

グローバリゼーションと短期資本移動規制

石 原 洋 介

はじめに

1980年代以降、先進国だけでなく開発途上国においても金融のグローバル化が急速に進められ、それに伴い、国際取引における金融取引の比重がきわめて高くなっている。98年4月に国際決済銀行（BIS）が主要43カ国の中央銀行に呼びかけて行った市場調査によれば、同年4月中の当該国における外国為替取引の一日当たりの平均金額（同一取引の売り手と買い手の二重計算を除いた金額）は、1兆4900億ドルであった¹⁾。一方、全世界の貿易額は年間で約7兆ドルであり、資本取引の比重は貿易取引とは比較できないほど大きくなっている。しかも外国為替取引の一日の平均量は、86年に1880億ドル、92年に8200億ドルと、金融のグローバル化が進んだ80年代後半以降、急激に増大している。

金融グローバル化によって急増した国際資本移動は、短期的利益を求めて世界中を駆けめぐるようになったが、その影響はとりわけ開発途上国において深刻である。なかでも90年代における一部の東アジア諸国の急成長（他方で、他の途上国における経済成長の停滞）と97年のアジア通貨・金融危機は、現代の金融グローバル化の持つ多くの問題点を浮き彫りにし、金融グローバリゼーションを巡る激しい議論を喚起している。

金融グローバル化は開発途上国の経済発展に如何なる影響を与えるのか。また開発途上国経済にとって如何なる国際金融システムが求められているのか。本稿では、以上の問題を考察するために、以下のような構成になっている。第一節では、近年の金融グローバル化の経緯と、その理論的基礎である新自由主義理論の

考え方を紹介する。第二節では、アジア通貨危機の要因として、金融グローバル化が開発途上国の経済発展を歪めている現状を考察する。第三節は、新自由主義理論への批判であり、第四節では、前節の議論をふまえて、いかなる国際金融システムが必要とされているかを論じている。

1 金融グローバル化と新自由主義理論

戦後、各国間の経済的相互依存関係が深まり、国際的金融取引が増加すると、国際金融市場であるユーロ市場の発達が促され、80年代になると巨額の資金がユーロ市場を通じて運用されるようになった²⁾。規制のない自由な取引が可能ならユーロ市場は安いコストで自由に調達でき高利回りで運用できたため、従来は国内で資金を調達していた多国籍企業も次第にユーロ市場を選好するようになり、他方で規制に縛られた先進諸国の国内金融市場はユーロ市場に対して競争力を失っていったのである。こうして、各国は、金利の自由化や資金移動規制の緩和を通じて、国内金融市場の空洞化を防ぐ必要に迫られたのである。

こうした状況を背景に、イギリスでサッチャー政権(1979年)が、そしてアメリカでレーガン政権(1981年)が誕生すると、小さな政府と規制緩和を軸とした自由主義経済政策が推進されるようになり、同時にIMFや世界銀行(世銀)においても、開発途上国への経済発展支援方針に大きな変化が生じた。従来、IMFや世銀では、市場の未発達な途上国が先進国にキャッチ・アップするためには政府が積極的に開発をリードすべきであると考えられていた³⁾。ところが、81年にW・クローセンが世銀総裁に着任すると新自由主義派へとスタッフ人事が一新され、世銀とIMFは協力しながら途上国に対して融資の条件として新自由主義的な「構造調整」を迫るようになった⁴⁾。具体的には融資条件(コンディショナリティー)として、総需要抑制政策によるマクロ経済の安定化という従来からの条件に加えて、価格統制の緩和・撤廃、流通面の独占廃止、貿易保護主義の是正、国営企業の合理化・民営化、投資環境の改善など、政府による市場への介入を排除し市場メカニズムの構築を促し、金融面でも自由化・規制緩和によるグローバル化を求めたのである。

では、金融グローバル化はどのように途上国の経済成長をもたらすのか。IMFの元副専務理事のS. フィッシャーは、金融グローバル化により国際的な資本移動を自由にすれば「貯蓄の地球規模での効率的配分を促し、資源を最も生産的な利用に振り向けることに役立ち、したがって経済成長と経済厚生を高める。個別の国の観点から見ると、その便益は、投資可能な資金プールの増加、および国内居住の外国資本市場へのアクセスが高まるという形態をとる。国際経済の観点から見ると、資本勘定を開放することは、各国が貿易と投資をファイナンスでき、より高い所得水準が得られる回路を広げ、多角的貿易システムを支えることができる」⁵⁾と述べている。

しかも、新自由主義理論にとって市場は、アダム・スミスの見えざる神の手が完全に機能するという仮定に基き、効率性と経済成長を実現する万能の装置であるため、市場機能を歪めないために政府による経済への干渉を可能な限り排除することが望ましいと考える⁶⁾。それが市場の未発達な開発途上国においてもである。

さて、こうした新自由主義的政策に基づく経済発展は、どこまで成功したと言えるのだろうか。80年代末以降、市場経済導入と金融自由化の推進によって、輸出志向型の経済発展を達成したのが東アジア諸国である。ところが、その東アジアの成長も97年にはアジア通貨危機により終焉を迎え、大きな経済的打撃を受けた。グローバリゼーションは東アジアに何をもたらしたのか。次節では、その点を考察してみたい。

