本として損失を被った場合、そのコストは日本の世銀・IMF への出資金・拠出金の削減により賄う（いわば世銀・IMF のオリジネーション能力を評価し reward に反映させる）形でフィードバックすることも考えられる。こうした仕組みが世銀・IMF の案件形成に一定の節度を与えることにもなるのではないか。

(玉木) 話し損ねた点だが、日本は 80 年代以降、資金還流構想の下で IFIs との協調融資を積極的に進めた。これは、日本から出す資金を増やすために IFIs の案件形成能力を高めること、また国際金融機関と協調融資をすれば日本の融資にも PCS 待遇が与えられるのではないかという期待があったことによる。しかし、後者には 90 年代半ばに否定された。HIPC との関連では、日本側にもそれまであまり実績のなかったサブサハラへの支援を拡大したいという希望があったのであり、世銀・IMF の構造調整融資をそのために利用しようとしたという見方だっであろう。

往々にして日本と国際機関を二項対立させる議論になりがちだが、国際金融機関の損は日本を含むシェアホルダーの損であり、PCS は国際金融機関の機能を守るためということなので、まったく利害が対立しているわけではない。世銀・IMF のオリジネーションを信じた結果、失敗したのだから落とし前をつけるという議論は、いかにも一方的で甘い考えなのではないか。

なお、先ほども述べたように、HIPC トラスト・ファンドは、『母体行』世銀・IMF の損失を負担しているのではない。これらの機関は損失を利益や資産の処分で負担することができる。このファンドは、米州開発銀行やアフリカ開発銀行を含め、より小さく財務基盤の弱い多くの国際機関が HIPC イニシアティブに参加できるよう設けられたものである。

- (3) 世銀、特に IDA について言うと、世銀は「銀行」であるにもかかわらず、債務償還確実性を考慮して融資内容を決めるという作業が十分になされているとは思えない。現時点でどれだけ相手国に資金を流せるかということが、主たる関心事になっているように思える。日本は、数少ない有償 ODA の供与者として、相手国の債務償還確実性を国際金融機関以上に心配すべき立場にある。他方、日本として債務償還確実性を本格的に議論するのであれば、国際金融機関の持つ分析能力というアセットを十分に使う必要があると思う。具体的にどのような方策をとったらよいと考えるか。また、キルギスのような件については世銀や IMF はどういう反応をしたのか。

(玉木) 債務償還確実性があるか否かという計算は、変数の取り方しだいでもかなり結論が動くものであり、方法論が確立しているわけではないが、おっしゃることに基本的に同感である。国際金融機関は PCS に安住しているのか、必ずしも債務問題に神経を使っているとは言いがたい。日本としても、同じ貸し手としての立場ばかりでなく、借り入れ国の将来に責任あるアドバイスをすべき国際機関の機能として不十分だと苦言を呈しているところである。

キルギスを含む CIS のいくつかの国の債務については、98 年夏のロシア危機による急速な事態の悪化を、2000 年秋に国際金融機関が出した報告書で問題があることの指摘がなされたのが発端となった。なるべく早く、早期警報のような形で注意喚起が求められる。

なお、債務問題の原因となるのは ODA よりも貿易信用や民間借り入れのような商業的な融資であることが多い。こうした資金の取り入れを注意深く見ていくのは、やはり国際機関でなくては無理かなという気がする。

- (4) 貸付は、実はマルチラテラリズム（一蓮托生）の権化のようなツールであり、無担保で譲許的資金を融資する日本は、すべてのドナーの中で、もっとも結果へのリスクを負って開発にコミットしているとの認識のもとで、今後、開発援助資金の使途と効果について発言する資格（義務）がある。

残念ながら開発コミュニティのベストの知見を動員しても返済可能性の判断を的確には下せず、また数年後の財政状況の予見はできない、という経験に基づき、この分析能力を向上させる努力とともに、リスクを折込済みの対応をとる必要がある。

2. 借款とリスク管理

- (1) 借款という金融的手段による支援がリスクを伴うのはいわば当然であり、リスクを全くとらないというのでは、「晴れの時に傘を貸し、雨が降ると傘を取り上げる」といった銀行の融資姿勢と同じである。要はどのようなリスク（信用リスク、金利リスク、為替リスク等など）をどのレベルまでとってどうマネージするかが問題である。

有償支援と無償支援は対立的なものではなく資金協力形態として連続的にとらえるべきである。有償支援といっても、民間からの資金調達で得られない譲許的条件下での貸付は、一種の利子補給であり、無償支援とも観念できる。また 100 億円の無償支援と 100 億円の有償支援を比較した場合、どちらが質が高い云々といったことは一概に言えない（両者だけをみれば納税者負担は前者が大きいし、後者の場合、正に円借款がそうであるように 100 億円の出資金をバッファとして更に 200 億円の借り入れを加え、300 億円の大規模資金協力が可能となるというメリットがある）。雑駁な「有償 vs 無償」といった見方に陥るのでなく、両者を連続的にとらえ、かつ新しい金融技術を積極的に活用した資金協力形態を探求すべきである。

金利・償還期間の柔軟な設定を行うというのはそのひとつだが、その他にも、途上国の抱えるリスク（為替変動リスク、原油など一次産品の価格変動リスク）を勘案した資金協力も大いに研究すべきである（たとえば、原油価格変動に応じて返済負担が産油国と非産油国で相殺されるようにし、さらにネット分をスワップ活用によりリスクヘッジするといったように、日本自身が過度のリスクを負うことなく個々の国々が抱えるリスクの仲介・管理を行うことも考えられる）。

（玉木）円借款の場合、償還までの平均 30 年間余は逃げられないのであって、リスクをとらないという選択肢はない。申し上げているのは、どういうリスクがあるのかを認識することと、それをどうマネージするかの問題である。この関連で、現在円借款はすべて固定金利で貸しているのが、それはなぜかと問い詰めてもはっきりした答えはない。昔の教科書にあったような、孤立したプロジェクトのキャッシュ・フローを確定することができるという議論はさすがに聞かれなくなったが、開発関係の方にそういう話をして、（不純な）金融の議論を（純粋な）開発問題に持ち込むなどいわんばかりの対応をされる。金利を変動させることが、日本と対象国にとってどういうプラスとマイナスがあるのか、これだけの融資残高になったのだから真剣に検討してほしいものだ。

- (2) 今日の説明でさまざまな検討をしていることがわかり、力強く思った。リスク管理という観点から、日本としてこれだけの債権を抱えて本当に返ってくるのか、そのリスクは何なのかを十分に考える必要があると思う。そのためには、過去に貸したお金で苦しんでいるということなので、過去貸した時にどう考えていたかを反省することが不可欠である。自分は円借款を担当しており、財務畑が長かったことを踏まえて、個人的な感想を述べたい。

1983 年に OECF が赤字に転落したが、これは借款が伸びた一方で調達コストが上昇したことによる。その赤字を翌々年度に交付金で穴埋めをした当時、自分は OECF の予算担当で、財務省主計局・理財局との交渉にあたった。この赤字の面倒を誰がみるのか、そしてこの先をどうするのが議論されたが、手数料賦課や金利引き上げのオプションは援助という観点から不適當とされ、以後交付金で手当てすることが一般的になった。

そして、1988 年から、雪だるまのように交付金が拡大しこれをどうするかという問題が表面化した。さまざまな議論があり、出資金と借入金のベストミックスが追求されたが、債務リスク、またストックベースのエジプトのリスクなどが行われる中で、金利改訂のスケジュールをつくり、金利リスクを将来に転嫁してバランスを維持した一方、エクスポージャーの規模を落とそうということもままならない。リスクを先送りにする一方で、将来負担すべきものへの手当てが十分に考えられていなかった。本来、将来はわからないがどうするかという問題がある時には、貸し倒れの引当金をどう積んでおくかを考えるものである。その際に赤字が表面化してしまうが、日本の公的機関では貸し倒れの統一基準があるため貸し倒れを積むことができない。当時、無理にでも貸し倒れ引き当てを積んでおければ吸収できたかもしれないが、それもままならなかった。

当時いろいろな議論はあったものの、結局は OECF の内部の関係者間でこうしたリスクへの危機感がシェアされなかったという問題が、担当者として一番つらかった。金融的な考え、リスクをわかっているのかというあたりが、今にして思うと当時の議論の中では歯がゆく感じた。

- (3) 債権を持っていることは、基本的に対外的に優位に立つことであり、日本国民からすると嬉しい話である。戻ってきた資金は再度国益にあったような貸し出しができるよう、勘定の立て方や、目的の整理（開発のみにしか使えないのかなど）により、改善していけばよいと思う。

（玉木）円借款にせよ世銀（IBRD）による融資にせよ、財政投融资資金や世銀債による調達でファイナンスされている側面をお忘れなく。1 つ前のご意見にあったように、融資機関は実は債務者でもあるのであり、『対外的に優位』で嬉しいかどうかということではないと思うが。

- (4) 世代間衡平の問題について、無論、担うべき負担の総量を極小化したうえでの議論ではあるが、「足の長い」債務負担行為においては、まず長年にわたるバランスシート（予想）があり、かつその予想に基づき現世代のうちの誰かが次世代の利益を代弁すべく行動するというフィクションが、相当程度妥当なものとして成立する必要がある。

