

国際金融危機における「民間セクター関与」

富士総合研究所 小野有人

< 報告要旨 >

1990年代後半に新興市場諸国で発生した一連の国際通貨・金融危機は、グローバル化の進展した国際金融システムの負の側面を示すものとして注目された。その後、国際金融危機を未然に防ぐとともに、万一危機が発生した時に速やかに解決するにはどのような制度的・政策的な枠組みが望ましいのかについて、多くの提言がなされてきた。いわゆる国際金融アーキテクチャー（International Financial Architecture）の議論である。

国際金融アーキテクチャーをめぐる議論のなかでも、とりわけ意見の収斂がみられないのが「民間セクター関与」（Private Sector Involvement、以下「PSI」）と呼ばれる論点である。これは、国際金融危機の解決にあたって、IMFなどの公的セクターだけでなく、投融資を行なった民間セクターも応分の負担をすべきという考え方である。PSIが国際金融アーキテクチャーの主要論点として浮上した背景には、90年代後半の「資本収支」危機に対応するための十分な資金がIMFに欠けていることや、「IMF融資を期待した民間セクターが新興市場諸国への投融資リスクを過小評価したこと」（貸し手のモラルハザード）が危機の一因との認識が広く普及したことがある。

現在、PSIをめぐる議論の焦点は、民間関与の「ルール」を制度的に設けるべきか、それとも、ケース・バイ・ケースかつボランタリーな形で関与を求めるべきかという点に収斂している。ルール化されたPSIの具体策としてとくに注目されているのは、IMFの承認に基づく債務支払いの一時停止（いわゆる「国家破産制度」の創設）と、ソブリン債券への集団的行動条項の挿入である。これらの提案の狙いは、債権者の協調行動を促して円滑に債務を再構築し、危機による債務国への打撃を小さくすることにある。しかしPSIのルール化には、デフォルト・コストの減少により、債務国の危機回避にむけたインセンティブが低下するという弊害がある（借り手のモラルハザード）。国内倒産法では、裁判所などが企業経営者の交代や資産処分に関する権限をもつことで借り手のモラルハザードが抑制されている。実効性ある借り手のモラルハザード防止策なしにPSIのルール化を推し進めれば、国際的な資金フローが細ることにもなりかねないであろう。

PSIのルール化の難しさは、借り手のモラルハザード防止という事前的効率性の確保と、危機に陥った新興国の打撃を軽減するという事後的効率性の改善とがトレードオフ関係にある点に帰着する。倒産法制が事実上存在しないソブリンを借り手とする国際資本取引の場合、危機にも借り手に規律を与えるという積極的な役割が存在する。新たな国際金融システムの構築にあたっては、こうした「負債の規律」がもつプラス面をできるだけ損なわ

ないようなバランスのとれたアプローチが必要である。そうした施策として、PSIのルール化を推進するのであればIMFコンディショナリティの厳格化などの「借り手のモラルハザード」抑制策を併せてとること、すべての国が加盟する世界的な保険機構を設立して、加盟国が自らの信用リスクに応じた保険料を支払うこと（「国際保険機構としてのIMF」）を提言する。

< 討論者からのコメント >

名古屋大学 久保田 隆

・ 全体的な印象

- 「国際金融アーキテクチャー」を巡って、政策論や経済的な実証研究を含む広範な部分につき、海外における最新かつ主要な議論を簡潔明瞭に紹介されており、これらの議論はこの分野の必須知識でありながら、日本においてはほとんど紹介されてこなかったことも併せて考えますと、大変有意義なものであると思います。
- 従来への貸し手のモラルハザードに着目した政策論に対し、借り手のモラルハザードに着目した大胆なご提言がなされており、今後、モラルハザード論およびご提言内容の実現に向けた更なる精緻化が大いに期待されます。

・ 個別論点

1. 借り手のモラルハザードと貸し手のモラルハザードの関係

- 本分析において最も重要なモラルハザード論についてももう少し教えて下さい。例えば以下のような点についてどのようにお考えでしょうか。

- 「貸し手のモラルハザード」は「借り手のモラルハザード」でもあるのではないかと？
- どちらが重要なのか、実証的論拠はあるのか？
- 借り手のモラルハザードの度合いは経済実態によって異なるのではないかと、一生懸命頑張る余地が生まれるのではないかと？

2. コンディショナリティについて

- ご提案のあったコンディショナリティの厳格化は、アジア通貨危機以降のコンディショナリティ見直し・簡素化の動きと一見反対する動きのようにも見えますが、具体的にはコンディショナリティ見直しの議論の中でどのように関わってくるとお考えでしょうか。

3. CACの有効性

- CAC挿入の有効性についてお尋ねします。第一に、CACの挿入を任意とした場合と強

制にした場合とで有効性にどのような相違がみられるとお考えですか。第二に、CACにおいて実際に多数決で個々の債権者の権利を制限することとなった場合、個々の債権者が集まって多数決によるコンセンサスを形成することは意外に難しいのではないかと思います。例えば、シンジケートローンのように、債権者が少数の銀行で同質性が高い場合はコンセンサスを得やすいのですが、通常のソブリン債で、多くの半素人の投資家が各国に跨って絡んでいる場合には、現実のコンセンサス作りや債権者集会の運営が難しくなるため、実際にはあまり効果がないかもしれないという懸念が生じるのですが、如何でしょうか。第三に、スタンドスティルよりもCACを重視することですが、スタンドスティルの企図する効果をCACで代用することはどの程度可能でしょうか。