2 グローバリゼーションとアジア通貨危機

2-1 ASEAN 諸国の金融自由化と通貨危機

ASEAN 諸国⁷⁾は、80年代半ば以降、各種の優遇措置や外資出資比率規制の緩和などで、直接投資の導入を促進し、輸出志向型の工業化を推進した。ちょうど85年のプラザ合意以降の円高ドル安で日本企業の国際競争力は、低下し、生産コストを抑えられるアジアへ生産拠点を移す日本企業が多く、アジアへの直接投資が急増した⁸⁾。

当時、ASEAN 諸国は投資家の為替リスク軽減のために、自国通貨とドルとの

為替レートを固定するドル・ペッグ制を採用していたため、円高ドル安によるアジア通貨安は、アジアの輸出産業にとって追い風となった。ドル・ペッグ制は制度を採用した途上国政府側が、必要に応じて為替介入を行い人為的にレートを一定の変動幅内に維持する制度であり、こうして海外の投資家や国内企業は途上国政府の負担のもとに為替リスクを考慮することなく国際的な資金移動を行うことが出来たのである。

ASEAN 諸国の対外開放が進みグローバルな世界経済への統合が進むと、金融制度に対する自由化圧力が働くようになり、各国が採用している金利上限規制や、金融業務垣根規制、金融機関の参入規制などの諸規制は、アジア投資を行う側から見ると金融市場の効率性を低下させ、投資を妨げると考えられようになった。途上国の側でも、途上国間で外資獲得競争が激化する中で、「自主的に」IMF や世界銀行による金融市場の自由化勧告に従い、段階的な金融の自由化、規制緩和を進めていった。

こうして90年代に入るとグローバリゼーションを推進した東アジア諸国へ大量の資本流入が起こった。これらの資本量の推移には、表1に見られるように顕著な特徴がある。まず90年代のエマージング・マーケット全体への民間資金の流入の量的変化を見ると、メキシコ通貨危機が発生した94年の減少を除き95年までは全体としては急激な増加傾向にあり、96年に減少に転じ、97年のアジア通貨危機で激減しその後は停滞している。(アジア諸国では、メキシコ通貨危機の影響は少なく、資本流入は増加している)

アジア諸国にも96年まで大量の民間資本が流入し、特に94年から96年までは全エマージング・マーケットへ流入した資本の約半分は、アジア諸国向けだった。90年代前半にアジアに資本が流入した背景には、ASEAN 諸国のマクロ経済状態が比較的安定的だったこと、世界的な多国籍企業の生産拠点再配置のなかで安くて勤勉な労働力の多いアジアへの生産拠点の移転が活発だったこと、先進国金利が低水準にあるなかでアジアは高金利だったこと、規制緩和や金融自由化が外資の受入れを促進したこと、などが考えられる⁹⁾。しかし、アジア通貨危機におそわれた ASEAN 4 および韓国を中心に、97年以降は資本流出が続いている。この

表1 エマージング・マーケットへの民間資本の流入(1990—2001年)

(単位: 10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
エマージング・マーケット全体												
民間資本流入	43.8	110.4	112.6	172.1	136.3	226.9	215.9	147.6	75.1	80.5	70.9	127.8
直接投資	18.5	31.6	35.4	59.5	84.0	92.6	113.2	138.6	143.3	149.8	153.0	144.6
ポートフォリオ投資	15.7	27.1	56.1	84.4	109.6	36.9	77.8	52.9	8.5	23.3	30.4	33.5
その他	9.5	51.7	21.1	28.3	-57.3	97.4	24.9	-43.9	-76.7	-92.5	-112.5	-50.3
公的資金	23.1	34.5	21.2	17.2	3.4	11.8	0.4	23.5	44.7	3.0	14.4	6.6
ASEAN 4 + 韓国												
民間資本流入	24.0	27.9	29.0	31.8	36.1	74.2	65.8	-20.4	-25.6	-24.6	-40.6	-18.1
直接投資	6.0	6.2	7.3	7.6	8.8	7.5	8.4	10.3	8.6	10.2	12.0	7.2
ポートフォリオ投資	0.6	3.2	6.4	17.2	10.0	17.4	20.3	12.9	-6.0	6.3	6.6	3.0
その他	17.4	18.4	15.3	7.0	17.4	49.2	37.1	-43.6	-28.2	-41.2	-59.2	-28.3
公的資金	0.3	4.4	2.0	0.6	0.3	0.7	-0.4	17.9	19.7	-4.7	5.0	-1.9
その他のアジア諸国												
民間資本流入	-4.2	7.0	-8.3	25.6	27.5	30.8	38.3	19.1	-17.0	-2.5	10.6	10.3
直接投資	3.2	8.3	8.4	26.3	38.3	39.1	44.6	45.1	49.7	39.6	41.3	39.3
ポートフォリオ投資	-3.0	-2.0	2.6	4.6	1.8	-3.2	-7.4	-9.4	-11.9	-11.9	-0.4	-3.5
その他	-4.4	0.7	-19.3	-5.3	-12.7	-5.1	1.1	-16.7	-54.7	-30.2	-30.4	-25.6
公的資金	5.3	6.5	8.3	7.9	10.4	5.8	4.1	3.7	7.9	3.8	5.1	8.6