他方、債務が累積した現状から帰納的に言えることは、そのバランスシートの前提となった見通しが「全体として」甘かった、あるいはそもそも収益性は虚構であった、という点と、特に、後継世代の時代において現出するであろう見通しについて甘かった、収益性に対する認識が歪んでいた、という点の 2 点が含まれると思う。

これらの問題は、若干不正確ながら、face value（特に benefit side）自体の見通しの甘さ、割引率あるいは現在価値化に関する誤り、そして contingency の取り込みに関する誤りなどに因数分解されとも言えよう。これに対する理論的処方箋は推して知るべししながら、その結果として、次世代に負担が及ぶような長期にわたる債務負担行為は特に抑制される方向に進むことになる。しかしながら、

あまりに pre-caution を進めると、「角を矯めて・・・」ということとなりそれも受け入れがたい。

ひとつの打開策としては、先に指摘されたように、有償と無償の垣根を実質的に取り払い、二元論ではなく相対化されたグラデーションの中で（過去の経験から帰納的に導出される見通しに立ちつつ）、最適のオプションを適用していくことがあげられる。結果として、後世における債務累積を回避する手だてとはなりえても、全体のバランスは「赤」になる。赤字部分を現世代による無償資金の提供が補填するため、現世代の立場からすれば、次世代の福祉のために現世代がある程度の負担をするということになる。

Today's Complacency, Tomorrow's Plight (8/21 小泉イニシアティブ) と口では言えても、地球全体として現在の窮状に堪えつつ次世代のことをどの程度まで慮ることができるのか？ 現実には非常に厳しい問題ながら、現世代の人々（特に生存の危機に直接さらされていない比較的豊かな人々）の自我意識が拡張し、次世代に投影されていく過程が慫慂されることによって、（僅かかもしれないが）ある程度の進展はまた期待可能であると言える。（少し大げさに言えば）生物個体を遺伝子の乗り物と達観する立場からは、長期的には、このような議論は玄人筋が擲擧するほどファンシーな議論ではないように思う。

- (5) 開発協力における「貸付」の価値は、途上国の discipline を養うという道徳的側面にはなく資金供給力にこそある。その利点を最大限活かすために、借り手の状況に合わせ混合借款の導入も検討してはどうか？

3. 債務救済に対する手当てと債務救済無償

- (1) 世銀の場合は、のどにささった骨であるマルチの債務問題を、PRSP という形で消化できた。他方、日本は、債権放棄はなくリスケするだけという鋼のようなルールを維持してきたと理解している。今後のパリ・クラブの債務削減オプション等を考えれば、単なるリスケという整理では付き合っていけないのではないのか。債権削減・放棄というオプションについて議論しているのか。

(玉木) 日本は、旧輸銀の債権について債務削減をすることになった場合、これまで繰り延べ金利の削減で対応してきたが、先般元本の削減も行った（円借款は ODA なのでパリ・クラブでの債務削減も長期の繰り延べで済む）。今後とも元本は一切削減しないという処理にはなっていない。

HIPC では ODA については 100%削減を債務救済無償でやるということを決めている。ただし、その必要額は現在繰り延べ期間中なので小さいが、16 年たつと元本返済が加わってかなり大きな負担になるので、対応振りをよく考えないといけないと思う。

- (2) 日本が現在とっている途上国の公的債務の救済方法である債務救済無償方式については、今般発表された外務省改革行動計画でも見直しの検討が言及されてお

り、引き続き検討課題である。なお、納税者への最終的負担という意味では、債務救済無償による長期にわたる穴埋めでも、一気に行う債権放棄（それに伴う出資金の償却）でも同じであり、それ自体はすでにサミットプロセスを通じ意思決定がなされた問題である。現在は、同じ納税者負担を伴うならいかなる方法がベターかを、種々の要素（債権管理にかかる事務コスト、債務削減に伴い浮いた資金が適切に活用されることの確保等）を勘案しつつ議論していく段階である。

なお、過去の円借款の評価を借り入れ国への新たなレンディング方針に生かしていくことは重要だが、同時にバランスシート(B/S)上の保有債権の評価にも反映させるべきである（たとえば A 国の債務負担能力を厳しく評価し、新規借款を抑制する一方、過去の対 A 国債権の B/S 上の評価を変えずに引当を積まないのは矛盾）。

また、JBIC の債権としては返済が滞っておらず、B/S 上優良債権であっても、それが債務救済無償という国民負担でカバーされていることによるものであれば、実態を反映したものとは言い難い。これは国民に対する説明責任にも関連する問題であり、上述の債務救済方法の検討にあたっては、国民への説明責任、透明性の確保という観点からも、いかなる方法が適切かを検討すべきである。

（ 玉木 ）債務救済無償は、70 年代からの TDB 無償の運用で始まっており、対象国もタンザニアなど現在の HIPC と重なっている。HIPC に対応するため突然始めたわけではない。なお、新規の負担能力と現存の債権の評価とは必ずしも一致しない。また、借り入れ国別のリスク評価を公表するのはさすがに無理であること、毎年の予算で債務救済無償予算を議決することこそ透明性だ、あるいは債権放棄をしてしまえば、その後の借り入れ国のガバナンスの維持へのレヴェレッジがなくなるではないか、などさまざまな意見・論点があるだろう。

- (3) 抱えて負担にしかならない債権については、日本も世銀に倣って、納税者と債務側の一定の理解を得られる仕組みでキャンセルし、支援の体制を立て直すきっかけとすべきではないか。

4. 個別国の債務問題に関する日本国内の情報と知見の集約と活用

- (1) 以前、債務問題を抱えるアフリカの途上国の大使館に勤務し、ノンプロ無償等も一部担当していたが、リスケ交渉などについては技術的側面が多く、また直接の担当でなく勉強不足だったこともあって、当該国にとっての問題の所在や、わが国のとるべき方策などについてほとんど理解できなかった。

おそらく、財務本省国際局、外務本省経協局、JBIC の担当官など若干の関係者を除いては、債務問題がそれぞれの国（特に小国）にとってどのような意味合いを持っているのかを理解している人は少ないのではないかと思う（たとえば、地域外交の担当者や、小さな大使館の館員は、たとえ世銀や IMF の最新文書が回覧されてきても、到底消化できないと思う）。他方で、グラントや技術協力をは

じめとして、これらの途上国の支援に当たっている実務者、さらには当該国との関係全般に携わっている人達（政府のみならず企業関係者を含む）は結構多い。

途上国にとっての債務問題の重要性を踏まえ、日本全体として個別の途上国に対していかなる貢献ができるかを考えるためには、個別国の債務問題の扱いを限られた専門家・担当官のみに委ねるのではなく、わかりやすい形で他の経協関係者等とシェアすることが大事ではないかと思う。それにより、いろいろと知恵が出てくるであろうし、また現地等で各方面からの情報収集も可能になり、あるいは多くの国で債務削減の負担（痛み）を日本が負っていることについて折に触れて説明できるようになると思う。

現在、国別援助政策の強化の関連で「国別チーム」の常設などが提案されているが、このような仕組みができれば、債務問題への理解の深化を、政策アドバイスや技術協力など実際の各種支援に結びつけることが容易になるのではないかと。

- (2) かなりの援助関係者が債務問題の重要性について理解していなかったとの説明に戸惑いを覚えたので、素朴な疑問を提示したい。かつて円借款の財務の担当であったものとして、財務・債務の問題とは何かと問われれば、問題が顕在化してから注目を集める問題と答えざるを得ない。問題が顕在化する前に、起こりそうな問題についての議論をしようとする、問題が起こっていないのに何故いま議論する必要があるのか、というのが一般的な関係者からの反応である。今回のような議論をもとに、このような反応が変わっていくことを期待している。

さて、振り返ってみると 80 年代、90 年代と債務は開発の問題の中でも、残念ながら中心的な位置をずっと占めてきた。そして、HIPC、PRSP へとつながったわけだが、冒頭の素朴な疑問というのは、かなりの援助関係者が債務の問題の重要性について理解していなかったという説明である。PR が足りないといった点はあるかもしれないが、どうしても納得できない。債務問題の直接の関係者でなくても、この 20 年間の債務とそれに起因する問題にさまざまな形で影響されてきたという実感がある。

政府が負担すべき予算が、構造調整の過程で十分に手当てできず、事業やプログラムが遅れた。カットされた予算の多くが貧困層に最も影響のある予算であったのではないかという議論もあった。新規の案件の検討にあたって、その前提として、構造調整の進展をどのように見るのかという問題や、事業実施中・完成後の民営化など、思い出すのも嫌なものがたくさんある。債務問題から生じるさまざまな影響はあたかも空気のようにありとあらゆるところに存在しており、債務問題解決の難しさは別にしても、その問題の重要性について理解しようとする姿勢は、私の一方的な思い込みかもしれないが、関係者共通のものであると理解していた。

現時点では、債務削減の結果として、JBIC のアフリカでの活動は大きく制限されている。JBIC が債務削減対象の国に新規のローンを供与することは当面ないので、ある意味で、アフリカの PRSP について関心を持つ必要は少ないのかも

しれない。しかし、JBIC がこれまでアフリカを含めて PRSP がどうなるかを追いかけているのは、うまくいかなければ何のための債務削減であったのか、国民にどう説明するのか、といった債務削減後の説明責任があると思っているからではないかと思う。

