

経済と経営 25-3 (1994. 12)

〈論文〉

IFC と債務のコーポレート・リストラクチャリング
—— 世界銀行と国際債務問題 (3) ——

本 間 雅 美

は じ め に

1980年代に深刻化した第三世界における累積債務問題は、エクイティ・ファイナンスの提供者としての国際金融公社(IFC)に脚光を浴びせることになった。それは、開発途上国の債務危機により多くの民間セクターが過剰な債務を負うことになったからである。また、開発途上国の民間セクターの重債務が工場や設備を維持するために利用できる外貨資金を制限するばかりでなく、新投資をも制限することによって、民間会社が新しいビジネスの機会に応じることを困難にしたからでもあった。

そこで、開発途上国における民間セクターの債務のコーポレート・リストラクチャリングが、IFCの投融資活動によって盛んに行われるようになったのである。IFCのリストラクチャリング努力は、まず第1に、ビジネスとしては基本的に健全であるが、債務負担によりビジネスの発展が阻止されてい

1) "Special Section on IFC," *Finance & Development*, December 1988, pp. 22-42 ;
"Debt crisis and Reaganomics give IFC a new lease of life," *Far Eastern Economic Review*, September 29, 1988, pp. 107-109.

る主要な会社を確認することから始まった。次いで、IFC は、会社を実際にリストラクチャリングするために、①債務削減、②債務の流動化、③エクイティ・ファイナンス、④ニューマネーの注入などからなるパッケージを組み立てることに努めたのであった。したがって、IFC のリストラクチャリングは、その広範な性格により開発途上国政府と民間セクターとのパートナーシップを拡大・強化する傾向があるという点において、またプロジェクト・ファイナンスとノンプロジェクト・ファイナンスとを結合するという点においても、将来さらに重要になることが予測されるのである²⁾。

ところで、開発途上国は伝統的に債務国である場合が多い。また、第三世界の多くは、経済開発のための投資をファイナンスするために必要不可欠な市場経済メカニズムを欠いているのが、通例である。さらに、生活水準があまりにも低く、資源を消費財から資本設備の蓄積に振り向けることも困難であった。そこで、貧困のワナから脱出する伝統的な解決策は、ギャップ理論にみられるように、先進国から資本の流入をはかることであった。開発途上

2) Peter C. Jones, "Corporate Debt Restructuring in LDCs," *Finance & Development*, December 1988, pp. 34-36 ; International Finance Corporation, *The Development Contribution of IFC Operations*, IFC, Discussion Paper No. 5 (Washington, D.C. : The World Bank, Economics Department, 1989) p. 16.

銀行のグローバリゼーションと銀行活動のインターナショナル化は、民間銀行にとって有利な投資先が見いだせなくなったために、銀行の利子生み資本化を促してきている。民間銀行の開発途上国に対する債務支配は途上国の組織化を進めることになる。米銀が真にユニバーサルな銀行として普遍的性格をもつ金融機関に成長転化するためには、資本の配分の不均等を除去しなければならない。ユーロ市場を通じて資本の処分権を得た米銀はますますその貸付資本の大きな部分を産業に固定することを避けてきている。こうして、民間銀行はますます大きな程度で利子生み資本になってきている。アメリカ経済が停滞しているのに、米銀は高利貸によって多額の利潤を得たのはユーロ・シンジケート・ローンによりリスクの分散と高額の仲介手数料を得たからである。

国が先進国の投資資金を用いて生産を拡大し、製品を輸出することによって、借入金の返済資金を稼ぐという経済発展のパターンを追求したのは、このためであった。しかしながら、第三世界における債務累積問題の深刻化は、先進国経済と開発途上国経済の世界経済に占める役割を逆転させるというパラドキシカルな結果を引き起こすことになった。というのは、債務国は資本の輸入をはかる代わりに、巨額の債務の利払いを行わざるをえないために、資本の純輸出国になったからにはほかならない。資金はいまや先進国から開発途上国へ流れるのではなく、途上国から工業諸国へと逆流することになったのである。開発援助に「市場の原理」を採用するという、いわゆる「開発金融の民営化」(プライバタイゼーション)は、それが逆説的に債務危機による開発途上国から先進国への資本逃避(キャピタル・フライト)をもたらしたという点で、結果的に「市場の失敗」にほかならなかったことは、既に指摘されているとおりでである。したがってまた、開発途上国の貧困の解決策は、1991年度版の『世界開発報告』が示唆しているように、「市場の原理」と「政府の介入」の協調を可能とする「市場に有効な(market friendly)アプローチ」によって、「持続可能な成長」(sustainable growth)と所得の再分配を組み合わせる開発戦略を選択する以外にはなかったこともまた、明白といえよう。これは、先に検討した世銀の新債務戦略の課題になってきていることから明らかであろう³⁾。

3) The World Bank, *The Challenge of Development : World Development Report 1991* (New York ; Oxford University Press, 1991)pp. 1 -11 [世界銀行『開発の課題：世界開発報告1991』イースタン・ブック・サービス、1991年、1-11頁]。なお、世界銀行の新債務戦略については、本間雅美「世界銀行の新債務戦略と構造調整融資」『経済と経営』(札幌大学)第25巻第2号、1994年9月を参照。また、第三世界における債務危機の管理の本質が債務の削減の見返りとして銀行資本の利子生み資本の運動を保證すべく、開発途上国の構造改革による利子の永久的な返済により資本の還流を確保させることにあるという点については、本間雅美「戦後アメリカの対外

しかしながら、国際債務問題を解決するにあたっての「国際協力」のディレンマが、開発金融におけるフリーライダーの存在にあることもまた明白である。すなわち、関係国同志で、一方だけが協力的であっても、他方が非協力的であるならば、協力的な行動をとる国または民間銀行だけが一方的に不利益を受けるのに、非協力的な行動をとる国または民間銀行は利益を受けるという問題である。債権国と債務国、債権者と債務者双方の相互理解、相互協調にもとづく包括的な開発金融の「国際協力」が、逆説的に IMF と世銀のマルチラテラリズム（多角主義）を再び必要としているゆえんである⁴⁾。そこ

援助政策と開発途上国の累積債務問題」『経済と経営』（札幌大学）第 25 卷第 2 号，1994 年 9 月をみられたい。

- 4) Hossein Askari, *Third World Debt and Financial Innovation* (Paris : OECD, 1991), p. 33. 債務削減がそれに内在しているフリー・ライダー問題を克服する制度上の土台を必要としている点については、Jeffrey D. Sachs, “A Strategy for Efficient Debt Reduction,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, Winter 1990, p. 21 ; Jeffrey D. Sachs, “Efficient Debt Reduction,” in World Bank, *Dealing with the Debt Crisis* (Washington, D.C., 1989), pp. 239–257 を参照されたい。また、IMF のコンディショナリティとマルチラテラリズムの関係についていえば、ブレトン・ウッズの「無差別主義」を実施することにより、国際金融秩序を管理することがその業務である IMF と世銀は、債務国が債務をあるグループの国に返済し、別のグループの国の返済を拒絶することを許さないというコンディショナリティにもとづいて多角的アプローチを追求してきている点が重要である。この点において、戦後のマルチラテラリズムは国際金融史において新機軸を示している。詳しくは、Tim Congdon, *The Debt Threat* (New York : M.E. Sharpe, Inc.), 1990, p. 111 をみよ。