(注1) 数値は全てネットである。

(注2) エマージング・マーケット全体とは、韓国、シンガポール、台湾、イスラエルを含む全ての開発途上国を指す。

(注3) ASEAN 4 はインドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア。

(出所) IMF, *The World Economic Outlook Database*, April 2000 (downloaded from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/01/data/>, on August 20, 2002)

ように97年を転機に、世界的な民間資本の流れは大きく変化した。

次に ASEAN 4 および韓国に流入した資本の構成比率を見ると、他の地域や他のアジア諸国と比べて直接投資の比重の低さと、ポートフォリオ投資や「その他」の増加が目立っている。「その他」の資本流入とは主に民間の融資であり、その中でも短期のものは投機的性格の強い資本である。こうした短期的資本は、中長期の貸付けや直接投資と比べて、いざというときに国外への流出が容易であり、投資する側にとってリスクが少ない反面、投資受け入れ国側にとっては金融の不安定性の要因になりやすい¹⁰⁾。

こうした流入資本の運用先も、輸出産業の設備投資に向けられるだけでなく、不動産や株などの投機資金が増大するようになり、タイなどでは経済のバブル化

が起こった。指標を取りやすい株価で見ると、タイの株価(SET 株価指数の年末値)は90年の612.86からピークの93年に1,682.85急上昇し、96年でも1,280.81と高水準を示している。他のASEAN諸国でも92年頃から94年にかけて株価は急上昇し、約2～3倍になっている¹¹⁾。

しかし、ASEAN諸国の急成長も95年4月25日のG7で「(ドル)の秩序ある反転プロセス」が合意され円安ドル高が進むと、円高の下で相対的に高い国際競争力を有していた東アジアの輸出産業の競争力は失われ輸出に急ブレーキがかかるようになった。さらに強力な後発のライバルである中国・ベトナム経済の台頭がはじまると、ASEAN諸国の輸出産業は翳りを見せ始め、国際競争力を失った東アジア諸国の通貨は割高となり、通貨切り下げ圧力が働くようになったのである。

97年に入ると通貨下落を予想したヘッジファンドなどによる通貨攻撃にタイ通貨のパーツがさらされるようになった。ドル・ペッグ制の維持に固執するタイ中央銀行は必死にパーツを買い支えたものの、外貨準備の枯渇によって、ついにドル・ペッグ制の維持を放棄しパーツ切り下げと管理変動相場制への移行に追い込まれてしまった。パーツの下落はタイから資本の大量流出をもたらした。また、通貨下落によってドル建て債務が膨張し、国内企業・金融機関の資金繰りを悪化させた。通貨危機は金融危機へと発展したのである。

自由な金融市場を維持する限り、資本の流れが一方的になっても、それに歯止めをかけることは困難である。しかもタイの通貨切り下げの影響は、バブル化した経済や膨大な短期外国債務、ドル・ペッグ制等の似たような構造にあると思われた近隣の東アジア諸国に「伝染」し、さらにロシア、南米へとその影響は拡大した。

ASEAN4および韓国から流出した資本は、「その他」が飛び抜けて多く、ポートフォリオ投資も大きく減少した。一方で直接投資は通貨危機を経ても減少することなくむしろ増加した。直接投資は、確かに海外への逃げ足が遅い資本ではあるが、危機にもかかわらず流入額が増加した(その原因については後述)。

こうして一時は「東アジアの奇跡」とまで賞賛された東アジア経済は、一転し

て世界的景気後退の引き金になり、通貨危機の影響が深刻だった東アジア4カ国（タイ、マレーシア、韓国、インドネシア）のうちマレーシアを除く各国はIMFの緊急支援に頼ることになった。しかし、緊急融資によって国際金融システムは維持されたものの、IMFから提示されたコンディショナリティーは、途上国にさらなる金融自由化を迫るものであった。

2-2 IMF 緊急融資と通貨危機以降の金融の自由化

IMFがアジア通貨危機国に対し課したコンディショナリティーの特徴は、従来型の金融危機で取られたような財政面・金融面での緊縮政策とならんで、金融セクターの構造改革がプログラムの中核として位置づけられた点である。具体的な内容は国により相違があるが、国際基準に照らして存続不能な金融機関の整理、存続可能な金融機関の体力強化、規制監督の制度・体制の強化等が共通して実施された。

その他にも、インドネシアでは、農産品の輸入・販売独占と価格規制の3年間での原則廃止、上場企業への外国投資家の49%所有制限の廃止、外国投資家に開放された業務領域リストの拡大など広範な国内規制の緩和、対外開放措置が含まれた。また韓国では、貿易関連補助金や制限的輸入許可等の廃止による貿易自由化や、外国金融機関の国内金融機関吸収合併への参加、外国金融機関による銀行子会社、証券会社設立許可、外国銀行による国内銀行株式の無制限購入、外国人の上場株式所有制限引き上げ、企業による外国からの直接借り入れ制限廃止のタイムテーブル作成などの資本取引自由化、そして外部監査や、ディスクロージャーの充実、一般的な会計基準による企業バランスシートの透明性向上、そして政府の銀行経営への介入取りやめなど企業構造やガバナンスの改善といった広範囲にわたる構造改革が求められたのである¹²⁾。