素朴な疑問は、債務問題の重要性を理解できないという状況が存在していた（いる）という観察に対してである。これは本当だろうか。IMF のペーパーがわからないということと、重要性がわからないということは、まったく別の話だと思う。

- (3) 先般の意見は、私自身の不勉強、かつ随分前の体験をもとにしたものであり、多くの開発関係者の方々が認識している現状を踏まえていないものであれば申し訳なく思う。補足説明をすれば、債務問題については、重要性が理解できなかったというより、全体の枠組みにかかわる大きな問題だからこそ、なかなかその全体像が見えにくかったというのが私自身の体験であった。1990 年代初頭のアフリカ在勤当時、構造調整プログラム(SAP)の怪獣が在勤国の人民を踏み潰しているといった風刺漫画がしばしば現地の有力紙に掲載されていた。当時の債務問題がなぜ発生し、誰が責任を負うべきなのか、いかなる対処が最も望ましいものなのか、当時の債務問題に共通する要因と在勤国独自の要因は何だったのか、更に日本は何をすべきのかなど、遠いアフリカの地におりインターネットもない時代に、勉強するための手がかりがつかめなかった。

他方、当時は政務の傍らノンプロ無償、更に一時広報文化を担当しており、供与品目追加手続や供与式出席、また新聞記者対応も行っていった。それらの業務を個別の事務作業として担当しながら、漠として感じていた疑問について問題意識を共有し、議論を深めていく相手がなかなか見つからなかったという状況であった。

今は各途上国の状況などに関する情報共有が当時と比べて随分と進んでいるのかもしれないが、個別国 PRSP をめぐる議論では債務問題がスコープから外れる場合も見られるとのことであり、まさに指摘のあった説明責任（および将来の政策へのフィードバック）の観点からも、個別国の債務問題に関する基本認識を、まずは関係者が（さらにはより広く国民に理解できる形で）十分共有することが、今後のよりよい政策立案・実施にとって有意義ではないかと考えた次第である。

(玉木) お二人の議論は、まさにこれまでの状況を集約している。最近途上国への技術協力として、債務管理セミナーを IMF / 世銀 / パリ・クラブの協力の下に実施している。高く評価されている試みだが、こうして与えられた知見が途上国の政府内で実際の借り入れの是非のときに生かされるよう期待している。

5. 途上国による長期資金の調達

- (1) 債務国問題解決には、現存の債務をどのように処理するかという問題と、当該開発途上国が今後も必要である長期資金を、いかに債務問題を喚起しない方法で調達するかという問題とは表裏一体である。これまでの議論の焦点は前者であったので、後者について若干述べたい。

後者の対策として提唱されている政策のひとつが開発途上国における資本市場育成である。90年代にブームになった外資導入策としての資本市場振興ではなく、なげなしとはいえ国内にある貯蓄資金をいかに多く、いかに効率よく国内長期資本投資に振り向ける金融メカニズムを開発途上国に確立するかという課題である。外資導入策としての資本市場振興は、開発途上国側の金融制度の不備も手伝い、双子のミスマッチ（短期資金による長期投資、外国通貨建て債務による国内通貨建て投資）に寄与し、アジア通貨危機に加担してしまった。開発途上国が国内貯蓄資金をより多く、より効率よく調達再配分できれば、債務国問題解決の一翼となるはずである。主にそういう考えで、開発途上国における資本市場育成援助が進められている。

ところが、この政策は大きな難問を抱えている。その2、3を紹介したい。

第一に、資本市場制度は、開発途上国の経済発展に現実にどのような役割を果たし得るのかよくわかっていない。先進工業諸国の資本市場は、おおむね当該国民経済が資本蓄積を完了した時点でその資本の運用需要を満たす形で発達した。他方、現在の開発途上国は資本蓄積の過程にあるか、国によっては資本喪失の過程にさえある。資本蓄積を早めたり、資本喪失を食い止める手段として、資本市場制度はどのようにすれば有効なのか。現在行われているように、先進工業諸国の資本市場形成過程を講義したり、先進工業諸国資本市場に比べて開発途上国資本市場の「後進性」を指摘しつつけるだけでは不十分なのは明らかだ。では、開発途上国における資本市場制度育成政策とはいかなるものであるべきか。

第二に、資本市場制度が機能するためには、一定の経済規模が必要らしいということが、開発途上国への資本市場育成援助経験でわかってきた。我々の間では、Critical Mass 問題と呼んでいる。国民経済規模が小さすぎると、有効な資本市場は確立のしようがない。では、小さすぎるとそうでないことの境目はどの辺にあるのか。わかっていない。債務国問題を抱える多くの国が、先進工業諸国に比べると小国であるので、この問題は、国内資本市場育成論にとって大きな壁である。小国は、自前の資本市場などつくりとせず、ロンドン、ニューヨーク市場を利用させてもらえばよいのだ、という議論さえ開発専門家の中にある。これは、90年代後半にブームになったロンドン、ニューヨーク市場 EDR や ADR 上場、IT を買い被り過ぎているためであるが、第一の問題が整理されていないが故でもある。

第三に、資本市場制度は、その育成と円滑な運用には銀行制度に比べてはるかに広範で高度な社会基盤が必要らしい、ということも資本市場育成援助経験でわかっている。では、単に証券取引所や証券取引委員会を創設運営するにとどまら

ない資本市場育成総費用とはどのくらいなのか。総費用次第で、政策優先順位も方法論も変わってくるはずだが、その点もまだ解明されていない。費用対効果の視点からすれば、第一の問題の答え次第ともいえる。

これまでの議論では、債務問題の課題のひとつとして、開発途上国国民への説明責任が指摘されていた。開発途上国国民が従来の債務以外にいかなる長期資本調達手段を持ち得るのかという見通しなしには、説明責任も中途半端に終わる。

開発途上国における資本市場育成問題は、債務処理問題と相当程度対であること、そこには未解決の難問が横たわっていることを指摘し、諸兄とともに奮起したい。

- (2) 途上国における資本市場整備の重要性については全く同感である。ただし、これがあてはまるのは、いわゆる新興市場国のような、我が国の援助との関係でいえば、円借款からすでに卒業したか、そろそろ卒業が近づいてきているような国ではないだろうか。すでに指摘されたように、アジア通貨危機の経験からも、安定的な資金調達のためには厚みのある資本市場の形成が不可欠である。ブラジルの現在の危機も、その遠因は、国内に企業向けの長期資金調達市場が未発達だからといわれている。多少解説を要するかもしれないが、「企業が国内銀行からは長期資金を調達できない 海外からの外貨建て資金に依存 外貨建て負債のヘッジニーズの増大 ブラジル政府がドルリンク債を発行しヘッジ手段を提供 ブラジル通貨安によりブラジル政府の債務負担が増大し、デット・サステナビリティが疑問視される」というような構図かと思われる（もちろんこれは原因のひとつに過ぎない）。

他方、HIPCs など国内での資本蓄積が全く進んでいないような国では、資本市場整備といっても現実的でないような気がする。確かに、これらの国でもアングラマネーや海外に逃避している資金を含めれば見かけよりは資本があるとみることもできようが、これらの資金がそれぞれ地下に潜ったり、海外に逃げている原因を考えると、単に市場を整備しただけでこれらの資本が戻ってくると期待することは難しいのではなかろうか。

まず、このような国では民間セクターの資金調達よりも、政府の資金調達をどうするかが最大の課題だと思われる。世銀も IDA の一部グラント化を進めようとしている状況では、やはり円借款を含めた融資には慎重にならざるを得ず、無償中心とならざるを得ないだろう。その場合、これらの国に流れる資金の総量は減少しかねないので、その不足部分を中銀ファイナンスに依存せずどうすれば調達できるかが課題になるとと思われる。このような国には、およそ海外からの市場性資金が流れてくるとは思えないので、どうすれば国内で資本蓄積を促し、それを活用するかにかかってくると思うが、このような発展段階の国においては、いきなり直接金融というよりも、むしろ間接金融の育成、強化に力を入れる方が、経験的にみても望ましいのではないだろうか。

その具体的方法としては、ワシントン流に、法律や制度を整備し、後は市場が自然に育ってくるのを待つという方法もあるのだろうが、発展の初期段階では市場の見えざる手よりも政府の見える手の方が効果的であると考えるのであれば、

資本規制を行い（あるいは自由化を行わず）資本が国内にとどまるようにする（所詮海外からの資金流入など考えられないので規制しても実害はないに等しいと考えられる）、郵貯のような公的機関の設立を含め、各種の貯蓄奨励策を講じる、公的年金制度のような、いわば強制的に貯蓄を促す仕組みを制度化する、というようなことが考えられる。

このようにして集められた資金を政府が吸収する際に、借入に代って国債を発行することは考えられるが、この場合の国債発行は単なる借入の変形のようなものなので、そのために必要となる制度的なインフラは比較的限られており、途上国といえども導入にそれほどの支障はないのではないかと思う。

さらに民間セクターの資金調達まで視野に入れた場合には、銀行がまだ十分に育っていない段階では、日本的な発想で言えば、財投のような仕組みを設けることが考えられるが、ワシントン流の考え方をする人には受け入れてもらえないだろう。いずれにせよ、資本市場からの資金調達を心配するのは、ある程度銀行を中心とする企業ファイナンスの仕組みが機能するようになってからではなかろうか。仮に長期の設備投資資金を社債でまかなうことができて、短期の運転資金を銀行から借りることができなければ全体としては機能しない。