したがって、IMF はたとえ開発途上国の国民利益に反しても、調整プログラムを通じて第 3 世界を国際貿易秩序に統合することに、その存在理由があるといえる。IMF が「最後の貸し手」に祭り上げられ、債務問題の後始末をする機関に転化しつつある点についての検討は、Michael Moffitt, *The World's Money : International Banking from Bretton Woods to the Brink of Insolvency* (New York : Simon and Schuster, 1983), pp. 122–123 (辛島祥夫・篠原興『ワールズ・マネー』日本経済新聞社，S 60 年，

で、本稿では、IFCが第三世界における資本市場を育成し、新企業に民間資本を動員する「金融仲介者」として行動することによって先進国資本と途上国資本とのパートナーシップを強化することにより、いかにフリーライダーの存在を許さない「開発援助の多角主義化」(multilateralization)という「国際協力」メカニズムを作り出すことに腐心してきたのか、そしてそれによって、いかに債務問題に対処してきたのかを検討することにしたい⁵⁾。

1. IFC と第三世界債務問題の新段階

第三世界の累積債務は、債務国自身の「持続可能な成長」が確保されない限り、返済されえない。しかしながら、開発途上国の経済成長の成否が先進工業諸国の拡張主義的な経済政策に密接にリンクされていることもまた、確かである。したがって、第三世界における債務危機は、開発途上国側の債務返済能力と債務返済の意思の問題であると同時に、世界市場の統合問題でもあるといえよう。それゆえ、もし西側の国内市場が開発途上国の輸出市場として開放されると同時に、後進国の資本市場も西側の機関投資家に開放されるならば、またもし世界貿易が回復すると同時に、自由化、民営化、デレギュレーションなどの構造改革が途上国側で進み、債務返済の確実性が保証される場合には、債務危機も自己管理的になり、開発危機からも抜け出すことができるようになるといえる。ところで、開発途上国の経済発展と調整努力を阻害してきている要因としては、既に指摘したように、開発途上国のソプリー

140頁)；Jeffrey D. Sachs, "Conditionality, Debt Relief, and the Developing Country Debt Crisis," in Jeffrey D. Sachs, ed., *Developing Country Debt and Economic Performance, Vol. 1, The International Financial System* (Chicago, The University of Chicago Press, 1989), pp. 275–284 を参照。

5) アメリカの対外援助政策の展開と「開発援助の多角主義化」については、いずれ機会を得て論じることにはしたい。

ン・デッドばかりでなく、民間セクターの対外債務の存在もあげられるのである。最近、IFCの民間債務のコーポレート・リストラクチャリングが注目されてきたのは、まさにこの点とかかわっているといえよう。

では、IFCは開発途上国における民間債務負担の削減にいかん助力すべきであろうか。少なくとも、第三世界の債務危機は、主として開発途上国が負ったか、もしくは途上国政府により保証されたソブリン・デッドの問題であった。しかしながら、民間企業の対外債務もまた債務国の経済成長にとってマイナスの作用を及ぼす重要な問題であるといえる。というのは、債務の累積が民間セクターの開発を抑制し、市場指向型の成長に有利な経済調整戦略の成果に決定的な影響を及ぼすことは、明白であるからであった。こうしたなか、IFCは重債務国のコーポレート債務を削減する市場指向型の解決策に重点を置くようになってきている。いうまでもなく、IFCによる債務のコーポレート・リストラクチャリングの目標とは、民間セクターの産業会社を再生し、その投資かつ成長能力を回復させることにあった。そこで、以下、IFCによる債務のコーポレート・リストラクチャリングを、詳しくみることにしよう。

まず、IFCは開発途上国の資本市場を育成するために、いかなるプログラムを実行することにしたのかを簡単に検討することにした。IFCの資本市場プログラムは、総じて、①ビジネス企業の所有権の拡散、②個人および機関投資家の既存の国内かつ国際証券市場への参入、③利用可能な金融サービスの範囲の拡大などという目標をもっていた。したがって、IFCの国際資本市場における活動は、①開発途上国における資本市場の成長と強化を支援するための技術援助と助言サービスの提供、②国内の資本市場を発展させる適切な制度の改善・強化、③世界金融市場に対するアクセスの改善の3点に分類されるのである。第三世界が債務の証券化（セキュライゼーション）、債務の株式化、株式市場の外国人への開放圧力を加えられ、自国資産の切り売りを余儀なくされてきたのは、まさにこのためであった。こうして、第三

世界の多くが現在、IFCの勧告により国際金融市場に組み入れられ、国際資本市場の構成要素の一部に仕立てられてきているのである⁶⁾。

では、開発途上国はどのようにして国際資本市場の構成要素の一部に統合されることになったのであろうか。結論から先にいえば、その原動力は、抽象的には、国民経済における資本関係のナショナルな展開部面と銀行資本のインターナショナルな展開部面とのバランスが変化したという世界経済の構造変化に規定された事態であるといえる。なぜなら、旧IMFの固定相場制から変動相場制への移行にともなって、民間銀行の投資資金がますます生産部面から遊離して、短期化し、利子生み資本化せざるをえなかったからにはほかならない。事実、これは1980年代初頭に、第三世界の累積債務問題が顕在化した際に、債務危機の原因として開発途上国の借入れ過多よりも西側の民間銀行による貸付競争のすさまじさが指摘されたことから明らかである。こうしたことを背景として、第三世界への不良債権の処理に悩む先進国商業銀行が、債務国政府の同意のもとに、債権を割引して、投資銀行や企業に転売するようになったのである。また、シンジケート・ローンの低下とセキュリタイゼーションの進展は、投資銀行と証券会社が国際金融市場の覇権を握り始めたことも意味していた。こんにち、外国人や投資銀行が商業銀行から購入したあらゆる種類の債務を分割し、投資家に売却するようになったのは、まさにこのあらわれにはほかならない。さらに、このことは、商業銀行がソブリン・ローンに対して冷淡になってきたのに対して、投資銀行が第三世界に対して、国際資本市場における起債を勧めてきていることから、明らかといえよう⁷⁾。

6) Charles O. Stehness, "Capital Market Development," *Finance & Development*, December 1988, pp. 32-33.

