

# 国際資本移動と国際金融市場(下)

神 沢 正 典

はじめに

## I 国際収支ファイナンスと国際金融市場

1. 80年代の国際金融市場の構造
2. 国際収支ファイナンスの類型
  - (1) 70年代の国際収支ファイナンス
  - (2) 80年代の国際収支ファイナンス
3. 国際インターバンク市場と国際収支ファイナンス
  - (1) インターバンク取引と国際収支
  - (2) 「短期借り・長期貸し」について
  - (3) 90年代のインターバンク取引の変化
4. シンジケート・ローンと国際収支ファイナンス

## II 国際資本移動とグローバリゼーション

1. 国際債とユーロノートの盛衰
  - (1) FRN からエクイティ債へ
  - (2) NIF から ECP へ
  - (3) 80年代から90年代へ
2. 金融市場の国際化とグローバリゼーション
  - (1) 対米証券投資と国際分散投資
  - (2) スワップとグローバリゼーション
  - (3) グローバリゼーションと「多極化」(以上前号)

## III 国際金融市場と発展途上国(以下本号)

1. 対途上国資金フローと証券市場
2. 途上国証券市場の成長
  - (1) 全体の動向
  - (2) アジアの株式市場
3. 先進国機関投資家とカントリー・ファンド
  - (1) 先進国機関投資家と国際分散投資
  - (2) 途上国側の論理
  - (3) カントリー・ファンドと IFC
4. グローバリゼーションと途上国証券市場  
一むすびにかえて一

## III 国際金融市場と発展途上国

### 1. 対途上国資金フローと証券市場

これまでの章では、80年代の国際金融市場が先進国間の資本移動の場になっていることを強

調してきた。発展途上国は、債務危機の下で、資金の流入どころか流出にみまわれ、経常収支赤字はファイナンスによってではなく、緊縮政策によって調整されてきた。ユーロ市場から途上国への資金還流というのは、オイルマネーの滞留と先進国の低成長という条件下で起こった特殊70年代的現象にすぎなかった。80年代から90年代への時代の転換点で新たに生じてきた国際資金循環をめぐる問題はいわゆる「資金不足」論であるが、「資金不足」論のおそらく唯一正しい予測は、90年代も途上国への資金還流は困難であろうという点である。ソビエト社会主義の崩壊したがって冷戦の終焉は、この予測をますます正当化しているように思われる。なぜなら、一つにはソ連・東欧という旧社会主義圏が新たに資金需要者として登場し、途上国と資金配分をめぐる対立関係に入ったという要因があるが、同時に冷戦の終結はもはやどちらの陣営も途上国を味方につけるために資金援助する必要はなくなるという極めて重大なインパクトを与えるからである。はたして、途上国は90年代も国際的資金貸借・還流をつかさどる国際金融システムの枠外に放置されるのであろうか。

IMF の発行する『国際資本市場—展開と予測—』(1991年5月)は、近年の途上国への資金流入を次のように分析する。まず、長期信用供与では、資本輸入国向けの自発的融資額は89年の150億ドルから90年に165億ドルと拡大したが、その多くはリース、プロジェクト関連および商品価格リンク融資等の「金融テクニク」の利用を通じて促進されたものであった。証券投資面では、89年の45億ドルから90年の51億ドルに増加したが、それは90年にメキシコとアル

ゼンチンが国際債券市場に復帰し、韓国の発行も増加したことによっている。これらの国の債券市場への自発的アクセスの回復は、主として国際的評判と輸出実績をもつ企業に利益をもたららし、「担保化テクニック」の利用によって促進された。途上国による国際債発行のなかには私募債が含まれていないこと、近年興隆してきた途上国株式への投資額が不明であることから、途上国の国際資本市場との関係は過小評価されている。しかし、いずれにせよ、近年の動きは返済財源が明確な、現実資本に密着した融資あるいは証券市場を通じた調達という形で、国際金融市場に復帰しつつあることを示している。ただし、「見通しうる将来において、途上国への銀行貸出の役割は、プロジェクト・ファイナンス、トレード・ファイナンスおよびインターバンク・ファイナンスに限定されると予測されるので、さらに世界の投資資金の巨大なプールは証券市場を通じて還流しているの、中所得途上国の市場アクセスの再開は国際債券および株式市場に焦点が当てられるであろう」<sup>42)</sup>。IMFは、銀行融資に代わって証券市場の資金還流機能を重視しているのである。

しかし、途上国への資金フローは、途上国が国際金融市場にアクセスすることによってだけでなく、先進国の資本が途上国金融市場にアクセスすることによっても拡大しうる。前章で強調したように、一国証券市場における非居住者のプレゼンスの高まりこそ80年代の特徴であり、それがグローバル化を構成していた。そこで、途上国と国際金融市場の関係を国際機関投資家の分散投資とのかかわりでも検討しなければならないのである。この課題は、近年途上国とくにアジアの証券市場が興隆しつつあること、そこへの投資を日本を始めとする機関投資家が拡大していること、さらに政策的に日本の資金還流策の一環としてカントリー・ファンドへの投資と日本での上場が実現されていること、という現実の展開を背景にしている。同時に、国際金融市場のグローバル化は先進国だけの問題ではなく、地理的に途上国

を巻き込まない限り真にグローバル化しえないが故に、途上国への証券投資は国際金融市場の質的变化の一環としても重要である。

## 2. 途上国証券市場の成長

### (1) 全体の動向

途上国証券市場の成長は1970年代に生じた。株式市場の規模は、通例、市場の時価総額、上場企業数および取引高で計られる。表19を参照しながら、途上国株式市場の概況を見よう。市場の時価総額で計れば、20カ国の主要な途上国株式市場の規模は<sup>43)</sup>、1990年末で5,793億ドルになる。これは、世界の株式市場全体の4%、アメリカ以外の市場の9%、全ヨーロッパ市場の24%を占めている。香港・シンガポール・韓国・台湾というアジアNIESの4カ国を除いても、残り16カ国の市場規模は全ヨーロッパ市場の11%に達しており、もはや無視できる存在ではなくなっている。国別では、途上国市場最大の韓国の規模は1,110億ドルで、先進国市場を含めた全体で11位につけており、台湾も12位に続いている。これらの国は先進国市場に分類されるスウェーデン、オーストラリア、ベルギー、デンマークなどの市場規模をはるかに上回っている。時価総額の80年代の伸びを見るために、85年と90年を比較してみると、やはり台湾、韓国、タイ、インドネシアといったアジア諸国が大きな伸びをしめし途上国市場全体でも3.6倍と先進国市場の伸び率2倍を上回っている。また、取引高でも台湾、韓国が突出しており、特に台湾の90年の取引高はアメリカ、日本、ドイツに次いで4位につけている。数字の上では、インドネシアの伸びは驚異的であるが、事実上取引が始まった89年と比較しても7倍と高い伸びを見せている。台湾の時価総額と比較した取引高の大きさは、回転率の高さすなわちいかに短期に売買されているかを物語っている。

アジア諸国の証券市場の急拡大に対して、その他地域では、ヨーロッパのポルトガルが時価総額、取扱高とも伸びているが、ラテン・アメ

表19 途上国証券市場の規模, 1990年

|         | A時価総額<br>(100万ドル) | 増加倍率<br>90年/85年 | B上場企業数 | 増加倍率<br>90年/85年 | C取扱高<br>(100万ドル) | 増加倍率<br>90年/85年 |
|---------|-------------------|-----------------|--------|-----------------|------------------|-----------------|
| 韓国      | 110,594           | 15.0            | 669    | 2.0             | 75,949           | 18.2            |
| 台湾      | 100,710           | 9.7             | 199    | 1.6             | 715,005          | 145.9           |
| ホンコン    | 83,397            | 2.4             | 284    | 1.1             | 34,633           | 3.6             |
| マレーシア   | 48,611            | 3.0             | 282    | 1.3             | 10,871           | 4.7             |
| インド     | 38,567            | 2.7             | 6,200  | 1.4             | 21,918           | 4.4             |
| シンガポール  | 34,308            | 3.1             | 150    | 1.2             | 20,293           | 14.7            |
| メキシコ    | 32,725            | 8.6             | 199    | 1.3             | 12,212           | 5.2             |
| タイ      | 23,896            | 12.9            | 214    | 2.1             | 22,894           | 40.3            |
| トルコ     | 19,065            | 20.4            | 110    | 2.8             | 5,841            | 449.3           |
| ブラジル    | 16,354            | 0.4             | 581    | 1.1             | 5,598            | 0.3             |
| ギリシア    | 15,228            | 20.0            | 145    | 1.3             | 3,924            | 230.8           |
| チリ      | 13,645            | 6.8             | 215    | 0.9             | 783              | 13.7            |
| ポルトガル   | 9,201             | 47.9            | 181    | 7.5             | 1,687            | 337.4           |
| ベネズエラ   | 8,361             | 7.4             | 66     | 0.6             | 2,232            | 72.0            |
| インドネシア  | 8,081             | 69.1            | 125    | 5.2             | 3,992            | 1,330.7         |
| フィリピン   | 5,927             | 8.9             | 153    | 1.1             | 1,216            | 11.0            |
| アルゼンチン  | 3,268             | 1.6             | 179    | 0.8             | 852              | 1.4             |
| パキスタン   | 2,985             | 2.2             | 487    | 1.3             | 231              | 1.0             |
| ジンバブエ   | 2,395             | 6.7             | 57     | 1.0             | 51               | 5.7             |
| ヨルダン    | 2,001             | 0.8             | 105    | 1.0             | 407              | 2.5             |
| 参照項目:   |                   |                 |        |                 |                  |                 |
| 日本      | 2,917,679         | 3.0             | 2,071  | 1.1             | 1,602,388        | 4.9             |
| 途上国市場全体 | 579,319           | 3.6             | 10,601 | 1.2             | 940,589          | 17.5            |
| 先進国市場全体 | 8,941,290         | 2.0             | 17,458 | 1.0             | 5,183,194        | 3.3             |
| ヨーロッパ市場 | 2,445,538         | 2.6             | 5,639  | 1.1             | 1,667,440        | 8.0             |
| 世界全体    | 9,529,053         | 4.3             | 29,068 | 1.1             | 6,124,442        | 3.7             |