これらの措置は、金融の自由化をさらに進め、グローバルスタンダードの受け入れを迫るものである。IMFでは、このような改革は、通貨危機国への「信認回復」、「信認を再確立」のために必要と説明しているが、それはIMFが危機の原因を、「金融システムと、より少ない程度にはあるが、ガバナンスの脆弱性

から生じた。…民間部門の支出と資金調達に関する決定が危機につながったわけであるが、危機はガバナンスの問題、特に政府の民間部門への関与及び企業と財政の会計や金融経済データの提供における透明性の欠如によりいっそう悪化させられた」¹³⁾と分析していることに基づいている。

つまり、自由な金融市場が形成され、国際基準に基づいた経営が実施され、その情報が公表されさえすれば、投資家の信頼が回復し、再び投資を回復させることが可能だというのである。構造改革者として途上国の金融自由化の旗振り役をしてきた IMF は、危機発生以降もなお、自由な国際金融市場の形成に邁進したのである。

2-3 直接投資の変容

通貨危機の結果、新興市場国からは大量の短期資本が流出したわけであるが、一方で、直接投資の動向についても危機の発生以降、大きな質的变化が見られる¹⁴⁾。通貨危機の影響が大きかった ASEAN 4 および韓国への直接投資流入額で見ると、危機の発生以前も以後も大きな変化は見られず高い水準を維持している。しかし、その内訳を見ると直接投資の中で外資系企業（特に欧米企業）によるアジア企業の M&A が危機以降急増し、96年には直接投資流入額に対し M&A の売却額の比率は96年の13%から97年29%、98年74%、99年102%、2000年70%と急増した¹⁵⁾。これは中国、香港、台湾、シンガポールなどの直接通貨危機に見舞われなかった地域と対比したとき顕著な傾向といえる（4カ国の同数値は96年9%、97年14%、98年3%、99年15%、2000年8%である）。

アジア通貨危機国で特に M&A が活発化しているのはなぜか。まず、通貨危機により危機国の株式は低迷している上に、アジア諸国の通貨下落により以前に比べてドルベースでの買収価格が大幅に値下がりすることになった点があげられる。しかも、通貨危機によって経営難に陥った国内企業の多くが、事業を外資へ切り売りに動いたため、買収案件も豊富で買収価格も押し下げられた。さらに、外貨獲得を迫られた通貨危機国の各政府が、外資を誘致するために出資規制の緩和や、敵対的 M&A の解禁など、M&A を促進する環境作りに積極的に取り組ん

だことが、M&Aを増加させたのである。

このようにグローバル化した金融市場は、東アジア諸国を通貨危機へと陥れただけでなく、危機以降も、先進国企業に新たな投資機会を提供したのである。途上国が直接投資を積極的に受け入れたのは、資本と技術の蓄積によって国際競争力のある民族資本を育成し自国経済の自立的発展の中核産業とするためであった。外資による企業買収は、途上国の民族的な誇りを傷つけるだけでない。買収する側の企業は、生産コストの削減によってグローバル競争を勝ち抜くため、将来、東アジア以上に有利な生産拠点を見つければ、再び国外へ流出していく可能性が高いのである¹⁶⁾。

3 「21世紀型金融危機」と新自由主義理論の矛盾

3-1 「21世紀型金融危機」の特徴

アジア通貨危機は「21世紀型金融危機」(IMF カムドシュ専務理事)と言われるように、いくつかのこれまでにない特徴を有している。例えば平田氏は、以下の4点を指摘している¹⁷⁾。①巨額の民間短期資金(内外金利差を狙うホットマネー、民間企業のオフショア市場などを通じての短期借入など)の国際移動が広範囲に連鎖的に発生した。②IMFが登場して支援パッケージがまとまるまで、あるいはまとまってからも通貨や株式は売られ、IMFの「お墨付き機能」の低下が目立った。③危機の生じた国々には共通して、自国の金融システムに脆弱さを残したまま、金融市場の自由化/規制緩和を急速に進行させたという跛行性がみられる。④各国企業の間接金融依存・対外借入急増など資金調達面での偏りの弊害が顕在化し、結果として企業セクターが最も重い債務負担と債務不履行に陥った。

これを従来の金融危機と比較してみよう。80年代の中南米通貨危機の場合は、政府の放漫な財政運営の結果、経済が債務過多の状態に陥ったことが危機の要因であった。中南米は60年代から輸入代替化政策により開発投資がなされ経済発展してきた。しかし、それに伴って70年代から国内消費が増大し、輸入代替化政策にもかかわらず輸入増加によって経常収支が慢性的に赤字状態に陥るようになって

た。資本移動に関しても、債務の流入先は主に「公的部門」であり、その形態は中長期の銀行ローンが中心だった。通貨危機の直接の引き金は、79年の米国の金融引締めによる利払い負担の増大、80年代初頭の先進国の景気低迷とそれに伴う輸出停滞が、外貨獲得能力と対外信用力の低下を招き、中南米諸国の巨額な対外債務の返済が困難になったためである。