7) Philip Wellons, Dimitri Germidis, and Bianca Glavanis, *Banks and Specialised Financial Intermediaries in Development* (Paris: OECD, 1986), pp. 27-40; Hossein Askari, *op. cit.*, pp. 15-44. 本山美彦『国際金融と第3世界』三嶺書房, 1987年, 173-186頁。なお、コーポレート債務リストラクチャリングはIFCの最近の5ヵ年計画

他方、多くの開発途上国は、IMF のコンディショナリティを受け入れ、外国からの直接投資を含む民間投資の活性化を通じて、債務圧力の重みから抜け出そうと努めた。このために、開発途上国は実質的な為替切り下げ、貿易の自由化、デレギュレーション、民営化などからなる構造調整を余儀なくされたのであった。しかし、対外直接投資の実際の流れは期待されたほど増加をみせなかったのである。それは、債務問題が直接投資にマイナスの効果をもっていたからにほかならない。というのは、第 1 に、債務支払の困難と外貨不足とが既に稼働している海外投資家に対して当局による外国為替規制により親会社や商業銀行からの対外借入の返済や利益・ロイヤリティの送金に困難を生じさせたことである。第 2 に、緊縮財政・金融政策をとる調整努力の結果、債務国が深刻な経済停滞や不況に陥ったことである。第 3 に、不確定かつ不安定な状況下では経済政策の振幅が大きく、主要な経済変数も悪化し、現地通貨の大幅切下げや価値の急激な下落が外国投資家の事業に深刻な影響（より多くの現地通貨の獲得や為替差損）を与えたことである。そして第 4 に、社会的不満の昂進と労働運動の強化が外国投資家の直接投資に対する懸念を高めたことなどである。このような訳で、民間直接投資は、外貨を獲得させたり、民営化を増進させるという点では、開発途上国で有用な役割を果たすが、他方、資金調達の間では、途上国の利益率を低下させたり、配当や利益の本国送金を困難にするという点で、債務問題に関する切り札になりうる、と断言することはできないのである⁸⁾。

そこで、以下、直接投資の活性化のイノベーションとして期待されたデッ

(1985-89) に含まれ、IFC の第三世界への投資活動の多様化を示している。これは、ローンやエクイティ・ファイナンスからなる伝統的な IFC の投資を越えているからにほかならない。

8) Charles O. Stehness, *op. cit.*, pp. 32-33. 久米五郎太・伊藤邦明「開発途上国の債務問題と国際直接投資の役割」『海外投資研究所報』(日本輸出入銀行海外投資研究所) 第 14 卷第 10 号, 1988 年 10 月, 1-36 頁。

ド・エクイティ・スワップについてみることにしよう。はたして、デッド・エクイティ・スワップは、直接投資を急増させることができるメカニズムなのであろうか。この問題を、次に検討することにしたい。まず、デッド・エクイティ・スワップのメリットをみれば、次の諸点があげられるであろう。すなわち、①デッド・エクイティ・スワップは債務国に対する直接投資の創出に役立つ。新規投資は技術、経営ノウハウ、現地労働者の雇用の機会をもたらす。②投資が輸出指向型産業に対して行われた場合、受入国の輸出は増加し、当該国の債務返済能力を大きくする。③対外債務残高が減少し、元利の支払額が減少する。④受入国の居住者が投資家として参加できる制度の場合、国外流出した資本の本国送還チャンネルとなりうるなどという点が指摘できる。次に、デッド・エクイティ・スワップのデメリットを示すと、以下のとおりである。すなわち、①国内の通貨供給が増大する。②不胎化が可能としても、不胎化は基本的に対外債務を政府の国内債務に転換することにほかならない。③投資家は必要な現地通貨をディスカウントで調達する機会を与えられるが、これはとりもなおさず任意の補助金である。現地の投資家からみれば、こうした補助金は不公平であり、国内市場の効率性は損なわれる。④外国資本の所有と支配の増加および外貨の優遇的取扱いは対外投資の受取りが制限されている国では政治的に耐えられない。⑤投資家に与えられた割引はそれ自体債務国のモラル・ハザードを招く恐れがある。デッド・エクイティ・スワップは事実上の二重の為替相場を生むことになるので、資本のラウンド・トリップの道具となる恐れがある。⑥受入国が居住者に投資家としての参加を認め、かつ二重為替相場を採用する場合には、二つの為替相場の乖離は拡大する傾向がある。⑦デッド・エクイティ・スワップは債務残高を削減するけれども、新規の外貨流入をもたらさない、ことなどである。以上、デッド・エクイティ・スワップの利点と欠点をともにみたが、この比較検討からデッド・エクイティ・スワップは、実は投資促進的なものではなく、場合によっては投資破壊的なものでさえある、と指摘することができるであらう。

う。なぜなら、債務の買い戻し（デッド・バイバック）に資金を供給し、国内市場で債務を流動化することによって、通貨供給が増えるばかりでなく、金利も高まる結果として、国内の投資家が締め出されることになるからである。したがって、資本逃避を考慮すれば、デッド・エクイティ・スワップが債務問題に対する根本的な解決策ではないことは、明白であろう⁹⁾。

では、第三世界における累積債務問題に対する解決策とは、いったいいかなる措置が最善なのであろうか。結論を先取りしていえば、最善策としては、民間投資者が開発途上国に戻る条件を作り出す以外にはないであろう。したがって、必要なことは、第三者、すなわち民間投資者を見いだすことである。少なくとも、それは、民間投資者が開発途上国における経済成長を持続可能にするために必要な資本とノウハウを持ち込むからにはほかならないといえる¹⁰⁾。

この点において、機動的で有利な資金調達と株式・債券投資の結合を意味する債務のセキュリタイゼーションは、とくに重要であろう。というのは、不良債権の流動化により既存債権の元本の回収が返済を待たずに可能となり、新たに取得した資金、すなわち先取りした元本によって新たな債権・債務関係を設定しうることに、借入れ以外の方法により支払能力を改善しうるということなどによって、開発途上国における民間企業の国際競争力を改善することができるからである。

そこで、以下、債務のセキュリタイゼーションによる債権債務関係の流動

9) William R. Cline, *op. cit.*, pp. 45-49; Richard A. Debs, David L. Roberts, Eli M. Remolona, *Finance for Developing Countries* (New York: Group of Thirty, 1987), pp. 15-40; Hossein Askari, *op. cit.*, pp. 23-27; Michael Blackwell and Simon Nocera, "The Impact of Debt to Equity Conversion," *Finance & Development*, June 1988, pp. 15-17.

10) "No easy path for debt/equity swaps," *Euromoney*, September 1988, Supplement, pp. 2-12.