(出所) IFC, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1991 より作成。

リカではブラジルが多少の増加が見られる程度で、その他の国は80年代を通じてあまり大きな変化を見せていない。このことは、時価総額の地域別のシェアの変化を見ればより明確になる。すなわち、80年には46%を占めていたラテン・アメリカは90年には17%に激減し、逆に16%であった東アジアは46%と増大しているのである。

次に株価の動きを見よう。図19によれば、日経平均株価指数について89年まではアジアの株価が上昇し、ラテン・アメリカの指数もS&P 500と同水準を示しているのがわかる。

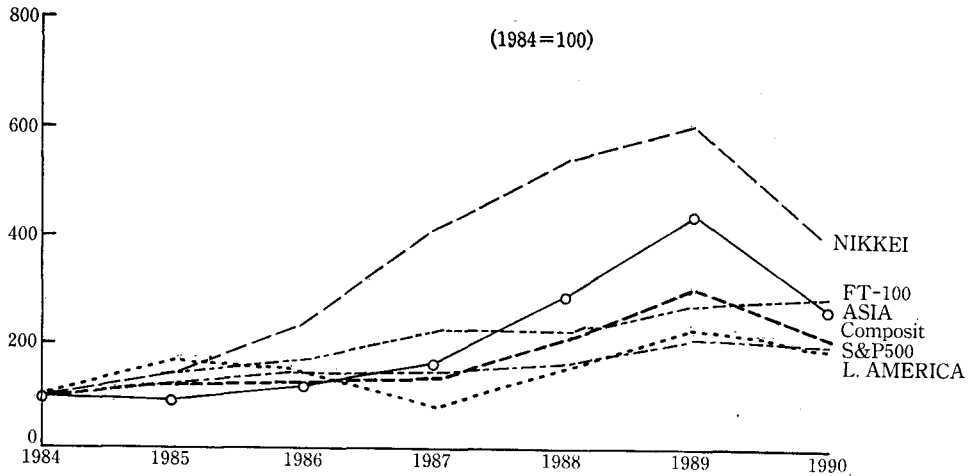
以上2つの指標から、全体として途上国証券市場の成長と拡大を見てとることができる。そ

こで、次に、成長著しいアジアの株式市場の動向を振り返っておきたい。

## (2) アジアの株式市場

アジアNIESの証券市場は、経済の膨張とともに、その規模を徐々に拡大し、とくに1985年9月のプラザ合意以降、円高ドル安の局面が長期化するにつれて、株式ブームにあり、日本、欧米を凌ぐ活発な取引を見るにいたった。その株式ブームは、折からの日本を含む先進工業国証券資本による国際分散投資方針に広く合致し、NIES証券市場への関心を高めた。「いまやNIES証券市場を無視または看過しては、先進工業国なかでも日本の対外証券投資活動の全

図19 地域別株価指数の推移, 1984—90



(出所) IFC, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1991より作成。

貌は描出できなくなった」<sup>44)</sup>。そこで、韓国、台湾という比較的規模の大きい市場とアセアンにわけて見てみよう。

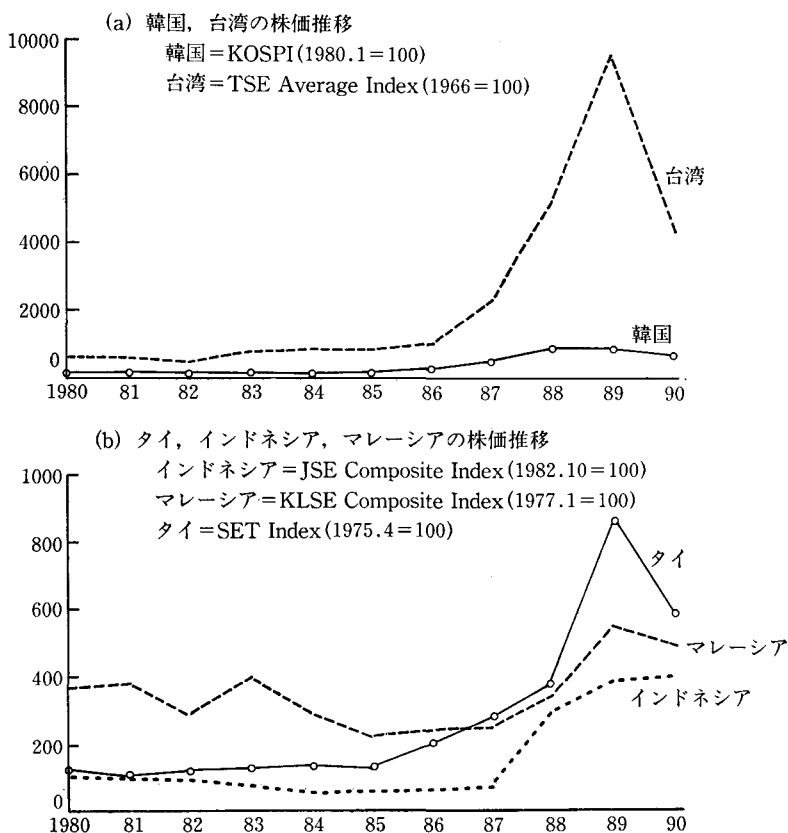
台湾は87年から、韓国は86年から株価が上昇しはじめたが(図20(a)), 87年10月のブラック・マンデー後に、韓国・台湾市場は先進国市場に先駆けて急速に回復し、注目を集めた。88, 89年と取引規模は急膨張し、特に台湾は時価総額に比べて取引高が著しく大きく売買代金回転率が高い。90年に入って、韓国、台湾の株価は暴落したが、その理由は、通貨の切上げ(対米, 対日)による輸出競争力低下と賃上げによる企業業績の悪化であった。

韓国、台湾の停滞に対して90年に入って顕著になったことは、アセアンを構成するタイ、マレーシア、インドネシアの株式市場が活発になったことである。これら3国の株価も87年以降上昇した(図20(b))。国毎の成長要因では、インドネシアは87年に外国人投資を許可し、外為規制およびキャピタルゲイン課税を廃止したため外資流入が急増し、外人持株シェアは27.8%(90年5月)、上場企業数も89年末の61社から90年7月の125社と倍増した。マレーシアで

は、シンガポール市場との分離(90年初)とマレーシア企業のシンガポール市場への上場禁止を受けて、クアラルンプール取引所の出来高は倍増した。しかも売買高の50%が外人投資家によって占められている。タイでは、90年5月に外為規制が緩和され、投資家当たり5万ドル未満の配当は本国送金可能になったため、外人投資が活発になりつつある。すでに、90年第1四半期にタイ証券取引所の総取引額の18.7%は外国人であり、前年同期よりも7.7%拡大している<sup>45)</sup>。

涂彦彦氏は「アジア太平洋時代の到来をつげるいまひとつ重要な側面」<sup>46)</sup>として NIES 証券市場の活況を位置付けられるが、いまや NIES に止まらずアセアン証券市場も著しい成長を遂げているのである。このようなアセアン株式市場活況の原動力は、外国資本であり、その中身は①日本、米国、欧州など先進国の資金だけでなく、②東南アジア地域の華僑マネーが参入し、さらに③台湾マネーが挙げられる<sup>47)</sup>。そこで、次に外国機関投資家の途上国証券市場への分散投資の論理と行動が問題になる。

図20 アジア諸国の株価推移



(出所) IFC, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1991より作成。

### 3. 先進国機関投資家とカントリー・ファンド

#### (1) 先進国機関投資家と国際分散投資

国連大学の一機関である開発経済研究所(WIDER)の報告<sup>48)</sup>は、途上国が民間ポートフォリオ・キャピタルの一部をかかれらの証券市場に引き付けることができるか否かという問題を提起している。途上国証券市場における外国投資家は、先進国の年金資金、生命・損害保険会社、ミューチュアル・ファンドなどのいわゆる機関投資家であり、彼等の運用可能資金は、7.5兆ドルと推定されている。このうち、約10%にあたる7,500億ドルが外国株式に投資されている。途上国証券市場への投資残高は推定170億ドル(89年)なので、先進国機関投資家

