

資本自由化の是非

吉 澤 昌 恭*

1. 資本自由化をめぐる論争
 - 1.1. “Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?”
 - 1.2. 資本自由化の論拠
 - 1.3. 私的所有権
 - 1.4. 裁量権
2. 資本自由化は望ましいか？
 - 2.1. 「貯蓄の効率的配分」 vs. 「群集心理」
 - 2.2. 健全な政策と金融システムの強化
 - 2.3. 金融と投機
3. 国際資本移動の規制は可能か？

1. 資本自由化をめぐる論争

1.1. “Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?”

資本が自由に国境を越えて移動することは望ましいことなのであろうか？ 1998年に刊行された“Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?”⁽¹⁾をよすがにして、この問題について考えてみよう。同書は、以下に示す8人の著者による8本の論文から成る論文集である。

1. スタンレー・フィッシャー (Stanley Fischer) — 資本自由化と IMF の役割
2. リチャード・N・クーパー (Richard N. Cooper) — 資本自由化は望ましい

* 広島経済大学経済学部教授

(1) *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance No.207, May 1998, International Finance Section, Department of Economics Princeton University, Princeton, New Jersey. (岩本武和監訳『IMF 資本自由化論争』岩波書店、平成11年)。

か

3. ルーディガー・ドーンブッシュ (Rudiger Dornbusch) — 資本規制は時代遅れの考え方
4. ピーター・M・ガーバー (Peter M. Garber) — 長期的な利益と過渡期の危機
5. カルロス・マサド (Carlos Massad) — チリの資本規制
6. ジャック・J・ボラック (Jacques J. Polak) — IMF 協定改正と資本自由化
7. ダニ・ロドリック (Dani Rodrik) — 誰が資本自由化を望むのか
8. サバック・S・タラポール (Savak S. Tarapore) — インドの資本自由化

以上の8人の内、フィッシャー、ドーンブッシュ、ガーバーの3人は、資本の国境を越えての自由な移動を支持する「資本自由化賛成派」に分類することができる。これに対して、クーパーとロドリックは「資本自由化批判派」である。残りの3人、即ち、マサド、ボラック、タラポールは、「留保条件付きの資本自由化賛成派」と性格づけることができよう。

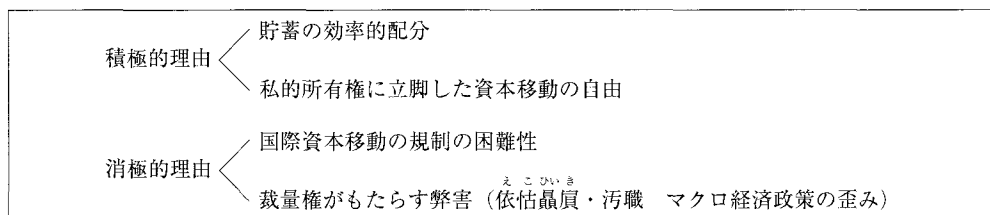
以下では、まず、資本自由化を支持する諸論拠を紹介し (1.2.～1.4.)、次に、「資本自由化批判派」の議論と「資本自由化賛成派」の議論のいずれに分があるかを検討し (2.1.～2.3.)、最後に、国際資本移動の規制がそもそも可能なのかどうか考えてみることにする (3.)。

1.2. 資本自由化の論拠

主としてクーパー (資本自由化批判派)⁽²⁾ によりながら、資本自由化の論拠を整理すると、図1のようになる。

資本自由化を支持する理由としては、2つの積極的理由と2つの消極的理由がある。まず第1に、「資本自由化によって、地球規模での貯蓄の効率的配分が実現され

図1 資本自由化の論拠



(2) *Ibid.*, pp. 12-13. (同上, 24-25頁)。

る」という主張がある。この主張が妥当なものかどうか、2. で検討することにしよう。

第2に、私的所有権に関する議論がある。「他人に害を及ぼさない限り、個人は自分が思うように、自分の所得と富を自由に処分できるようにすべきであ⁽³⁾り、従って、資本を国境を越えて自由に移動できるようにすべきである、と論じることが可能になる。第3に、国際資本移動の規制は、それが望ましいものであるか否かに関わりなく、非常に困難であり、恐らく不可能である、という主張がある。3で、このことを検討することにしよう。そして、最後に、国際資本移動の規制に伴う裁量権は、依怙^{えこひ}最^{さい}賁^{びん}・汚職、マクロ経済政策の歪みというような弊害を生み出す、ということが挙げられる。