化について詳しくみることにしよう。債務のセキュリタイゼーションの利点としては、次の諸点が指摘されている。すなわち、①開発途上国におけるセカンダリー・マーケットの発展は証券の市場性を高め、多数の投資者に所有権の分散を促すことによって、比較的少数の巨大銀行に所有されている請求権の集中を減らすことができる。②セカンダリー・マーケットの発展により証券の流動性が高まれば、貸し手に多少とも低い収益を受け入れさせることによって、借り手への資金コストを引き下げることができる。③セカンダリー・マーケットの確立によりカンントリー・ローンの市場価値に対する信頼できるデータが作り出され、このデータは借り手と貸し手の双方の行動を律する有効な手段を提供することができるなどである。みられるように、開発途上国におけるセカンダリー・マーケットの確立は、途上国債務の再構築と転換に関する取引を成長させることによって、デフォルトの可能性を低めると同時に、途上国の資金調達コストを引き下げることになることが期待されたのであった。1986年以降、デッド・エクイティ・スワップが急展開をみせたのは、第三世界の側での債務のセキュリタイゼーションに対する反応であると同時に、商業銀行がシンジケート・ローン方式での第三世界の融資を回避し始めたことのあらわれであるといえよう¹¹⁾。

11) Jack M. Guttentag and Richard J. Herring, "Financial Innovations to Stabilize Credit Flows to Developing Countries," *Studies in Banking and Finance*, 3, 1986, pp. 265-268; John Williamson, *Voluntary Approaches to Debt Relief*, Institute for International Economics, September 25, 1988, pp. 28-29. ところで、デッド・エクイティ・スワップはいかにして発展してきたのであろうか。セカンダリー・マーケットは3つの目的に役立つ。すなわち、①民間銀行はローン債権の流動化によってバランス・シートを再調整することができる、②債務国は投資者がディスカウントされた債務を投資を行うために使うよう奨励する、③債務者は債務を回収するために市場を使うということである。しかし、貨幣がどこからくるのかが最大の問題である。詳細は、Joel Bergsman and Wayne Edisis, *Debt-Equity Swaps and Foreign Direct*

ところで、商業銀行にとっては、第三世界における債務危機による債権の損失を分散させるべく、多数の投資家の参加を得て、債権のパッケージ化をはかることは、当然の行動様式であるといえよう。また、世銀、IFC は、債務国の資本市場、とくに株式市場の育成と開放戦略を支援してきている。さらに、開発途上国は国営企業のプライバタイゼーション政策を採用してきている。そして、デッド・エクイティ・スワップを通じて、先進国資本は第三世界の生産過程に対する支配力を増大させてきている。この点において、第三世界の国内資本市場の育成は、IFC を「触媒」とする先進諸国の投資銀行、ノンバンク、多国籍企業の資本の結合を促進することによって、先進国資本と途上国資本のパートナーシップを強化し、これによって国際的な債権債務関係の連鎖を流動化するためのシステムを確立しようとした動きであった、といえよう。したがってまた、債務の株式化は債務の流動化によって新しい負債を作り出すと同時に、短期債務を長期に固定化することに基本的狙いが

Investment in Latin America, IFC Discussion Paper No. 2 (Washington, D.C. : The World Bank, 1988), pp. 1-27 をみられたい。

また、デッド・エクイティ・スワップはもともと対外債権をもっていた銀行にとっての資産価値低下、すなわち貨幣資本の価値破壊が程度の差こそあれ前提条件になっていることが忘れられてはならない。これは、先進諸国において 1970 年代後半から 1980 年代にかけて累積した貨幣資本が、多国籍企業、ないしは民間大銀行を媒介として作り出した世界市場レベルでの利子生み資本の運動として展開されたその帰結として、推進動機としては利子取得はもちろん元本の資本価値が部分的に破壊されるという形態での「債務の切り捨て」という「解決」を意味するものである。開発途上国にとっては、ドル建の対外債務が減少するといっても、それは自国経済の拡大再生産を必ずしも随伴しない自国通貨の追加発行、したがってまた自国通貨の減価という代償を払うという条件付きでのことである。なお、デッド・エクイティ・スワップが先進諸国の銀行破産を救済しつつ、その負担を債務国側の通貨の減価に求めるものであるという点については、紺井博則「変動相場制と対外債務の累積」海保幸世・居城弘・紺井博則『世界市場と信用』梓出版、1988 年、第 9 章参照。

あった、ということもできるであろう。これは、商業銀行が短期資産を回転させることによって銀行の危機を乗り切ろうとしたこと、また債務国の企業が商業銀行から借り入れた債務を株式に交換することにより新しい負債を作り出すことによってコーポレート・リストラクチャリングを行ってきたことから、明白であろう。そして、この点で注目すべきは、デレギュレーションとセカンダリー・マーケットの拡大が第三世界における累積債務の持続可能な支払いを制度的に保証するものとなってきたということ、そして債務削減が金融イノベーションによって実施されうるゼロサム・ゲームにほかならなかったということである。というのは、すべての参加者にとっては、債務削減はパイの大きさを拡大しなければ継続することができないからにほかならない。したがって、債務削減は債務国による調整政策、債権国による会計規則、税制改革、そして保証または直接投資形態での第三者による資金の提供によってはじめて達成されうるものであるといえよう¹²⁾。しかしながら、債務削減の市場指向型改革には、次のような危険性があることもまた事実である。すなわち、デレギュレーションとプライバタイゼーションこそが開発途上国の自助努力とみなされる恐れがあることである。また、開発途上

12) Peter C. Jones, *op. cit.*, pp. 34–36 ; Hossein Askari, *op. cit.*, p. 37 ; Joel Bergsman and Wayne Edisis, *op. cit.*, pp. v–vii, 1–27. ところで、現代の世界資本主義の発展が先進国の大量消費に依存しているにもかかわらず、資本の移動の脅威が組織化された労働者の賃上げ要求を抑え、労働者の需要の高まりを制限していること、また先進国の高い失業率（1974年から1983年まで11%）は資本主義的な世界システムにおける大量消費の欠乏が原因であること、したがってまた、世界資本主義がグローバルな規模での過小消費の危機に直面していることについては、Richard Peet, “Industrial Devolution, Underconsumption and the Third World Debt Crisis,” *World Development*, Vol. 15, No. 6, 1987, pp. 777–788 ; Michael Moffitt, *Studies of Development and Change in the Modern World* (New York : Oxford University Press, 1989), p. 448 ; ditto, “Economic Decline, Reagan-Style : Dollars, Debt, and Deflation,” *World Policy Journal*, Vol. 2, No. 3, 1985, pp. 399–404 を参照。

国側での構造調整の結果，途上国の国内の階級格差，あるいは所得格差が拡大しても決して調整努力が不足しているとはみなされないだけでなく，先進国側での保護貿易や「開発金融の民営化」についての失敗も合理化されるという問題もあるであろう¹³⁾。

2. IFC とエクイティ・ファイナンスの進展

第三世界の累積債務問題により IFC が直面した最大の課題は，いかにデッド・コンバージョンを支援するかという問題であった。したがってまた，ラテン・アメリカにおけるプライバタイゼーションが IFC の「触媒機能」のための活発な領域となったのである。

ところで，国営企業のプライバタイゼーションが政府の財政赤字削減と経営効率の向上を目的としていたことは，既にみたとおりである。しかし，民営化が行われる場合には，先進国資本が株式取得により受益者となることは間違いのないけれども，開発途上国においては非常に少数の現地資本を育成する以外には，所得分配や雇用状態に変化が生じる恐れがあるという問題があることもまた，事実である。実際問題としては，先進国資本は途上国政府を経由せずに民間投資を行い，経済活動の自由放任を実現するために，IMF・世銀および民間銀行の要求する構造調整プログラムを通じて圧力をかけてきているのである。一方，開発途上国においても，民族資本の育成を目的とする国内市場の保護のために，世界市場価格よりも割高な価格を強いられてきた企業が，政府の資金分配能力の低下にともなって，自由化を強く求めたのであった。