の外国株投資のわずか2.3%が途上国株式投資に当てられているにすぎない。また、フローベースでは年に5~10億ドルが途上国証券市場に流入している。この数値は、例えば89年の途上国への直接投資フロー額175億ドルと比べてかなり低いことは事実である<sup>49)</sup>。そこで、各国の機関投資家の動向から見ていこう。

表20(a)(b)は、主要国の生保と年金基金の国際分散投資の実態を示している。この表から投資率の高いイギリスと日本、低いアメリカとカナダ、ほとんど対外投資していないドイツとフランスというグループ割りが可能である<sup>50)</sup>。日、英両国が対外投資を高めたのは、為替管理の撤廃を契機にしている。イギリスの機関投資家による海外資産保有は、1979年まで重要では

表20(a) 機関投資家の対外投資比率<sup>(1)</sup>

|      | イギリス |      | 日 本  |     | アメリカ |     | カナダ |     | ド イ ツ |     | フランス |                   |
|------|------|------|------|-----|------|-----|-----|-----|-------|-----|------|-------------------|
|      | 生保   | 年金   | 生保   | 年金  | 生保   | 年金  | 生保  | 年金  | 生保    | 年金  | 生保   | 年金 <sup>(2)</sup> |
| 1980 | 4.3  | 8.2  | 2.7  | 0.5 | 4.0  | 0.7 | 3.3 | 4.1 | 0.6   | 0.4 | —    | 5.0               |
| 1985 | 12.5 | 14.7 | 9.3  | 5.4 | 3.5  | 2.2 | 2.1 | 5.2 | 0.7   | 0.8 | —    | 5.3               |
| 1986 | 11.9 | 16.8 | 11.7 | 7.5 | 3.2  | 3.2 | 2.7 | 5.3 | 0.7   | 0.7 | —    | 5.8               |
| 1987 | 9.1  | 13.3 | 13.7 | 7.9 | 3.4  | 3.4 | 2.1 | 5.2 | 0.6   | 0.7 | 2.3  | 4.2               |
| 1988 | 9.5  | 13.9 | 14.2 | 7.0 | 3.5  | 3.8 | 2.2 | 5.3 | 0.6   | 0.4 | 2.0  | 4.0               |

(注) (1) それぞれの投資主体の総資産に占める対外資産の割合。

(2) 証券保有に占める割合。

(b) 機関投資家の対外資産 (88年末残高)  
(単位: 10億ドル, %)

|       | 対外資産額 |      | 債 券 |    | 株 式 |     |
|-------|-------|------|-----|----|-----|-----|
|       | 生保    | 年金   | 生保  | 年金 | 生保  | 年金  |
| イギリス  | 34.2  | 53.8 | 18% | 6% | 82% | 94% |
| アメリカ  | 40.3  | 62.8 | 90* | 14 | 10* | 86  |
| ド イ ツ | 1.2   | 0.2  | 83  | 93 | 17  | 7   |
| 日 本   | 1.4   | 65.2 | 79  | 50 | 21  | 50  |
| カナダ   | 1.9   | 6.9  | 18  | 7  | 82  | 93  |
| フランス  | 1.9   | 1.2  | 50* | 15 | 50* | 85  |

(注) \*推定

(出所) E. P. Davis, 'International Diversification of Institutional Investors,' *The Journal of International Securities Markets*, Summer 1991.

なかった。生保資産における海外資産の割合は、3%から6%の間であり、年金基金では3%から7%の間であった。それが1985年末には、生保資産の12%、年金基金資産の15%が海外資産になった。88年末時点の海外資産のうち生保では8割、年金では9割以上が株式投資である。日本の投資率は、88年末には生保で14%、年金で7%になった。大手機関投資家による対外証券投資が拡大し続けているのは、一つには運用資産が全体として著しく増加していること、もう一つは資本流出規制の緩和によって、生保・損保の対外証券投資残高が総資産の10%から30%に拡大されたことである。対外証券投資の内訳では、対米証券投資を反映して、生保で79%、年金では約50%が債券投資であった。

表21 年金基金の資産の国別内訳 (88年末)

|         | アメリカ  | イギリス  | 日 本   |
|---------|-------|-------|-------|
| ア メ リ カ | —     | 31.0% | 66.0% |
| イ ギ リ ス | 12.1% | —     | 9.4   |
| 日 本     | 34.7  | 25.0  | —     |
| 大陸ヨーロッパ | 39.0  | 35.0  | 12.5  |
| そ の 他   | 14.2  | 9.0   | 12.5  |

(注) 全金融機関、ユーロワラント債保有除く。

(出所) 表20と同じ。

アメリカの分散投資は、年金資金の受託者に保有ポートフォリオの分散を促した1974年の従業員退職金保護法 (ERISA) を契機に始まった。アメリカの場合、年金基金の投資は株式に集中している (86%) のに対して、生保では90%が債券に投資されている。というのも、生命保険資金による海外資産保有は総額の1%以下に制限されているからである。独と仏が極めて低いのは、両国では原則として100%国内資産で運用することを義務づけられているからである。

主要国の機関投資家が程度の差はあれ対外投資を拡大しつつあるが、その圧倒的部分が先進国向けであることは疑う余地がない。表21は88年末の年金基金の資産の国・地域別構成を示しているが、85~90%が先進国間の相互投資であり、IIで述べた先進国間のグロスの資本移動を実証している。しかし、アジア諸国の株式への外国投資が増えていることも事実である。表22は日本の機関投資家の証券会社経由の外国株投

表22 日本の投資家の地域別株式投資残高の推移

(単位: 百万ドル, %)

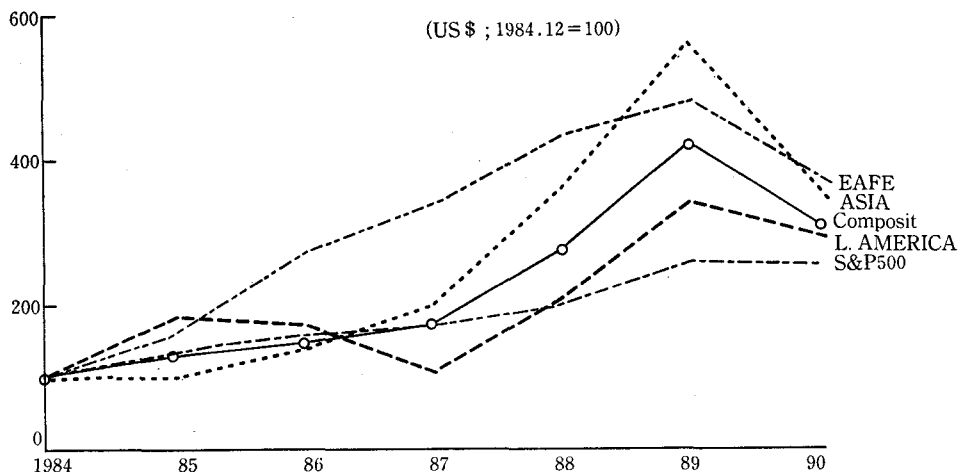
| 年 末  | 北 米   |       | 欧 州   |      | ア ジ ア |      | 合 計    |       |
|------|-------|-------|-------|------|-------|------|--------|-------|
|      | 金 額   | シェア   | 金 額   | シェア  | 金 額   | シェア  | 金 額    | シェア   |
| 1986 | 1,501 | 58.6  | 958   | 37.4 | 53    | 2.1  | 2,564  | 100.0 |
| 87   | 2,736 | 60.6  | 1,667 | 36.9 | 79    | 1.8  | 4,518  | 100.0 |
| 88   | 2,455 | 37.4  | 3,204 | 48.8 | 418   | 6.4  | 6,568  | 100.0 |
| 89   | 3,597 | 32.7  | 5,597 | 50.9 | 978   | 8.9  | 11,001 | 100.0 |
| 90   | 2,927 | 27.0  | 5,794 | 53.5 | 1,469 | 13.6 | 10,831 | 100.0 |
| 91.8 | 3,333 | 28.8  | 5,981 | 51.6 | 1,554 | 13.4 | 11,590 | 100.0 |
| 86年比 | 2.2倍  | -29.8 | 6.2倍  | 14.2 | 29.3倍 | 11.3 | 4.5倍   | -     |

(注) 証券会社経由の投資残高。アジアは香港とシンガポールの合計額。

86年比のシェアは増減ポイント。

(出所) 和光経済研究所『証券投資』No. 452, 1991年11月, 4ページ。

図21 地域別投資収益収支, 1984-90



(出所) IFC, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1991より作成。

資の推移を示しているが、アジア株投資（シンガポールと香港の合計）は88年から急激に拡大し始め、91年8月には15.5億ドルに達している。全体のシェアも13%に拡大した。86年と比べると、金額で29.3倍、シェアで11.3倍になり、同期間のアメリカ向け投資のシェアが約30%減少しているのと好対象をなしている。