理屈ではおよそ以上のようなことではないかと個人的には思うが、アフリカの多くの重債務貧困国では、国民のかなりの部分がエイズなどに罹患し、日々の治療代にも事欠いているというような状況であるとすれば、貯蓄奨励を説いても何か空しいものがあり、結局議論が振り出しに戻ってしまうが、やはり当面は無償資金協力を頼るしかないのではないかという気もする。

- (3) 資本市場育成適格性について貴重な指摘があったので、「最貧国は本当に国内資本蓄積がないのか？」という問題について、資本不足は否定のしようがないが、議論を深めるために一寸違った観点から見てみたいと思う。

第一に、1人当たりの国民所得の問題である。この水準次第で、資本市場発展の可能性がしばしば云々される。ご承知の人も多いと思うが、1人当たりの国民所得は、名目的な1人当たりの国民所得を単純に米ドル換算したものと購買力平価で計算したものとでは大きな隔たりがある。アメリカは1人当たりの国民所得はこの意味で両者の隔たりの無い唯一の国である。当然のことだが所得の低い国ほどその乖離が大きく、名目的な1人当たりの国民所得が300~400米ドル近辺では、その購買力平価で換算した国民所得は、3倍くらいある。最貧諸国が貧しいのは紛れも無い事実だが、数字の誤解があるということである。

第二に、地下経済（インフォーマル経済）の存在である。国民所得は当然ながら、公式経済活動だけで算出されている。地下経済といっても色々な種類がある。極めて犯罪性の強いものから、単に路地商人の稼ぎまで。先進諸国では国民総所

得の 5~20%くらいと見積もられているが、旧社会主義国や開発途上国では 40~70%と見積もられている。

第三に、海外逃避資金である。開発途上国で多少まともな所得のある人々は、自国の政治的、経済的不安定から身を守るために少しでも余裕資金ができると、本人は国内に居ながら、当局に捕捉されないようにその資金を外国の安全なところに隠す。半端な額ではない。これは常識である。私はかつて証券業者としてそういうお金の中にいた。コネティカットのファンド・マネージャーにリオデジャネイロで会ったが、彼は「ファンド・マネージャーが外国（この場合中南米を指す）から預かっている金は大抵そんな金さ」と言っていた。きっと彼自身の預かり金のことを言っているのだろう。このような外国逃避資金は、チャンスさえあればいつでも（持ち主が待つ）開発途上国に戻り得る資金である。

第一から第三までを勘案すると、貧乏は貧乏だけれど、もう少し金はあると思う。ということが想像してもらえらると思う。

第四に、資本市場でよく指摘される証券の流動性について触れたい。経済の中に余裕資金が少ないと、証券の売買が活発に行われず、資本市場の価格形成機能が機能しないというものである。従って、先進諸国の余裕資金の運用を任せられたファンド・マネージャーたちは、新興市場は流動性に欠ける、流動性がある証券銘柄はごく一部だ、と言う。そうした指摘を受けて、先進諸国の余裕資金を受け入れられるように市場整備をせよ、というのが 90 年代の世界銀行などの立場であった。しかし、砂時計の砂の中に砂利を 1 つ 2 つ入れたらどうなるだろうか？ たちまち砂時計は止まってしまふ。砂だけならさらさら流れるものを。今までの資本市場育成政策では、市場の流動性を考えるとき適正資金単位とその均一性が重要なのだということがほとんど省みられていない。

資本市場機能が小国や最貧国では極めて機能しにくいのは事実だが、「この国で資本市場は無理！」と判断する前に、考えるべきこと、確かめるべきこと、やるべきことがいくつかありそうである。やりようによっては、外国債務を回避するために国内長期資本市場を整備できそうな国は、もう少し多いかも知れない。どの辺でどう線引きするか、本当に難しい問題だと思う。

開発途上国内の資金、とりわけ長期資金を何とか掘り起こすことは、どの開発分野で仕事をするにせよ、経済開発の内発性、持続性という観点から大きな関心事ではないかと思う。

- (4) 金融とリスクの側面から債務問題について簡単にコメントしたい。債務の議論の中で「リスク管理」についてあまり触れていないのではないか。投融資には「金融資本の移転」という側面と同時に「リスク」を誰が、どのように取っていくのかという側面があると考えている。債務不履行がどのような要因で発生したかということ語るときに「リスクとその管理」からみる必要があるのでは。たとえば solvency と liquidity の問題の区別、liquidity なら流動性危機をもたらした脆弱性とそのリスクを管理する方法はどうあるべきだったのか？ また、credit

risk と market risk についても分けて分析できるだろう。その中でリスク低減をするインセンティブが働かなかったのか、あるいはリスク低減のコストについても気配りしておく必要があると思う。

たとえば、私が知っているアフリカの何カ国かで円建て負債が結構あり（MDB 分も含む）、負債の返済がドル円の為替相場に影響を受けているケースがあった。輸出のほとんどがドル建てとなっている中で、急速な円高がその国の負債総額をその分引き上げていった。

さらに「貧しい国 = 高リスク = 債務は出せない」との展開は単純すぎないだろうか。マイクロファイナンスでは融資の提供方法や、監督方法に工夫をし、unconventional な担保（グループ融資や社会的信用の担保）の採用などで、これまでリスクが高く "unbankable" といわれかねない層に対してリスクを管理することができ、その結果、金融サービスを提供できるようになった。これまでの融資方法をどう変革していくかという議論が必要と思う。

さらに、そのためには外部資金の提供側も「融資をしている」ことをわきまえた審査・実施体制が必要と考える。残念ながら「融資だ、借款だ」といいつつ、適正なリスクを取り、それを管理していくことについて、まだまだどこでも不十分であるような印象はぬぐえない。

ついでに、途上国での資本市場の発達の議論も、国内でリスクが取れる制度の構築という地味な組織制度造りの役割をもっと評価してもいいと思う。それは単に法整備や銀行のマニュアルづくりなどを強調しているが、それがどの様に実際に運営されるか、たとえば倒産や破綻処理がどうなされたかの実績があって初めて実際のリスクが実感できるものである。「信頼できる金融ガバナンス」の構築はそうそう簡単なものではない。市場の信頼を築くためには時間はかかり、また、崩れやすいものである。辛抱強い実績づくりや、内外の市場参加者から assurance をどう得るかなどの課題もあると考える。

6. 貿易を含む開発政策全般との関連

- (1) 途上国債務問題とは、大胆に割り切ったものの言い方をすれば、「先進国よりも高い成長率を長期間維持することで、先進国にキャッチアップする」ことが不可欠であるという途上国の本来的宿命から、必然的に派生する現象である。これはあまり一般的な考え方ではないかもしれないが、私の独断・偏見ではなく、ごく初等のマクロ経済理論から簡単に導き出せることである。従ってこれを回避するためには、このような宿命を共有せず、経験したこともない先進国の政策マネジメントを模倣することでは果たせない。これは論理的には自明のことだろう。結論は「貿易振興」に尽きる。

「東アジアの経験」のエッセンスはここにある。前世紀を通して、東アジアだけが、先進国キャッチアップに成功した唯一の地域であったことは、実は極めて

単純な要因によるものだったということである。若い世代の人にとっては、東アジアの成長をさまざまな「初期条件」によって説明するのが自然な発想だろうが、私の世代にとっては、50～60年代の東南アジアを見る目は今のインド、バングラを見る目とほぼ同様のものであった。文革時代の中国など、まさに今の感覚から喩えるならば、タリバン支配下のアフガンと変わるところないものであった。

ここから考えてみると、ドーハ宣言によって、貿易が開発の中心課題になっていることは、我々にとって非常に大きな意味を持っていることがわかる。つまり、貿易の開発における重要性を身をもって検証できるのは我々だけであり、東アジアの経験を発信することの意義もここにあるわけである。農水関係者には気に入らないことかもしれないが、日本国民としてはやるべきである。

既存債務の減免に関しては、「債務減免はニューマネーの減少を伴う」ということである。これは、百万言を弄しても変えることのできない宿命である。それにもかかわらず HIPC イニシアティブが成立したのは、ニューマネー減少という代償を払ってでも現状の悲惨を救済することにコンセンサスが成立したということであり、HIPCs にとって喜ぶべき話ではないということを引きちんと認識させるべきである。「債務減免はファンダメンタルズの向上をもたらすので、ニューマネーは増加する」というジュビリー2000の主張は根拠無き wishful thinking であるだけにとどまらず、HIPCs をミスリードする危険性を孕む。言い換えるならば、HIPC イニシアティブによって HIPCs は先進国にキャッチアップするのを放棄することを迫られる可能性もあるということである。