そこで，以下，IFC の「債務の資本化」計画をみることにしたい。既にみ

13) 構造調整問題については，本間雅美「世界銀行の新債務戦略と構造調整融資」『経済と経営』（札幌大学）第 25 卷第 2 号，1994 年 9 月を参照。

たように、デッド・エクイティ・スワップが全く異なる二つの目的に役立つことは、明らかであった。1つは、債務を株式と交換することにより新投資が促進されることである。2つ目は、債務を回収することであった。とろろで、債務の株式化は、上述したように、多国籍企業の国際的展開を援護する形で行われてきていることが注意されるべきであろう。さらに、1987年以降の重要な点としては、米銀による債務の株式化を促進するために連邦準備制度理事会(FRB)により1987年8月に発表されたレギュレーションKの緩和も重要であろう。事実、レギュレーションKの緩和によって、米銀は自行の資産運用投資のために、債務の株式化を行ってきたからである。具体的にいえば、アメリカの場合には、レギュレーションKによって、これまで銀行の外国株式への投資は、銀行業あるいはその関連業務に厳しく制限されていたのである。しかしながら、レギュレーションKの緩和によって、重債務国についての民間企業株式の40%取得、および民営化される国営企業については、100%所有が認められることになったからである¹⁴⁾。

では、次に、米銀はなぜ開発途上国の国営企業の民営化を強く要望したのかをみることにしよう。それは、結論から先にいえば、(1)米銀にとっては、国営企業が民営化される場合に、100%の所有が認められていること、(2)開発途上国において国際競争力をもつ産業の多くは既に国営化されているために、現状のままでは、米銀にとっての投資対象が限られていること、(3)開発途上国の資本市場の規模が小さく、上場企業の数も少ないために、債権銀行にとって売買可能な株式銘柄が限られているうえ、流動性も低く、取得した株式の転売が困難なことなどの限界を同時に克服するためであった、とまとめることができるであろう。したがって、開発途上国における株式・証券市

14) Federal Reserve Board of Governor, *Regulation K : International Banking Operation*, Press Release, Docket No. R-0703, April 19, 1991 ; Taeho Kim, *International Money and Banking* (London : Routledge, 1993), ch. 13.

場の成長はアメリカ型多国籍企業の歓迎するところでもあったといえよう。なぜならば、多国籍企業にとっては、従来の直接投資形態の進出以外にも、現地企業の株式取得による企業買収の可能性が開けるばかりでなく、現地市場での上場もまた容易になるからであった。さらに、このような企業買収は、進出先のナショナリズムを巧みに回避するばかりでなく、債務の株式化を利用した場合には、ディスカウント価格での現地企業の取得も可能となるという利点もあるからであった。そして、これが先進国からの資金供与がシンジケート・ローンからエクイティ・ファイナンスにシフトしてきているという事情、また先進国がIMF・世銀などの国際機関を通じて、開発途上国の国内経済改革を迫ってきたという点ともかかわっていることは、明白であろう。

一方、開発途上国政府は国内の政治的安定を維持するためにも「持続可能な成長」を追求せざるをえないという状況にあった。原材料、資本設備、および消費財を輸入するための外貨を必要としている開発途上国が、新しい資金チャンネルを受け入れるために、自由化、民営化、デレギュレーションを含む経済自由化政策を採らざるをえなかったゆえんである。また、開発途上国における金融の自由化は、基本的に構造調整が成功するかどうかの鍵となるものであった。というのは、金融自由化が開発途上国の資源配分の歪みを除去し、より競争的な状態をつくることによって、投資の生産性が上昇すると期待されたからにほかならない。つまり、国際的な資本移動を円滑にすることによって、金融資金の有効性を高め、内外の利子率を平準化し、民間部門の信用コストを引き下げる点が強調されたのである。要するに、外国資金を呼び込むために対外金融の自由化を進めるとともに、誰もが外国資本にアクセスできるように、国内の金融自由化を同時平行的に行う必要があるという、一言でいえば、国際市場と国内市場の統合が必要であるという認識である¹⁵⁾。

15) 高英求「開発融資としてのエクイティ・ファイナンス (上・下)」『世界経済評論』

この点との関係でみれば、世界的な民間セクターの役割を強調してきた IFC にとっては、第三世界における累積債務危機は IFC の成長と多様化を促進した原動力にほかならなかった、といえよう。なぜなら、IFC は、国際金融市場におけるイノベーションについては、2つの仕方でかかる変化の一部を構成してきたからである。第1は、規模の拡大により「触媒機能」を拡充したことである。第2は、活動の多様化により開発途上国の民間セクターに種々のサービスを提供する開発のための「投資銀行」となってきたことである。こうして、IFC はテクノロジーのトランスファー分野と株式資本市場の活動においてますます積極的な活動を行うようになってきているのである。とくに、IFC は資本市場の開発、証券ファンド、デッド・コンバージョン・ファンドなどを通じて開発途上国の資本市場と先進工業諸国の主要な資本市場とをリンクさせる重要な役割を果たしてきているのである¹⁶⁾。

では、開発途上国はなぜ国内において株式市場を育成しようとしたのであろうか。この点を、次に検討することにしよう。一般的に言えば、強力な金融市場は第三世界における経済開発にとって必要不可欠なものにほかならない。なぜなら、金融市場がなければ、開発途上国は金融資金を動員する能力と近代的な投資活動のために必要な技術を欠くことになるからである。換言すれば、資本市場の発展は開発途上国における民間セクターの開発と強力な経済成長とに密接に関係しているからであったといえよう。そこで、次に、開発途上国において株式市場を開発する必要性についていえば、それは既に指摘したように、何よりもまず、債務をもたらしなない点が指摘できよう。また第2に、より強力な株式市場の開発は、追加の貯蓄経路を供給し、国内金

1989年12月、1990年1月。また、世界銀行『年次報告1989』世界銀行東京事務所、59頁、The World Bank, *World Development Report 1989*〔世界銀行『世界開発報告1989』〕も参照。

16) 世界銀行『年次報告1989』59-60頁。

融サービスの成長を促し、公的セクターから民間セクターに企業の移転を容易にすることができ、かつ開発途上国の資本配分を改良することにもなるからであるといえよう。しかしながら、開発途上国の多くは、これまで外国の投資者に用心深い態度をとってきたのが普通であった。総じて、開発途上国において、資本の流入、利潤の海外送金、外国資本の所有権を制限する傾向が強かったのは、国際収支が赤字の時に資本が流出したり、国内の会社に対する支配が増すのではないかという懸念があったからである。それゆえ、第三世界における経済成長には、株式市場の育成・開発が急務であるが、そのためには何よりもまず、デレギュレーションが必要不可欠とみなされたのである。なぜならば、①株式市場の回転率は、株式の額、所有権の程度などにより制限されていたこと、②開発途上国において取引される株式の量は、キャピタル・ゲイン課税の引下げや株式発行のコストを引き下げる措置を含む租税措置を採用する場合に増大するとみなされたこと、③国営企業の民営化によって新しい株式の発行が期待できたこと、④さらに、株式市場の拡大を助ける他の措置は、貯蓄を引き付け、それを株式投資に導く投資機関の間での競争を促進することなどが見込まれたからであった。株式市場の開発を支援するよう世銀の技術援助と資本移動に対するコントロールを取り除くIMFの役割が要請されているゆえんである¹⁷⁾。