以上の4点の中で、最も重要な「貯蓄の効率的配分」と、それに次いで重要な「国際資本移動の規制の可能性」について論ずる前に、残りの2つのもの（即ち、私的所有権と裁量権）についての筆者の考えを示しておくことにしよう。

1.3. 私的所有権

私的所有権、或いは、私有財産制度それ自体は「目的」たり得ず、何らかの「目的」に奉仕する「手段」に過ぎない、と筆者は考える。それでは「目的」とは何か？

さて、筆者は功利主義を信奉する者である。功利主義の根本原理は煎じ詰めれば次の2つになる。

1. 欲求充足は善である。
2. 行為や社会制度は、善たる欲求充足を促進するか否かを基準にして評価されるべきであり、欲求充足を促進する行為は「善い」行為であり、欲求充足を促進する社会制度は「善い」社会制度である。

「欲求充足」という「目的」にとって、私的所有権、或いは、私有財産制度は役に立つが故に、それは「善い」制度である、と筆者は考える。

* * *

1.2. で見た「他人に害を及ぼさない限り、個人は自分が思うように、自分の所得と富を自由に処分できるようにすべきである」という文言をどう解釈すべきである

(3) *Ibid.*, p. 12. (同上, 25頁)。

うか？

ある人が銃を所有している、と想定しよう。その人が自らの銃を用いて自由気儘^{きまま}に他者を殺傷できるようにすべきである、などと主張するような人は、恐らく、存在しないであろう。それでは、ある人が自らの所得と富を用いて銃を製造・販売し、その人から銃を購入した第2の人物が第3の人物を殺傷した場合はどうであろうか？ 第1の人物による銃の製造・販売は正当化されるであろうか？ 第1の人物が第3の人物を直接に傷つけたわけではない。それにもかかわらず、多人の人が、第1の人物の「銃の製造・販売」という経済行為の正当性（或いは、少なくとも、妥当性）に疑念を抱くことであろう。

上述のような議論は、「国境を越えての資本の移動」についても当てはまる。ある国のある人物が他国に投資した自らの資本を引き上げる、という場合について考えてみよう。その人のそうした行為が、直接何人かを傷つけるものでなかったとしても、同様の資本の引き上げが大量に発生した場合には、資本を引き上げられた国の経済は大きな打撃を受けるであろう。

もし、そうだとすれば、資本の国家間移動には何らかの規制が加えられるべきである、ということになりはしないであろうか？ そうなると、次には、誰がどのようにして規制を実施すべきか、ということが問題になってくる。

1.4. 裁量権

政治家や政府高官に裁量権が与えられるならば、依怙^{えこひ}最良^{さいりゃう}や汚職、或いは、マクロ経済政策の歪みが生じてくる蓋然性が非常に高い、という主張は、まことにもっともな主張である。まず、マクロ経済政策の歪みについて論じ、その後に、依怙最良^{えこひさいりゃう}や汚職について考えてみよう。

(1) 裁量的金融政策と裁量的財政政策

裁量的金融政策を最も痛烈に批判する人物の1人が、M.フリードマンである。彼は、通貨当局の裁量的金融政策は善よりも遙かに多く害を為してきた、と主張する。そして、そうした裁量的金融政策に代えて、貨幣量の増加率を一定に保つという方針（俗にk%ルールと呼ばれているもの）を打ち出している。

しかし、1973（昭和48）年に起った第一次オイル・ショックとその後が生じた経済的混乱の責めを、アラブの産油諸国以外の国々の中央銀行（や政府）に負わせることができるだろうか？ この間に「イエス」と答えられる人物がいるとは思えない。

オイル・ショック発生後、各国の中央銀行や政府は、裁量的金融政策や裁量的財

政政策を総動員して、難局に当たったのである。

裁量的金融政策は不可欠である、と筆者は考えている。そのみならず、金融政策が効かない異常事態が発生した場合には、裁量的財政政策も必要である。

(2) Crony Capitalism

裁量的財政政策や裁量的貿易政策は、依怙夤縁や汚職の温床となりやすい。フィリピンやインドネシアなどで生じていた、このような現象を表現するために、*crony capitalism* という言葉が用いられていた。仲間内資本主義とでも訳せばよいのだろうか。

裁量的な政策をなしに済ますことはできない。しかし、裁量的な政策は依怙夤縁や汚職を生みやすい。このような状況下で、依怙夤縁や汚職の横行するに任せる、というのは一種の敗北主義であろう。

目指すべき方向は、依怙夤縁や汚職の発生を可能な限り抑制するための策を講じつつ、必要な裁量的政策を実行して行くということではない、と筆者は考える。しかし、そうは考えない人もいるようである。裁量的政策を一切放棄して、市場の決定にその身をすべて任せよ、と言わんばかりの主張を展開する人がいる。こうした主張も、依怙夤縁や汚職を放置するものとは性格を異にする、いまひとつの敗北主義ではなかろうか。