資本市場の論点に言及するならば、第一に長期資本形成のために途上国に資本市場を発展させるべきであるという主張は、原則論としてはかなり昔から認識が共有されていることである。たとえば、寺西重郎先生の『工業化と金融システム』（1991）などはこの分野での理論的構築として、今でも最先端を行くものである。しかし、第二に具体的な政策策定の分野では、その後10年余にほとんど何の進歩も見受けられないのが実態だろう。すでに指摘があったが、「資本市場が途上国の経済発展にどのような役割を果たし得るのか」について、理論的な構築ができていないのが実状である。金融深化の観点から見ても、預金から債券・株式へのシフトを推進することが発展とは言えない。また、銀行に長期資本供給能力を持たせることと、債券・株式市場にこれを委ねることが具体的にどう異なった成果を生むのか、一概には言えない。そもそも、先進国を比較すると、資本市場の発展状況には経済発展段階以上に大きな格差が存在しているのが実状なので、「資本市場の発展とはアングロサクソン固有の現象に過ぎない」などという極端なシニシズムも一方では存在している。

傍観者的な発言をしているように思われるかもしれないが、具体的に政策策定をする段になると、数え切れないほどの chicken & egg 問題に行き当たる。primary market と secondary market の関係、benchmark 形成、market making、institutional investor の育成（そもそも政策で育成すべきものか???) 等等。私も ADB でこの分野を受け持っていたことがあるが、市場インフラ整備という

箱物分野を除くと、当時の世銀も含めて他は試行錯誤の域を出ないものであった。我々はこの分野で恐ろしいほど何も知らないということである。

鍵は歴史分析の中にあるように最近は感じている。残念ながら、我が国では今や経済史研究は研究者にとって費用対効果の低いエリアと見なされ、急速に衰退しつつある。残念なことだが、アメリカでの研究成果に期待するしかないのかも知れない。

- (2) 途上国の「脆弱性」を改善することを含め、広い意味での Capacity Development の議論や、投資環境の整備に関する議論が現在提起されており、そのうち資本市場育成に関する問題は、先の発言で見事に整理されている。これらの議論は、途上国開発という営為についての「採算性」が本来的に存在していないことや、あるいは、それを補う流動性の絶対的な不足という諸点について修正を試みるものである。特に公的セクターが担うべき国際協力や開発援助などのハードコアはこの点にあり、より多くのリソース（特に知的リソース）がここに投入されるべきであるとも考える。

特に、HIPC イニシアティブや PRSP などの枠組みについて、途上国のオーナーシップや多様性重視という命題を表層的にとらえる立場から、自分自身、極めてナイーブな議論をこれまで展開してきたことを反省しつつ、このような「与件を変える」、すなわち「途上国性」というもの自体にチャレンジする国際協力の在り方について、知見を深めていくことができれば、と考えている。特に、世銀などの重視する「投資環境の整備」や、あるいは、各援助機関がしのぎを削る「国や社会の能力強化」（これを体現するジャーゴンはご承知のとおり沢山ある）に対して、具体的にどのような処方箋に対してより多くの力が傾注されるべきかという点について、できれば多くの方々の深い知見を結集したい。

国家破産制度を巡る議論の現状と今後の課題

国際協力銀行 開発金融研究所主任研究員 保井 俊之

2002年10月16日

【ポイント】

1. 2002年9月末に米国ワシントンで開かれた先進7カ国財務大臣・中央銀行総裁会議(G7)は声明を出し、国家が有する債務(ソブリン債務)の再編のメカニズムについて、来年春までに具体的な提案が検討されることを期待するとした。国家破産制度の検討について、新たな進展が見られる。
2. 国家破産制度を、国家の債務危機の処理策を事前に決めておくやり方と事後に対応する方法の2つに分けて考えていくのは有効なアプローチである。しかし、事前手続きと事後処理のそれぞれについて、現在さまざまな疑問が市場関係者などから寄せられている。国家破産制度はこれらの疑問を巡ってこの20年間に繰り返し検討が重ねられてきた、いわば検討の歴史でもある。
3. IMFや市場関係者が国家破産制度について検討を進めていく際に、1990年代に入ってから債務危機の質の変化を正しく認識するとともに、債務救済にただ乗りはないこと、このメカニズム自体には債務危機そのものを解決する力はないこと、さらに、現在構想されているさまざまなメカニズムは相互補完的な枠組みだということなどを認識することが有益であろう。

保井 俊之(やすい・としゆき) yasui.toshiyuki@anet.ne.jp

1962年大阪生まれ。東京大学卒(国際関係論)。経済協力開発機構(OECD)事務局本部(パリ)財政金融企業局、在インド日本大使館二等書記官(経済・経済協力担当)、財務省の大臣官房、国際局および理財局などの勤務を経て、2001年7月より国際協力銀行開発金融研究所主任研究員(在ワシントン)。著書に「世界経済を読む」(共著、東洋経済新報社1989年)。他にインド経済および国際金融に関する論文多数。

本稿は発表者個人の見解であり、所属先、政策研究大学院大学、ワシントン DC 開発フォーラムの立場を述べたものではない。

1. 国家破産は 150 年の歴史

昨年 12 月、IMF のアン・クルーガー筆頭専務理事は国家破産制度について、のちに国家債務再編メカニズム (the Sovereign Debt Restructuring Mechanism: SDRM) と呼ばれることになる構想を発表した。

国家の債務危機への対応策の提案は、アン・クルーガー提案が初めてではない。むしろ輪廻の物語、出世魚の名変わりと少し皮肉を込めて申し上げたいぐらいの歴史がある。その 150 年間の歴史を以下に概観する。

国家が外貨建て債務を返せなくなって起きる危機が、国家の債務危機である。

18 世紀半ばから 19 世紀にかけて、英国など欧州列強が巨額の経常収支黒字を背景に、中南米諸国やインドに投資をするようになった。19 世紀半ばから中南米諸国はたびたび債務不履行を起こすようになった。

たびたび出される債務不履行 (デフォルト) 宣言に投資銀行などの民間債権者が対応するために、1868 年に英国に初めて外国債券保有者協会が設立された。フランス、ベルギーなどにも同様の協会が相次いで成立された。

第一次大戦後は、ドイツが巨額の賠償債務を負い、ローズ案、ヤング案などの債務再編案が実施された。

石油危機後、中南米諸国の債務危機が深刻化し、公的債権の繰り延べ・削減などを行うパリ・クラブ、民間銀行融資債権の繰り延べ・削減などを行うロンドン・クラブの枠組みが活用された。さらに 90 年代半ばからはサブ・サハラ諸国の債務問題の深刻化に対応するため、重債務貧困国(HIPC)イニシアティブが実施されるに至った。

1989 年には、これまでの対応では不十分という認識から、当時のブレディ米財務長官および宮澤大蔵大臣がイニシアティブをとり、新債務戦略が打ち出された。1994 年末のメキシコのいわゆるテソボノス危機では、IMF と米財務省の主導のもと、国際的な協調支援が実現した。このところ、アルゼンチンを中心として中南米で波及 (contagion) のリスクを伴う危機が懸念されてきた。

今後とも、このような流動性危機の発生により、国際的に波及し得る危機が生じるリスクが懸念されている。

2. 主権国家の破産は多数説

国際金融の世界では、主権国家も破産することが多数説になっていると言ってよい。

国家による自らの破産宣言がデフォルト宣言である。また、借金が払えないなら砲艦外交で返済を迫る、というアプローチは採用し得なくなった。

純粹法理としても、絶対的主権免除主義は債務契約においては否定されるのが、少なくとも英米判例では通説となっている。米国などでは、外国主権免除法と判例により、融資契約には主権免除が与えられないことが確立している。

3. 企業破産の法的手続きを国家破産に適用すべきと考える論理

米市場関係者の中には、国家にも米連邦破産法第 11 章による更生手続き (いわゆ

る Chapter 11 による手続き)を適用した方がよいと考える向きがある。

Chapter 11 による手続きは、日本など他国の倒産法制と比べて、債務者にとって有利に出来ている面がある。

債務者は任意に適用申し立てが可能である。日本などの法制では、債務の返済不可能を立証する必要があるが、Chapter 11 による手続きでは、返済不能が厳密に立証できずとも適用が認められる傾向にある。裁判所の命令により、債務履行は自動停止され、債権の種類別に債務の再構成に移る。取締役は退陣不要で、事業継続も可能である。債務整理中も企業再生融資である、いわゆる DIP 融資が借り入れ可能である。

企業倒産はバランスシート上の債権と債務がつりあわなくなった状態であるから、破産メカニズムを発動して早く整理したほうがよいというのが、Chapter 11 による手続きの背後を流れる思想である。米国では、日本などとは破産に対する感覚が大きく違くと法曹関係者は言う。

したがって、国家の債務の整理にも Chapter 11 による手続きを使えないか、という発想が米市場関係者などに生まれるのであろう。

4. 国家の債務危機に対する「事前アプローチ」と「事後アプローチ」

国家の債務危機への国際的な対応策について概念整理をすれば、大別して2つのアプローチになる。債務危機の事前にあらかじめ当事者間で対応を取極めておくという、いわゆる事前アプローチ(ex ante approach)、および債務危機発生後に危機処理を個別に行う、いわゆる事後アプローチ(ex post approach)の2つである。

さらに、債務再編を行うときにどのような解決策を指向するかという、別の切り口もある。この切り口に従うと、債権債務の契約として契約当事者間での解決を求める、いわゆる契約アプローチ(Contractual Approach)、および司法当局など第三者に法的な介入を求める、いわゆる強制的アプローチ(Statutory Approach)の2つに分かれる。

以上の2つの異なる切り口を座標軸に、債務危機への対応策の構想をマトリックスにしてみると、次のようになる。

【表1： 国家債務危機の処理策の概念整理】

	契約アプローチ (Contractual Approach)	強制的アプローチ (Statutory Approach)
事前取極め (ex ante approach)	債券面に注記、 特別多数決などの集団行動条項(Collective Action Clauses: CACs)で債務再構成	国際破産裁判所設立、 Chapter11 手続きの適用、 国家債務再編メカニズム (Sovereign Debt Restructuring Mechanism: SDRM)
事後処理 (ex post approach)	債務再構成で交渉(パリ・クラブなど) 現状の枠組み?	債務国のデフォルト宣言、救済(Bail-out)、「追い貸し」 現状?でも結局は交渉へ?