このように、健全な株式市場の開発が開発途上国の「持続可能な成長」に多大な貢献をすることは、明白といえよう。そこで、以下、開発途上国における株式投資のメリットを整理して示すことにしよう。すなわち、①エクイティ・ファイナンスは、民間銀行の金融と異なって、「恒久的な金融」を提供することからも分かるように、会社の変動かつ高い利子率に対する脆弱さを和らげる限り、開発途上国の金融制度と経済の安定に貢献することができる。

17) David Gill and Peter Tropper, "Emerging Stock Markets in Developing Countries," *Finance & Development*, December 1988, p. 28-31.

②株式市場は、直接間接に中小企業のための金融を提供することによって、雇用を促進し、税収を生み出し、結果として開発途上国における経済成長の増大に助力することができる。③株式は究極的に国民大衆の間に広く証券の所有を分配することによって、産業の民主的な所有を促すことができる。④証券市場が発展し活発化することによって、流動的な証券取引所が発展する限り、途上国は国際資本に接近することが容易になる。⑤株式市場の発展は証券の公正な価格を確立し、かつ証券の売買コストを最低にすることによって、経済的効率を高めることができる。以上である。みられるように、資産運用投資の利点のうちで主たるものは、国内のコントロールを損なうことなしに、債務をもたらしさない新しい株式資本の源泉を生みだしうるという点にあったのである。また、開発途上国の株式取引所での対外投資家による株式の購入は、国内貯蓄者によるかかる株式の需要の増大に導くことによって、国内市場を拡大する点も強調されたのである。さらに、外国人の株式投資は、ビジネス技術のノウハウの移転をとめない、かつ非常に生産的な投資に集中する傾向があることも訴えられたのである¹⁸⁾。

しかしながら、外国からの資産運用投資が今後発展するかどうかは、開発途上国の資本市場において債券を管理する国内機関をいかに育成するかにかかっているといえよう。また、外国の投資家の第三世界における株式市場への公正な参加をいかに保証するかも重要であろう。そのうえ、外国からの資産運用投資には、次のような欠点があることもまた看過すべきではないであろう。すなわち、第1に、外国の投資家は、もし会社のパフォーマンスが期待以下の場合には、株式を売却する危険性があるという問題である。これは、外国からの資産運用投資が株式市場で突然移動かつ流出しうる可能性を高める。しかし、このリスクは対外投資を制限すること、また外国人に所有され

18) Peter C. Jones, *op. cit.*, pp. 28–29; David Gill and Peter Tropper, *op. cit.*, pp. 28–31.

表1 世界の株式時価総額, 1981-1993年

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
合計	2,584,493	2,737,198	3,389,282	3,442,243	4,667,766	6,513,885
先進株式市場	2,501,655	2,670,238	3,306,060	3,296,370	4,496,503	6,275,582
新興株式市場	82,838	66,960	83,222	145,873	171,263	238,303
対合計比率(%)	3.2	2.4	2.5	4.2	3.7	3.7

(出所) International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets Factbook*, various years.

ている普通株式の特別の種類を確立することによって減少されうるとみなされた。第2は、外国からの資産運用投資が次第に外国人による支配の増大につながるという、いわゆる外国人による「クリーピング・コントロール」の問題である。これは、外国人の所有しうる資本残高を制限するか、または外国人の保有株式数を制限することによって、またクローズド・エンド型特定国ファンド、すなわちその受益証券は取引できるが償還されないなどの手段によって解消することができるかとみなされた。このように、第三世界の債務危機以降、「開発金融の民営化」の源泉としての株式投資と資産運用投資は、外国の機関投資家のために便宜をはかり、「持続可能な成長」戦略に有効な役割を演じてきていることが、確認できるであろう¹⁹⁾。

そこで、以下、表1によって開発途上国における株式市場の目覚ましい発展についてみることにしよう。開発途上国の株式市場は、1981年には僅か828億ドルにすぎなかったのであるが、その後1987年には3,193億ドルの市場に成長し、さらに1989年には7,381億ドル、そして1992年には9,569億ドルと大幅な伸びを示している。また、1993年には1兆6,361億ドルと過去最高を記録し、急速な速度で拡大し続けてきていることがみてとれるであろう。

このように、第三世界における株式市場の規模は、急増してきたことが示されているが、同時に伸び率も大幅な水準で拡大をみせている。ちなみに、

19) David Gill and Peter Tropper, *op. cit.*, pp. 28-31.

(単位：百万ドル)

1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
7,830,394	9,728,493	11,713,685	9,424,158	11,298,991	10,919,372	14,100,763
7,511,072	9,245,358	10,975,622	8,812,484	10,447,505	9,962,524	12,464,657
319,322	483,135	738,063	611,674	851,486	956,858	1,636,106
4.1	5.0	6.3	6.5	7.5	8.8	11.6

1981年から1993年までの株式市場の規模の増加率を示すと、実に19.8倍であった。また、開発途上国の世界の株式市場に占める割合も、1981年には3.2%にすぎなかったが、1988年には5.0%に増大し、そして1993年には11.6%と急速に拡大してきているのである。このように、開発途上国における株式市場の急速な拡大は、1990年代における最も重要な国際金融上の発展のひとつになってきているといえよう²⁰⁾。したがって、「開発金融の民営化」においてIFCの果たすべき役割が次第に大きくなってきていることが、確認されるであろう。

では、次に、IFCの株式市場の拡大に果たすべき役割をみることにしよう。周知のとおり、世銀は主としてハード・カレンシーでの返済を要求し、借り

20) International Finance Corporation, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1993, p. 11; Peter C. Jones, *op. cit.*, pp. 28-31; David Gill and Peter Tropper, *op. cit.*, pp. 28-31; "A Leg up the Ladder," *The Banker*, July 1993, p. 16. したがって、強力な金融市場の育成は経済開発の根本的なものである。金融市場が存在しなければ、開発途上国は現代の投資活動のために必要な金融資金源や技術を動員する能力を欠くことになるからである。また、盛大な資本市場は活気に満ちた民間セクターの発展と強力な経済成長と密接に結びついている。というのは、高い国内貯蓄率と資金の生産的なエクイティ投資への有効なチャンネルリングが経済成長を促進させる前提条件であるからにはほかならない。その結果、多くの開発途上国では金融市場を発展させるばかりでなく、外国からより多くのエクイティ資本の流入を勧めるプログラムを実施してきているのである。