一般に、先進国機関投資家が途上国株式をポートフォリオに組み込むのは、高収益とリスク

分散を目的としている。図21によれば、途上国証券市場の収益指数はIFCアジアが一番高く、IFC 指数のなかでは一番低い IFC ラテン・アメリカでもアメリカ S&P 500 社のそれを上回っていることがわかる。国際分散投資は、諸市場間の収益の相関性の低さを根拠にしている。つまり、広く分散されたポートフォリオを保有することによって、たとえ証券の一部が極めてリスクであっても、ポートフォリオの全体的り

スクは低下し、期待収益は増加するという理論である。1960年代には、先進国間の投資収益の相関性は低かったが、これらの市場の統合化と相互依存性が高まるにつれて、先進国間の分散投資のメリットは薄れた。それに対して、先進国と途上国との間の相関性は、図22に見られるように、低い数値を示している。このことは、分散投資に途上国証券を組み込むことによって投資リスクは実質的に減少しうることの意味している。

こうして、先進国機関投資家の豊富な資金と国際投資の比重上昇傾向に加えて国際分散投資の高収益性は、途上国証券市場への投資資金の流入を増大させる潜在性を秘めている。この潜在性を顕在化することこそ、IFC（国際金融公社）の存在意義の一つなのである。

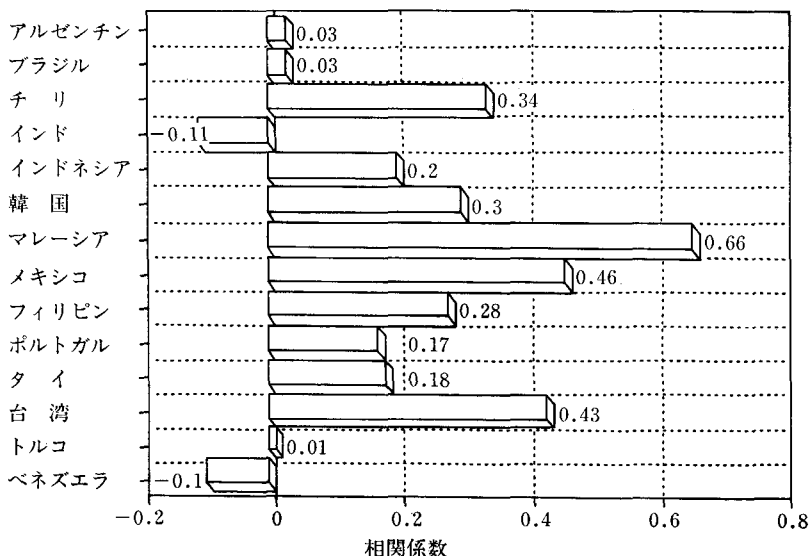
(2) 途上国側の論理

このように、WIDERのレポートは、先進国市場の株価と途上国市場の株価の逆相関関係を論拠に、先進国機関投資家を途上国証券市場に動員しようとするのであるが、同時に途上国に

対してもポートフォリオ投資の利点、すなわち大量の株式資本が潜在的に利用可能であること、ポートフォリオ投資は受身的性格であり受身的投資家としてポートフォリオ投資家は経営や投票権の支配に関心を持たず、もっぱら投資収益とポートフォリオ分散に関心をもつだけであることを強調する。途上国の心配する外資による支配という不安を打ち消すのである。

途上国政府が外国人の株式投資を制限してきたのは、①外国株式投資は、不安定な資金流入であること、②株式投資は、外国投資家による企業支配を提供すること、③外国投資家は、市場、産業の中心セクター、金融サービスセクターを支配すること、④株式投資は、配当および将来の買い戻し (redemption) を考慮に入れると、コストのかかる資金流入形態であることを理由としていた。そして、海外からの投資を規制するために、①資金流入枠の制限（ブラジル、韓国、台湾、インド）、②送金に関する外為規制に関連した制限、③国内の所有権の保護に関する制限、④国内金融セクターの保護に関する制限、⑤外国投資家を効果的に排除し

図22 S&P 500 との収益指数の相関, 1985-90



(出所) IFC, *Emerging Stock Markets Factbook*, 1991 p. 92.



うる税制上のディスインセンティブなどの手段に訴えていた<sup>51)</sup>。だが、ポートフォリオ流入に欠点があっても、新規融資が期待できない下では、民間ポートフォリオ・キャピタルに期待せざるを得ないという現実がある。さらに、債務を生む海外借入やコストの高い政府資金よりも、エクイティ・ファイナンスはコストが低いことを理由に、証券市場育成策が登場することになる。アセアン市場の活況は、従来の途上国の外資政策の大きな変更の産物なのである。

市場育成策としては、①外人投資制限の緩和、②国営企業の民営化・上場促進、③ベンチャー企業を念頭においた上場資格要件の緩和、④取引システムの近代化、⑤企業情報開示制度の改善などがあるが、特に注目する必要があるのは、国営企業の民営化である。民営化とは、政府が多数利害を持つ資産の売却あるいはリースを意味し、「近年の経済政策史における最も革命的なイノベーション」<sup>52)</sup>と評価されている。IFCの調査によれば、31の途上国の非金融企業5,434社の内32%にあたる1,750社が民営化の対象になっており、そのうち約半数が民営化されている<sup>53)</sup>。多くの途上国が民営化に乗り出しているのは、財政赤字の削減とそれによるインフレ率の低下を目指しているからであるが、民営化は、実は、IMFの調整政策の重要な柱の一部として途上国に押し付けられたものである。民営化を実現するには、一方では、それを受け入れるある程度の容量を持った株式市場が必要であり、他方では、株式市場の発展のために公企業の民営化による株式供給の増大が必要である。ここに、民営化と株式市場の育成の間に密接な関係が生じるのである<sup>54)</sup>。

### (3) カントリー・ファンドと IFC

さて、外国からの証券市場開放の圧力に対応しつつも、外資による自国企業への支配浸透を事前に防ぎ、さらに自国から外貨が一举に引き出されるリスクをも同時に回避しようとするいわば苦肉の策として生まれたのが、カントリー・ファンドであり、資本市場育成策の一環とし

て IFC が積極的に設立に関与している。そこで、まずこれまであまり関心を集めていなかった IFC の活動から述べよう。

#### A IFC の設立と活動

##### 1) IFC の設立と目的

IFC は1956年に設立されたが、その背後には戦後冷戦の影を引き摺っていた。戦後初期のアメリカの援助政策は、アメリカの戦後秩序の目標である「自由・多角・無差別」の世界を構築する前提として、西ヨーロッパにおける資本主義の再建を助けることであった。しかも、東西冷戦が始まった下で、ソ連の政治的、経済的影響力の拡大に対抗するための経済的、軍事的援助の側面が強かったことは、47年のギリシア・トルコ援助が明瞭に物語っている。マーシャル援助は、ギリシア・トルコ向け援助と異なって復興目的の経済援助であったが、援助の対象は西欧であり、途上国はまだ関心外であった。

途上国の経済開発の重要性を最初に強調したのは、1949年のポイント・フォー計画で、ここでは、途上国の経済開発を資本主義世界の安全保障の一環として位置付けていた。つまり、経済的安定が政治的・軍事的安定をもたらすというツー・ステップ理論の登場である。そして、1951年に設置された国際開発諮問委員会（ロッキンジャー委員会）で、その具体化が検討されるが、防衛戦略の一環としての経済開発を民間資金で行うことが強調され、民間投資を拡大する方法として、IFCの設立が提案されたのである。IFCの設立の提案は、2つの緊急の必要、すなわち、1) 直接投資しようとしている企業が、現地で資金調達しにくいこと、2) 現地資本のより効果的な充用、を満たそうとするものであった。IFCの設立提案は、経済開発領域における民間企業の役割を拡大するための手段の一つとして具体化されたものであって、そこでは IFC は 'bank for private enterprise' とみなされていた。

アメリカによる IFC 設立提案は、実は、世

銀スタッフによる48年から50年にかけての国際開発公社構想を応用したものであった。では、世銀自身の機能拡充としてではなく、姉妹機関としての新たな組織 IFC を必要としたのはなぜだろうか。それは、端的に言って、世銀の途上国民間企業への融資に伴う困難、すなわち、①世銀は政府保証のないプロジェクトに貸し付けることを禁止されていること、②当該プロジェクトの株式資本 (equity capital) に投資することも許されていなかったことに起因している。

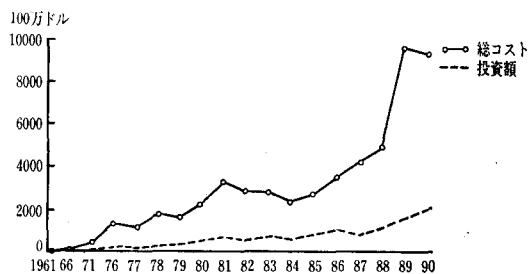
ブレトンウッズ会議では、株式投資への世銀の参加について大きな関心が払われていたが、アメリカ内外での多くの反対のため、その理念は放棄された。世銀が企業の経営権にタッチすることが好ましくないと考えられたからである。そこで、エクイティ・ファイナンスを提供できる機関が必要となり、56年の IFC 設立にいたったのである。しかし設立当初はまだ株式投資の合意は得られず、結局1961年の IFC 協定改正で正式に出資が可能となった<sup>55)</sup>。