一方、「21世紀型金融危機」に陥った東アジア諸国は、多くの国で均衡財政が続いており、特に通貨危機の震源地となったタイは80年代末から黒字財政を続けていた。だからこそ世界的な景気低迷の中で、良好なファンダメンタルを土台に経済成長を継続していた東アジアは、外資導入を促進する諸政策と自由な金融市場の形成によって、有望な投資先として国際資本の流入を促したのである。資本の流入先も民間部門が中心であり、80年代は直接投資を中心に輸出志向型工業化がはかられた。しかし、90年代に入り短期間接投資の増加が経済をバブル化させ、突如の資本の逆流によって通貨危機が引き起こされたのである。

このように、従来型の金融危機とは大きく異なり、「21世紀型金融危機」においては、統合された国際金融市場のなかをわずかな利鞘を求めて一国の経済を左右できるほど巨額な資本が自由に移動するという金融システムそのものが、資本の一方的な流出入を可能にし、国民経済の健全性を歪める危険性と不安定性の原因になっているのである。

3-2 新自由主義理論の諸矛盾

新自由主義理論では「21世紀型金融危機」の原因をグローバリゼーションに内在する危機と考えず、むしろ新興市場国特有の諸事情に起因するものにとらえ、金融自由化の効果そのものは擁護する傾向がある。S. フィッシャーは自由な金融市場においては政策ミスなどにより「資金フローが急激に逆転する」可能性があると認めた上で「資本勘定の自由化がもたらす潜在的便益は、そのコストを上回る」としている¹⁸⁾。また、R. ドーンブッシュに典型的に見られるように、「縁故主義(cronyism)と広範囲に及ぶ腐敗がアジア危機のカギであった」と、アジアの経済の特殊性を問題視する見方もある¹⁹⁾。こうした考え方に基けば、

危機の防止策に必要なのは、資本の逆流を回避するための健全なマクロ政策の推進、脆弱な金融システムの強化、「不健全な」経営体質の改善、資本勘定自由化の適切で段階的な実行、グローバル・スタンダードな形式での企業情報公開などを途上国に課すことであり、投資家がより客観的で透明性の高い情報をもとに、安全に投資をする環境を整備し、各途上国が市場シグナルに応じて経済運営を行うならば、つまり市場機能が十全に機能すれば、危機は回避できるか、少なくとも限定的なものに出来ると考えるわけである。

しかし、新自由主義派の主張には、いくつかの問題点を指摘できる。第一に、金融市場では不確実な未来予測をもとに投資が決定されるため、金融市場は本質的に不安定性を有している点である。ヘッジファンドの「クオンタム・ファンド」の創設者ジョージ・ソロスは、「金融市場はもともと不安定なものであるという認識から出発しなければならない。グローバル資本主義システムは、金融市場はそれ自身の動きに任せていると自然に均衡点に復帰しようとするという信念に基づいたものである…この信念は間違っている。金融市場というものはよく度を過すものであり、ブーム・バスト（暴騰・暴落）の繰り返しがある一点を超えてしまえばもとの起点に復帰することはないのである」²⁰⁾と述べ、不確実な未来予測から生じるバイアス（偏見）が、市場の不安定性を不可避にしているとしている。

第二は、投資家の合理的判断によって最適な投資が行われた結果、得られるパイの大きさが最大になったとしても、その分配は別問題だという点である。投資家の合理的な判断は、得られるリターンの期待値を最大化しようと行動することを保証しえたとしても、①投資を受ける国の内部での利益分配の公平性や、②その国の国民経済全体の利益を保証するものではない。J. クロッチェは「残念ながら、新自由主義で約束された利益は、少なくとも世界の人びとの大部分にとっては、まだ実現していない。世界全体での所得の伸びは減速し、生産性の向上は減退し、実質賃金の上昇も鈍り、ほとんどの国で不平等が拡大してきた。東アジア以外の途上国は先進国にたいしてますます遅れてしまい、平均的な失業率も上がった」と述べ、グローバル化下での貧富の格差を指摘している²¹⁾。

また、資本取引では貸し手と借り手の間には力関係で大きな格差があり、特に現在の国際金融システムにおける短期資本の取引では貸し手の利益が優先されている。アジア諸国はドル・ペッグ制によって投資リスクを負担してまで資本の受け入れを促進したにもかかわらず、通貨危機で投資リスクが増大すると一斉に国外に流出した。債権者は融資先に問題が生じたとき、いつでも融資の継続を打ち切り、別の融資先に切り替えることができる。資本は自由に危機国から逃げられるが、危機国の国民経済（および国民）はその国から逃げられない。しかも、対外支払いのための外貨不足は最終的にIMF融資によって保証されるが、それは緊縮財政の実施など融資を受ける国民への負担増を伴う場合が多い。

第三に、アメリカ的商習慣の絶対視の問題である。国際的投資の主導権を握るのはアメリカの大手金融機関であり、現行のグローバリゼーションにおいてグローバル・スタンダードとして広がっている会計基準や評価基準などはアメリカ国内で採用されているものである。しかし、「いずれの資本主義経済もその社会の土台にある社会的、文化的な特質と歴史的形成過程での経緯によって、それぞれに個性が形作られている」²²⁾ のであり、特殊アメリカ的な商習慣を一律に適用しても効果的に機能するとは言えない。アジアの縁故主義が通貨危機の原因としてよく批判されている。確かに、アジアの商習慣にはそのような側面も多々あると思われるが、東アジアの発展はそのような商習慣のもとでも可能だったし、経済発展が順調な時期に縁故主義に対する批判はなかった。危機が発生してすぐに縁故主義にその原因を求めるのは無理があるといえよう²³⁾。