2. 資本自由化は望ましいか？

2.1. 「貯蓄の効率的配分」vs.「群集心理」

資本の自由化は「貯蓄の効率的配分」を促進するか、という最も重要な問題へ論を進めることにしよう。まず、資本自由化に批判的なクーパーとロドリックの議論から見て行くことにする。彼らはいずれも、財・サービス市場と金融市場の異質性を指摘している。

(1) クーパー

自由貿易が比較優位に沿った特化を促進することによって、世界の資源の効率的な利用を促進するとしても、資本の自由化が地球規模での貯蓄の効率的配分を促進するか否かには疑念の余地がある、とクーパーは言う。⁽⁴⁾ 彼がこう主張するのは、以

(4) *Ibid.*, p. 13. (同上, 26頁)。

下の3つの理由に由る。⁽⁵⁾

第1に、貿易に重大な歪みが存在している場合の資本移動は、世界の貯蓄を間違った方向に導き、資本輸入国の経済的厚生を悪化させる可能性すらある、ということをクーパーは指摘する。鉄鋼産業や自動車産業といった「資本集約型産業」を保護している「労働豊富国」に、自由に資本が流れ込む場合がそれに当る。

第2に、資本所得への限界税率は各国間で同一でないので、資本自由化が行われれば、税率が低いか実質的に無税である国へとより多くの資本が流れて行くであろう。こうした課税回避故に惹起される資本移動が、貯蓄の効率的配分に寄与するのか否か、結論を下すのは容易ではない。

第3に、そして、最も重要な要因として、金融市場での群集行動 (herd behavior) というものがある。金融市場への参加者は、常に適切な情報をベースにして合理的に行動している、というわけではない。彼らの多くが「貪欲と恐怖」に支配され、他に取り残されまいとして群集行動に走る。こうした群集行動によって貯蓄の効率的配分が促進される、とは考えにくい。クーパーは次のように述べている。

「群集行動の例は数多くあり、こうした多くの群集行動が、世界中の資本配分の改善につながるなどということを理解するのは困難である。⁽⁶⁾」

「一九九七年七月のタイ危機に続いて起こったマレーシアからの巨額の資本流出は、純粋な伝染 (contagion) というケースであった。それは、経済を破壊し、何ら有益な配分上の、またはシグナルとしての効果を持ちえなかつた。⁽⁷⁾」

金融市場の参加者「の行動は常に近視眼的である。彼らは、システムの維持およびシステムの進化という物の見方はしないし、公的な圧力がない場合には、そうした物の見方をすると期待できない。⁽⁸⁾」

(2) ロドリック

ロドリックは、財・サービス市場と金融市場の違いを強調する。

「財・サービス市場が教科書に書かれているように完全である、ということは稀

(5) *Ibid.*, pp. 13–16. (同上, 26–32頁)。

(6) *Ibid.*, p. 15. (同上, 29頁)。

(7) *Ibid.*, p. 15. (同上, 30頁)。

(8) *Ibid.*, p. 16. (同上, 32頁)。

なことであるが、多くの場合、それは、一定程度の効率性と予測可能性と両立可能な形で作動する。余りにも多くの場合、金融市場はそうのように作動しない。情報の非対称性・不確定性を秘めた市場の不完全性・（「非合理」とまでは言えないにしても）限定された合理性、といったものから生じる市場の失敗は、金融市場特有の病である。⁽⁹⁾」

資本の流出入規制を撤廃して、国内金融市場と国際金融市場を連結することから、どのような利益が得られるのか、未だ十分に明らかにされていない一方で、そうした措置は、次の2つのリスクを生じさせる、とロドリックは言う。⁽¹⁰⁾

1. 各国の借り手がアクセスできる流動性の量が増加するため、市場心理の反転（turnaround in market sentiment）が起ればいつでも、その影響は大幅に増幅される。
2. ある市場から別の市場への伝染（contagion）を介して、システミック・リスクが増大して行く。

金融市場の病、とりわけ、資本逃避（capital flight）に見舞われた国では、ファンダメンタルズの変化では到底説明できないような、はなはだしい危機が生じることになる。ロドリックは次のように述べている。

「すべての金融危機の基礎には、すくなくともある程度ファンダメンタルズの変化があるが、危機の大きさは、ファンダメンタルズのありうべきいかなる変化とも釣合わないほど大きいことが多い。たとえば、一九九七年のアジアへの資本移動の急激な反転は、ファンダメンタルズでは説明不可能である。⁽¹¹⁾」