IFC の目的は、「加盟国特に途上国における生産的民間企業の成長を促進することによって、経済発展を進めること」であり、この目的の遂行のために、①民間投資家と協力して、十分な民間資本が適当な条件で利用可能ではない場合に、関係国政府の返済保証なしに、投資することによって、加盟国の発展に貢献するであろう生産的民間企業の設立を援助する、②国内外の投資家と経験ある管理者とを結び付けて、投資機会を作るようにすること、および③加盟国における生産的投資への民間資本の流入を促進するよう努力することが明記されている。また、具体的機能は、①企業によって発行された株式を引き受ける、②資本輸出の金融機関が途上国の経済開発に参加するのを促進するために、自己のポートフォリオから債権を売る、③途上国の民間開発金融会社 (DFC) への融資 (IFC→DFC→民間企業)、および④金融資本市場の育成である。

## 2) 活動の実際

さて、次に、実際の活動について図、表を用いて概観しておきたい。まず、**図23**は IFC の投資残高内訳 (ローンとエクイティ) を示しているが、株式投資を許されているとはいえ、多くは融資であることがわかる。ここから、IFC の主な活動は民間企業のためのプロジェクト・ファイナンスであることがわかる。**表23**のように、新規承認プロジェクト数の増加につれて、IFC 承認プロジェクトへの投資額も増加している。しかも、世銀・第二世銀 (IDA) のそれと比べても IFC の増加率は高いことが見て取れる。このことは、80年代の債務累積と密接に関わっている。リスクの大きいシンジケート・ソヴェリンローンに代わって、プロジェクトの収益を返済財源とするプロジェクト・ファイナンスという新たな形態の国際融資が80年代に重要性を増したのである。それに連れて、世銀グループ内でも、ソヴェリンローンに特化する世銀に比べて、プロジェクト・ファイナンスを提供する IFC の重要性が高まっているのである<sup>56)</sup>。注目すべきは、近年承認プロジェクトの総コストも増大していることである (**図24**)。IFC の投融資対象プロジェクトは総コストが500万ドルを超えるものという制限があるが、最近では1億ドルを超える大型プロジェクトへの投融資もめだっている。IFC は総コストの25%以下しか資金供与できないので、総コストと IFC の投融資額の差額は他の投資家に担われることになる。すなわち、IFC 自身の投資に比べ

**図23** IFC の投資残高とプロジェクト数



(出所) IFC, *Annual Report*, various issues.

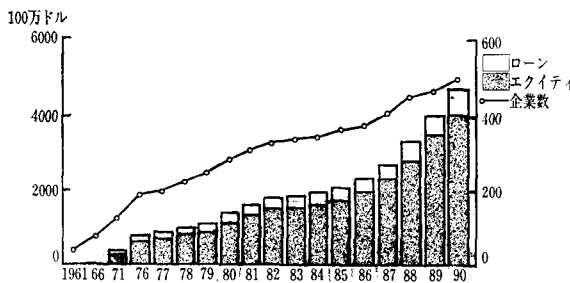
表23 世銀グループの投融資状況

(単位:百万ドル)

| 年度   | IFC (国際金融公社) |       |         |       | IBRD (世界銀行) |        |         |        | IDA (国際開発協会) |       |         |       |
|------|--------------|-------|---------|-------|-------------|--------|---------|--------|--------------|-------|---------|-------|
|      | 件数           | 承諾額   | 増加率 (%) | 貸付実績  | 件数          | 承諾額    | 増加率 (%) | 貸付実績   | 件数           | 承諾額   | 増加率 (%) | 貸付実績  |
| 1980 | 55           | 681   |         | 190   | 144         | 7,644  |         | 4,363  | 103          | 3,838 |         | 1,411 |
| 1981 | 56           | 811   | 19.1    | 292   | 140         | 8,809  | 15.2    | 5,063  | 106          | 3,482 | -9.3    | 1,878 |
| 1982 | 65           | 612   | -24.5   | 246   | 150         | 10,330 | 17.3    | 6,326  | 97           | 2,686 | -22.9   | 2,067 |
| 1983 | 58           | 845   | 38.1    | 228   | 136         | 11,138 | 7.8     | 6,817  | 107          | 3,341 | 24.4    | 2,596 |
| 1984 | 62           | 696   | -17.6   | 238   | 129         | 11,947 | 7.3     | 8,580  | 106          | 3,575 | 7.0     | 2,524 |
| 1985 | 75           | 937   | 34.6    | 266   | 131         | 11,358 | -4.9    | 8,645  | 105          | 3,028 | -15.3   | 2,491 |
| 1986 | 85           | 1,156 | 23.4    | 325   | 131         | 13,179 | 16.0    | 8,263  | 97           | 3,140 | 3.7     | 3,155 |
| 1987 | 92           | 920   | -20.4   | 328   | 127         | 14,188 | 7.7     | 11,383 | 108          | 3,486 | 11.0    | 3,088 |
| 1988 | 95           | 1,270 | 38.0    | 762   | 118         | 14,762 | 4.0     | 11,636 | 99           | 4,459 | 27.9    | 3,397 |
| 1989 | 92           | 1,710 | 34.6    | 870   | 119         | 16,433 | 11.3    | 11,310 | 106          | 4,934 | 10.7    | 3,597 |
| 1990 | 122          | 2,201 | 28.7    | 1,001 | 121         | 15,180 | -7.6    | 13,859 | 101          | 5,522 | 11.9    | 3,845 |

(出所) IFC, Annual Report, IBRD, Annual Report.

図24 IFC 承認プロジェクトのコストと投資額



(出所) IFC, Annual Report, various issues.

て、その他の投資家からの資金動員が膨らんでいることを示している。このことは、IFCが途上国への資金フローの触媒作用を果たしていることを意味している(89年に総コストが急上昇しているのは、メキシコにおける企業のリストラクチャリングと多数の資源エネルギープロジェクトがあったことの反映である)。

地域別投資内訳(表24)では、89年までは常にラテン・アメリカが最大の投資先であったが、90年度にアジアが81%の増加を見せているのが特徴である。部門別投資内訳(図25)を見れば、57-71年までの累計では、セメントおよび建築資材部門への投資が最大であったが、90年までの累計では、資本市場部門が21%を占め最大の投資部門になっていることがわかる。こ

表24 IFC の地域別投資内訳

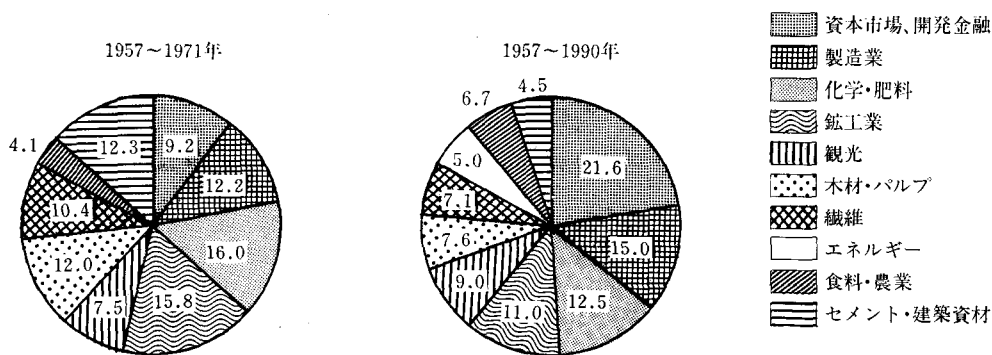
|          | 件数  | 金額    | 件数 | 金額    |
|----------|-----|-------|----|-------|
| アフリカ     | 34  | 362   | 21 | 283   |
| サハラ以南    | 32  | 265   | 20 | 275   |
| アジア      | 35  | 697   | 25 | 321   |
| 欧州・中東    | 21  | 244   | 15 | 259   |
| ラテン・アメリカ | 29  | 735   | 30 | 842   |
| 分類不能     | 3   | 163   | 1  | 5     |
| 合計       | 122 | 2,201 | 92 | 1,710 |

(出所) IFC, Annual Report, 1990.