最後に、新自由主義理論で投資家の合理的な判断を担保するとされている情報の完全性という前提は、まったくの幻想であるという点である。金融では未来のリスクとリターンを予測して金融商品が売買される以上、本質的に情報は不完全にならざるを得ない²⁴⁾。しかも、金融では、正確な情報による確実な未来予測が得られれば得られるほど、投資家の判断は偏り一方的な資本の移動を生むことになる。投資家が確実に利潤が期待できるという、もっとも合理的な行動をとれる状況は、国民経済の立場から見れば、システムの安定をもたらすのではなく、むしろ不安定性をもたらすのである。

以上のように、自由市場万能論に立つ新自由主義者の理論は、現実と乖離し、理論的に大きな問題があると言わざるをえない。途上国が、一日平均1.5兆ドルという巨額の国際資本取引から自国経済を守り、21世紀型金融危機の発生を回避するには、政府による適切な金融市場の規制・管理が必要であり、特に国際的な資本移動の規制、なかでも投機的性格の強い短期資本を国際的に管理・規制していくことが、どうしても必要でなのである。

4 国際資本移動への規制の必要性

4-1 チリとマレーシアの短期資本規制の実施例

資本移動に何らかの規制が必要だという主張は、アジア通貨危機以降、急速に広がっているが、具体的な方法となると規制論者の中でも、必ずしも決め手となる妙案があるわけではない。そこでまず、一国レベルでの短期資本規制の実施例としてしばしば取り上げられるチリとマレーシアの「流入規制」及びマレーシアの「流出規制」の例を見てみよう²⁵⁾。

チリの「流入規制」場合、国内に流入した短期資本に対する強制預託制度が91年に開始された。直接投資を除くすべての外貨流入に対して、一定の比率で中央銀行に無利子の預託（一年間）が義務づけられ、資本の流入構造を長期資本依存型に誘導した。その結果、チリへの短期資本の流入額は、対GDP比で、90年の3.2%から翌年のマイナス0.7%に激減し、短期資本の流入規制に成功したのである。しかし、一方で、①一時的には効果があっても、しばらくするととの水準に戻ってしまう、②国際収支上の誤差・脱漏の拡大（闇ルートでの流出入の拡大）など、効果に疑問視する研究成果も存在する²⁶⁾。

東アジアでも、マレーシアが94年以降緊急措置として短期資本の「流入規制」を行った。その主な規制内容は、国際銀行による対外借入れの上限規制、居住者から非居住者への短期金融商品の販売禁止、国内銀行のリンギ建て非居者勘定の一定比率分を中央銀行へ無利子預託することの義務づけ、国内銀行による外国人を相手方とする貿易外の為替スワップ・先物取引の禁止などである。また、地場企業、外資系企業の如何にかかわらず、500万リンギ相当以上の外貨借入れを行

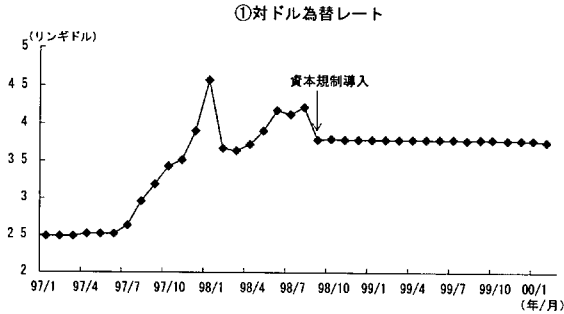
う場合には当局の承認を要するという措置が採られた。承認には外貨収入の裏付けが必要とされたため、短期債務の増加が抑制されたのである。

このように、一国レベルで短期資本の「流入規制」に効果のあった例は存在する。しかし、途上国市場で資本規制が実施されていても、その市場が十分魅力的なものならば、資本規制の効果は限定的であるし、また、規制を行った当該国への短期資本流入を防げても、投資家にとってみれば別の資本規制のない地域に投資先をシフトするだけで全体としての金融の不安定性が解消されたわけではない。しかも金融の世界的な連鎖は、危機を容易に他国に「伝染」させため、短期資本の流入規制をしたマレーシアでさえ、隣国タイでの通貨危機を契機に、通貨価値が下落し、深刻な経済的打撃を被ったのである。