表1で見るとおり、これまでの債務危機の対応策は圧倒的に事後の処理が多い。

事前アプローチ(*ex ante* approach)と事後アプローチ(*ex post* approach)のどちらがより望ましいかについて、先験的に決めることはできない。

事前に単一の債務再編メカニズムを決めておくことへの懐疑論は根強い。

破産法の体系は各国で違う。最も大掴みに考えても、米英では判例法であり、欧州や日本では大陸法の法令制定主義である。倒産法制のハーモナイゼーションは困難であろう。また、債務危機の最中に債権の掴みどり(*grab race*)競争が発生したり、さらにいわゆる秃鷹債権者(*Vulture Creditor*)やごね得を狙う債権者(*Hold-out Creditor*)は集団行動条項に対してゲリラ的な裁判行動を通じて対抗してくるだろう。その具体的判例が、1997年のいわゆる「エリオット商会対ペルー政府事件(1997 *Elliot Associates vs. Peru Case*)」である。

各国の倒産法制の調和ではなく、IMF憲章の改正を通じてかかる法体系を張り巡らすことが可能だと仮定しても、IMF非加盟国は抜け穴である。

また事前に破綻のルールを定めておくことは、債務国に「破綻しても大丈夫」という経済政策をとらせることにもなりかねない、という債務国政府のモラルハザードを心配する声も大きい。債務危機への対応は、結局、債権国政府や国際機関が債務国に追い貸しして悪い政府を救済しているだけだ、という批判は米保守派論客の中では根強い見方である。95年のメキシコ危機へのIMFの対応を巡り、その後IMF内でIMF資金に対する加盟国からのアクセスリミットの制限の議論が出てきた。

他方、事後アプローチ(*ex post* approach)についても、このアプローチでは債務危機の処理に伴い発生する社会・経済的コストが大きすぎるという批判がある。

国際金融機関が債務国に結局貸し込むことになるのではないか。債権国納税者のお金で債務国の「悪い政府」を救済しているのではないか。かつ、債務危機の最中、債務国の国民は塗炭の苦しみを味わっているのではないかという批判である。

事前手続きと事後手続きの優劣を比較する際には、どちらのアプローチがより社会・経済コストが少なく済むかという観点が重要である。

5. 2つの事前アプローチ: CACs と SRDM

IMFなどの国際機関およびG7当局者が検討を進めている事前アプローチには2つある。集団行動条項(*Collective Action Clauses: CACs*)と、国家債務再編メカニズム(*Sovereign Debt Restructuring Mechanism: SRDM*)である。

集団行動条項(*CACs*)とは、新興市場国政府などが債券を発行する際に、債務再構成が特別多数決でできるよう、あらかじめ券面に集団行動に関する約款を記入しておくものである。

集団行動条項としては、特別多数決条項(*Special Majority Clause*)のほかに、債務返済均分条項(*Sharing Clause*)、特定権利不行使条項(*No Action Clause*)、債券信託契約(*Trust Deed for Bonds*)などがある。

民間銀行の融資債務は、これまでロンドン・クラブなど既存の枠組みで債務再編が図られてきた。1990年代以降急速に、先進国の一般投資家の新興市場国債券保有残高が増え、この債券の取扱いが集団行動条項のポイントとなっている。

この集団行動条項は現在、ロンドンや東京で発行される新興市場国債券にはほぼ入っており、世界最大の外国政府債券の発行地である米国ニューヨークにおいても、モデル約款の検討が進められている。

他方、国家債務再編メカニズム(SDRM)は、昨年12月にアン・クルーガーIMF筆頭副専務理事がこの原型となる構想を提案したことから、アン・クルーガー提案とも呼ばれている。

債務国であるIMF加盟国が債務危機に陥った場合、その債務国はIMFまたは別の公的主体に債務危機と申し入れ、債務支払いを停止し、債権者と債務整理の交渉に入る。この間債務国は資本逃避が発生しないよう、対外資本取引を規制するとともに、IMFとの協議のもと、経済安定のための経済政策を実施する。これがアン・クルーガー提案の大要である。

新たに提案されたCACsとSDRMには、それぞれ数多くの克服すべき課題が指摘されている。

CACsを債券面に入れても、債務危機への対応策としてはうまく行かないのではないかという懐疑論が市場関係者を中心に強い。

CACsを入れれば債券の発行コストが上昇するのではないかという新興市場国の不安が強い。CACsを入れても、債務国政府と債権者の交渉を進める誘因にはならないのではないかという疑問もある。

伊藤隆敏東京大学教授らのように、ロンドンや東京が発行地のソブリン債券にはCACsはすでにほぼ入っており、これはつとめて米ウォール街の問題ではないかとする見方もある。

他方、SDRMについても、うまく行かないだろうと批判する声は大きい。

最初のアン・クルーガー提案に比べて、SDRMでは一定の配慮がされているとはいえ、IMFであれ、他の公的主体であれ、途上国への資金の貸し手と破産裁判所の裁判官は兼職できないのではないかという疑問の声がある。米ウォール街などには、IMFは結局自分の債権を優先的に守るのではないかという疑心暗鬼があることは否定できない。これは利益相反の典型例と目されている。

またSDRMの設立はIMF憲章の改正ではならず、各国の破産法制の改正が必要ではないか、しかしそのような改正は事実上無理だとの指摘もある。

さらにアラン・メルツァー・メロン大学教授らのように、IMFはSDRMを梃子に新たな権限獲得に走っているのではないかという見方もある。

SDRM、CACsのいずれにしても、それ自体が国家の債務危機への根本的な解決策になるものではないという、もっともな指摘もある。ハバード米大統領経済諮問委員会委員長などは、債務危機の解決にはまず途上国政府の健全なマクロ政策や経済成長、持続的な途上国への資金フローが不可欠であるという考え方をとっている。

6. 国家破産法制構想の 20 年の歴史

国家の債務危機に対する対応策は何も CACs や SDRM に始まったわけではない。1980 年代に中南米を中心に累積債務問題が深刻化して以来、さまざまな構想や政策が提唱された。

戦後、公的債権についてはパリ・クラブ、民間銀行債権についてはロンドン・クラブがつくられ、債務国の債務繰り延べや削減に大きく活用された。IMF などの国際機関も経常収支危機の収束に大きく貢献してきた。

1989 年には当時のブレディ米財務長官や宮澤大蔵大臣のイニシアティブにより、新債務戦略が実施された。債務国による健全なマクロ経済政策、債務削減、融資の債券化、国際機関の新規融資などを組み合わせた包括的な対応策である。

以下、1987 年以降の国家破産制度に関する主な構想を表の形で概観してみる。

【表 2： 1987 年以降の国家破産制度に関する主な構想】

年・月	構 想
1987 年	ジョーンズ・ホプキンス大学外交政策学部編「ラ米の債務危機に対する米国のアプローチ」刊行。この中でヘーガー下院民主党銀行委員会筆頭スタッフらが民間銀行債務の削減メカニズムを提案。
1989 年	新債務戦略の実施。
1990 年代 初頭から	ジェフリー・サックス・ハーバード大教授が国際破産裁判所の設立を提唱。
1996 年	G10 財務大臣・中央銀行総裁会議作業部会報告書「国家の流動性危機の解決策」公表される。現実的アプローチとして集団行動条項の推進を提唱。
2001 年 12 月	アン・クルーガー IMF 筆頭副専務理事が「2002 年の国際金融アーキテクチャー」と題したワシントンでの講演において、いわゆるアン・クルーガー構想を提案。
2002 年 4 月	民間部門の債務再構築への関与(Private Sector Involvement: PSI)に関する G7 財務大臣・中央銀行総裁会議共同行動計画の公表。
2002 年 8 月	IMF が国家債務再編メカニズム(SDRM)を発表。アン・クルーガー提案のいわば改訂版。
2002 年 9 月	G7 財務大臣・中央銀行総裁会議声明において、国家債務危機への対応策について来春までに具体的提案の検討を要請。

7. 新しい地平に抜け出るために

国家の債務危機に対して、このように数々の対応策が繰り返し検討されてきたのなら、なぜ、今また SDRM や CACs など新たな構想の検討が必要なのだろうか。

先進 10 カ国財務大臣・中央銀行総裁会議(G10)の作業部会が 96 年 5 月に公表した報告書「国家の流動性危機の解決策」はその背景を説明している。

国際金融市場は90年代以降、高度に統合され、資本フローは瞬時に世界の主要金融市場と投資先を移動するようになった。途上国への資金フローは、新興市場国における資本市場の勃興を背景に、民間資金が政府開発援助(ODA)を凌駕するに至った。民間資金フローの出し手は、伝統的な投資銀行などに加え、新興市場国政府発行の債券を購入する先進国の一般投資家へと広がった。