れは、1971年にIFC内に資本市場部が設立され、その後この分野の活動に力を入れていることを意味している。資本市場部の活動は、①金融セクターの発展を促進するための助言をすること、②途上国の金融機関に投資し、それらに技術的援助と金融を提供すること、③対外証券投資、債務の株式化および新規株式と債券の発行を促進することによって、途上国の国際金融市場へのアクセスを増大することを目指している。

「資本市場は、企業にリスクキャピタルの調達を可能にする。効率的資本市場は経済活動にとって本質的に重要であると信じて、IFCは経済の成長を妨げる制度的政策的ギャップを埋め、企業の金融力を強めることを追求してい

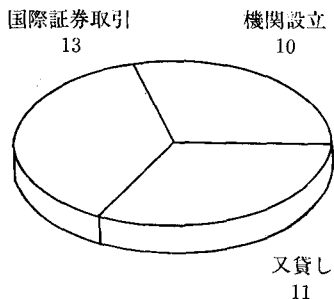
図25 IFC の部門別投資内訳



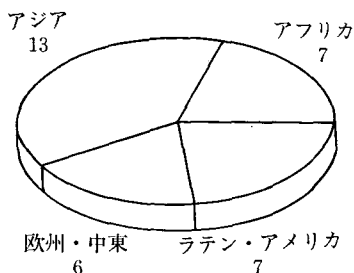
(出所) IFC, Annual Report.

図26 Capital Market 部の活動内容

(a)プロジェクト・タイプ別内訳



(b)地域別内訳



(出所) IFC, Annual Report, 1990.

る<sup>57)</sup>のである。資本市場部の活動内容(図26)を見れば、資本市場部の投資内訳は、国際証券取引関係が一番多く、かつ地域的にも証券市場の発展が顕著であるアジアに集中している。

資本市場部の活動の発展として、80年代中頃より IFC は途上国企業がカントリー・ファンドを通じて資金を調達することを支援する活動に徐々に関わってきている。この活動は、投資銀

行を途上国の企業に提供するための国際証券グループ (ISG) の設立 (89年中頃) によって一層弾みがついている。ISG は、①途上国企業に対するアドバイザーとして、海外で証券を発行する長期的利益を調査すること、②国際的に著名な投資銀行のパートナーとして、途上国の企業を国際資本市場に連れていくこと、③国際機関投資家への情報提供者として、途上国証券市場の投資機会の情報を提供することを目的としている。IFC はすでに 26 のカントリー・ファンドの設立に関与し<sup>58)</sup>、IFC がスポンサーとなっているファンドの総額は13億ドルに達している<sup>59)</sup>。

B カントリー・ファンド

カントリー・ファンドは、投資信託の一種である。投資信託は、19世紀のイギリスに起源を持ち、第二次大戦後アメリカで拡大した証券投資代行制度である。イギリスのそれが、主として契約型であるのに対して、アメリカでは会社型が普及した。会社型の投資信託とは、証券投資を目的とする株式会社(ファンド)を設立し、一般投資家はその会社の株式を取得させ、会社が有価証券等に投資して得た利益を配当金として株主である投資家に分配するという仕組みである。会社型には、さらに、オープン・エンド型とクローズド・エンド型という区分がある。前者が、発行証券の買戻しおよび新規発行によって、絶えず資本(あるいはファンド)を増減

するのに対して、後者のクローズド・エンド型は運用機関に対して解約請求ができない代わりに、発行証券を株式市場を通じて自由に売ることができるという特徴がある。カントリー・ファンドは基本的にはクローズド・エンド型であるが、オープン・エンド型もないわけではない。前者のカントリー・ファンドが個別国等を投資対象とするのに対して、後者のそれは一定の地域を対象とするリージョナル・ファンドが多いと言われている。

カントリー・ファンドの嚆矢は1960年代のジャパン・ファンドであるが、80年代最初に現れたのは1981年6月のメキシコ・ファンドで、メキシコ以外の投資家に初めてメキシコ株式に投資するのを許した。メキシコ・ファンドはアメリカ証券取引所と全米証券取引委員会（SEC）に登録され、1億5,000万ドル相当のメキシコ株がアメリカの投資家に売り出された。しかしながら、このファンド導入後まもなく、世界的な原油価格の下落のためにメキシコ経済は不況に陥り、株式市場は低迷し、さらにペソの切り下げが続き、メキシコ・ファンドの資産価値は著しく低下した。1987年に入って、株価が2ドルにまで低下したことから、全発行済み株式数の10.2%にあたる200万株が買い戻されることになった<sup>60)</sup>。

メキシコに遅れて1981年11月に韓国の2つのセミ・オープン・エンドの投資信託（コリア・トラストとコリア・インターナショナル・トラスト）がユーロ株式市場に登場した。このファンドは総額3,000万ドルで、最低投資単位を10,000ドルに設定し、機関投資家と個人を対象に売り出された。これによって、それまで外国投資家に閉ざされていた韓国証券市場はその開放の第一歩を印した。第二段階として、1984年にコリア・ファンドが設立され、アメリカのSECに登録され、ニューヨーク証券取引所に上場された。このファンドは前者と異なって資金を追加しないクローズド・エンドであった。通常、ファンド資産の最低80%が韓国の上場株に投資されることになっていた。IFCはこのフ

ンドの設立時から、アメリカの金融機関であるファースト・ボストン、シェアソン・リーマン、アメリカン・エクスプレスとともに引受に参加している。1986年には2回目の売り出しがあった<sup>61)</sup>。

メキシコ、韓国以外にも、ブラジル、シンガポール、タイ、フィリピン、インド向けにも同様の小額のファンドが存在するが、特定国向けという地理的限界を克服し、多くの途上国に分散投資することによって、投資家を引きつけるために開発されたのが、「株式市場育成基金」である。1986年に設立され、5,000万ドルを私募形式で売り出した。IFCがそのうち870万ドルに投資したのをふくめて、先進7カ国の12の金融機関が引受に参加している。言うまでもなく、先進国の資金を途上国に還流させるのが狙いである。組み込まれるのはアルゼンチン、ブラジル、韓国、タイ、マレーシア、チリ、メキシコ、フィリピンおよびインドの9カ国の市場に上場されている25の企業の株式であった<sup>62)</sup>。

これに次いで、1986年9月に、IFCはより規模の大きい途上国株式への投資計画—投資元本回復保証方式（the guaranteed recovery of investment principal: GRIP）—を公表した。GRIPは、投資家が直接株式投資するのではなく、機関投資家の投資をIFCがいったんプールし、これを途上国の実態に詳しいIFCが株式投資するというものである。これによって、投資に伴うリスクを減らすことができる。IFCは機関投資家から手数料をとり、株式投資による値上がり益や配当などを機関投資家との間で配分する。投資先の企業が経営不振に陥り、株式が大幅に値下がりした場合でも、IFCは手数料や値上がり益などを原資にして機関投資家に対して投資した金額の元本を保証するという仕組みである<sup>63)</sup>。

IFCのまとめによれば、90年末に世界中に140のカントリー・ファンドが存在し、資産額は110億ドルを超えるが<sup>64)</sup>、IFCが公表しているのは49のカントリー・ファンドであり、その時価総額は51億ドルである（表25）。89年の途上