手に債務支払いを可能にさせる自己清算的な開発プロジェクトのためにローンを行う非常に保守的な「開発銀行」であるために、IFCは世銀の保守的な融資政策の限界を克服し、低開発諸国に民間資本をつぎ込むために投融資活動を行う国際機関にほかならなかった。したがって、IFCの設立目的は、開発途上国における生産的な民間企業の成長を促進することによって経済発展を推進することにあつたのである。IFCが開発途上国の国内企業や外国資本との合弁企業に対する融資または株式投資という形で、プロジェクト・ファイナンスを行ってきているのは、まさにこのためであるといえる。IFCは1980年代に入って、とくに活躍が期待されているけれども、その活動にはいくつかの特徴がある。第1は、投融資の対象となる企業は将来利益を生むものでなければならないということである。第2は、IFCの活動は民間活動を阻害するものであってはならないということである。したがって、直ちに大きな収益が見込まれ、民間金融機関から有利な条件で融資が受けられるようなプロジェクトは対象とはみなされなかった。第3に、IFCはプロジェクトのオーガナイザーとしての役割を果たすべきことが期待されたことである。とくに投資案件の発掘、評価、企業の設立・運営、資金調達の組成などにおいて、民間企業にアドバイスを与え、とりまとめ役を努めることが期待されたのである。また、合弁企業の場合には、海外企業と現地企業の間にとって仲介者の役割を果たすことが強調されたために、IFCはあくまでもオーガナイザーにとどまり、企業を支配することは避けるべきであるとされた。通常IFCが自己資金で出資または融資する額は、プロジェクトの資金所要額の25%以下、また株式を取得する場合でも、35%を限度として筆頭株主となることを避けるべきと定められたゆえんである。第4に、IFCの対象となるプロジェクトは、通常中規模なものに限定されたことである。このように、IFCの投融資活動は民間セクターの開発における「触媒機能」が重視されたのである。また、IFCのプロジェクト・ファイナンスが単一のプロジェクトの範囲を越えたより広範な投資活動を支援することにより、カントリー・リスク

の障壁を突破したり、プライバタイゼーションを支援したりすることによって、民間とより広範な政策目標を援助するという点においても、第三世界における経済開発に大いに貢献することができる、と強調されたのである²¹⁾。

さて、最後に、IFCと共同で海外投資を行うことのメリットをみることによって、IFCの世銀グループ内での役割をまとめることにしたい。第1は、IFCは永年にわたって多くの開発途上国の企業に投資を行っており、プロジェクトの審査能力については高い評価を得ているという点である。第2は、IFCは世銀グループの一員であり、開発途上国の政府と緊密な関係を有しているため、進出企業が相手国の政府と交渉する場合には力となりうるという点である。第3は、合弁企業設立の際の複雑な契約書の作成などについて多くのノウハウを有しているため、これを利用できるという点である。第4は、IFCの出資分を国内分扱いにしている国も多いので、50%以上の外資参加を許可しない国でも事実上のマイノリティがとれるという点である。第5は、合弁企業が収益を上げていけば、所属国が外貨不足になっても優先的に利益の分配を受け取る可能性が高いという点である。以上、第三世界における経済開発には産出量、所得の成長ばかりでなく、新テクノロジー、マネジメント、金融技術などの変化も含まれるのであるが、IFCは、経済成長ばかりでなく、まさにかかる変化をも促すという点において、開発途上国のプライバタイゼーションに貢献することが期待されているのである。事実、開発途上国の民間セクター・プロジェクトに対するIFC融資の多くは現在、200以上の国際金融機関とシンジケート・ローンが組成されてきている。そこで、最近シンジケート・ローンがなぜ急速に組成されてきているのかについてみれ

21) 畠中杉夫「援助の民活とIFCの役割」『国際金融』第809号、1988年8月、8-12頁、白鳥正喜『世界銀行グループ』国際開発ジャーナル社、1993年、200頁。鷺見一夫『世界銀行』有斐閣、1994年、219-223頁。IFC, *The Development Contribution of IFC Operations*, pp. 7-14; "Debt crisis and Reaganomics give IFC a new lease of life," *op. cit.*, pp. 107-109.

ば、それは IFC が自己の投資資金を新しい投資に移すことによってリサイクルさせる重要な方法であるからといえよう。したがってまた、IFC 加盟国の民間セクターがより効率的になり、グローバルな投資がより多様化するにつれて、IFC はより多くの国際銀行がシンジケート・ローンに参加させることが可能となるであろう。IFC のシンジケート・ローンは、IFC の最も有効な「触媒機能」のひとつであるといえよう。このように、IFC は民間資本の動員の「触媒」としてばかりでなく、開発途上国からの資本逃避を防止する保証にもなるという役割を果たすことが期待されているのである²²⁾。

むすびに代えて

最近、「開発金融の民営化」においてとりわけ期待されているのが民間の直接投資である。しかし、開発途上国への民間の直接投資はリスクが大きいこともまた事実である。経営、財務、労務などの企業内部問題に加え、政治的不安定、外貨不足、インフレといった企業の外的な社会的条件がリスクを大きくしてきている。したがって、先進国政府や国際機関が何らかの手段でリスクを軽減してやらないと、先進国の民間企業は安心して開発途上国に投資できないという関係にあることは、明白であろう。先進国の民間企業から開発途上国の民間企業に対して資金や技術が円滑に流れるためには、とりわけ公的機関による「触媒機能」が重要とされるゆえんである。事実、各国の海外投資保険や輸出信用機構は、開発途上国での経済活動に関する不安を減少させ、民間企業の途上国に対する投資を奨励する「触媒」として役立っている

22) James C. Baker, "The International Finance Corporation and Banks : IFC Syndications of Its LDC Investments," in Khosrow Fatemi and Dominick Salvatore, *Foreign Exchange Issues Capital Markets and International Banking in the 1990* (Washington, D.C. : Taylor & Francis, 1993), pp. 249–253.

る。1988年4月に発足した多数国間投資保証機関(MIGA)もこうした投資の促進を狙いとするものであった。

また、これとならんで、国際機関が自ら開発途上国の民間企業に出資または融資を行い、それらの国における投資の活発化をはかっているケースもある。とくに合弁企業に出資、融資を行う場合には、先進国民間企業の開発途上国に対する進出を促進する「触媒」として大きく貢献することになる。開発途上国の民間企業に対してこのような投融資を行う最大の国際機関がIFCである。したがって、IFCは新しい企業に様々な形態で「所得を生む投資」を行うために先進国と開発途上国がパートナーシップを強化するための「国際協力」の一形態であるといえよう。

では、最後に、開発途上国における健全な株式市場の発展にとってのエクイティ・ファイナンスの重要性という点から、途上国の経済開発に対するIFCエクイティ・ファイナンスの意義を総括し、むすびに代えたい。