IMF や世界銀行が設立された半世紀前には、開発途上国の債務危機は経常収支赤字が慢性的に積み重なることで発生すると想定されていた。病気でいえば胃潰瘍による出血のイメージである。

しかし90年代に入り、途上国への資金フローの太宗が、新興市場国政府が発行するソブリン債券の形態で流入するようになると、債務危機の様相は一変した。

ある国に債務危機のうわさが立つや否や、ホット・マネーと俗称される民間資金は一斉に引くようになった。その国は急速な資本引き上げにより、基礎的な経済状態(ファンダメンタルズ)がさほど危機的にならないうちに、外貨の流動性危機に陥ることになった。そしてその危機は、危機の連想により、同じような経済状態にある他の新興市場国へと波及(contagion)することが多くなった。

債務危機は今や、危険な出血熱が症状である伝染病のエボラ熱に例えられるようになった。胃潰瘍とエボラ熱では、治療法も違うだろう。これが、SDRM や CACs がいま熱心に検討されている背景である。

したがって、国家債務危機への確に対応するためには、債務危機の質の変化を正しく認識することが必要である。

経常収支危機から流動性危機へ、一国の危機から波及する危機へという変化である。危機封じ込めには早期に、かつ、債務再編と経済安定のための安定期間(stand still)の確保が不可欠となる。

また、債務国政府と債権者の双方に「債務救済のフリーランチはない」という認識が定着することも必要だろう。

ひるがえって、CACs も SDRM も債務危機の万能薬にはならないという醒めた認識も大切だろう。急激に移動するいわゆるホット・マネーへの対応、また、債務国政府のよい統治(good governance)と債務の持続可能性(debt sustainability)へのコミットはないがしろにされるべきではない。これらの政策は、成長指向の開発政策、健全な債務国のマクロ経済政策、さらに為替相場と資本管理の問題への対処と合わせて、はじめてCACs や SDRM が国家債務危機への対応の「合わせ技」になり得る。

CACs と SDRM は対立概念でなく、相互補完的な仕組みという認識も大事である。他方、債券だけに偏った議論は危険である。融資債権や貿易債務はCACs での対応は困難と予想され、この場合には既存の枠組みや SDRM の活用が求められる。

【席上および電子メールによる意見交換】

1. IMF の役割について

- (1) クルーガー構想の今後について、どう見ているか。

(保井) SDRM をめぐる米ウォール街とワシントンの間での意識の隔絶はこれまで大きかったが、徐々に収束の兆しも見られる。SDRM が CACs の特長を取り入れ、IMF の役割が少しずつ薄くなっているのが実情である。今後もその方向か。

- (2) SDRM の議論がどこまで進んでいるかが見えにくい面があり、実際にどのような影響があるのかをイメージするのは確かに難しい。ただし、企業破産との対比でメリットを想定することが本当にできるのか、疑問もあるのではないか。

(保井) 私的債務とソブリン債務の性格は異なり、国家債務危機の対応策はソブリン債務だけを取り扱っている。どこまでがソブリン債務の枠に入るかという疑問は重要である。

政府の外にある特殊法人の銀行や公社公団、電力などの公営企業体をどう取り扱うかについては議論がある。難しいのは、中南米諸国の公営企業体のように、90年代に入り、大胆な民営化政策により民営化された事例である。実際にはこれらの主体は準ソブリンという市場の認識がある。SDRM は、このように民営化された主体は対象としないという立場をとっている。しかし、果たしてそれでいいのか。これらの主体は暗黙の政府保証(implicit guarantee)を市場で享受している。準ソブリンだから大丈夫とって債務契約を行うこともあろう。

また、一概に債務持続性がない国を斬り捨てることはできない。貸し手もこれまでそのような債務国に貸してきた責任が問われよう。経済発展の与件など初期条件の問題もあろう。債務危機は当該国の悪い統治(bad governance)からのみ生まれるわけではない。

- (3) SDRM が貿易債権や融資債権まで取り込むのは避けるべきである。これらについてはパリ・クラブなどの既存の枠組みがよく機能している。債券債務の再編に的を絞り、CACs に対応するのが現実的ではないか。すべての債務国に一律にメカニズムを適用するのではなく、債務国の状態に応じてグループ分けして対応していくのがよい。その上で最貧国には十分限定された対象の中で債務削減を検討せざるを得ないのではないか。

- (4) 本件については、国際金融協会(IIF)は個別アプローチを主張し、2000年のブラハでの G7 で中間的なアプローチが示されたと記憶している。スタンド・スティルに関する国際金融協会(IIF)の主張はどうか。債務危機に関する私的部門の関与(PSI)のルール化については、借り手のモラルハザードにどう対処するかという問題がある。IMF の監視危機管理能力の強化やコンデショナリティの厳格化が必要だが、IMF の具体策はどうか。

2. 危機防止策について

- (1) すでに発生しつつある問題に対して、被害を最小限にとどめるべく種々の対策を講ずるということに加え、時間はかかるが、当該国・地域の経済が安易にそのような事態に至らないような抵抗力を、各国経済単体として、そして域内経済の集合体としてつけていくことに、より一層の努力を傾注することが必要である。また、後者に関しては、域内の一部において発生した危機的事態の伝播を最小限にとどめるメカニズムの構築が急務となっている。

(保井) その債務危機が波及性のものか、そうではないか、という判断は難しい。90年代後半から、IMFやG7当局は、波及リスクのある債務危機への対応策としては、IMFの一般借り入れ取極め(GAB)から新規借り入れ取極め(NAB)への拡大、早期警戒システムの開発、その基礎となる各国の経済金融統計の整備など、さまざまな施策を講じた。しかし、波及する危機とそうでない危機の明確な線引きは難しいままである。

- (2) 短期資本移動規制は金融危機の抑止に有効な場合もあると、マレーシアやチリの例などで広く認識されるようになってきたと思うが、この点についての意見を伺いたい。

(保井) 債務危機への対応にあたって、ただ貸し込むだけでいいのかという思いは当局者間に共通であろう。アドホックな対応だけに終始する時代の終焉かも知れないと考える当局者もいる。危機への対応について、為替制度をどう考えるかということは大きなトピックスになっている。資本管理の是非をめぐる議論が典型である。数年前までであれば、正直に言って、資本管理の実施は悪の権化とみなされたであろう。しかし現在ではIMFのロゴフ調査局長は為替管理の是非はにわかには判断できないと述べている。

債務危機の解決策について、やや達観したエコノミストは、結局、債務国の経済成長が鍵なのだという。米大統領経済諮問委員会(CEA)のハバード委員長は、ラテン・アメリカの債務国が健全な経済成長を遂げることが本件の解決策だとする。しかしどのような危機の封じ込めがなれれば、安定した経済成長ができる前提が形成されるのか、その点の議論を回避しているように聞こえるのは残念だ。

3. 国家破産のメカニズム

- (1) 前職で地域開発銀行にいた時、ソブリン債務のリスク管理を担当していた。その際、一番頭を痛めていたのは債務国のガバナンスの問題である。債務国の返済可能性のリスクを計る際に考慮しなければならないのは、債務返済能力(ability)だけでなく、返済する意思(willingness)の側面である。私の経験では前者より後者がより複雑なガバナンス問題であり、債務危機へ対応する国家破産制度の議論は、この返済意思に起因する問題に対処するのは難しいのではない

か。また、きちんと債務を返済している「優良国」に対して好意的に作用するような仕組みがない。内戦や飢饉が起こっても債務返済を滞らせない国がある。このように忠実で規律ある国に対して、国家破産制度からはなんら「利益」を得ることはないように思える。問題債務国の救済だけでなく、むしろ優良債務国に対する報酬(rewards)もあるべきではないか。

(保井) 新古典派経済学のガチガチの信奉者なら、グッド・ガバナンスを続けている国は債務を返済できるようになる、国家破産制度は不要ということになるかも知れない。しかし国家債務危機の問題は、一国の規律の問題というより、債務危機が波及するリスクがあるときに、当該国に債務危機に対処する誘因をいかに組み合わせるかという観点が重要だと思う。

- (2) 長期的な構造問題という視点が重要ではないか。国家破産制度について処方箋を考える際の構造理解として、短期のバンクローンなど危機に際して容易に引き揚げる資金から、海外直接投資のように長期の資本フローへ移行を図ったほうが、債務国の持続的経済成長につながるのではないか。投資ポジションがショートからロングになり、資本導入から技術移転につながるという好循環が期待できる。借り手の主張としては、貸す側もリスクを背負い、ローンからよりエクイティにコミットしてほしいという姿勢ではないか。

(保井) その点で参考になるのは、チリかも知れない。チリはデット・エクイティ・スワップなどを活用し、大きな債務危機を2度乗り越えた。いわば債務危機におけるチリ・モデルが検証される期待がある。