表25 クローズド型カントリー・ファンドの実績

| フ<br>ア<br>ン<br>ド<br>名          | 上<br>場<br>市<br>場 | 上<br>場<br>日 | 当<br>初<br>設<br>定<br>額<br>(100万ドル) | 1<br>株<br>あ<br>た<br>り<br>発<br>行<br>価<br>格 | 1<br>株<br>あ<br>た<br>り<br>市<br>価 | 価<br>格<br>の<br>対<br>前<br>年<br>比<br>(%) | 収<br>益<br>率<br>(%) | プ<br>レ<br>ミ<br>ア<br>ム<br>/<br>デ<br>ィ<br>ス<br>カ<br>ウ<br>ト | 時<br>価<br>総<br>額 |
|--------------------------------|------------------|-------------|-----------------------------------|---|---------------------------------|--|--------------------|--|------------------|
| <i>Regional Funds</i>          |                  |             |                                   |   |                                 |  |                    |  |                  |
| EMGF, Inc. (I, II, III)        | Luxembourg       | May 86      | 383.21                            | 20.75                                     | 23.64                           | -23.8                                  | 5.7                | —  | 480.58           |
| Templeton E. M. Fund           | AMEX             | Feb 87      | 115.00                            | 10.00                                     | 13.13                           | -11.0                                  | 3.9                | 10.2   | 150.94           |
| EMIF, Inc. (I, II, III)        | Luxembourg       | Feb 88      | 230.74                            | 11.59                                     | 13.64                           | -7.0                                   | 13.4               | —  | 271.67           |
| New World Investment Fund      | Not listed       | May 89      | 62.50                             | 10.00                                     | 11.18                           | 6.7                                    | 7.3                | —  | 69.87            |
| Commonwealth Equity Fund       | Not listed       | Sep 90      | 56.56                             | 10.00                                     | 10.06                           | —                                      | 2.4                | —  | 56.90            |
| Asian Devel. Equity Fund       | Luxembourg       | Jan 88      | 100.00                            | 10.00                                     | 13.11                           | -10.8                                  | 9.7                | —  | 131.10           |
| JF Asia Select Fund            | Hong Kong        | Dec 89      | 103.00                            | 1.03                                      | 0.82                            | -24.1                                  | -20.4              | -18.0  | 82.00            |
| <i>Brazil</i>                  |                  |             |                                   |   |                                 |  |                    |  |                  |
| Equity Fund of Brazil          | Not listed       | Sep 87      | 87.50                             | 100,000.00                                | 59,176.00                       | -17.3                                  | -14.4              | —  | 43.35            |
| Brazil Fund                    | NYSE             | Mar 88      | 150.00                            | 12.50                                     | 6.75                            | -47.6                                  | -20.1              | 13.1   | 81.00            |
| <i>Chile</i>                   |                  |             |                                   |   |                                 |  |                    |  |                  |
| Chile Fund, Inc.               | NYSE             | Oct 89      | 80.50                             | 15.00                                     | 15.50                           | -0.8                                   | 2.8                | -11.6  | 83.18            |
| Five Arrows Chile Fund         | London           | Feb 90      | 75.00                             | 10.00                                     | 7.38                            | —                                      | -20.6              | -31.9  | 55.31            |
| GT Chile Growth Fund           | London           | Feb 90      | 106.00                            | 10.60                                     | 8.50                            | —                                      | -18.3              | -29.0  | 85.00            |
| <i>India</i>                   |                  |             |                                   |   |                                 |  |                    |  |                  |
| India Fund                     | London           | Jul 86      | 127.80                            | 1.70                                      | 2.80                            | -35.2                                  | 11.9               | -32.6  | 209.92           |
| India Growth Fund              | NYSE             | Aug 88      | 60.10                             | 12.00                                     | 10.75                           | -41.9                                  | -4.6               | -22.7  | 53.86            |
| <i>Indonesia</i>               |                  |             |                                   |   |                                 |  |                    |  |                  |
| JF Indonesia Fund (I, II)      | Not listed       | Mar 89      | 67.52                             | 1.35                                      | 1.34                            | -7.1                                   | -0.6               | —  | 67.00            |
| Jakarta Fund                   | London           | Aug 89      | 42.00                             | 21.00                                     | 12.25                           | -41.0                                  | -40.0              | -20.0  | 24.50            |
| Nomura Jakarta Fund            | Hong Kong        | Sep 89      | 30.00                             | 10.00                                     | 8.63                            | -14.0                                  | -11.1              | —  | 25.89            |
| Indonesia Fund, Inc.           | NYSE             | Mar 90      | 60.00                             | 15.00                                     | 10.00                           | —                                      | -41.8              | -3.5   | 40.00            |
| <i>Korea</i>                   |                  |             |                                   |   |                                 |  |                    |  |                  |
| Korea Fund (I, II, III)        | NYSE             | Aug 84      | 150.00                            | 10.88                                     | 12.38                           | -64.0                                  | 13.7               | 11.6   | 266.76           |
| Korea Growth Trust             | Hong Kong        | Mar 85      | 31.50                             | 10.50                                     | 32.00                           | -52.9                                  | 21.4               | -3.7   | 96.00            |
| Korea Int'l Trust (I, II)      | Not listed       | Nov 81      | 27.25                             | 10.48                                     | 43.50                           | -55.6                                  | 18.7               | -3.4   | 113.10           |
| Korea Trust (I, II)            | Not listed       | Nov 81      | 26.03                             | 14.87                                     | 51.75                           | -55.0                                  | 16.2               | -1.7   | 90.56            |
| Korea Europe Fund (I, II, III) | London           | Mar 87      | 116.13                            | 4.04                                      | 4.85                            | -51.5                                  | 9.0                | 10.0   | 139.24           |
| Seoul Int'l Trust              | Not listed       | Apr 85      | 31.35                             | 10.45                                     | 32.00                           | -53.6                                  | 21.8               | -4.5   | 96.00            |
| Seoul Trust                    | Not listed       | Apr 85      | 31.35                             | 10.45                                     | 32.00                           | -51.9                                  | 21.8               | -3.3   | 96.00            |



表26 ASEAN 株式を対象とするカントリー・ファンドの規模

| 国名          | 設定本数 | 設定額 (百万ドル) (A) | (A)/(B) % | 市場規模 (百万ドル) (B) |
|-------------|------|----------------|-----------|-----------------|
| タイ          | 21   | 1,377.7        | 5.37      | 25,671          |
| マレーシア       | 9    | 675.1          | 1.69      | 39,842          |
| インドネシア      | 10   | 356.5          | 14.18     | 2,514           |
| フィリピン       | 2    | 152.1          | 1.27      | 11,965          |
| リージョナル・ファンド | 35   | 2,942.2        | —         | —               |

(出所) 和光経済研究所『証券投資』No. 437, 1990年8月。

国証券市場への国際機関投資家の投資額は推定170億ドルと比べると、公表額では3割、非公表額では65%がカントリー・ファンド経由で流入していることになる。アジアのカントリー・ファンドのうちアセアン諸国の株式を対象とするファンドの規模を示した表26によれば、タイとインドネシアへの株式投資はファンドを通じる割合が高いことを示している。80年代後半のアジア諸国の株式市場の活況の一つの要因が、カントリー・ファンドを通じた海外からの資金流入であったことは明らかである。

こうして、カントリー・ファンドを抜きにしてアジアの証券市場をかたれなくなっているが、アジアでの経験を重債務国に適用したものが債務転換ファンドである。債務転換ファンドの仕組みは、IFCが民間銀行保有の債務国向け債権を集め、その債権を債務国の中央銀行で現地通貨に転換し、その資金で現地の民間企業の株式を購入し運用するというものである。債務転換ファンドの利点として指摘されているのは、第一にファンドを通じて利用可能になった大規模の投資によって、より好ましい規模の経済が可能である。同様に、資産分散によって、低いリスクでより大きな投資収益を期待できる。第二に、世銀特にIFCの参加によって、途上国の成長指向構造改革が促され、それが債務の株式化の成功につながる。第三に、debt-equity投資の管理は、ベンチャー・キャピタル・ビジネスに長じた専門機関によって行われるが、そのような機関は、現地の投資環境や法的規制網に熟知しているばかりでなく、転換への優先的アクセス同様その他の「旨い汁」をも提供でき

る、という点である<sup>65)</sup>。

従来の途上国投資ファンドと「債務転換ファンド」は次の点で相違がある<sup>66)</sup>。まず第一に、伝統的な途上国投資ファンドは、公的あるいは民間の債務の転換によってではなく、新規資金による投資であること、第二に、「債務転換ファンド」の投資家は債務を持つ大規模の債権者に限られるが、途上国投資ファンドはより広く中小規模の投資を吸収できる。第三に、公的規制という点から見れば、途上国投資ファンドはアメリカのSECやその他の国の監督機関に登録され、規制を受けているが、「債務転換ファンド」はそのような規制を逃れようとする「洗練された」投資家に対して私的に売り出されるのである。債務転換ファンドはフィリピン、ブラジル、チリ、アルゼンチンの4カ国に6本設定され、総額は5億8,900万ドル(表27)と、その規模も債務の株式化と比べてさえない。債務転換ファンドの将来は、デット・エクイティ・スワップの実施状況いかにかかっている。スワップの現状を見ると(表28)、89年に実施額が減少したが、90年にはアルゼンチンの2つの国有企業の民営化に利用されたことから100億ドルを越し過去最高を記録した。スワップの実施によって、ラテン・アメリカへの直接投資は増加したことから類推すると、債務転換ファンドも間接投資を拡大する可能性を否定できない。

いずれにせよ、クローズド型のカントリー・ファンドは、解約による資金の流出がおこりにくいという受入国側のメリットに基づいて途上国証券市場の拡大に貢献し、銀行資金フローが



表27 債務転換ファンドの規模

(100万ドル)

| ファンド名                                     | 設定年  | IFCの投資額 | 設定額    |
|---|------|---------|--------|
| First Philippine Capital Fund L. P.       | 1987 | 12.50   | 250.00 |
| Eputpar (Brazil)                          | 1987 | 10.00   | 100.00 |
| Brazil Conversion Fund                    | 1988 | —       | 100.00 |
| Chile Investment Company                  | 1988 | 7.56    | 75.00  |
| Argentine Investment Company S. A.        | 1989 | 2.10    | 34.40  |
| International Investment Company of Chile | 1989 | 7.26    | 30.00  |
| 合計  |      | 61.92   | 589.40 |

(出所) IFC, *Annual Report*, various issues, S. M. Wallenstein and J. R. Silkenat, 'Investment Funds and Debt-Equity Swaps: Broadening the Base of New Financial Tool,' *Fordham International Law Journal*, Vol. 12: 8, 1988 より作成。

表28 債務転換額, 1985—90

(100万ドル)

|        | 1985  | 1986  | 1987  | 1988  | 1989  | 1990   |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| アルゼンチン | 469   | —     | —     | 764   | 1,180 | 7,038  |
| ブラジル   | 537   | 176   | 336   | 2,095 | 942   | 483    |
| チリ     | 323   | 974   | 1,997 | 2,927 | 2,767 | 1,096  |
| コスタリカ  | —     | 7     | 89    | 44    | 124   | 17     |
| エクアドル  | —     | —     | 127   | 261   | 31    | 42     |
| ホンジュラス | —     | —     | 9     | 14    | 47    | 32     |
| ジャマイカ  | —     | —     | 4     | 5     | 16    | 23     |
| メキシコ   | —     | 413   | 1,680 | 1,056 | 532   | 435    |
| ナイジェリア | —     | —     | —     | 70    | 304   | 217    |
| フィリピン  | —     | 81    | 451   | 931   | 630   | 378    |
| ウルグアイ  | —     | —     | —     | 104   | 53    | —      |
| ベネズエラ  | —     | —     | 45    | 49    | 544   | 716    |
| 合計     | 1,329 | 1,651 | 4,738 | 8,320 | 7,170 | 10,477 |

(出所) IMF, *IMF Survey*, February 3, 1992, p. 41.

途絶している状況のなかで、途上国への資金フローを拡大する極めて重要な役割を担っているのである。

#### 4. グローバリゼーションと途上国証券市場—むすびにかえて—

さて、以上のような途上国証券市場の実態をどのように考えればよいのだろうか。80年代を通じた世界の証券市場の国際化の要因としては、①為替管理の撤廃、②金融市場の規制緩和、③諸国証券市場への外国金融機関の参入、④国際分散投資などが考えられるが、重要な

は80年代の国際金融市場における主役の交替である。すでに述べたように、アメリカの巨額の経常赤字とそのファイナンスが金融市場のグローバリゼーションを引き起こす根本原因であった。先進国間のグロスの国際資本取引が先進国証券市場のグローバリゼーションをもたらした。

先進国の国際分散投資は、87年のブラック・マンデー以後、対象範囲を途上国に拡大し、その結果、途上国証券市場の拡大がはじまる。途上国証券市場の拡大は、一方では、途上国の現実資本の蓄積を反映している。つまり、生産力

の拡大によって必要資本量が増加したため、その需要を満たすために社会的遊休資本の動員、再配分メカニズムとしての証券市場に依存する必要が生じてきたのである。他方では、先進国貨幣資本にとって、能動的な対ドル債投資の受身的ヘッジ手段としての途上国証券投資ばかりでなく、資本蓄積の吸着基盤としての新たな投下部面の出現でもある。日本の証券会社のアジア進出は、84年まで支店、現地法人、駐在員事務所を含めて23だったものが、85年から90年5月までに49店舗と倍以上に拡大した。特に、中小の証券会社の香港への進出が目立つ<sup>67)</sup>。香港を拠点としてまだ直接参入できないアジア諸国市場に関与しようという動機である。証券会社だけでなく、生命保険、投資信託、投資顧問会社も香港、シンガポールに現地法人や駐在員事務所を設立しているのが近年の特徴である<sup>68)</sup>。また、アジア開銀はアジアの投資ファンドに資本参加しているが、ファンドの株式発行を日本の証券会社が引受け、日本市場で販売している。これはアジア開銀という国際機関を日本の証券資本が利用している姿である。さらに、さきに述べたカントリー・ファンドの引受と管理に先進国証券資本が関与し、日本でもついに大阪証券取引所で上場された。未開拓のラテン・アメリカに向けても金融証券の進出は目指されている。第一勸銀はブラジル第三位の銀行ユニバンコ-UBB に資本参加し(89年10月)、三井銀行もメキシコ最大の国営商業銀行バンコ・ナショナル・デ・メヒコと業務提携(89年10月)を決めたが、いずれも債務の株式化の幹旋業務に携わると同時に将来の支店設立の布石と見なされている。

こうして、途上国証券市場の整備・開放および民営化による上場株の増加という状況の下で、先進国の銀行・証券による国際分散投資と進出が行なわれることによって、途上国証券市場は先進国資本に取込まれ、金融市場のグローバル化の渦に飲みこまれることになる。とはいえ、途上国証券市場が国際的貨幣資本の関心を集めること自体が、国際金融の新た

な局面を示していることを認識しなければならない。対途上国資金フローは、国債、公債投資(1920~30年代)、公的援助(1950~60年代)、長期銀行融資(1970~80年代)と変遷してきたが、今や以前にはおよそ予想だにできなかった証券投資の時代に入りつつある。途上国経済開発にとって金融市場改革が持つ積極的意味(貯蓄の動員と再配分)を強調する IFC による市場育成策が、先進国機関投資家と途上国との出会いの場を提供している。新規融資が途絶している下では、外資による支配等の問題を抱えながらもエクイティ・ファイナンスは一つの資金フロー拡大策であるし、エクイティ・ファイナンスを開発金融として経済開発に利用することは可能である<sup>69)</sup>。しかし、国際機関投資家による途上国株式への投資は、途上国を国際的マネーゲームの世界に引きずり込むこともまた直視しなければならない。

## 注

- 42) *International Capital Markets: Developments and Prospects*, IMF, May 1991, p. 73.
- 43) IFC の統計では、シンガポールと香港は先進国市場に分類されているが、アジア NICS の一員であるので、途上国市場に含める。
- 44) 涂照彦「アジア NIES 市場と日系証券市場」平和経済計画会議・独占白書委員会編『証券会社の対外進出』お茶の水書房、1989年、208頁。
- 45) 最近のアジア・太平洋地域の証券市場の動向は、*Euromoney*, July 1990, December 1990 に詳しい。
- 46) 涂照彦、前掲、206頁。
- 47) 「アジアの経済と株式市場」日興リサーチセンター『投資月報』1991年6月、26頁。
- 48) World Institute for Development Economics Research of the United Nations University, *Foreign Portfolio Investment in Emerging Equity Markets*, Study Group Series No. 5, March 1990.
- 49) M. Dailami and M. Atkin, *Stock Markets in Developing Countries*, World Bank and IFC Working Papers, WPS 515, October 1990, p. 33.
- 50) 以下は、E. P. Davis, 'International Diversification of Institutional Investors,' *The*

- Journal of International Securities Markets*, Summer 1991 を参考にした。
- 51) WIDER, *op. cit.*, pp. 20-22.
- 52) G. P. Pfeffermann, *Private Business in Developing Countries*, IFC Discussion Paper Number 1, 1988, p. 14.
- 53) *ibid.*, p. 16.
- 54) H. Bienen and J. Waterbury, 'The Political Economy of Privatization in Developing Countries,' *World Development*, Vol. 17, No. 5, p. 620.
- 55) 以上, B. E. Matecki, *Establishment of the International Finance Corporation and United States Policy: A Case Study in International Organization*, Frederick A. Praeger, 1956 参照。
- 56) 村田英之「役割高まる国際金融公社」『東銀週報』1991年6月13日。
- 57) 以上, *Annual Report*, 1989, p. 37.
- 58) K. Yoshinari, 'Accessing the International Capital Markets,' *Finance & Development*, September 1991, pp. 40-41.
- 59) M. Dailami and M. Atkin, *op. cit.* p. 33.
- 60) Van Agtmeal and V. R. Errunza, 'Foreign Portfolio Investment in Emerging Securities Markets,' *Columbia Journal of World Business*, Summer 1982, p. 59.
- 61) IBRD, *World Development Report*, 1985, p. 134.
- 62) IFC, *Annual Report*, 1986, p. 33.
- 63) M. Watson, R. Kincaid, C. Atkinson, E. Kalter & Folkers-Landau, *International Capital Markets*, IMF, 1986, p. 74.
- 64) M. Dailami and M. Atkin, *op. cit.*, p. 33, 北條裕雄「カントリー・ファンドの成長要因」『証研レポート』No. 1479, 1991 10月, 参照。
- 65) S. W. Wallenstein and J. R. Silkenat, 'Investment Funds and Debt-Equity Swaps: Broadening the Base of a New Financial Tool,' *Fordham International Law Journal*, Vol. 12, No. 8, 1988, pp. 31-32.
- 66) S. M. Wallenstein, 'Debt-equity country funds: problems and prospects,' S. Griffith-Jones ed., *Third World Debt: Managing the Consequences*, IFR Publishing Ltd, 1989, p. 34.
- 67) 大蔵省「銀行・証券の内外進出状況と行政課題—90年報告—」『金融財政事情』1990年8月6日号。
- 68) 「見直されるアジア株投資」和光経済研究所『証券投資』No. 452, 1991年11月。
- 69) エクイティ・ファイナンスが開発金融たりうるか否かは、新規に発行された株式の購入と既発行株式への投資によって異なる。新規発行された株式と交換された貨幣資本は、生産過程における固定資本を中心とする現実資本に転化される。その限りで、エクイティ・ファイナンスは生産過程の拡大に寄与する。他方、流通市場への外資流入、すなわち、既発行株式と貨幣資本の交換は、当初株式を購入し、資本を生産過程に長期に拘束された貨幣資本家による拘束解除、他の貨幣資本家への負担転化であり、直接生産過程への資本流入ではない。しかし、流通市場への資金流入、肥大化は、発行市場拡大の前提であり、途上国証券市場での株価上昇、市場開放策によって国際機関投資家の投資が増加することは、途上国企業のさらなる新規発行を容易にする役割をはたす。その意味で、生産過程に直接関与するものではないが、間接的に生産過程の拡大に寄与できる。  
(1991年12月4日受理)
- (追記) 本稿は、1990—1992年度阪南大学産業経済研究所共同研究「世界経済の構造変化に関する研究」の成果の一部である。