いうまでもなく、いかなる経済体制においても個人企業が経済の進歩を推進するうえに最も有力な動因をなす部面が広範囲にわたってあることは、一般に認められている。しかし、歴史的にみて、多くの国では、発電、給水、電話網、鉄道などの基本的な公共事業は総じて国家が所有し、経営するところとなっていた。そして、開発の領域においては、個人資本の一特殊形態である株式資本は特別の意義をもってきたこともまた、周知のとおりである。というのは、第1に、株式投資は工業国が経済発展を遂げるうえで、主な金融上の基礎となってきたからである。また、第2に、借款に比べて株式投資のほうが、一時的な事業不振に対処する個人企業の力を強めたからでもあった。さらに、第3に、海外から株式投資が行われる場合には、必要とされる経営および技術上の熟練者をともにもたらずが、それは他の場合では容易に確保できないものでもあったからである。そして、最後に、株式資本は貸付資本ほど収支変動に対して厳しい影響を受けない点も注意されるべきである²³⁾。

少なくとも、個人企業は、これまで第三世界の後進地域の経済開発に然るべき役割を演じてこなかった。すなわち、国内投資に関する限り、開発途上国には貯蓄の不足というハンディキャップがあったからである。また、海外からの個人投資が不足していたからである。第1は、第二次世界大戦により先進国の大部分で起こった富と所得の再配分にともない、個人は以前にもまして海外に利益を直接求めて大きな危険を冒す意思を喪失したという問題である。再投資された法人剰余金以外の貯蓄は、保険会社や貯蓄銀行のような投資機関にますます集中する傾向があった。第2は、大戦直後、投資家は以前よりも大きな対外投資リスクを負っていると考える傾向があったという問題である。政治的な危険は別として、海外投資にとって最大の障害をなすものは、資本移動の危険であった。すなわち、若干の国は海外投資家が利益を移転したり、あるいは資本を引きあげる限度を、法律によって統制することが必要であるとしたからであった。さらに、不公平な差別待遇を受ける恐れ、また然るべき補償もなしに没収される懸念も広範囲にあった。第3は、ヨーロッパにおける若干の旧資本輸出国は自国の通貨圏以外へ巨額の資本輸出を認めなかったという問題もあった。みられるように、自由な資本移動に対する困難さが外国投資家の対外投資を躊躇させた根本原因にほかならなかったのである²⁴⁾。

23) International Bank for Reconstruction and Development, *Report on the Proposal for an International Finance Corporation* (Washington, April 1952); International Bank for Reconstruction and Development, *Report on the Status of the Proposal for an International Finance Corporation* (Washington, May 1953); Robert L. Garner, *Statement of the International Finance Corporation* (Istanbul, September 1955).

24) IFCの起源とエクイティ・ファイナンスの問題については、いずれ本格的に論じたい。さし当たり、Bronislaw E. Matecki, *Establishment of the International Finance Corporation and United States Policy* (London: Thames & Hudson, 1957); James

このように、開発途上国の経済開発にとっては、既に指摘したように、株式市場の発展にともなうエクイティ・ファイナンスが重要になってきているのである。第1に、エクイティ・ファイナンスは利率の変動に対する企業の脆弱性を和らげ、開発途上国における資本市場の発展と金融制度の安定に貢献するからである。というのは、対外金融は返済を要求するのに、他方エクイティ・ファイナンスは企業がそのニーズに合わせて返済レベルを調整することを可能にするという点において、「恒久的なファイナンス」を提供するからにはほかならない。第2に、エクイティ・ファイナンスは開発途上国の中小企業に直接間接にベンチャー・キャピタルを提供することによって、途上国の成長と雇用の促進を助けることができるからである。第三世界において中小企業の存在価値が見直されてきたのは、それがより多くの仕事、イノベーションをもたらし、かつ税収入を高めてきているという事実により証明されてきているからにはほかならない。第3に、エクイティ・ファイナンスは国民大衆、とくに中産階級の間により広く証券の所有を分配することによって産業の民主的所有を促すからにはほかならない。第4は、エクイティ・ファイナンスの開発は証券取引所の発展に導くと同時に、国際資本に容易に接近することを可能とするからである。第5は、証券市場での公正な価格が確立することによって、証券の売買コストを最小限にすることが可能となり、エクイティ・ファイナンスの経済効率が高められうるからである。したがって、IFCは第三世界における資本市場を育成し、中小企業に民間資本を動員する「金融仲介者」として行動するばかりでなく、先進国資本と開発途上国資本とのパートナーシップを強化することにより、「開発金融の民営化」を促すと同時に、「開発援助の国際化」アプローチを実現する経済開発のための「国際協力」

C. Baker, *The International Finance Corporation* (New York : Frederick A. Praeger, 1968) ; Hassan M. Selim, *Development Assistance Policies and the Performance of Aid Agencies* (London : The Macmillan Press Ltd, 1983), ch. 25 を参照。

メカニズムを作り出すことが期待されているといえよう²⁵⁾。

では、エクイティ・ファイナンスという考えは、戦後の開発援助政策の展開においてはどのような変遷をたどったのであろうか。また、IFCはアメリカの対外援助政策といかなる関連のもとに生まれたのであろうか。このような問題を含め、IFCの概念が戦後のアメリカの対外援助政策とのいかなる接触によって現実化することになったのかは、今後の課題としたい。

25) P.C. Jones, *op. cit.*, pp. 28–29. なお、開発途上国における民営化の新しい戦略は「ポピュラー・キャピタリズム」にほかならないといわれている。株式所有の分散化をはかり、一株主の株保有に上限を加え、もってより多くの小口の株主をつくることを目指したのがポピュラー・キャピタリズムである。そして、これは外資導入のためのデッド・エクイティ・コンバージョンの採用や年金基金の民営化や労働者の民営化への参加という、いわゆる「レイバー・キャピタリズム」により実行されてきている。しかし、開発途上国の民営化が単に国営企業の所有権を民間に移せば直ちに生産・雇用・所得が増えるというような簡単なものでないこともまた、周知のとおりである。開発途上国の中間所得層の規模の狭さが少額の株主とポピュラー・キャピタリズムにもとづくプライバタイゼーションを困難にしているのであり、この点が民営化の最大の問題であるといえよう。また、開発途上国のプライバタイゼーションが先進国による途上国企業支配の問題としての様相を呈している点も問題であろう。他方、開発途上国がプライバタイゼーションを実行するのは、途上国の対外的信認と外資へのアクセスを維持することが死活問題であるからにほかならない。この点において、プライバタイゼーションはそれ自体が目的ではなく、開発途上国において効率性を高め、政府とビジネスの双方の発展に貢献するために、公的セクターと民間セクターとの間の新しいパートナーシップを強化する手段のひとつとみなされるべきであろう。詳しくは、Henry Bienen and John Waterbury, *The Political Economy of Privatization in Developing Countries*, *World Development*, Vol. 17, No. 5, 1989, pp. 617–623 ; John Nellis and Sunita Kikeri, “Public Enterprise Reform : Privatization and the World Bank,” *World Development*, Vol. 17, No. 5, 1989, pp. 659–672 ; Mary Shirley, *The Experience with Privatization*,” *Finance & Development*, September 1988, 34–35 ; IFC, *The Development Contribution of IFC Operations*, pp. 1–23 を、また高英求、前掲論文も参照されたい。