4. 提案事項に関する質問

- 「信用リスクに基づく資本課税や保険料賦課」というご提案を実現していく上で、今後課題となる点についてやや細部に互いますが、ご質問いたします。

- 信用リスクを誰がどのように判定するのか？
- 新興市場諸国の資金調達が困難にならないか？
- IMFの「投票権」としてのクォータと「保険料」としてのクォータの関連は？

< 討論者からのコメントに対する回答 >

1. モラルハザードについて

- 「貸し手のモラルハザード」が存在する場合、それは「借り手のモラルハザード」でもあるのではないかとのご指摘はその通りです。救済されるのは貸し手でもあり借り手でもあり、これは、預金保険で救われるのが預金者であり金融機関の株主であると同じロジックです。
- 本報告で（あるいは一般に）「借り手のモラルハザード」と呼んでいるものは、上記のIMF貸出に伴うモラルハザードではなく、メディア等で時に *strategic default* と呼ばれるものです（一般的な用語法にしたがいましたが、ややミスリーディングであったかもしれません）。一般に、情報の非対称性があって、貸し手が借り手の真の財務状況を認識することができない状況の下では、借り手には故意にデフォルトするインセンティブがあります。徴税権をもつソブリン債務者（国）の場合、*Laffer curve* の頂上があまりに低すぎる場合を除き、常に頑張れば返済する余地があり、ソブリン債務者は、常に増税などに伴う経済的・社会的コストとデフォルトしたときのペナルティを比較考量して行動していると考えられます（現在のアルゼンチンは典型的な事例）。

- 企業や個人の場合、国内倒産法制等により、デフォルトのペナルティ（資産の差し押さえや経営者の交代、株主責任など）が大きいため、意図的なデフォルト（strategic default）は一般に回避されていると考えられます。しかし、本報告で述べたように、債務者が国の場合、清算はありえませんが、政権交代を命じるわけにもいきません。90年代に新興国の資金調達手段として債券が主流になったのには、こうしたインセンティブ構造（デフォルト時のペナルティ小）を踏まえた「歴史の知恵」としての側面があると考えられます。

2. コンディショナリティについて

- IMF コンディショナリティに対する批判は、地域経済の実情に疎い IMF の監視能力・危機管理能力に対する疑問から出たものだと認識しています。新興国経済の実情にやはり疎い私には判断能力がありませんが、こうした批判が妥当するのであれば、なおさら仲介者としての IMF の役割を高めるべきではないと思われます（本報告では「仮に PSI のルール化を推し進めるのであれば」と条件付きで論じている）。
- 本報告では、IMF の役割を「預金保険」とのアナロジーで述べましたが、仮に IMF の本質的な役割を危機に対する「保険」提供者に求めるのであれば、多くの保険がそうであるように、事前の（危機以前の）コンディショナリティ（ex ante conditionality）のウェイトを高めることが考えられます。ただし、事前のコンディショナリティを課している「予防的クレジットライン」（CCL）が普及していない現状を踏まえると、実現がなかなか困難かもしれません。

3. CAC の有効性について

- 強制であろうと任意であろうと挿入後の有効性は同じと考えられます。任意であれば、これまでの PSI と何ら変わるところはありません。一方、強制する場合には、その手段をどうするのか、強制に伴う弊害と利益（債権者の協調行動の促進）をどう判断するかの問題になります。
- CAC が、債務再構築に際して債権者のコンセンサスを得るうえで本当に有効かどうかは見解が分かれています。市場関係者は概して否定的です。
- 国家債務に関するスタンドスタイルを提唱しているクルーガー IMF 筆頭副専務理事は、CAC に関して以下の問題点を指摘しています。既存の債券には無効、ソブリン債務者はシグナリングの観点から消極的（CAC 挿入により自らが「悪い」債務者であると誤解されかねない）、同種の債券だけが対象となるため幅広い債務再構築には無効。他方で、CAC には、仲介者・裁定者としての IMF の能力に依存しないというメリットがあり、最終的にはその比較考量によると考えられます。

4 .「信用リスクに基づく資本課税や保険料賦課」について

- 信用リスク判定を誰がどのように行なうかは、銀行規制における可変預金保険料設定の議論と同じく困難な問題ですが、保険数理に従った何らかの formula を設けるしかないのではないか、という印象をもっています。なお、もし信用リスク算定の手法が正しいのであれば、「悪い」新興国の資金調達が困難になることは望ましいことと考えられます。
- これまでの「投票権」としてのクォータは、IMF の「株主」としての立場からのものだと理解しています。一方、保険機構として IMF をみる場合、加盟各国は「被保険人」としての立場で参加することになります。したがって、本来はクォータを二元化して整理するのが整合的と思われます。