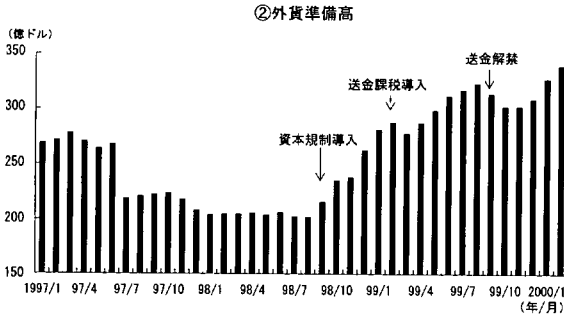
マレーシアでは、危機以降、他の主要な危機国とは異なり、IMF 支援に頼ることなく、98年9月にさらなる資本「流出規制」によって内外金融市場を分離し、固定相場制導入で通貨価値の安定化を図り、金融・財政政策の独立性を回復させる道を選択した。このときの規制の具体的内容は、海外からの流入した資産の最低1年間の国内保留、非居住者間のリング建て取引の禁止、貿易決済のリング使用禁止、ドル・ペッグ制から固定為替相場制への移行、非居住者による国内証券の短期売買の禁止、海外から国内へのリング建て資産移転の全面禁止などである。規制導入後、国内保留を終えた資金が、1年後(1999年9月)に大量流出することが予想されたが、株価暴落の衝撃を分散させるために送金課税制度を導入し(1999年2月)、一定の税金納付を条件に早期の海外送金を認めた。こうして漸次に資本流出させて、株価などへの影響を最小限に抑えながら外貨準備高の回復、為替レートの安定を実現したのである(図1)。

このように資本の流出入を政策的に規制し、短期資本の流入を減らしたり、危機の影響を緩和したりすることは、限定的とはいえ効果が認められる。チリやマレーシアの例を見ても分かるように、ここでは直接投資が短期資本とは区別されている点が重要である。直接投資や長期的な資本貸付けは、途上国の資本不足を解消し、先進国から技術と人的技能の移転が期待できるうえ、危機の際にも国外への流入が容易でないため、途上国にとって望ましい資本投下の形態なのである。

図1 マレーシアの為替，外貨準備高，株価の動向



(出所) IMF “International Financial Statistics” による。



(出所) 97年12月まで IFS, 98年以降はマレーシア中央銀行発表による。



(出所) Datastream より作成。

(注) 99年2月4日に送金課税制度が発表され、送金税を支払うことで、購入から1年以内の証券売却代金も送金可能になった。

(出所) 経済企画庁調査局編『アジア経済2000』, 大蔵省印刷局, 2000年, p.43.

「21世紀型金融危機」を回避し、国際金融システムを安定させ、途上国経済を保護しながら途上国の経済発展を支援していくには、短期資本の移動の規制をしたうえで、直接投資を奨励する金融システムの構築が必要であろう。

4-2 短期資本規制のグローバル化を

チリやマレーシアの経験は、途上国政府がその気になれば、国内経済を短期資本の急激な移動から守るのに効果的な政策的オプションが存在することを示している。そこで、現在では貿易勘定におけるIMF協定8条国と14条国のような関係を、国際資本勘定の移動についても導入し、国際資本移動の自由化(貿易勘定におけるIMF協定8条国に相当)を各国がめざすべき目標として設定し、そこに至までの過渡的な措置として途上国に資本規制の権限を認めるべきである(同じく14条国に相当)という主張がある。しかし、このような方策は、新自由主義理論を前提とした修正であり、2つ大きな問題点がある。

第一に、資本規制を課す権限を途上国に賦与しても、海外資本に依存する途上国が、こうした政策オプションを効果的に発動できるか大いに疑問である。なぜなら資本規制をした場合、海外の投資家は規制の緩い他国に資本を移動させることが予想され、資本流出が規制国の経済発展を阻害しかねない上、資本規制が先進国から強い反発を招くことも必至であり、通貨危機のような事態でもない限り規制に慎重になると思われるからである。

第二に、経済は発展した先進国は基本的にグローバリゼーションを受け入れ、金融市場を国外に開放することが原則となっているが、現在の金融取引の規模は、明らかに先進国経済すら左右できるほどの巨大な規模に膨張している²⁷⁾。また、アジア通貨危機のように危機そのものの発信源は途上国であっても、グローバル化した金融市場では先進国も含む他国に危機は容易に「伝染」するのであって、いかなる国も金融危機に陥る可能性は否定できない。先進国にも規制の権限は賦与されるべきである。

「市場原理はもうひとつの原理によって補完されねばならない。それは、金融市場の安定を公共政策の目的とすべきだ」²⁸⁾とソロスが言うように、金融市場の

不安定性を認め、国際的な短期資本規制や投機規制を模索していくことが、今、早急に求められているのではなからうか。これまで「グローバリゼーション」「グローバル化」という言葉には、新自由主義派にならい、統合された金融市場の創出・国際的資本移動の自由化という意味を含ませながら用いてきた。しかし、金融の国際化・規模の増大が不可避だとしても、そこに一定のルールを設け、経済規模の小さな途上国経済を過度に左右することのないようにモニタし、規制監督することは不可能ではない。こうした規制は、短期の投機に課税を行うなどして、投資活動を、特に途上国向けの投資を直接投資や長期貸付け中心にすることである。規制を実施するにあたり、投資家の利益から独立した、途上国も十分な発言力を持った国際的な規制監督機関の新設が必要になるだろう。

こうしてグローバルに移動する資本を、国際機関によってグローバルに規制し、それでも生じるような個別の危機や問題にいつその規制が必要な場合には、各国が独自の金融規制を行い自国経済と国民生活を防衛できるようにしていくべきであろう。投資家の信頼を回復するために国民生活を犠牲にするのではなく、国民経済を守るために必要な金融規制を実施するのである。国際金融市場が発達した今日だからこそ、それにふさわしい金融秩序が求められ、秩序ある金融市場の発展が必要とされている。開発が金融に従属するのではなく、金融を開発に利用するような金融の役割の転換が求められているのである。

- 1) Bank for International Settlements, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998*, Basle, May 1999. また、2001年の同調査によれば2001年4月における1日当たりの外国為替取引高（調査対象は48カ国に拡大）は1.2兆ドルと98年に比べてやや減少した（BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*, Basle, March 2002）。
- 2) ユーロ市場の発展については、太陽神戸三井総合研究所編『世界の金融自由化』、東洋経済新報社、1991年、およびP.F. シャンピオン・J. トローマン、日本経済新聞社訳『ユーロダラー入門』、日本経済新聞社、1981年を参照のこと。
- 3) 開発・援助思想の転換については、白鳥正喜『開発と援助の政治経済学』、東洋経済新報社、1998年、の第1章を参照。

- 4) Joseph E. Stiglitz, *Globalization and its discontents*, New York, W.W. Norton & Company, 2002, pp.13-15 (鈴木主税訳『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』, 徳間書店, 2002年, pp.32-4.
- 5) Stanley Fischer, "Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF," in Stanley Fischer, et.al., *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, No.207, May 1998, Princeton University, p.4 (岩本武和監訳『IMF 資本自由化論争』岩波書店, 1999年, p.4).
- 6) ショセフ・E・スティグリッツ, 前掲書, p.115.
- 7) 本稿ではASEAN 諸国とは, タイ, マレーシア, インドネシア, フィリピン の 4 カ国を指す。
- 8) 青木健『アジア経済 持続的成長の途』, 日本評論社, 2000年の第2章を参照。
- 9) 白井早由里『検証 IMF 経済政策東アジア危機を越えて』, 東洋経済新報社, 1999年。
- 10) Martin H. Wolfson, "Neoliberalism and International Financial Instability," *Review of Radical Political Economics*, Vol.32, No.3, 2000.
- 11) 株価については, 経済企画庁調査局編『アジア経済1997』, 大蔵省印刷局, 1997年を参照。なお, 2002年8月現在で, タイの SET 指数は400ポイントを下まわっている。また不動産バブルについては, 青木健, 前掲書の第4章などが詳しい。
- 12) 荒巻健二『アジア通貨危機と IMF』, 日本経済評論社, 1999年, p.119.
- 13) IMF, "The IMF's Response to the Asian Crisis", January 17, 1999. (downloaded from <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/asia.htm> on August 20, 2002. (邦訳, 荒巻健二, 前掲書, p.216.))
- 14) 直接投資の変容に関しては, 富士総合研究所国際調査部著『アジア経済2000 危機からの再生, 新世紀への挑戦』, 中央経済社, 2000年, 第4章を参照した。
- 15) United Nations Conference on Trade and Development, *World Investment Report 2001 Promoting Linkages*, 2001. p.294および p.341より作成。なお, 直接投資流入額はその年のフローであるのに対し, M&A は支払い終了時の数値であり, 発表時のものではないため, 一年以上にわたって支払いが続く場合でも最後の一年にカウントされる。したがって, ここの計算では比率が100%超になる年も存在してしまうことになる。
- 16) 2002年7月25日付けの日本経済新聞によれば, 東南アジアから日系製造業の工場撤退が相次ぎ(同社調査では, タイ, マレーシア, シンガポール, インドネシア, フィリピンの22生産拠点が閉鎖または大幅縮小) より生産コストの安い中国へ生産拠点を移すという。
- 17) 児玉茂・平塚宏和・重並朋生著『21世紀型金融危機と IMF』(平田潤監修), 東洋

経済新報社, 1999年, p.iii.

- 18) スタンレー・フィッシャー, 前掲書, pp 4-6.
- 19) ルーディガー・ドーンブッシュ「資本規制は時代遅れの考え方」(前掲『IMF 資本自由化論争』所収, p.50)。
- 20) George Soros, *The crisis of global capitalism : open society endangered*, New York, Public Affairs, 1988, p.xvi (大橋進訳『グローバル資本主義の危機「開かれた社会」を求めて』, 日本経済新聞社, 1999年, p 18)。
- 21) James Crotty, "Structural Contradictions of the Global Neoliberal Regime," *Review of Radical Political Economics*, Vol.32, No.3, 2000.
- 22) 木下悦二「市場経済の多様性——グローバリゼーションと国民経済への一視角」, 『グローバリズムの衝撃』(本山美彦編) 所収, 東洋経済新報社, 2001年, p.206.
- 23) M.H.Wolfson, op.cit., p.370.
- 24) 例えば, ダニ・ロドリク「誰が資本自由化を望むのか」(前掲『IMF 資本自由化論争』所収, pp 112-113)。
- 25) チリやマレーシアの資本規制については児玉・平塚・重並前掲『21世紀型金融危機と IMF』を参照した。
- 26) 経済企画庁総合計画局編『通貨危機の克服と21世紀の経済安定化に向けて』, 大蔵省印刷局, 1999年, p.47.
- 27) アジア通貨危機国の中で, 韓国とタイは IMF 8 条国だった。
- 28) Soros, op. cit, pp.18-19 (前掲邦訳, pp.18-19)。

2002年4月25日受稿
 2002年8月19日レフェリーの審査をへて掲載決定

(一橋大学大学院博士課程)