- (3) 国際金融機関のソブリン・ローンの貸し出し金利はリスクを反映していないが、そもそも国際金融機関は市場ベースの機関ではなく、借り手が組織の会員という協同組合的な組織である。また、国のソブリン・リスクということで、マクロの債務レベルを見ながら融資上限をつくっているのだから、ここでリスクをコントロールしているといえる。仮に金利格差を案件ごとにつけると、途上国のほとんどのプロジェクトは実施可能性がなくなり、資金が途上国に回らなくなる。また、国際金融機関から途上国への貸し出しにおける貸し倒れ率は極めて低く、それが貸し出し金利を低くしているという考え方もあろう。
- (4) 国内貯蓄を厚くすれば、政府が財政赤字をファイナンスするために国内調達ができるようになる。外貨建ての調達に頭を悩ませる必要がなくなろう。債務国の経済を経常収支黒字体質に持っていくことも大事だが、必要な資金を国内調達できるようにすることも併せて重要である。特に問題国は、貯蓄率が低い上に海外への資本逃避がみられるなど、この面で改善できる余地は大いにあると思う。

SDRM については、最初は民間セクター債権まで対象に含めるというニュアンスだったのが、いつの間にか純粹にソブリン債務の問題に限定されてしまった。ソブリン債務限定ということで、アジアとはあまり関係のないスキームになってしまったという印象を持つ。

(保井)外貨債務の返済の問題と国内貯蓄形成の問題をどこまでリンクできるか。むしろ貿易と開発という文脈か。あるいは金融機能の復元への貢献と貿易との関連ということで、アルゼンチンなどでほぼ壊滅状態にある輸出金融の再建というアイデアもあるかも知れない。

- (5) 背景に債権者の質の変化がある。もともとは債務が返せない場合、以前は一部屋に入れる債権者しかいなかった。今は債券を発行すると何百万人の人が買っており、その人の意見をまとめるためにひとつの場に集まるのは不可能である。たとえば、アルゼンチン政府債務の7割が債券形態である。これら債券は誰がどのような形で持っているのか、一概にはわからない。そういう人たちが債務再編にどのようなかたちで応じるのか。アフリカの国で、国際市場にアクセスがあり、債券が発行できる場所はほんの一握りに過ぎない。他方、そうでない国には、パリ・クラブ、ロンドン・クラブという既存の枠組みで当面動かざるを得ないのではないか。今われわれが直面しているのは、債権者としてかつては存在していなかった個人投資家をどのように本件に巻き込んでいくかという点である。

(保井)米国債券市場の発行総額の6割がジャンク格といわれる。投資不適格だが、高利回りだから投資家は買っている。ジャンク債を発行した企業が破綻すれば、さっさと米連邦破産法のメカニズムに移る。他方、国際市場をみると、投資不適格の国が多い。その国が債務を抱え込んでいる。ウォール街の投資銀行の立場に仮に立てば、途上国政府発行のハイ・イールド債を日々買っているのに、なぜ途上国政府には米連邦破産法のメカニズムが使えないのかということになる。

- (6) 流動性危機はスタンド・スティル・メカニズムだけで対応できるのか。危機到来の速度は早い。焼け跡に到着した消防自動車と火消し組のどちらが消火に役立つか議論してもはじまらない。国家による資本移動規制を公式に容認するほうが、応急処置効果が高いのではないか。

4. 日本の役割

- (1) 国家破産制度を巡る国際的な検討において、日本はどのような役割・責任を果たしていくべきなのか。

(保井)本件は当局でいえば、財務省、金融庁、法務省、外務省などこれまで多岐にわたって関心が拡散しており、日本の英知を集める工夫はこれからである。日本の関係者としては、アジア通貨危機の体験に鑑み、持続的な経済成長の確保と債務危機の早期安定へのコンセンサスは得られやすいと考える。金融危機の波及を食い止めるために、資本管理などの手段も含め、総合的な債務危機対応パッケージを考えざるを得ないのではないか。その際、債務国国民の民生安定の視点を忘れてはならない。

- (2) ソブリン債務の議論で、借款を援助の主軸のひとつと位置づけている日本は、特に存在感ある論陣を張るべきだと痛感する。特に東アジアの経験から、(イ)貯蓄奨励と(ロ)経済計画の重要性はこれまで十分指摘されてきた。具体的には、(イ)郵貯など貯蓄制度の普及や(ロ)経済計画策定の能力構築などの地道な活動の支援に、日本は大きく貢献してきた。国家破産制度という制度の議論を超えた、持続的開発のための資源動員および資金のストックとフローのあり方に議論を進めていく必要があるのではないかと感じる。
- (3) 日本の視点としては、現在の対応では市場任せで実質的に米ウォール街の論理で私的債権部分の対応が決まってしまうのに対して、どう網をかぶせるのかだと思う。簡単に破産してしまうことに対して厳しい日本人の視点が SDRM にしっかりと入れば、現状よりもよいと思う。

5. 他機関の役割

- (1) 友人でテキーラ・ショックやタイ発のアジア危機を資金運用担当者として経験した者からは、危機に際してはいかに早く情報を収集し、逃げるかということが重要と聞いている。彼は、理想的には国家が破産しないように、各国への危機の影響が大きいと思われるメキシコ、ロシア、ブラジルについては、準備金制度のような形で債務危機への対応の原資をデポジットさせるようなスキームを、国際金融機関や G7 に考えてもらいたいと言っていた。
- (2) IMF の対応だけでなく、世銀の役割についても議論が必要である。国際破産手続きを執行する新しい国際機関の創設には慎重であるべきだ。誰がこの新しい機関のコストの大半を負担することになるのか。

6. その他

- (1) 本件について、債務者と債権者の間での意見の違いはあるのか。
(保井) 借り手はどう考えているのかなかなか見えてこない。借り手からの議論はほとんどない。債務国の国民の声はワシントンには届きにくい。ジュビリー2000はその意味で例外的な運動であった。
- (2) 90年代の債務に関する議論のひとつとして、ジュビリー2000による債務削減運動があった。ジュビリー2000のウェブサイトにはこれと類似の議論が書かれている。IMFのSRDMについてのウェブサイトを見るより、ジュビリー2000の債務削減アピールのほうが共感を呼ぶ向きもあろう。米ウォール街のセンチメントはある程度理解するが、債務危機対応の法体系や市場行動のあり方について、日本からみると、正直なところギャップを感じる。たとえば主権免除については、途上国政府に融資を出す時は、主権免除の放棄、担保の規定、準拠法は英国法か米国法かなどと厳しい契約交渉を行う。日本の倒産に関する法体系は、このような業務慣行からみて遅れているのではないかと感じている。

ここがスタートラインなので、米ウォール街の本件に対する反応には違和感を感じる。

(保井) 日本における主権免除の確定判決は戦前の大審院判決しかなく、しかも絶対的主権免除の法理を適用している。もっとも、ビジネスの慣行としては主権免除の制限が広がっているが、判例はまだ確定していないといってよい。

- (3) 世界の潮流が制限主権免除主義に傾く中、日本ではまだ明確でない面が多い。海外の金融当局からも、円建て資産にかかる主権免除の実態について懸念の声を聞く。ただし、中央銀行の保有資産については国家資産より主権免除を広く認める国が多いようである。最近では、日本でも制限的免除主義を認める判例が出始めているようである。

また米連邦破産法との類縁性でいえば、Chapter 11 よりも地方公共団体の破綻処理を定めた Chapter 9 のほうが適切である。さらに日本における民事再生法の制定は Chapter 11 の主旨をある程度取り入れたものと理解している。

ごね得債権者については、過去それが問題となった事例はほぼなく、必要以上にそのリスクが誇張されている側面がある。スタンド・スティルについてはごね得債権者の抑止の面から説明されることが多いが、実際は、信託会社の権限強化や、期限の利益喪失条項にかかる必要多数決の見直しなど、既存の枠組みを使ってスタンド・スティルを活用して対処することができるように思われる。

米ウォール街の CACs に対する姿勢はかなり変化してきている。TBMA や EMTA といった債券関係の業界団体を中心に、CACs のモデル条項を策定する動きが進んでいる。多数決による債券の条項変更を禁じた現在の取引慣行も見直される方向と聞いている。主要市場の足並みはそろいつつあるのではないかと。国際的なソブリン融資契約には CACs がすでに入っていたと記憶している。

アラン・メルツァー・メロン大学教授はいわば債権買取機構の国際版を提唱しており、この提案はさらに真剣に検討される余地がある。IMF は CACs と SDRM は相互補完的であると主張しているが、市場参加者の見方は別のようである。国際金融協会(IIF)はその主旨を記したペーパーを公表している。

- (4) アラン・メルツァー・メロン大学教授らは、保守系シンクタンク AEI 付属のパネルでの声明として、SDRM を戒め、CACs を採用すべきという声明を出した。同声明は IMF 協定を改正し、CACs の採用を加盟国に義務づける、CACs 採用を IMF の金融支援の条件とするなどという提案を行っている。

しかし、この提案は CACs を強制的(statutory)に手当てさせることになり、契約(contractual)アプローチであるはずの CACs の質が変わることを意味する。まだどのように IMF 協定に書き込むのか、といった疑問もある。またかかる手当ては、短期的な危機対応に果たして有効なのか。このような疑問に CACs 支

持派はどのように答えるのか、はっきりしない。

【参考リンク】

G10 作業部会報告書「国家の流動性危機の解決策」(1996 年)

<http://www.bis.org/publ/gten03.htm>

アン・クルーガー提案や SDRM など IMF の本件に対する取り組み

<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdrm.htm>

これまでの G7 蔵相中央銀行総裁会議における本件の取り扱い

<http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin>