

インドネシアにおける通貨・金融危機の再考（上）

—— 銀行部門の行動と短期資本移動規制の視点から ——

内 野 好 郎

目 次

はじめに

1. アジア通貨危機の一般的な特徴
2. インドネシアにおける通貨・金融危機の実態
3. 銀行・金融危機の原因としてのダブル・ミスマッチ
4. インドネシアの銀行部門の状況 (以上, 本号掲載)
5. 最後の貸し手としての Bank Indonesia (中央銀行) の功罪 (以下, 次号掲載)
6. インドネシアにおける為替, 資本, 金融の自由化の歴史と背景
7. Bank Indonesia (中央銀行) に求められること

おわりに

はじめに

2007年はアジア通貨危機から10年目にあたり、各地でシンポジウムが行われ、各国の元首をはじめ、財務省や中央銀行の政策担当者、研究者による再発防止についての様々な提言がなされた。しかし、そこには民間の企業や銀行で通貨危機を経験した者からの発表はなかった。筆者¹⁾はアジア通貨危機の際に、インドネシアの合弁銀行に勤務していたので、危機当事国の実務家の経験を通して、これまでのインドネシアにおける通貨危機に関する議論の一部を再解釈し、新たな知見の提示を試みるものである。

本論では、アジア通貨危機に際して特に問題となった短期資本の流出入と金融部門の脆弱性の問題を、インドネシアの銀行や外国銀行が通貨危機前後にとった行動と銀行部門の実態を分析することにより明らかにする。短期資本の急激な流出入が通貨危機の原因であるという反省から、短期資本の移動については、規制が必要であるという議論が行われた。しかしその具体

1) 立教大学大学院経済学研究科博士後期課程 uchino.yan@nifty.com

本論は修士論文『アジア通貨危機分析の視点と資本規制 - インドネシアとマレーシアの比較検討を通して』『立教経済学論叢』2006年1月を参考に再構築したものである。修士論文の指導教授、野口嘉彦教授をはじめ、黒木龍三教授、櫻井公人教授、奥村和久教授、福島清彦教授から貴重なご意見をいただいた。ここに謝意を表したい。なお本稿の内容の全ての責任は筆者にある。

的な中身についてまでは深く吟味されていないため、短期資本の移動規制やプルデンシャル規制の効果が十分に理解されていない。本論では、オフショアの外国銀行からインドネシアの国内企業が、なぜ為替リスクヘッジをせずに外貨借入れをしたのか、オフショア（シンガポール）からルピア売り・ドル買いの投機を仕掛けたメカニズムはどのようになっていたのかを分析することにより、インドネシアの中央銀行がとるべき規制は何であったかを考察する。

1. でアジア通貨危機の一般的な特徴について考える。筆者は危機の背景には、経済構造や「ファンダメンタルズ」の脆弱性があると考えますが、しかしいうまでもなく、これらは短期間かつ簡単には解決できない問題である。一方、通貨危機前後の資本の動きを統計的にみると、アジア通貨危機のもう一つの視点である短期資本の自由な移動が、通貨・金融危機の発生の強力な原因であることが浮かび上がってくる。短期資本といっても、その他投資＝銀行の貸付等が短期資本に占める割合は極めて高かったわけである。外国銀行からの貸出は、直接地場企業に対して行われたルートと、国内銀行を経由して地場企業に貸し出されたルートがあったが、インドネシアの場合は、前者が圧倒的に多かったのが特徴である。それは、インドネシアでは国内銀行の外国銀行からの借入れに対しては一定の制限をしていたが、国内民間企業の外国銀行からの借入れについては何の規制もなかったからである。インドネシアの企業は外国銀行からドルなどの外貨を短期で借入れ、これをルピアに転換して長期の資金として使っていた。ここに、ダブル・ミスマッチの問題が内在していた。

2. では通貨危機発生から金融危機、全般的危機へ進む過程を振り返り、インドネシアにおける通貨危機の実態に迫る。そこで途上国特有のダブル・ミスマッチの問題、IMFと中央銀行による高金利政策と最後の貸し手機能の不適切な行使が、銀行と企業のバランスシートを悪化させ、通貨危機を銀行・金融危機へと向かわせたという認識を新たにする。

3. では、銀行・金融危機の原因として重要であるダブル・ミスマッチが発生する背景を考察する。企業や銀行の抱えたダブル・ミスマッチの問題よりも、銀行部門の監督体制が脆弱であったことが危機の原因であるとする説もあるが、これらは相互に関連した問題であり、この両面について、より詳細に再検討する。

4. ではインドネシアの市中銀行、外国銀行の行動を危機発生前と発生後にわけて分析する。本来銀行貸付のようなものは、投資案件のキャッシュフローに合ったものでなければ却って有害であるということは、バンカーの常識であり、このことは理論上により明確に反映されなければならない。しかし実際にはどういうことが起きたのかを明らかにする。バンカーや投資家は、情報の非対称性や不完全性から、リスクプレミアムを見誤ったり、合理的な行動が取れず自己実現的なモデルにみられるように、市場の混乱をもたらしたりする場合がある。情報の非対称性が顕著な経済規模の小さいインドネシアでは、短期資本の流出入規制やプルデンシャル規制の強化と監視体制の整備が必要であるという点を強調したい。

5. で危機に際して中央銀行である Bank Indonesia のとった行動を、最後の貸し手として

の行動の功罪として見直す。2004年に元中銀総裁による“Bank Indonesia and the Crisis”が出版された。スハルト退陣後であるから許された出版であろうが、この著述の中から、中央銀行の独立性の希薄さ、プルーデンス政策の甘さを読み取ることができる。

6. では、インドネシアにおける為替、資本、金融の自由化の歴史と背景を整理し、7. では通貨危機発生後、再発防止のためにインドネシア政府や中央銀行が、民間企業や商業銀行に課した規制について分析を行い、これらが通貨危機再発防止に機能していたかどうかについても検討を加える。

金融システムの脆弱性、プルーデント規制の未整備、中央銀行の管理監督体制と銀行のコンプライアンスの甘さといった制度上の基盤の不備が、通貨危機の原因であったとみる向きがある。しかし、ダブル・ミスマッチの問題を抱えている状態では、危機が表面化すれば、瞬時に自己資本比率規制や大口融資規制といったプルーデント規制の遵守は困難となる。厳しい管理とは、予防的なプルーデント規制であり、それは例えば外貨借入規制や為替の持高規制といった金融・資本の自由化に対する一定の規制の必要性を主張していることと同義である点を明らかにした上で、資本規制に関して政府や中央銀行が取るべき具体的、技術的な政策面についても提言したい。

危機から10年経った2007年9月現在、インドネシアへの海外からの不動産投資や証券投資が再び盛んになっている。またシンガポールの外国銀行からインドネシア企業への融資の勧誘が始まっている。2001年1月、2005年7月の非居住者とのスワップ取引の制限により、オフショアのルピア市場は実質的に消滅したので、ルピア売りからの投機の仕掛けは難しくなった。しかし、非居住者の証券投資や不動産投資には制限がなく、民間企業の外国銀行からの借入れは自由である。これらの資本に対する流出規制もないため、短期資本が不安定な動きをすることが十分予想される。ダブル・ミスマッチの問題は基本的に解決されたわけではないので、アジア通貨危機の教訓をまだまだ忘れることはできない。

1. アジア通貨危機の一般的な特徴

(1) 国際資本移動 - 短期資本の急激な流入・流出

通貨危機の原因は大きく分けて短期資本の急激な流入・流出説と経済の構造問題説がある。金融システムが脆弱であったという構造問題が危機を深刻化させた面もあるが、短期資本の急激な流出が通貨危機の直接的な原因であることは下記の表1を見れば推測できる。タイ、インドネシア、韓国、フィリピン、マレーシアの5カ国への銀行貸付からなる「その他投資」が96年は329億ドルの純流入であったのに対し97年には445億ドルの純流出と、774億ドルの振れを生じている。資本流出はパニック的に起きたが、最初のきっかけとして、かつて日本が経験したように、景気が過熱すると経常収支が悪化するという輸出志向型の発展途上国の持つ限界

表1 通貨危機5カ国*へのネット民間資本流入(単位10億米ドル)

	1994	1995	1996	1997	1998
直接投資	6.5	8.7	9.5	12.1	4.9
ポートフォリオ投資	8.3	17.0	20.0	12.6	- 6.5
銀行貸付, 他	18.4	36.9	32.9	- 44.5	- 44.5
民間資本流入計	33.2	62.6	62.4	- 19.8	- 46.1

出所: IMF, "International Capital Market" Sept. 1999, p. 92. (*タイ, インドネシア, 韓国, フィリピン, マレーシア)

が投資家に認識されたという可能性も否定できない。

(2) 資本収支危機とダブル・ミスマッチ

通貨危機の原因を分類するもう一つの方法は、国際収支表の2つの主要な構成部分に焦点を当てて、経常収支危機と資本収支危機に分けることである。筆者の経験からすると、インドネシアの場合は典型的な資本収支危機であるといえる。通貨危機のきっかけは、タイと同様に、巨額の対外債務を抱えるインドネシアの民間企業や銀行が、債務の返済をできるのかという不安が、自己実現的な投機を引き起こしたことであった。これにより、ルピアが売られ、ヘッジなしの外貨借入をしていた地場企業のバランスシートが悪化した。その結果、銀行のバランスシートも悪化し、銀行自体、外貨調達ができなくなったというのが実情だと思われる。ただし銀行はネット・オープンポジション²⁾(Net Open Position)の規制遵守の必要から、地場企業ほどは為替ポジションが生じていなかったものの、通貨の下落幅が大きかったために、規制内のポジションでも通常のストレステストで想定した以上の影響を受けた面がある。また、ドル建ての貸出金が回収不能ということになると、これは意図せざるバランスシート上に現れない未実現のドル売りポジションが生じるという経理技術的な問題もあった。

吉富氏は、通貨危機を伝統的な経常収支危機と、新しい資本収支危機に分類し、基本的にアジア通貨危機は資本収支危機としての性格をもっている³⁾。伝統的な経常収支危機とはクルーグマンの第一世代モデルにあたるものである。このモデルはクルーグマンによって1979年に提案されたもので⁴⁾、1970年代におけるラテンアメリカの通貨危機の経験を踏まえ、政府の財政赤字の産物が通貨危機である³⁾と考える。政府の財政赤字の拡大がマネーサプライの増大、経常収支の赤字、インフレーションなどの経済ファンダメンタルズの悪化を引きおこし、外貨準備が、ある危険水域を下回った時に、投機家による外貨準備に対する攻撃が始まり、や

2) 外貨建て資産と負債のネットバランスを自己資本の一定割合に抑える規制。

3) 吉富勝『アジア経済の真実』東洋経済新報社、2003年9月、第1章。

4) Krugman Paul "The Model of Balance of Payment Crisis", *Journal of Money Credit and banking*, 11 pp. 311 325, 1979

表2 インドネシアの国際収支の状況（単位10億米ドル）

	94 - 95	95 - 96	96 - 97
経常収支	- 3.5	- 7.0	- 8.1
資本収支	4.8	11.5	11.0
(内民間)	(4.6)	(11.7)	(11.8)
ネット	- 0.6	- 2.7	- 3.9

出所：Bank Indonesia Annual Report 1996/97, p. 6

がて固定相場制の維持が不可能となり、通貨危機が起きるとするモデルである。アジア通貨危機に関しては、国によって多少の違いはあっても、ファンダメンタルズは格別の悪化を示さなかったことから、このモデルでは説明できないとされている。

事実、通貨危機発生以前のインドネシア経済は実質 GDP の成長率が7.8%、インフレ率も8.0%と順調に推移していた。経常収支は81億ドルの赤字と前年度70億ドル、前々年度35億ドルの赤字からみると悪化傾向にあったものの、民間資本の流入が前年度から大幅に増え、経常収支の赤字幅を上回る黒字を計上していた。したがってインドネシアの場合も経常収支危機説では説明ができない。

一方、資本収支危機を吉富氏は次のように考える。まず新興市場国の国際資本移動に対する自由化、金融の自由化の進行によって、経常収支赤字を上回る資本収支黒字が発生する。その結果、総合国際収支全体は黒字化⁵⁾する。それによって対外準備は増えるが、これは国内の通貨供給を増やすので経済は過熱し、経常収支の赤字はさらに拡大する。通常は経常収支の赤字は外貨準備の減少か資本収支の黒字（非居住者からの借入れ等）でいわば自動的に調節されるが、資本収支の運動が国内需要（投資＋消費）を媒介して経常収支に能動的に影響を与える側面があり、これをアブソープション効果という。「『資本収支の動きが経常収支の大きさを左右する動因となる』。これが資本収支危機の性格を示す一つの重要なマクロ経済的な側面である。⁶⁾」としている。

この効果を理解するには直接投資が行われた場合の例を考えるとよい。流入外貨が地場通貨に交換され、土地購入に充てられると、地場通貨の市中への供給（マネーサプライ）は増加する。工場を建て従業員を雇えば、給料が支払われ、所得が増加し、消費も増加する。さらに政策対応の遅れもあって景気が過熱すると資産バブルが発生し、投資資金は非生産的な用途（典型的には不動産投機）に使われるようになる。やがて、バブルが崩壊して企業業績が悪化する一方で、経常収支の赤字が増加すると、次第に対外支払い能力に疑問が生まれる。市場心理が

5) 国際収支の黒字化という表現については議論がある。

6) 前掲 『アジア経済の真実』22 29頁

楽観から悲観に変わると、外国投資家による投資資金の引き揚げが始まる。対外準備は急減し、ベッグされていた為替レートが持ちこたえられなくなって暴落し、追ってベッグ制も崩壊する。企業は外貨で借入れをしているので、自国通貨ベースでは債務は急増したままで、返済は困難になるなど銀行も不良資産を抱え込むことになり、金融システム危機となる。これが資本収支危機のパターンであり、国際短期資本の流出入が借入れ国の銀行や企業のバランスシートに影響を与えるダブル・ミスマッチの問題が生じることになる⁷⁾。一つが満期上のミスマッチであり、もう一つが通貨上のミスマッチである。前者は短期借りをして、長期投資を行う時に生じるミスマッチである。銀行は基本的にその信用力を利用して短期借り長期貸しにより利益をあげるが、金利が上昇した時には逆ざやが発生し損失が生じる。後者は外貨建てで借りてこれを地場通貨に交換して国内投資に使うことによって生じるミスマッチである。

銀行の立場からみると、これは3つのリスクとして嚴重に管理されるものである。前者が金利変動リスクと流動性リスク、後者が為替変動リスクである⁸⁾。本来、銀行も企業もこれらのリスクを管理しなければならなかったのだが、東アジアの国の場合、これらが一部欠落してしまった。それゆえ、ダブル・ミスマッチが通貨危機の悪循環を引き起こす大きな要因となり、企業、銀行のバランスシートの毀損を通じて、通貨危機から銀行・金融危機、いわゆる「双子の危機」へと深刻化していった。アジア通貨危機は通貨、資産、銀行、実物経済の4つの危機が複合的に相互波及し、螺旋スパイラル状に増幅しあった複合危機であるともいわれている⁹⁾。

第二世代モデルは、Obstfeldによって示された自己実現的モデル¹⁰⁾をさす。この説はマクロ経済のファンダメンタルズの悪化の有無にかかわらず、通貨投機が発生した時に、なんらかの理由で固定相場制が維持できないのではないかと不安から、通貨投機の期待が実現 (Self-filling speculation) してしまうことを理論化したものである。1992-93年のERM危機が第一モデルでは説明できないために生み出された。この説によれば、アジア通貨危機の原因は、当該国の経済政策や構造問題処理の失敗から生じるのではなく、むしろ資本移動の自由化を背景に、短期債務の累積を引き金とする投資家のパニックが原因となる。

第三世代モデルはやや複雑であり、人によって第三世代モデルが何を指すのかが異なるので注意が必要である¹¹⁾。クルーグマンによれば、アジア通貨危機は第一世代、第二世代モデルで

7) 前掲『アジア経済の真実』によれば、ダブル・ミスマッチがアジア金融危機のキーワードの1つだとしている

8) 為替リスク、金利リスク、流動性リスクの他、信用リスクが銀行の抱える主要なリスクである。

9) 鷺見誠良編著『アジア通貨危機とシステム改革』法政大学出版会、2000年9月、3頁。

10) Obstfeld, Maurice "The Logic of Currency Crises" *Cashiers économiques et monétaires* n. 43, Banque de France 1994

11) リチャード E ケイブズ他著 伊藤隆敏監訳『国際経済学入門』, 日本経済新聞社, 2003年2月に出てくる第三世代モデルは、クルーグマンが反論している、モラルハザードやクロニー・キャピタリズムを通貨危機の原因とするアプローチをとっている。

は説明できないとして、第三世代モデル¹²⁾を提言している。アジア通貨危機の問題の中心は銀行システムにあるという考えにも疑問を呈し、アジア通貨危機の特徴として、危機の伝播(Contagion)、経常収支の赤字から黒字へのトランスファー問題、現地企業のバランスシート問題の3つを挙げ、これらを理論化しなければならないとしている。

吉富氏は自身の資本収支危機説はクルーグマンの第三世代モデルに近いが、次の点で異なるとしている。アジア通貨危機の引き金は1990年代の東アジアの景気拡大が、資本勘定自由化の下、外国銀行融資で相当賄われていたが、景気循環上の景気反転、バブルの崩壊が外銀による短資引き揚げの引き金になったのであり、「伝播」がきっかけではない。クルーグマンは地場企業のバランスシートの悪化が結果として、地場銀行のバランスシートを悪化させ、銀行危機が生じたとするが、これは地場企業が直接外銀から借入をしたインドネシアの事例には当てはまるが、外銀から借入れていた地場銀行が、外銀による米ドル建て短資の急激な引き揚げによって、一方では流動性危機、他方では為替レート下落が生む債務の膨張によって債務超過問題にも陥ったというアジア危機の特徴が見落とされる。つまり双子の危機、通貨危機と金融危機との同時発生が見落とされる¹³⁾としている。

筆者はインドネシアの場合、タイからの伝播という点や、外貨借り入れをしていた地場企業のバランスシートが悪化したという点では、クルーグマンの考えが当てはまるが、ダブル・ミスマッチによる双子の危機を強調する点では吉富氏の考えのほうが実態の理解・説明に適していると考える。またクルーグマンは、銀行の融資が回収不能になっても、政府やIMF等の国際機関によって救済されるという予想の下、貸出金利は高いが、リスクも高いといった案件に融資が集中する誘引が働くというモラルハザードの原因説を批判している¹⁴⁾。実際にインドネシアの通貨危機に際しては、外国銀行のインドネシアの銀行に対する貸出金や預金は、ブランクett bond(包括保証)によって保証されたが、民間企業宛の不良債権の多くは、クルーグマンの批判を裏付けるように、そのまま外国銀行の損失となった。

ダブル・ミスマッチが発生する原因については、3. で詳しくみる。

2. インドネシアにおける通貨・金融危機の実態

(1) 危機深刻化の背景

1997年7月以降インドネシアで起きたことを振り返ってみよう。1997年7月にタイバーツが

12) Krugman, Paul "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises" 1999, MIT
クルーグマンの第一世代モデルとは異なる新しいモデル。金融増幅効果のメカニズムにより経済が厳しい停滞均衡に引き込まれる可能性を示したモデル。

13) 吉富勝, 前掲書『アジア経済の真実』75-76頁。

14) Krugman, op. cit., p. 6

実質的にドルペッグ制を放棄して以降、インドネシア・ルピアも徐々に売り圧力を受けていた。インドネシアは管理フロート制（クローリング・ペッグ制）をとっており、日々の取引は中央銀行である Bank Indonesia が示す変動幅の中で行われていた。7月11日通貨防衛のため、この変動幅が8%から12%（上限は1ドル2,678ルピア）に変更された。8月13日には為替変動幅（バンド）の上限を上回ったことから、中銀は約5億ドルの市場介入を行いルピアを買い支えとともに中央銀行証券（SBI）の金利を14%から15%へと1%引き上げた。しかしルピアの売り圧力は収まらず、結局翌日の14日には為替変動幅の発表を廃止し、変動相場制に移行した。8月19日には1ドル=3,035ルピアを記録した。

インドネシア政府はルピア金利の高め誘導、政府関連プロジェクトの延期、見直しの対策を打ち出し、これにより、動揺は一旦収まるかに見えたが、巨額のドル債務の返済及びヘッジのためのドル買い需要により、9月下旬より、ルピアは再び下落をはじめた。そして10月6日に過去最安値の1ドル=3,850を記録し、10月8日遂に、ルピア安で停滞した国内経済の回復と為替レートの安定化を目指し、IMFなどの国際機関に金融支援を要請するに至った。IMFは即日に関係を公表し、その週のうちにスタッフをジャカルタに派遣しIMFの金融支援の前提となる経済調整プログラムの策定に入ると表明した。

10月31日インドネシア政府とIMFの金融支援交渉が妥結し、インドネシア政府から合意された政策内容を盛り込んだ趣意書（Letter of Intent）がIMFのカムドシュ専務理事宛に提出された。趣意書に記載された政策内容がIMFからの融資の条件（Conditionality）となる経済調整プログラムの骨格を構成する。インドネシア政府からの趣意書の提出を受けて、IMF理事会は11月5日に約73億SDR（約100億ドル）の融資を承認し、内約22億SDR（約30億ドル）については即時引き出しを行うことを認めた。このほか世界銀行から45億ドル、アジア開発銀行からの融資35億ドルが用意され、国際機関からの支援総額は180億ドルにのぼった。これに日本を含める8カ国からの補完融資を含めると総額は342億ドルと、8月に纏まったタイへの支援総額172億ドルの倍にあたるパッケージであった。市場ではこの時点でインドネシアのそれまでの経済のパフォーマンスの良さ、迅速な国際支援の決定とその支援額の大きさへの好感から、インドネシアに対する信認が回復し、ルピア安は収まるものと期待された。

（2）IMF との不協和音と政治危機の発生

IMF や国際機関からの支援が決まった後、1997年11月には日本、シンガポール、インドネシアの三国の協調介入¹⁵⁾によって、ルピアは1ドル=3,600のレベルから3,200レベルに回復した。しかしその後IMFとの合意で棚上げされたはずのプロジェクトのいくつかが復活された

15) 日本は介入史上はじめて11月3日から18日にかけてインドネシア・ルピア買い・ドル売り（693億円相当）を実施した。（財務省公表）

ことから、インドネシア政府がIMFとの合意事項を守らないのではないかという疑念が市場に生じてきた。IMFとの経済調整プログラムには次の3つが盛り込まれていた。

金融市場の安定と経常収支赤字幅縮小のための緊縮財政の維持。

破綻銀行の整理を含め、金融セクターの健全性を回復するため、迅速な対応をとる。

国家独占企業の解体と規制緩和等の構造改革の推進。

このプログラムの項目に沿って、インドネシア政府は11月1日に経営悪化中の16の銀行の営業免許取り消しを発表した。預金者保護のセーフティー・ネットを持たずにこれらの銀行を閉鎖したため、数週間のうちに健全な銀行までに取り付けが広がった。こうしてインドネシアの銀行部門の対外信用は著しく低下し、インドネシアの大手銀行ですらインターバンク市場でドルの調達に難しくなった。さらに12月にクアラランプールで開かれるアセアン非公式会議にスハルト大統領が欠席するとの発表から、スハルト大統領の健康不安説が表面化、12月15日には1ドル=5,800をつけた。ジャカルタ証券取引所の平均株価も年初の高値742.95から365.85に50%下落した。明けて98年1月6日に98年度予算が発表されるが、前年度比32%増の133兆5千億ルピアの拡大予算であったこと、IMFとの合意事項であるGDPの1%の財政黒字が盛り込まれていなかったことから、IMFとの合意事項を守る意思についての疑念が表面化してルピア相場は1ドル=10,000まで一気に下落した。為替市場での厳しい評価を受けて、IMFとインドネシア政府との間でプログラムの見直しが行われ、1月15日には50項目にわたる広範な構造改革へのコミットも含む新たなプログラムが合意された。98年の経済成長率を当初4%であったものを0%に引き下げ、財政収支目標の対GDP比1%の黒字を1%の赤字に変更するなどIMF側の姿勢の軟化も窺われた。

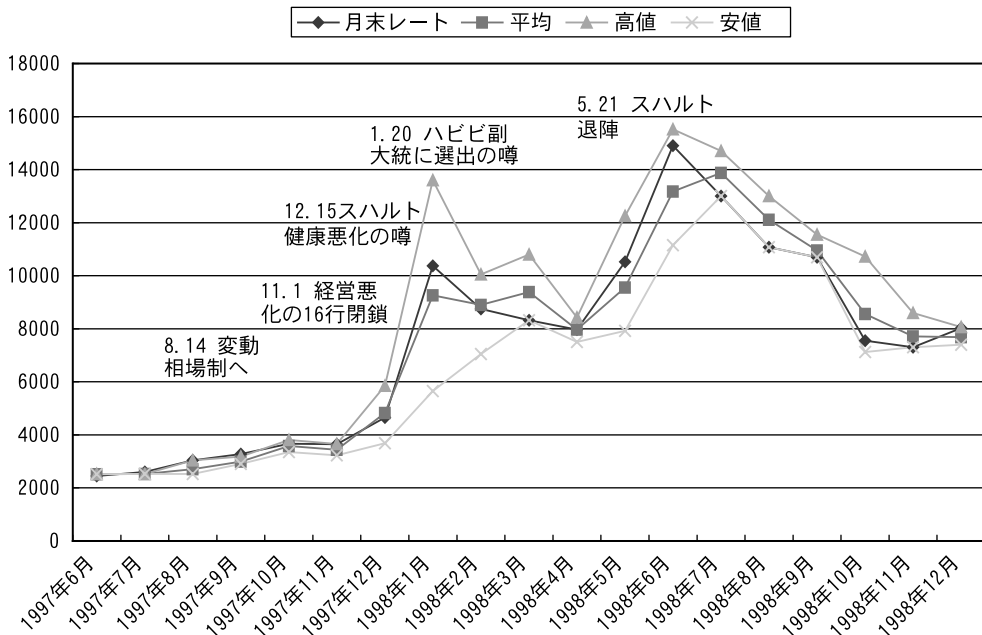
当時のスハルト大統領が腕組みをしながら睥睨するカムドシュ IMF 専務理事の下で、合意文書に署名する写真が「Jakarta Post」¹⁶⁾に大きく掲載された。これはスハルトの権威を著しく傷つけるもののように、インドネシアでは受け止められた。その後ルピアはさらに下落し、1月末には1ドル=10,375ルピアとなり、アジア通貨危機が始まる直前97年6月末の1ドル=2,450ルピアの水準から7割¹⁷⁾を超える下落となった。1月20日ハビビ¹⁸⁾が副大統領に選出されるとの噂でルピアは瞬間16,000台まで売りこまれた。3月11日にスハルト大統領は7期目に入り、ハビビは副大統領に就任した。3月14日には第7次新内閣が発表されたが、スハルトの長女や側近が入閣しクロニズムと批判された。3月6日、IMFは当初3月15日に予定されていた第二次融資、30億ドルの実行を延期すると発表した。3月8日にはモンデール、アメリカ副大統領が、15日には橋本首相がジャカルタを訪問し、IMFとの条件を遵守する様に働

16) ジャカルタにおける主要な日刊英字新聞

17) 通貨価値の減価率は $(10,375 - 2,450) \div 10,375$ のように計算される。(IMF方式)

18) スハルトの腹心で、工科大学出身の技術者でもある。以前、国産旅客機を開発するために、巨額の財政支出をしたことがあった。

図1 ルピアレート推移 (対USドル)



出典：Bank Indonesia Annual Report のデータから作成

きかけた。スハルト政権側も IMF のいう通り16行の閉鎖を行った途端、金融市場の信認が失墜する等、IMF の方針に従っているとますます状況が悪くなるのではないかという思いがあった。特に燃料の値上げは政権の命取りになるということをスハルト政権もうすうす感じていた。その後、新内閣と IMF との間で更なるプログラムの見直しが行われ、4月8日には第三次プログラムが合意された。

インドネシア政府は5月4日に IMF との政策合意に基づき、灯油、ガソリン、電気等の公共料金値上げを翌日から実施する旨発表し、約10億ドルの融資が実行された。しかし5月5日にはインドネシア第三の都市メダンで市民暴動が発生、これ以降、燃料等の値上げの撤回とスハルトの退陣を求める政治的運動が活発化し、5月13日にはジャカルタでデモに参加したトリニサクティ大学の学生が警官に射殺されたのを契機に大暴動が起きた¹⁹⁾。経済機能は麻痺し、中国系インドネシア人や外国人は海外に一時避難する状況となった。一触即発の状況の中、5月21日スハルト大統領は退陣を表明し、32年に及んだスハルト政権は終わった。しかし後任にはスハルトの腹心であるハビビ副大統領が就任したため、その後もルピアは不安定な動きを続

19) 旧バタビア市街のある Kota 一体の建物は放火によって焼きただれ、暴動により2千人を超える中国系住民が殺害された。

け、6月17日には1ドル=16,000ルピア台を再び記録した。

（3）ダブル・ミスマッチが加速させたルピアの下落

- ドル資金不足懸念による悪循環の構図 -

タイに比べて小幅に始まったルピアの下落がその後、大暴落に繋がった理由は97年11月以降、ルピアが政治相場になったからである。結果として32年続いたスハルト独裁体制に一応のピリオドを打ったのであるから、「革命」²⁰⁾ 前夜の出来事だったとの解釈により説明が付きやすい。

しかしそこにはルピア安（ドル不足）がさらにルピア安（ドル不足）を呼ぶ、悪循環があった。それはまるで日本の資産デフレが更なるデフレを呼ぶというフィナンシャル・アクセレレーター（金融増幅効果）の理論²¹⁾ が当てはまる状況である。この背景にあるのは企業部門が抱える対外短期債務である。為替市場が急に短期債務に注目し始めたのは、年度末までに期限が来る民間短期債務が330億ドルに上るといわれてからである。対外短期債務を返済するに十分な外貨がないのではないかと市場参加者が考えた時に、ドル不足懸念が実際のドル不足に転化した。流動性の高い純外貨準備は96年12月末で191億ドル、97年9月末で205億ドル、97年12月末で175億ドルであった。一方、インドネシアの民間企業と民間銀行の対外債務はそれぞれ656億ドルと84億ドルに達していた。97年9月の時点で外国銀行に対する民間債務のうち98年3月までに支払い期限が来る民間債務は実際には95億ドルであった。1年以内に支払い期限の来る外国の銀行に対する債務は民間部門、公共部門を含めて、97年12月末の段階で384億ドルに達していた²²⁾。エービーエヌ・アムロ銀行のジャカルタ支店は、このままでは混乱が起こるので債務のリストラが必要であり、そのための組織を作ることを提案した。しかし外国銀行は期限の来るローンのロールオーバーを拒否し始めた。外国銀行、および合弁銀行は通貨切り下げに伴い、自己資本比率や大口融資規制を守るためには増資が必要であったが、先行き不透明の状態で増資をすることは非常に難しく、資産の圧縮（貸し金の回収）を図るしかなかった。各行が増資に踏み切るのは危機がやや収まった1999年以降であった²³⁾。

20) もちろん、スハルト辞任の後は腹心のハビビ副大統領が大統領に昇格したので、明らかに革命ではないが、32年間大統領の地位にあったものを退位させたという意味で「革命的」であった。

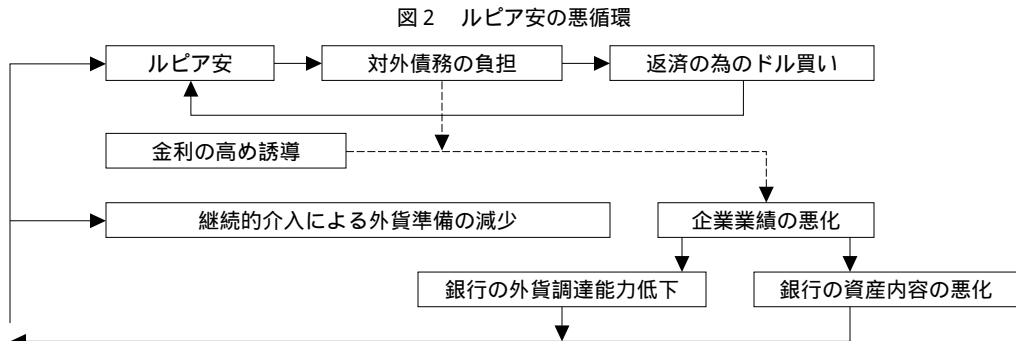
21) 資産価格の下落が信用制約によって総需要を縮小させ、さらなる資産価格下落を通じてさらなる総需要の収縮を引き起こし、不況を長期化させるという考え方。小林慶一郎、加藤創太共著の『日本経済の罫：日本経済新聞社、2002年2月で紹介されている。アジア通貨危機と日本経済の失われた十年とは、きっかけは異なるが、金融増幅効果が動いた点で共通していると述べている。

22) 渡邊慎一「インドネシアにおける通貨危機と成長経路」国宗浩三編『アジア通貨危機』、JETROアジア経済研究所、2003年12月、89-90頁。

23) 危機後、日本の経団連とインドネシア経営者連盟との合同会議がジャカルタで開かれた。筆者も邦銀の現地法人を代表して出席したが、インドネシア側から、欧米の銀行に比べ邦銀の回収が激しいのではないかと質問され、これを否定したことを覚えている。邦銀自体が日本で金融危機に直面しており、資金を引き上げざるを得なかったという見解もあるが、そうした中でもアジアでは主導的な役割

この流れを図で表わせば次のような悪循環の図になる。(図2) すなわち当初タイのパーツが売られたのに伴い、ルピアにも売り圧力がかった。ルピアの下落は、ドル建てで借入をしているインドネシアの銀行や企業の債務負担を増やすことになり、銀行から債務の返済の圧力がかかる。債務の返済のためにドルを購入しようとするが、ルピア安が予想される段階でドルの売り手が少なく、益々ルピアの売り値が下がる。通貨当局はルピア防衛のために金利を引き上げる。これは、ルピア売りドル買いを行い難くする効果はあるが、一方で、企業にとっては資金調達コストが高まることになり、企業業績は悪化し、投資も控えられ、経済活動全般が不活発になる。企業の財務内容と業績が悪化すると、銀行の資産内容の悪化から銀行自体の信用が低下し、インドネシアの銀行の海外からの資金調達能力も下降する。さらに高金利は銀行にネガティブ・スプレッド(調達金利の高騰を貸出金利に転化できない状況)をもたらし、銀行の業績をさらに悪化させた。こうして、経済の資金循環は中断され、ルピア安の進行により更なる悪循環に陥ったのである。つまりこの背景には、海外からの短期資金がインドネシアの企業に流入し、それらが、通貨面、期間面で二重のミスマッチとなっていたことが上記の悪循環を引き起こす最初の原因であった。

ヘッジ・ファンドなどによる投機が危機を拡大したとする説もある。タイは明らかに、投機筋のパーツ売りがあったといえる証拠がある²⁴⁾。インドネシアの場合は投機筋が逆張りして、



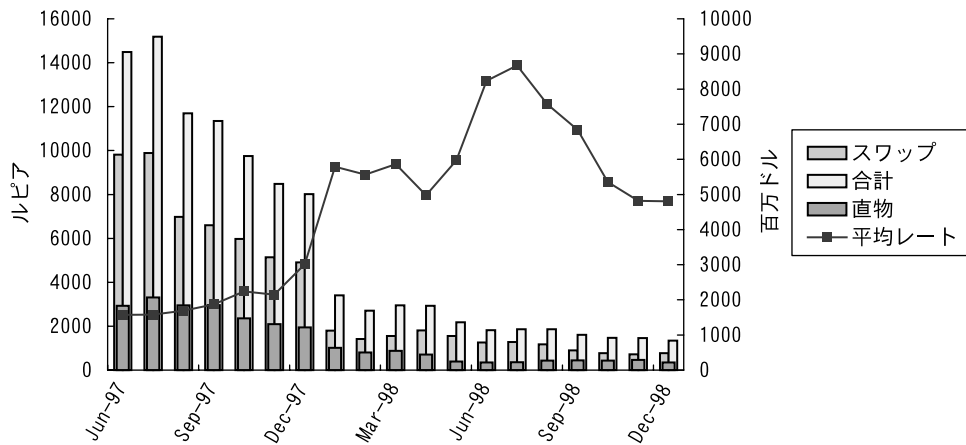
出典：筆者作成

を果たそうとしていた。現に、いち早く増資をした合併銀行は、当時の住友銀行の合併銀行とさくら銀行の合併銀行であった。債務のリスケジュールにも積極的に対応した。

最近の研究によると「1997年および98年前半におけるインドネシアからの銀行部門の資金流出の約半分、タイからの3分の1、韓国からの4分の1が邦銀によるものである。」とされている。ただし、この割合は外国銀行によるこれら3国向けの与信残高に占める邦銀のシェアを下回っており、欧米の銀行による与信回収の度合いが、邦銀を上回っていたことを示唆する、とも述べている。(V. K. アガワル/浦田秀次郎編『アジアにおける日本企業の成功物語』早稲田大学出版部2004年5月、78頁。)

24) 「ヘッジ・ファンドや欧米の銀行は3月から4月にかけて外為市場が安定している間にスワップ市場でパーツを調達し、5月14日にパーツのショート売り攻撃を開始した。」白井早由里『メガバンク危機とIMF経済政策』日本経済新聞社、2002年12月、91頁。

図3 為替レートと為替取引高



出所：IMF Staff Country Report No. 99/39 May 1999, Indonesia Statistical Appendix (Source Bank Indonesia) のデータを基に作成

ルピアを買ったともいわれている。確かにルピアの場合は投機筋の動きもあったのであろうが、何とか外貨借入を返済しようとする実需の動きがルピア安を加速した大きな要因と思われる²⁵⁾。また政治的な不安定さが重なって、銀行システム全体の信用が崩壊し、ドルの調達のあるゆるルートが塞がれたことが、天井知らずのルピア安、ドル高をもたらした²⁶⁾。その証拠には債務者が不可抗力（フォースマajeール）だとして返済を諦めるようになってからは、為替相場は安定し始めた。また変動相場制に移行してからは、実際のドル売りが少なく、ドル買い持ちポジションをつくるにも、つくれなくなるほど、インドネシア外為市場ではドルの流動性不足に見舞われていた。（図3参照）

為替相場は瞬間のレートばかりでない。実際には1ドル=16,000 が何ヶ月も続いた訳ではなく、時間軸や取引量でみた平均相場（面積 レート×取引量あるいは時間 で計算）はこれよりは落ち着いた水準であった。でなければ、98年のインフレ率が60%台、99年が20%台に収まる訳はなかった。図3からもわかるように為替相場が1ドル=10,000ルピアをこえた98年1

25) こうした動きも投機だとすれば、話は別である。リーズがヘッジの性格を有し、ラグズはリスク放置と見られ投機的な性格を帯びている、という見解もある。

26) インドネシアの銀行は借入れのみならず、スワップによる外貨の調達もできなかった。この時期、日本の金融機関も海外において、必要なドルを自在に調達できないという状態に置かれた。しかし日本国内では円の調達に問題はなかったため、先ず円を調達し、これを為替でドルにスワップしてドルを調達した。スワップといえども、貸出金に準ずる信用リスクは存在する。相手が決済できない場合、ポジションをその時のマーケットレートでクローズしなければならず、ロスが生ずるリスクがあるからである。ドル円の場合はルピアやパーツに比べ変動幅も比較的小さいこともあるが、なによりも、まだ当時の邦銀にもそのくらいの信用は残っていたのである。

月以降は危機以前の為替取引高90億ドル台から20億ドル台に大きく落ち込んでいる。これではオンショア市場で大きなドル買いのポジションをつくることは難しかったことがわかる²⁷⁾。

3. 銀行・金融危機の原因としてのダブル・ミスマッチ

(1) ダブル・ミスマッチが発生する背景 - 「原罪」(Original Sin), 「債務の管理能力の欠如」(Debt Intolerance)

なぜ通貨と期間のダブル・ミスマッチが発生するのかを二つの論文を参考にして、もう一度整理してみたい。それにより通貨のミスマッチについては金利差以外に、そうせざるを得ない理由が存在することがわかる。Eichengreen, Hausmann, Panizza²⁸⁾ は、新興市場諸国の金融危機におけるバランスシート要因に関する論文に発展がみられるとし、これらの文献の中で広く使われる3つの概念について議論している。このうち2つは「原罪」(Original Sin) と「債務の管理能力の欠如」(Debt Intolerance) である。新興市場経済の不安定性とそれらの国が債務を履行する上での困難さといった現象をこれらの概念を使って、説明しようとするものである。Debt Intolerance 学派は、問題の原因を脆弱で信頼できない政策を導く新興市場経済の制度的な脆弱性に求め、Original Sin 学派は、国際的な金融市場のグローバルなポートフォリオ構造に問題があるとする。対照的に通貨ミスマッチの文献はこれらの問題の影響と、これらの問題がマクロ経済と金融当局によって如何に管理されるかについて関心をもっている。

当初 Eichengreen and Hausmann²⁹⁾ によって唱えられた「原罪」とは、国内通貨が海外からの借入に使用されない、あるいは、長期に借入できないということである。この不完全さの存在によって、国内の投資が通貨と期限のダブル・ミスマッチを抱えるために、金融の脆弱性が避けられないとしている。通貨のミスマッチは、銀行や企業がこのポジションをヘッジする慎重さに欠けているから生じるのではなく、問題はむしろ、その国の債務が、やむを得ず外貨建てだということである。そのことは、ドルで借り入れてもヘッジできないということであり、もしヘッジする相手がいるということは、その地場通貨でも借入ができるということであ

27) 危機以後のこの外国為替取扱高からすると、輸出入の代金も実際にはオフショア(シンガポール)で決済されていた可能性が高い。こうしたモノの流れにともなう資金決済についても、かつて日本がとっていた「標準決済制度」のようなものを導入し、決済確認については中央銀行から委託を受けた外国為替銀行が認証や承認を行い、これに基づき通関も行われ、モノの流れと資金の流れを合致させるような方法も検討されるべきであろう。(インドネシアにも輸出については、L/Cベースで30日以内に決済という規定はある。)

28) Eichengreen Barry, Hausmann Ricardo, Panizza Ugo, "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin" NBER Working Paper 10036, 2003

29) Eichengreen Barry, Hausmann Ricardo, "Exchange Rates and Financial Fragility" NBER Working Paper 7418, 1999

ると考える。同様に期限のミスマッチに関しても、借入人の慎重さが足りないのではなく、資産、負債の期日構造を一致させることができないのである、とする。Gunther Schnabl³⁰⁾ はさらに、発展途上国はどういう意味で市場が不完全なのかと設問し、次のように答えている。第一に、固定金利の債券市場がないことを指摘し、その理由としては民間部門では、国内企業の規模が小さいこと、良く発達した会計制度がないこと、そして自身の名前で債券が発行できないことをあげている。長期のプロジェクトを抱える企業は、その期限に合わせた固定金利の債券や不動産担保証券を発行できない。代わりに彼らは短期の銀行借入を借り換えし、最善でも、短期金利に連動した変動金利で中期の借入をする。第二に発展途上国は活発なドルやその他の通貨に対する先物市場がないということを理由にあげている。国内の債券市場がないということは、明らかに国内資本市場にとって悪いことであるが、一方でオープンな為替ポジションをヘッジしたいと思うリスク回避型の業者による先物取引にも影響する。なぜなら潜在的なマーケット・メーカーである銀行は、自国通貨を先物で売るということに関与したカバー取引を簡単には行えない。例えばドルに対して売らなければならないならば、彼らは期日の異なる都合よく配置された金利を生む流動性のある国内債券をもつことができないからである³¹⁾。ドルの先物に対する適切なプレミアムが何であるかを定めるための、国内金利あるいは海外金利が利用できない。これと対照的に先進国間では、両国によく発達した債券市場があるため、先物の為替取引が容易に行われる。長期先物市場も、2カ国の国債の金利差に等しい先物プレミアムで、より低いコストで、それぞれの期間と期日の取引が盛んに行われる、と述べている。要約すれば自国通貨建ての債券市場が育たなければ、為替ヘッジも出来ないということを述べている。

インドネシアの債券市場はどうであったのか。確かに危機以前の段階では国債も発行されて

30) Schnabl Gunther, "The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin", *East Asian Dollar Standard*, Edited by Mckinnon Ronald I. THE MIT Press, 2004

31) この点は先物為替レートの決定の方法、カバーつき金利平価の式を考えると理解できる。先物相場は直物相場と異なり、絶対値ではなく直物相場と先物相場の差額で表示され、これをスワップレートと呼ぶ。例えば、現在のドル・ルピアの直物レートが1ドル=9000、1年ものドル金利が5%、ルピア金利が10%であると、カバー付金利平価説の通り、1年後のレートは $9000 + 9000 \times (10\% - 5\%) = 9450$ となる。(但しこの式は簡便法であり、期日の利息のカバーを考慮すると式は、 $(9000 + 9000 \times 10\%) / (1 + 0.05) = 9428$ となる。)ここでは簡便法で説明を続けると $9450 - 9000 = 450$ が直先の差となる。スワップ市場ではこれが、440 - 460といったように表わされる。440ならば買いたい=ビッド、460ならば売りたい=オファーである。したがってビッドサイドの為替スワップとは非居住者が先物のドル買いとなる取引を指している。買いたい人はドルを安く買いたいので9440ルピア払って1ドル買いたいと、売りたい人は9460ルピアで1ドル売りたいと意思表示している訳である。なぜ絶対値で表さないかということ、先物相場は直物相場に金利差と調整したものであるから、直物相場が変動すれば、先物相場も変動する。それに比べ、スワップレートは基本的には金利差なので変動がゆっくりしているからである。実務的に顧客が1年先のドルを買いたいと申し出があった場合、銀行は先ず直物市場でドルを買い、その後でドルの直物売り、先物買いのスワップを組む。直物は相殺され、先のドル買いだけが残る。スワップ取引は相互の通貨による資金の貸し借りとも解釈できる。

おらず、SBI (Sertifikat Bank Indonesia) が最長の中央銀行債務であり、投資家や銀行が運用できる債券であった。したがって3 - 6ヶ月先程度の先物予約をすることは可能であったが³²⁾、それを超える為替予約をすることは簡単ではなかった。しかし、為替ヘッジしようと思えば、全くできないわけではなかった。確かに通貨危機勃発の時に、インドネシアのある日系のメーカーは、危機以前に為替ヘッジをかなり進めており、経済雑誌でも取り上げられた。自国通貨建ての債券市場がなければ = ルピア建ての運用できる債券がなければ、スワップ市場が成り立たないというのは、完全な理由ではない。債券はなくても、ローンのマーケットはあるわけである。

吉富氏は、「金利裁定³³⁾の公式が成立するならば、国際投資家は、米ドルで貸すのではなく、」地場通貨で貸して、「海外の銀行なり、投資家自らがその為替リスクをヘッジすればよいではないか。」と疑問を呈し、そうしない理由として、2つあげている。外国為替の先物市場が未発達という点も上げているが、最初の理由としては、「完全ヘッジができ、完全な金利裁定が成立すれば」ドルで借りようが地場通貨で借りようが、リターンは同じになり、これでは海外から資本を取り入れても、何の得にもならないので、それでは資本は動かない。むしろ、将来の為替レートに対する、予想や期待で動く、と述べている³⁴⁾。

前段の理由は、まさに当時のインドネシアでは、ドルで借りてルピアで運用することにうま味があったわけで、ヘッジしてしまえば、ルピア並みの金利を支払わなければならない。つまり「ヘッジをする慎重さに欠けている」面もあった。しかし、海外の銀行が地場通貨で貸さなかった理由は、例えば、ドルをスワップしてルピアを手に入れ、これを貸し出すということは、たとえスワップの相手がいたとしても、2度手間になるからである。

またマクロ的に考えると、仮に裁定後の金利が同じであっても、ルピアの調達に国内貯蓄との関連で限界があれば、外貨で調達するということが行なわれる。中央銀行による、通貨の供給は、一つに国内信用の創造と、外貨の買い入れの二つのルートによってなされる。国内資本が不足するので、外資が流入し、地場通貨に交換され、マネーサプライを増加させるといった面も忘れてはならない。

一方、インドネシアでは国内投資を奨励するために特別な実効性のある為替レートを国内の借入人が、利用可能な時期があった³⁵⁾。1979年から1991年の12月まで続いた Bank Indonesia

32) 実際に通貨危機前後のインドネシアでは3ヶ月から6ヶ月程度の予約を数百万ドル単位で行なうことは可能であった。また一年物の先物予約も不可能ではなかった。

33) 金利裁定式を使って金利と為替の関係を説明するのが適当でない場合がある。この式はもともと先物為替レートを算出するための計算式であり、将来の為替レートを予想する式ではないからである。

34) 吉富「前掲書」36-38頁

35) Anwar Nasution, "Financial sector reform and Indonesia's economic crisis of 1977-1978" in *Financial Liberalization and the Economic Crisis in Asia* Edited by Chung H. Lee, RoutledgeCurzon, 2003

の提供する為替レートスワップファシリティがそれである。この枠組みのなかで、中央銀行が外貨借入契約やスワップをカバーするための先物を、その時の支配的な為替レートで銀行や非銀行の金融機関や外貨負債を持つその顧客に提供した。スワッププレミアムは払うものの、実際にはこのプレミアムは実際のルピアの減価よりも低いレベルで設定されたので、実質的な補助を与えているのと同じことになっていた。この補助は外貨借入を促進する効果があった。実際にスワップ・ファシリティは金融機関にとって、自身のため、あるいは顧客のために資金を確保する流動性の目的、あるいは投機やヘッジのためにも使われた³⁶⁾。中央銀行は非市場的なこの枠を設定し、プレミアムを分配していたが、1986年からは市場ベースでレートを決めるようになった。しかし実際には、それでもなお補助金的な要素が強かった。このように政府がリスクを背負うことができれば、先物為替レートを提示できるが、これは市場での裁定取引をベースとしたものではなかった。後に7.でも見るが、インドネシアは2001年1月に、銀行が非居住者で行うスワップの残高規制を導入した。2005年月4月以降ルピアが売られ、為替レートが弱まった段階で、この規制を一層強化した。この結果、スワップマーケットは縮小してしまった。中央銀行はインドネシアへ実物投資を行う投資家を保護するために、こうした直接投資にかかわる外国為替リスクをヘッジするための特別のスワップ・ファシリティを設けた。

「原罪」の問題は、国際的なポートフォリオの構造と国際金融市場の問題であるとする、それはインドネシア一国ではどうにも出来ない問題である。これは通貨の機能の特徴であり、支払手段としてよく使われる通貨が、蓄蔵や運用通貨として自ら使われるのが一般的であり、したがって国際市場で取引される通貨はドル、ユーロ、ポンド、円と続くのである。外国の銀行が地場通貨で貸せなかったのは、次に見るように単純に彼らがルピアを持っていなかったからである。

インドネシアでは危機前後、短期のスワップマーケットは不完全ながらも存在した。しかし実際にインドネシアの商業銀行や企業は、外国銀行からルピアで資金を調達することはできなかった。なぜであろうか。その理由は次の(3)で検討する誰が為替ポジションを持てるかという問題と関係してくる。

(2) モラルハザード

ここで言うモラルハザードとは、政府の費用で個人や企業が投機を行うことである。

「原罪」のあるところでは、企業や銀行は為替ヘッジをすることが容易ではない。そこで政府は、慎重なリスク回避型の企業や銀行がそのポジションを非公式にヘッジできるように、ドルに対しソフトベッグ制をとりたいと考える。これは行儀の悪い銀行が低利のドル預金を受け入れ、地場通貨建てより高い金利で貸し金をするかや企業がドルで借入をしてそれをルピア

36) Anwar Nasution, op. cit., p. 61

転換して使うことを奨励するものではないが、通貨がソフトベッグされていると、企業や銀行はそうした誘惑に駆られる³⁷⁾。

外貨と自国通貨の間に金利差があっても、もしアジア通貨がドルに対してより変動していれば、モラルハザードはより良く維持されたであろうという批判もある。しかしソフトベッグ制が、規制の緩い状態に置かれた銀行や企業の借入超過を誘発し、モラルハザードを引き起こしたとは簡単に言い切れない面がある。インドネシアの場合は、オフショアの外国銀行は、国内銀行や国内企業にドルで貸出した。これはオフショアの外国銀行は、ルピアの本源的な預金は持てなかったし、インドネシアの銀行が、ルピアを非居住者に貸出すことは、唯一禁止されていたので、オフショアの外国銀行はルピアを借り入れることもできなかったからである。もし彼らが貸出しの原資をルピアで調達しようとするれば、基本的には為替で調達するしか方法はなかった。一方、国内企業は、借りたドルをルピアに換えて運転資金として使っていたところが多かった。インドネシアの国内銀行がドルを借りて、これをルピアに転換して、企業にルピアで貸出すということも、あまり行なわれなかった³⁸⁾。国内銀行がドルで外銀から借入をし、これを自らルピア転換して、企業に貸し出すということは、ネット・オープンポジションの規制により限度があり、やはりドルで企業に貸出して、借入れ企業がドルをルピアに転換して使い、その為替リスクは借入れ企業が負っていたものと思われる。但し、インドネシアの国内銀行は、多くのグループ企業を抱え、Legal Lending Limit を超えて、それらの企業に融資していたケースが多かったので、地場通貨の下落により、これらの企業のバランスシートが悪化すると、銀行には不良債権の増加となって跳ね返ってきた。

(3) 誰が為替リスクを負担できるのか

通貨のミスマッチの問題は見方を変えると、誰が為替リスクを負担できるかという問題でもある。国家が外貨で借款をする、あるいは外貨準備を持つということは、国家が為替リスクに晒されているということである。国家はこのリスクを比較的容易に背負うことができる³⁹⁾。しかし民間銀行は限られた範囲でしか為替ポジションを持つことはできない。例えば銀行が外貨で借りて、それをルピアに転換して、ルピアで貸し出すにはネット・オープンポジション規制や自己資本比率規制に基づき、市場リスクに配分できる自己資本の量に制約があり、そうした取引を行うことには限界がある。また外国銀行や合併銀行の場合は、資本金をドルで持ち込んでも、法令上、当然地場通貨であるルピアに転換しなければならないので、今度は逆にドルで

37) Schnabl Gunther, op. cit, p. 28

38) 一部の銀行はドル金利とルピア金利の差に注目し、Net Open Position (NOP) の規制を遵守せず、ドル借入れ、ルピア転換、ルピア運用をしていた。NOP の規制があっても、それが遵守されているかどうかを検査、監督する中央銀行の機能が十分に果たされていなかった。

39) 1国の政府は財政を運営しており、対外債務の問題等については国会の承認を受けている。

貸出す場合でも、別の問題が生じる。外貨で貸出すのであれば、資本を外貨で持てればよいのであるが、それは許されない。それ故、外貨で貸出すのであれば、別途外貨で調達する必要がある。この場合に為替ポジションは生じない。しかし為替ポジションがなくても、外貨建ての資産と負債があれば、地場通貨が減価すれば、総資産が膨らみ、資本金はルピアなので銀行の自己資本比率が低下するという問題が残るのである。自己資本比率が低下すると、これを上げるためには増資によって分子を大きくするか、資産圧縮により分母を小さくするしかない。通貨危機の混乱した中で、増資に応じる投資家を見つけることは難しく、自ずとコンプライアンスの意識が高い銀行ほど、資産圧縮に動かざるを得なかった。

銀行にとって為替ポジションの把握を難しくするのは、ドル建ての不良債権に対する引当てをドルで行うか、地場通貨で行うかの問題である。表面には出ないが、ここに隠れたポジションが発生するのである。不良債権化した外貨建て貸し金に対する貸倒引当金をドルで積むことが、新たなドル買い需要を生み出した。

誰が為替リスクを負担できるかというのは、投資された資本の形態とも係わる問題である。直接投資やポートフォリオ投資は必ず、現地通貨に変換されてから行われるから、海外の投資家が為替リスクを負担することになり、地場企業にとってダブル・ミスマッチの問題は生じない。外国銀行の国内銀行や国内企業への貸付、あるいは国内銀行の国内企業あての貸出がドルで行われる可能性が高いわけであり、国内企業はヘッジをしなければ為替リスクは自らが負うことになる。

主な資本の形態別の性格について纏めると以下の通りである。

民間企業への外国銀行からの直接貸付

外国銀行から借入れ企業に対し、コンプライアンスの遵守や資金使途の限定が要求されるほか、通常はリファイナンスが受けやすいというメリットがある。反面、通貨危機の際は借換えの拒否が行われる案件も多くなる。また件数も多数に上るだけに国全体としての債務管理やリスクスケジュールが難しくなる。インドネシアの中央銀行および政府も、民間企業の外国銀行からの直接借入れがいくらあるかさえ、通貨危機発生直後までは把握できていなかった。また、企業がドルで借り入れて、ルピアにアウトライトに転換して使った場合、為替リスクを企業が負うことになる。

地場銀行へのオフショア外国銀行からの貸付

コブナント上の縛りが企業への貸し出しに比べ緩くなりがちであり、資金が何に使われるか把握しにくい。資金使途、案件進捗等が地場銀行の裁量に任されるため、外国銀行からの企業への直接貸出に比べ、貸し手からのフォローも甘くなりやすい。また地場銀行から借入れをした企業にしても通貨危機の際、追加融資やリファイナンスは地場銀行自身に余力がなく、受け難い。但し、リスクスケジュールは、国全体としての相手銀行数が限られるため、企業向けの貸出の場合に比べ容易である⁴⁰⁾。

40) アジア通貨危機に際し、インドネシアは民間企業が直接外銀から借り入れるケースが多かったのに

ポートフォリオ投資

投機的な動機に支配される債券や株式のポートフォリオ投資は、直接投資に比べ、受入国にとって不安定な資本である。さまざまな情報に基づきリスクと利益に敏感に反応する海外投資家にとっても、市場に厚みがない場合は流動性に乏しく、また、いざ損切りをしようと思っても、値段が飛ぶので、実際にはできないこともある。企業が倒産しても、投資家が損失を蒙るのであり、銀行がそれらのポートフォリオを保有していないかぎり、銀行部門は傷まない⁴¹⁾。そこで債券・株式市場の育成が望まれるのであるが、問題は国内に機関投資家が育っておらず、また経済社会体制の相対的な安定性という前提の下に、投資家がいるかという点である。国内の安定した投資家が育つことが、市場に流動性をもたらすための基本的な条件である⁴²⁾。

直接投資

長期のリターンを意図した投資であり、安定した資本である。企業の経営権を伴うものであるだけに「一般的に直接投資は一番逆流しにくいと考えられる。⁴³⁾」通貨危機に際しても、それに伴う損失を補填する追加投資を行ったのも外国資本である。しかし、直接投資が必ずしも受入国の経済発展を促すとはいえなくなった。多国籍企業 (MNC) による直接投資は、設備や原料は海外から輸入されるので、経常収支の悪化をもたらすことも考えられる。輸出価格が高く設定できればよいが、MNCの世界戦略の中で低い価格設定が成されることもありうる。受け入れ国にとってのメリットとして技術移転が期待されるが、インドネシアでは思ったようには進まないのが実情である。

以上のような外国資本を短期と長期をベースに分類すると、以下の表3ようになる。

表3 資本のマトリックス (Oは対応する組み合わせ, Xは対応しない組み合わせ, ◻は可能な組み合わせである。)

	直接投資	間接投資	ポートフォリオ投資	銀行貸出
短期資本	x	○	○	○
長期資本	○			

対し、韓国は銀行が海外からの借入れをしていたので、韓国のケースは債権のリスケジュールが容易だったといわれている。

41) 日本の銀行の不良債権問題も間接金融が中心であったことが、問題を深刻にした点を見ると良い。

42) アジアの発展のために債券市場を整備すべきだという提案があるが、生活水準の上昇と共に貯蓄水準が高まり、国内の投資家が誕生してこなければ難しい。日本がなぜ間接金融中心であったかを考えれば、理解できる点である。

43) 伊藤隆敏「アジア通貨危機とIMF」『経済研究』Vol. 50, 1999年1月。

（４）外貨で借りてよい企業と悪い企業

一般に企業がヘッジすることなしに、外貨借入を行ったことが、通貨危機の原因であるとされている。しかし、業種や企業によっては、外貨借入をしてもよい企業もあるし、よくない企業もあるということを忘れてはならない。いくつかの具体的な事例をもってこの点を説明する。輸出企業の場合は、当然前者に属するわけである。直接投資の場合も、それが輸出志向である場合は、外貨借入に伴うリスクをある程度、自然にヘッジすることができる。また工場や土地を所有していれば、通貨価値の下落に伴って発生するインフレによって、これらの資産価格が上昇することから、資産価値の見直しによって、バランスシートを修復することも可能である。最も為替ポジションを持ってはいけない企業は、販売市場が国内にある企業である。

銀行は自らドルで借りてそれをルピアに換えて融資することは少ないことはすでに述べた。しかしそのリスクを顧客に転化しているわけだが、それは信用リスクとして銀行に跳ね返ってくる。そこでヘッジしていない外貨借入をしている企業に対しては、このリスクを一律に信用リスクに組み込み、引当金を積むことによって、借入コストを引き上げればよいという考え方もあるが⁴⁴⁾、この場合、企業の行っているヘッジの内容、方法について考える必要がある。

ここでインドネシア企業がどのような資金調達をしていたか、主な販売先が国内か海外か、主な調達が国内か海外か、資金の調達は外貨であったかルピアであったかを、マトリックスにして、調達とヘッジがいかに行われていたか、また同時に通貨危機がどのような影響を個別企業に与えたかを見てみよう（表４）。

日系（合併企業）

A j 社

インドネシアへの進出は古く、化学繊維の原料から繊維製品までインドネシアで生産を行っていた。輸出が主体の部門を持ち、運転資金はドルベースの借り入れがあったが、財務部門にはトレジャラーが日本より派遣されており、為替ヘッジも一定量は先物為替予約によってなされていたので、通貨危機に際しても為替差損をはじめ、財務的な損失は限定的であった。

B j 社

当社もインドネシアへの進出は古く、現地でボックス型の乗用車を生産し、現地用に販売していた。すでに20年以上生産をしているので、利益率の高い商品であった。1997年のインドネシア全体での乗用車の販売台数は36万台であったが、通貨危機後の1998年には4万台にまで落ち込んだ。B j 社は通貨危機発生前に生産拡張のために、ジャカルタ郊外に第二工場用の土地を用意していたが、建設はしばらく見合わせられた。生産台数が落ちて、余剰となったインドネシア人の工員を日本に派遣し、教育訓練を受けさせていた。B j 社の現地のパートナーはX

44) Cacha Maria del Mar, Morales R. Armando, "The Role of Supervisory Tools in Addressing Bank Borrowers' Currency Mismatches", IMF Working Paper WP/03/219, 2003

グループであったが、XグループはYグループに比べると危機によるダメージは少なく、S銀行やアメリカの銀行をアドバイザーグループとして迎え、債務のリストラクチャリングを比較的短期にまとめることができた。

C j 社

モーターバイク用のバッテリーを生産していた。売り上げは一部ヨーロッパ向けの輸出もあったが、主に国内販売に頼っていたので、危機の影響を大きく受けた。現地の代表が営業と財務の両方を見ており、ドルベースの借り入れをルピアに転換して運転資金として使用していたが、為替ヘッジ等はしておらず、通貨危機発生により、ルピアベースでは借入れが膨らんだ。売り上げは維持しているが利益が上がらない状況が続いた。(ルピアベースの支払い金利が膨張するので、営業利益は相殺されてしまうのである。) ローカルのパートナーが為替ヘッジには反対であったようである。

D j 社

インドネシアにおけるモーターバイクの販売台数増加にともない、危機発生直前に日系モーターバイクのメーカーの要請にもとづき商社が現地の銀行資本グループと合併でリース会社を設立した。危機によってモーターバイクの販売台数は減少したが、リース事業は順調であった。その理由は、ルピア資金を銀行から調達し、かなりの利鞘で一般顧客に貸し付けていたこと、債権の届け付けが少なかったことにある。理由は、通貨切り下げにともなってインフレが進行し、リース物件のモーターバイクの中古車価格が上昇したために、たとえ債権が延滞しても、リース物件を取り返すことにより資金の回収が容易であった。こうした事情から、通貨危機下でも利益を計上することができた。

当初は合併であったが、パートナーのZ社が通貨危機のあおりで、グループの銀行が国有化されてしまい、資金調達のためにリース会社の株式の持分を日本側に売却したので、最終的には、日系商社の100%子会社になった。この商社は、結果として相手側のビジネスモデル、システム、従業員、拠点を短期間に手に入れることができた。

E j 社 テレビ製造

大規模なテレビ工場でカラーテレビを製造。輸出主体であったこと、工場には専任の財務担当者がいたため、通貨危機の業績への影響は限定的であった。

F j 社 オーディオメーカー

日本国内での生産を止め、海外生産に移行していた。古くからジャカルタから遠く離れた工場で生産していたが、部品の調達が間に合わず、業績不振となった。通貨危機の影響というよりも成長戦略に問題が発生していた。

G j 社 テレビ製造

内需用のテレビを製造していたが、通貨危機で需要が落ちこんだこと、労働争議が頻発したことから工場完成後あまり経っていなかったが、工場を売却して撤退した。当社のようにグロ

ーバル化した企業にとって、当局の姿勢が自社の方針と合致しなかったことも撤退の理由と考えられる。

ローカル企業

H社 サリムグループ

華僑の林紹良(1916年中国 福清県生まれ)インドネシア名 スドノ・サリムが一代で築いた企業グループ。政治的にはスハルトとの関係が深かった。もともと丁子の輸入独占権を得て事業の基盤を築き、さらに製粉、セメントの事業に進出した。

華僑系の輸入商が外国企業との合併を契機に製造業に進出するケースが多かった。特に外国の技術や経営のノウハウを要する新しい産業については外国企業と合併の形をとった。

サリムは1980年代にインドネシア経済の発展に対応し、国内事業の多角化、多国籍化を進めた。事業は農園、食品、化学、建設資材、エネルギー、林業、自動車、輸出工業、通信、金融、不動産、流通の11事業部に再編し、通貨危機発生直前の1996年には売り上げは223億ドル、傘下企業数450社、従業員28万人のコングロマリットに成長した。金融ではBank Central Asiaを設立し、インドネシア最大の民間銀行となった。

華人経営の特徴としては、家族経営、情報の公開の制限があったが、そのため資金調達もグループ内銀行であるBCAや外国銀行の借入に頼っていた。1997年末の海外借入残高は55億ドルを越えていた。1997年にアジア通貨危機でルピアが暴落したことから、ルピアベースの返済債務が急膨張し、返済困難になった。グループ企業の返済能力低下により、BCAの不良債権も増加し、スハルト政権の崩壊を前後して、取り付けにあい、財務破綻に陥った。BCAは政府資金の投入を受けて国有化され、返済にはサリム一族の個人資産の提供を求められた。

I社 銅線の製造販売企業

当社は銅を仕入れ、これを引き伸ばして束ね、電線にして電力会社に販売する事業を行っていたが、電力会社が電力需要の伸び悩みのため1-2年銅線の購入を中止したことから、当社も操業を停止した。但し手持ちの銅の在庫価格がインフレにより上昇したこと、借入れが地場通貨主体であったことから何とか持ちこたえていた。日系のメーカーがマイナー出資していたが、積極的な支援等の関与は期待できなかった。

J社 銅線の製造販売企業

I社と営業上の置かれた環境は同じであったが、国内売りにもかかわらず、外貨で借入れをしていたので、ルピアの大幅切下げの影響をもろに受け、I社と明暗を分けた。

K社 家電メーカー

地場資本の家電会社であるが、電気鍋やトースター程度の生産で、冷蔵庫などはまだ生産できない。経営基盤がしっかりしていたので、通貨危機後も無難に操業を続けた。

L社 タバコ

丁子タバコ会社。原材料も国内調達で、ほぼ寡占状態であり、利益率も高く、またキャッシ

ユ商売なので、借り入れも少なく問題はなかった。タバコの箱をつくる子会社に外貨借り入れがあったが、親会社の信用力が高く、問題はなかった。

M社 地場スーパーチェーン

華人経営のナショナルブランドのスーパーであり、98年の5月の暴動の際には店舗が焼き討ちされたが、翌日から残ったスペースで商売を始めるバイタリティーを持っていた。社長は女性であったが、暴動に際しても、シンガポールへ避難するようなことはせず、ジャカルタに留まった。ドル借入れも一部あったが、高金利にもかかわらず、堅実にルピアでも借り入れをしていた。このためルピアが大幅に下落しても債務負担が急に増えることもなく、業績は順調に立ち直った。

N社 中規模製紙会社

危機発生の直前、約1億ドルを調達し、高級紙の製造機械を北欧から購入し試運転中であった。北欧から技術者数名を呼び指導を受けていたが、通貨の切り下げの影響でこの指導料が高いものになってしまったので、高級紙の製造を断念し、普通紙の製造に切り替えた。外貨借りによる金利負担の増大、内需不振による売り上げの低下、パルプ等の輸入原料の支払い負担の増加により厳しい状態となった。

O社 Duty Free

危機発生直前、大規模なDuty Freeのショッピングセンターを建設。資金は自己資金のほか外国銀行がアレンジするドル建てのシンジケート・ローンで調達した。借り入れ条件として借入額の一定分を為替ヘッジすることが義務付けられていたため、ルピアが下落してもその影響を限定的にすることができた。また販売も外国人の観光客にドル建てで行うために、一時観光客の減少によって厳しい状態であったが、立ち直ったものと思われる。

P社 現地の製菓、製菓会社

オーナーが華僑の地場の製菓メーカー。もともと、夫人と二人で小さな事業から始めたが、堅実経営で中堅企業にまで成長した。従業員に住宅資金を貸し与え、給与水準も相対的に高くするなど従業員を大切に扱っていた。暴動の際も従業員が工場に残り、守ってくれたので被害に合わずにすんだ。表面上ドル借入れはあったが、ヘッジもなされていたようである。菓は国内売りであったが、同業他社が通貨危機で生産できなくなったため、売り上げは却って増加し、少しずつ製品の値上げをして好業績を保った。

Q社 インド系の紡績会社

IFC⁴⁵⁾の協調融資を受けて大規模な紡績工場を建設し製造していた。IFCの協調融資案件であったが、返済条件を緩和し、事態を乗り切ったものと思われる。

45) IFCは世界銀行グループ傘下の機関で、途上国の民間セクターの事業に商業ベースでの融資を行なう。

R社 小規模製靴メーカー

革靴の原材料を欧州から輸入し、これを加工して靴を製造していた。小規模業者であったが、ドル借入があり、通貨切り下げで、原材料のルピアベースでの輸入価格が上昇する中、国内販売が不況により落ち込み、厳しい状況におかれた。

S社 ブランテーション経営

スマトラに大規模なブランテーションを持ち、ココナッツ油、パイナップル等を生産し輸出していた。本来通貨切下げの影響は、外貨収入の地場通貨転換によってプラスに作用するが、実際にはその他の投資もあり、財務状況は厳しかった。

下記、表4は上記で取り上げた企業の、主要な販売市場が海外か国内か、主要な原材料の調達先が海外か国内か、そして主な借入通貨が外貨か地場通貨かによって分類したマトリックスである⁴⁶⁾。これを見ると、ある程度合理的な資金調達がなされていたことが分かる反面、合理性のない借り入れも見られる。海外から仕入れ海外へ輸出する企業(i象限)や国内で原料を調達し、海外に輸出する企業(ii象限)にとっては、地場通貨で借り入れる合理性は無く、この象限(iii, iv)に該当する企業はない。反対にこれらの企業が外貨で調達することには合理性がある。(売り上げの外貨債権を外貨債務でポジション調整をしていると考えればよい。)これらの企業でさえも、大幅な通貨の切下げや景気後退によって、一時的には、財務状態は悪化した。時間がかければ業況が回復する可能性は高かった。

合理性に疑問が生じるのはv象限、vi象限に該当する企業である。海外から主原料を仕入れ国内で販売する企業が、なぜ、外貨で調達をしなければならないかの点についての合理性が少ない。輸入決済代金をあらかじめ借り入れていると見ることもできるが、その場合は決済日に合わせて輸入の為替予約をしなければならぬ。実際にはルピアに転換されて、運転資金や設備資金に使われていた。そしてこの象限に位置する企業は厳しい状況に置かれたものが多い。Bj社はこの欄に位置するが、実際には輸出に転換することも可能であり、資金使途も長期の設備資金であることを考慮すれば、除外することもできる。v, vi象限に位置する企業が外貨借入れをする「合理性」は、ソフトペッグ制が維持されれば、借入れの調達コストが低くなるといった期待に基づいている。

反対にvii, viii象限に位置する企業は、通貨危機にもかかわらず善戦した企業である。特に同業のI社とJ社が借入通貨によって明暗を分けているのは印象的である。J社が外貨借り入れをする合理性は無いのである。

為替リスクのヘッジの必要性は結果論としてはいえる。しかし事前の対策として、どうすべきかについては、個別企業の置かれた状況によって異なる。このことは上記の事例からも明らか

46) サリムはコングロマリットであり、表には示さないが、ポジション的は外貨債務が外貨債権を上回っていたものと推測される。サリムに関する情報は一般公開されたものなので、実名を使用した。

表4 販売市場、仕入れ、借入れのマトリックス

主な販売先 / 主な原材料	区分	海外調達	区分	国内調達	借入通貨
海外販売	i	A j 社 (化学繊維) Q 社 (インド系紡績) E j 社 (テレビ) F j 社 (オーディオ) O 社 (Duty Free)	ii	S 社 (プランテーション)	外貨借入れ
	iii	N . A .	iv	N . A .	地場通貨借入れ
国内販売	v	B j 社 (自動車) G j 社 (テレビ) J 社 (銅線) N 社 (製紙) R 社 (靴)	vi	C j 社 (電池)	外貨借入れ
	vii	K 社 (家電) I 社 (銅線) P 社 (製菓, 製菓)	viii	D j 社 (リース) L 社 (タバコ) M 社 (スーパーマーケット)	地場通貨借入れ

出所：個別ヒアリングにより筆者が作成

かである。もちろん経営者やトレジャラーは過去のその国の経済・政治・歴史をしっかりと認識しておくことも重要であるが、自社が輸出企業なのか、国内販売を主体とする企業であるのか、業界における自社の競争力はどうか、借入れ資金が運転資金なのか、設備資金なのか（設備資金、特に土地のようなものであればルピアベースの借入残高が膨らんでもインフレによって資産価格の上昇が考えられるので、インフレ会計によって、バランスシートを維持・調整することができる）自社の全体の外貨ポジションはどうなっているのかを把握しておく必要がある。また借入れ条件や Covenant はどうなっているかを事前に把握しておく必要があるし、通貨危機のような状況を想定して、Contingency Plan を作成しておくことが望ましい。為替ヘッジの手段としては為替予約、オプションの購入等があるが、これらは銀行にとっては準与信にあたるので、事前に銀行に与信枠の設定が必要となるので普段から準備しておく必要がある。

インドネシアや中南米のような発展途上国に進出した企業は、通常の国内の財務管理を超えた、ある意味では銀行並みのリスク管理（信用リスク、金利リスク、為替リスク、流動性リスク、オペレーショナルリスク）を必要とする。こうしたリスクを管理できる人材をもたない企業は論外であるともいえる。

表5はインドネシアの商業銀行の外貨建て貸出金のシェアを年次ごとに追ったものであるが、2000年以降、外貨建て貸出の比率が低下していることが分かる。この背景としては、一つに外貨借入れに企業側も慎重になったということ、また外国銀行が貸出に一時慎重になったこ

表5 商業銀行の外貨建て貸出金（単位：10億ルピア）

年	ルピア建貸出	シェア	外貨建て貸出	シェア	合計
1997	261,534	69.2%	116,600	30.8%	378,134
1998	313,118	64.2%	174,308	35.8%	487,426
1999	140,527	62.4%	84,606	37.6%	225,133
2000	152,482	56.7%	116,518	43.3%	269,000
2001	202,618	65.9%	104,976	34.1%	307,594
2002	271,851	74.4%	93,559	25.6%	365,410
2003	342,026	78.1%	95,917	21.9%	437,943
2004	438,880	79.3%	114,668	20.7%	553,548
2005	566,444	82.1%	123,226	17.9%	689,670

Bank Indonesia “2005 Economic Report on Indonesia” 2005, p. 328

とが考えられる。外国銀行の貸出の銀行全体の貸出に占めるシェアが2001年末の23.7%から2005年末の14.3%に低下していることがこの推論を裏付けている。銀行側がドル借入れをルピアに転換して企業に貸出し始めたということは考えにくい。なぜなら、ネット・オープンポジション規制は以前より厳しくなり、また中央銀行の検査・監督は以前よりは厳しくなっているからである。

4. インドネシアの銀行部門の状況

（1）危機発生以前の状況

「国内金融部門の自由化は為替管理の自由化に10年以上遅れ、1980年代前半に始まった。⁴⁷⁾」83年6月には預金、貸出金利の自由化を中心とした第一次金融の自由化が行われた。この規制緩和により、預金者にとってもプラスの実質金利をもたらすようになり、預金残高も急増した。インフレ対策としては過剰流動性を管理するために、1984年8月に短期中央銀行債権（SBI）が導入された。88年10月には民間銀行の設立が自由化され、外国銀行による合弁銀行の設立が認められたほか⁴⁸⁾、全銀行の6大都市での支店設立の自由化等、参入規制の緩和を柱とする第2次金融自由化が矢継ぎ早に行われた。

この83年と88年の金融規制緩和政策によって、金融部門は急速な発展を遂げた。M2 / GDP

47) 荒巻健二「インドネシア危機とIMF改革」黒岩郁雄編『アジア危機と援助政策』、日本貿易振興会、アジア経済研究所、2002年3月、14頁。

48) 第二次金融の自由化によって邦銀も順次、合弁銀行を設立した。通貨危機発生の時点では、富士、住友、三和、第一勧銀、さくら、興銀、長銀が合弁銀行をもっていた。第二次金融の自由化以前に、東京銀行（後の東京三菱）は支店形態で、大和銀行は現地法人の形態で進出していた。

は金融部門の発展を表す指標の一つとしてみることができるが、1982年の17.7%から88年には30.1%、1992年には46.4%と急速に上昇していることからその発展ぶりがわかる。(その後96年9月には54.2%、2000年と6月には56%へと増加している⁴⁹⁾。一方で83年の金利の自由化や88年の参入条件の緩和により、インドネシアの銀行の数は、88年の111行から95年の240行へと急増した。このなかには企業グループによって設立された銀行も多く、預金を吸収することによって、経済発展のための資金に使われるというプラスの面もあったが、一方で貸出が銀行関連のグループ企業に集中し、業種的にも融資対象業種が限られていたので、健全なポートフォリオを組むのが難しく、経営の健全性の面で問題が生じる危険性を内包していた。Narin, Rabanal, Byskov⁵⁰⁾ は発展途上にある国は、産業が多角化しておらず、貸出しの集中リスクがあることを指摘している。

また銀行数が増えたことにより、銀行間の競争はますます激しさを増し、銀行自体の審査体制や管理体制が確立されていなかったこともあり、融資残高の増大とともに不良債権も潜在的に増加していたとする見方もある⁵¹⁾。

とくに国営銀行は政府の意向に縛られ、銀行としての独自の合理的な意思決定ができない側面もあった上に⁵²⁾、金融の自由化により市場原理に基づく競争に直面し、ROA(表6)は、相対的にその他の商業銀行よりも劣位にあった。しかし銀行部門全体としては危機発生以前の数年間、健全性を表す指標は表面上、比較的良好であったといえる。(表6~8参照)自己資本比率も95年3月期も96年3月期も12%台を超えていた。また非稼動資産の残高も95年の10.4%から96年には8.8%に減少している。97年3月期のインドネシア中銀の年報⁵³⁾によれば、これは銀行の貸出や業績に対するモニターリングを強化した結果だとしている。確かに1991年には一連のブルデンシャル規制が導入されていた。そのひとつはBIS規制に基づく自己資本比率規制であり、その他、Legal Lending Limit(大口融資規制)、Net Open Position(外国為替の持高規制)が含まれている⁵⁴⁾。その他いわゆるCAMEL(Capital, Asset, Management, Earning, Liquidity)を基準とする銀行の健全性の評価をはじめた⁵⁵⁾。97年前半は通貨危機の

49) 小松正昭「インドネシアの金融部門の自由化政策と銀行不良債権問題」国際金融情報センター編『インドネシア政治・社会・経済の現状と見通し』、2001年3月、第3章。

50) Narin Aditya, Rabanal Pau, Byskov Steen, "Prudential Issues in Less Diversified Economies" IMF WP/03/198, p. 4.

51) 小松正昭, 前掲論文。

52) スハルト大統領の三男(通称トミー)の国民車計画に対する融資に関し、消極姿勢をとった国営銀行の頭取が中央銀行に呼び出されたという話を現地で筆者は聞いた。

53) Annual Report 1996/1997 Bank Indonesia

54) 中銀の指導に従わない銀行に対して、中銀は営業停止を命ずる権限を有していたが、危機以前に営業停止を命ぜられた銀行はなかった。危機発生後判明したが、グループ企業への融資残高規制を守っていない銀行は多数あった。

55) 銀行は定期的の中銀に対し健全性評価得点表の提出を義務付けられた。自己資本比率に25点、資産

影響が銀行のバランスシートにはあまり表れていないが、98年の3月には通貨危機の影響で急激に悪化しており、99年の3月期はさらに悪化している。インドネシアは「詳細に検討すると、実は銀行・金融危機が通貨危機に先行していたことがわかる⁵⁶⁾」との意見もあるが、筆者は為替レート急落が企業や銀行のバランスシートに与えた影響の大きさを考えると、インドネシアの場合は不良資産の発生がきっかけとなって通貨危機が発生したというよりは、やはり通貨危機の発生によって、不良資産が増大し、金融危機に発展したとみるほうが妥当であると考え⁵⁷⁾。

一方で外国為替管理を早期に自由化したことと、その後直接投資の促進が相対的に遅れたことから、インドネシアでは金融機関と企業の海外からの直接借入れが直接投資とともに重要な成長資金の調達手段であった。インドネシアの銀行がオフショアからの外貨調達することに関しては規制があったが、民間企業の海外からの借り入れについては規制がなかった⁵⁸⁾。またインドネシアは為替管理が撤廃されていたので、有力な企業グループはシンガポールや香港の外国銀行の支店から直接外貨を借入れることができた⁵⁹⁾。しかもルピア金利に比べれば、海外の銀行からのドル借入れの金利は表面上低利であり⁶⁰⁾、為替相場が安定していたこともあり、ドル借入れをルピア転換し、為替ヘッジをすることもなく運転資金に使う企業が多かった。この点は香港から赴任したばかりの筆者にとって理解に苦しむ点であった⁶¹⁾。なぜなら、銀行の為

の質に30点、マネージメントに25点、収益性と流動性に10点が与えられ、総合で100点満点であった。そこから、LLLやNet Open Position、小企業への貸出し義務、輸出企業への貸出比率の義務の遵守状況によって減点される(小企業への貸付残については超過達成への加点があった。)仕組みになっていた。一定の得点を取れない項目については中央銀行より改善を促された。又資産査定基準も定められていた。資産査定は危機後、公認会計士による査定が一層厳格になった。

56) 伊藤隆敏「アジア通貨危機とIMF」『経済研究』Vol. 50 1999年1月, 83頁

57) もちろん不良債権の計上基準等について2003年以前はBISの基準を準用した指標の数値であり信憑性の問題はあるし、Bank Sunmaのように倒産した銀行もあったが、90年から97年まで平均7%の成長を遂げていた国の民間銀行の資産内容がその時点で格別悪化しているとは考えにくく、通貨の暴落が企業や銀行のバランスシートに与えた影響のほうが甚大である。

但し中国のように10%台の成長を遂げている一方で、国営銀行の不良債権比率が高いケースもある。

58) 1989年に金融機関の外貨借入れ規制は撤廃され、代わりにネット・オープンポジション規制が導入され、自己資本の25%を越えてはならないことになった。国営銀行を含む国営企業の対外借入れに対する、上限規制が1991年に再導入されたが、民間企業は対象外であった。

59) 通貨危機が発生した直後、インドネシア政府は民間企業借入がいくらあるか、すぐに把握できなかったようである。民間企業が海外から借入をした場合に中銀への報告義務が課せられたのは、1998年の4月8日である。

60) ドル金利と国内金利を比較する場合、インフレ率を考慮に入れた実質金利で比較しなくてはならないし、予想される通貨の下落率も考慮に入れなければならない。これらを考慮に入れても当時のインドネシアでは、ドルで借入れするほうが、金利が低く「合理的な借入れ」と考えられていた。

61) 香港通貨管理局はカレンシーボード制をとっており、銀行危機が起きても「最後の貸し手」になれない可能性があるため、危機を起こさないように銀行に対する管理は特に厳しかった。

替のポジション（為替持高）はリスク管理上限定されており、常に十分注意を払って、24時間マーケットをみているのが当然とみる目には、常時マーケットをみていないメーカー等が、多額のドル借入れをし、オープンポジションをとっている業務姿勢が奇異に映ったからである⁶²⁾。さすがに大きなプロジェクト案件は融資条件として、外貨借入れの一定割合は為替ヘッジでカバーする必要があるという条件がついているものもあった。

通貨危機が起きるまではアジア重視の政策を打ち出した邦銀はシンジケーションのパッケージをもって、インドネシアの大手企業に日参し、マンデートの獲得競争をしていた。こうしたローンは表面的には3年とか5年の長期のものもあったが、貸し手が1年毎のプットオプションを持っている（貸し手が1年ごとに融資を打ち切りできる条件付の）ケースが多く、またコブナント⁶³⁾が厳しく、何か起きればすぐ借り手が期限の利益を失うようになっていた。為替取引が自由で、かつ安定的な為替相場の下、海外から大量の民間資金が流入し、結果として企業と銀行が多額の対外債務を抱えるようになっていたことが、後に通貨危機深刻化の要素の一つとなったことは間違いなかった。

バンカーや投資家の行動は情報の非対称性や不完全性があるため、リスクプレミアムを見誤って、低利での貸出競争に走ったり、パニックに陥って急激な貸し出しの回収に走ったりするなど合理的な行動をとれない場合が多い。資本コストとリスクプレミアムの読み違いとは、カバーを取らない外貨借入れの地場通貨転換により、一見金利が低く見え、資本コストを低く見てしまったため、本来は採算に合わない投資案件も取り上げられてしまったと思われる。ペッグ制に慣れてしまい、為替をアンカバーのまま期限を迎えても、借入れ時とあまり変わらぬ為替レートでドルを購入することができれば、実際にルピアで運用していてもドル並みの金利を支払えばよいことになる。一方ドルで借入れてルピア転換した後に先物でヘッジしようとしても、実際には先物市場が未発達のため為替のカバーも、思うに任せなかった事情もあった。また銀行の貸出利息には、リスクプレミアム⁶⁴⁾が上乘せされているが、銀行もリスクプレミアムを見誤ってしまったといえる⁶⁵⁾。したがって、情報の非対称性が顕著な経済規模の小さな発展

62) 筆者の経験では日系企業でも、インドネシアでのオペレーションの規模が大きく、トレジャラーのいる企業はヘッジを含め、なんらかの対応をとることができた。一番苦労したのは、オペレーションの規模が小さく、社長が営業と財務を兼ねているような企業であった。また合併企業の場合は合併の相手の華僑が、外貨借入れをヘッジすることを好まなかったようであった。

63) Covenants- 融資契約の条件として、財務比率等に制限を設け、借り手がこれを守られなければ、期限の利益（借り手が当初の契約の期日まで返済する必要のないことの利益）を失い、返済を迫られる。

64) 資本コストはリスクのない市場の平均的な利率にリスクプレミアムを加えたものである。

65) こうしたリスクプレミアムの見誤りを、ヴィクセルの累積過程やケインズの資本の限界効率率といった考え方に織り込むことによって、不均衡が発生する過程を説明できる。ヴィクセルの累積過程は、資本財がもし現物で貸付けられ、現物で収益を生むとしたら、収益率はいくらかを考える。この収益率が自然利率の概念である。市場利率が自然利率から乖離するとなにがおこるのか。銀行が設

途上段階にある国にとっては適宜、資本の流入規制や流出規制が必要であるという点をここでも強調したい。

（２）金融危機の進展と銀行の財務内容の悪化

２（３）で見たとおり、当初タイのパーツが売られたのに伴い、ルピアにも売り圧力がかかった。ルピアの下落は、ドル建てで借入れをしているインドネシアの銀行や企業の債務負担を増やすことになり、返済能力が低下する中、外国銀行から債務の返済の圧力がかかる。債務の返済のためにドルを購入しようとするが、ルピア安が予想される段階でドルの売り手が少なく、益々ルピアの売り値が下がる。通貨当局はルピア防衛のために金利を引き上げ、市場から流動性を引き上げた。この結果、オーバーナイト金利が300%まで上昇することがあった。これは、ルピア売りドル買いを行い難くする効果はあるが、一方で、企業にとっては資金調達コストが高まることになり、企業業績は悪化し、投資も控えられ、経済活動全般が不活発になる。企業の財務内容と業績が悪化すると、銀行の資産内容の悪化から銀行自体の信用が低下し、インドネシアの銀行の海外からの資金調達能力も下降する。さらに高金利は銀行にネガティブスプレッド（調達金利の高騰を貸出金利に転化できない状況）をもたらし、銀行の業績をさらに悪化させた。こうして、経済の資金循環は中断され、ルピア安の進行により更なる悪循環に陥ったのである。表 8 から読み取れるように、非稼働資産の比率が1997年には6.5%であったものが1998年には44.3%に上昇している。自己資本比率は1997年12月末で9.19%あったものが、1998年12月末にはマイナス15.7%に落ち込んでいる。

（３）銀行の再建策

IBRA⁶⁶⁾ は銀行再建策として、すべての商業銀行を対象に自己資本比率を基準に閉鎖する銀

定した貸付利率がリスクプレミアムの見誤りにより、自然利率より低ければ、企業は借入を増やせば増やすほど得になるから、競って資金を需要することになり、銀行は信用創造によって資金を供給する。そうすると実物に比し貨幣量が相対的に多くなるので、物価上昇が起きる。物価上昇がおこれば、実質金利負担は軽減されるので、ますます借入意欲が増大すると考える。こうして貨幣的要因は实体经济の投資に影響を与える。(三土修平『経済学史』 新世社、1999、282頁) ケインズも『一般理論』の11章で「産出量に対する刺激は、与えられた資本ストックの限界効率が利率に比して高まることに依存している」(J.M. ケインズ著 塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』、東洋経済新報社 2002、141頁)としているから、バンカーのリスクプレミアムの見誤りによって、利率が低く抑えられれば、本来行われない限界効率の投資までが行われ、バブルの原因を作っていたと考えることができる。

66) インドネシア政府は1998年1月に地場銀行債務保証および銀行の再建のために5年間の時限立法でIBRAを設立した。その機能は銀行の整理統合を行う金融再編機能、営業停止や閉鎖された銀行の資産処分を行う機能、銀行から移管された不良債権処理機能があり、管理資産は600兆ルピアを超えたが、これまでに回収された金額は172兆ルピアにとどまっている。回収が進まない理由は改正された

行、再建させる銀行、そのまま存続させる銀行に分類した。再建させる銀行は資本注入が行われるか、国有化されるかのいずれかであった。公的資本の注入を受ける銀行は銀行株主が必要増資額の20%を負担することが必要であった。国営銀行は自己資本比率が低くても閉鎖されず、BNIを除く4行は99年8月に統合されBank Mandiriとなり資本注入が行われた。再建の対象となった銀行の不良資産はIBRAに移管された。この結果1999年3月までに民間銀行67行が閉鎖され、26行に公的資金が投入され、国有化・資本注入銀行の合計は38行となり銀行資産に占める割合は67%に達した⁶⁷⁾。銀行総数は1997年末の222行から1999年末には164行に減少した⁶⁸⁾。

99年12月には非稼働資産の比率が前年同期の44.3%から16.2%に改善しているが、(表8)これは政府のRecapitalizationのプログラムに参加した銀行が増資を受け、不良資産をIBRAに移管した結果である。この増資のためにインドネシア政府はGDPの約60%にあたる、約600兆ルピアの国債を発行した⁶⁹⁾。国債は投資家によって購入されたのではなく、資本の増強を受けた銀行のバランスシートの資産サイドに資本金に見合う形で計上され、多額の国債が銀行によって保有されることになった。こうして形式的には自己資本比率を引き上げることはできても、国債の流通市場がない状況では、流動性に乏しく銀行も売却することができず、金融仲介機能を回復させることはできなかった。

表9は危機直前の1996年における、インドネシアの十大民間商業銀行の概要である。上位10行で民間商業銀行の総資産の68%を占めている。グループ企業の中には食品、農業(アグリビジネス)林業、製造業等多岐に渡る分野の業種をグループ内に抱えているものもあるが、多くが不動産、金融業を有しているのも特徴である。製造業に関しては日本企業との合併が多かつ

表6 インドネシアの銀行のROA(総資産利益率)推移(%)

	1994	1995	1996	96/97	97/98	98/99
国営銀行	0.3	0.5	0.9	0.82	0.34	24.88
外為商業銀行	1.47	1.41	1.15	1.13	0.47	29.24
非外為商業銀行	0.8	0.39	0.36	0.31	0.97	0.35
地方政府銀行	1.6	2.23	2.4	2.17	1.79	1.29
合併銀行	1.53	2.56	2.55	2.49	1.56	9.88
外国銀行	3.23	4.62	4.4	4.48	5.18	0.77
全体	0.62	1.13	1.22	1.17	0.38	22.59

破産法に不備があり、債権者が実際に法的装置をとれないからである。

67) 佐藤百合編『インドネシアの経済再編』, アジア経済研究所, 2004年11月, 170頁。

68) Bank Indonesia, Annual Report, 1999.

69) その後償還が進み、2007年9月現在の残高は、約450兆ルピアとなっている。

表7 インドネシアの銀行の自己資本推移（％）

	95/96	96/97	97/98	99.Feb
国営銀行	13.7	13.9	2.4	38.4
外為商業銀行	10.1	10.3	5.3	18.8
非外為商業銀行	11	9.7	15.9	10.4
地方政府銀行	14.7	14.7	9.2	13.5
合併銀行	16.5	18	4.8	7.7
外国銀行	14	13.8	12.8	12.9
全体	12	12.2	4.3	24.6

表8 稼動非稼動資産の推移（総資産に占める比率・％）

	1995	1996	1997	1998	1999
Performing	89.6	91.2	93.5	55.7	83.8
No-Performing	10.4	8.8	6.5	44.3	16.2
Sub-standard	2.7	2.6	N.A	N.A	N.A
Doubtful	4.4	3.3	N.A	N.A	N.A
Bad debt	3.3	2.9	N.A	N.A	N.A
Total	100	100	100	100	100

出所：表6から表8 1996-99 Bank Indonesia Annual Report

た。通貨危機後これらのうち Panin Bank を除き、ほとんどがなんらかの形で IBRA の管理下におかれ資本注入の後、統合・再編がおこなわれた。危機以前にはインドネシア最大の民間商業銀行であったサリムグループの Bank Central Asia は IBRA の管理下におかれ、資本注入され国有化された後に売却された。Bank Danamon も同様の運命をたどり、シンガポール系の投資会社とドイツ銀行の投資連合に株式の51%が売却された。シナルマスグループの BII も IBRA の管理下に置かれた後、シンガポールと韓国の投資連合に51%の株式が売却された⁷⁰⁾。同じ通貨危機にあったタイではバンコック銀行をはじめとする4大グループが生き残っているし、マレーシアでも政府のイニシャティブによって54行のうち、50行が10グループに統合されたが⁷¹⁾、インドネシアのように、主要民間銀行の多くが外資売却されるということとはなかった。

（4）貿易金融への影響

インドネシアでもルピア安が進んだことによって、貿易収支は改善したが、それは輸出の伸

70) Jomos K. S. Edt, "After The Storm" Singapore Univ. 2004. Chapter 5, p. 128

71) マレーシア政府は国内の金融機関を再編によってその競争力を高めた後に、外国金融機関に門戸を開き競争させようと考えた。

表9 危機以前のインドネシア10大民間商業銀行

銀行名	資産 (10兆 ルピア)	商業銀行 資産に占 めるシェ ア (%)	グループ名	主要な産業	備 考
Bank Central Asia	36.1	18	Salim	食品, 金融, 農業, 通信 セメント, 不動産,	国有化, 政府株を市場 公開, 外資に売却
Bank Danamon	22	11	Danamon	金融, 不動産	国有化, 政府株を外資 に売却,
Bank International Indonesia	17.7	8.8	Sinar Mas	パルプ, 紙 不動産	公的資本を注入 政府 株を外資に売却
Bank Dagan Nasional Indonesia	16.7	8.3	Gaja Tunggal	タイヤ, 化学, 農業, 不 動産	営業停止となり, 預金 は BNI に引き継がれ た
Lippo Bank	10.2	5.1	Lippo	不動産, 金融, 製造業 小売	公的資本注入 政府株 を売却予定
Bank Bali	8	4	Bali	金融	国有化, 統合
Bank Niaga	7.9	3.9	Hashim Djojohadi kusumo	金融, 鉱業, セメント, 化学	国有化, 政府株を外資 に売却
Bank Umum Nasional	7.1	3.5	Bob Hassan	林業, 金融不動産, メデ ィア	
Panin	5.4	2.7	Panin	金融, 不動産	自力存続
Bank Duta	5.3	2.6	Berdikari	スハルト関連	Bank Danamon に統 合
合 計	136.4	67.9			

出所: Jomos K. S. Edt., „After The Storm” Singapore University Press 2004

Chapter 5, P. 129, 及び佐藤百合編「インドネシアの経済再編」アジア経済研究所 2004年11月 第4章170-171頁から作成。Jomo (2004) では Gaja Tunggal グループの銀行が Bank Dagan Negara Indonesia (国営銀行) となっているが、正しくは Bank Dagan Nasional Indonesia だと思われる。

びによるものではなく輸入の減退によるものであった。インドネシアの銀行信用の低下で輸入 L/C が開設できなくなり、輸出に必要な原料が輸入できず、輸出の伸びも止まるという現象が98年前後に起きた。マレーシアとインドネシアの危機前後の経常収支の推移を示したのが表10である。両国とも危機後の98年には経常収支が通貨の切り下げ効果もあり、黒字に転換しているが、銀行部門の痛みの激しかったインドネシアはマレーシアに比べ、輸出金額、輸入金額とも落ち込みが激しい。特にインドネシアの輸入は L/C の開設ができなかったことの影響が大きい。仮にインドネシアの銀行が L/C を発行できたとしても、その信用力は弱く、信用

力のある外国の銀行の確認 (Confirm) を必要としたが、進んで確認する外国銀行も少なかった。⁷²⁾ また、輸出をしたくても、輸入の減少により、インドネシアに入ってくるコンテナが足りなくなり、輸出ができないということもあった⁷³⁾。又直接投資の落ち込みが輸出の減少の原因とみる考え方もある。

2007年9月現在の現地情報によると「インドネシア経済が順調に推移し、銀行の不良債権処理も進み、資産内容も改善されたことから、かつてのようにすべてのLCに外国銀行の確認をつける必要はなくなりつつあるが、カントリーリスクの問題が完全に払拭できたわけではなく、インドネシアの銀行が発行するL/Cに確認を求められるケースも多々ある。⁷⁴⁾」ようである。

表10 インドネシアとマレーシアの経常収支推移

インドネシア		(10億ドル)					
	1996	1997	1998	97年比	1999	2000	97年比
輸出	50.1	56.3	50.3	89.3%	51.4	65.4	116.2%
非石油製品	n.a	44.6	42.9	96.2%	41.4	n.a	-
石油・ガス	n.a	11.7	7.4	63.2%	10	n.a	-
輸入	44.2	46.2	32	69.3%	31.3	40.3	87.2%
非石油製品	n.a	41.4	29.1	70.2%	27.4	n.a	-
石油・ガス	n.a	4.8	3.1	64.5%	4	n.a	-
貿易収支	5.9	10.1	18.3	181.1%	20.1	25	-

出所：データは Bank Indonesia Annual Report と IFS から。

マレーシア		(10億ドル)					
	1996	1997	1998	97年比	1999	2000	97年比
輸出	76.9	77.5	71.8	93.4%	84	98.4	128.0%
輸入	73.1	74	54.3	74.3%	61.4	77.5	106.0%
貿易収支	3.8	3.5	17.5	-	22.6	20.9	-
サービス他	8.2	9.4	8	-	10	12.5	-
経常収支	4.4	5.9	9.5	-	12.6	8.4	-

出所：IFS から。

72) こうした中でも邦銀の合弁銀行のL/Cは表面上インドネシアのリスクでも輸出者に受け入れられた。

73) この状況に対処するため、日本輸出入銀行が輸入金融の枠を設定したが、民間企業のリスクを商業銀行がとれず、実際には、なかなか枠が利用できなかった。民間企業のリスク対策面での補完の工夫も必要と思われる。

74) 現地、日系合弁銀行の情報