2.2. 健全な政策と金融システムの強化

1997年7月以降に起った、アジアの通貨・金融危機を、「資本自由化賛成派」はどのように解釈するのであろうか？ 以下、ドーンブッシュ、フィッシャー、ガーバーの順で見て行くことにしよう。

(9) *Ibid.*, p. 57. (同上, 112頁)。訳文には変更を加えた。

(10) *Ibid.*, p. 64. (同上, 123頁)。

(11) *Ibid.*, p. 58. (同上, 113-114頁)。

(1) ドーンブッシュ

上記の3人の内、「資本規制は時代遅れの考え方」という論文を書いたドーンブッシュは、最も過激な意見の持ち主である。

資本規制を行うべきではない、とドーンブッシュは言う⁽¹²⁾。しかも、資本自由化は「一気に」推し進められねばならない、というのである⁽¹³⁾。なぜなら、漸進主義は政治的圧力に屈して頓挫することになり易いから、というのがその理由である。

裁量的な政策を止め、健全な政策を採り、金融システムを整備して、資本市場の信頼を得よ、とドーンブッシュは言う⁽¹⁴⁾。

通貨・金融危機が起るとすれば、そうした危機に陥った国に罪がある、とドーンブッシュは断じている⁽¹⁵⁾。縁故主義 (cronyism)、汚職、不適切な為替レート政策、官僚の異常なほどの無能さこそが責められるべきである、というわけである。

もし、その通りであるとすれば、危機の予防策は簡単に見つかる⁽¹⁶⁾、ということになるだろう。

筆者は、ドーンブッシュの主張に同意する気にはとてもなれない。

(2) フィッシャー

資本自由化は不可避であり⁽¹⁷⁾、国際資本市場から自らを切り離せる国などありはしない⁽¹⁸⁾、とフィッシャーは言う。そして、資本自由化によって、貯蓄の地球規模での効率的配分が促進され、資源も最も生産的な用途へと振り向けられ、従って、経済成長と経済厚生が高められる⁽¹⁹⁾、というのである。

しかし、市場は常に正しいとは限らない、ということをフィッシャーは認めている⁽²⁰⁾。

フィッシャーの提示する処方箋は、資本移動の急激な逆転をもたらす可能性のある政策を回避し、経済構造を強化してその脆弱性を極小化せよ、というものである⁽²¹⁾。

(12) *Ibid.*, p. 20. (同上, 41頁)。

(13) *Ibid.*, p. 22. (同上, 44頁)。

(14) *Ibid.*, p. 20. (同上, 41頁)。

(15) *Ibid.*, pp. 24–25. (同上, 49–50頁)。

(16) *Ibid.*, p. 25. (同上, 50–51頁)。

(17) *Ibid.*, p. 2. (同上, 4頁)。

(18) *Ibid.*, p. 10. (同上, 17頁)。

(19) *Ibid.*, pp. 2–3. (同上, 4頁)。

(20) *Ibid.*, p. 3. (同上, 5頁)。

(21) *Ibid.*, p. 4. (同上, 6頁)。

ドーンブッシュのものに比べると、フィッシャーの主張は、だいぶ受け容れやすいものになっている。

(3) ガーバー

資本自由化によって貯蓄の効率的配分が促進される、ということが資本自由化を支持する経済学的論拠になる、とガーバーは言う。⁽²²⁾

健全な金融システムの構築、秩序立った資本自由化、⁽²³⁾がガーバーの示す処方箋である。⁽²⁴⁾しかし、このような進路を採ったとしても、危機の発生する可能性がある、とガーバーは述べている。⁽²⁵⁾なぜなら、過渡期（つまり、資本規制が部分的にしか解除されていない時期）には、金融工学を駆使する金融機関は、資本の流出入の経路に穴を見つけ、裁定取引を行おうとするからである。

2.3. 金融と投機

資本自由化の過渡期が過ぎ去った後には危機が生じることはない、とガーバーが考えているのか否か、少なくとも、“Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?” に収録されているガーバー論文からは定かではない。これに対して、2.1. で見た如くに、クーパーやロドリックは、金融市場そのものに重大な欠陥がある、と主張している。ドーンブッシュの議論は、まじめに取り上げるに値するものではない、と筆者は考える。それでは、フィッシャーやガーバー（資本自由化賛成派）の議論と、クーパーやロドリック（資本自由化批判派）の議論のいずれに分があるのだろうか？

金融と投機について考えてみよう。金融の本来の機能は、黒字主体である家計の貯蓄を赤字主体の企業に融通する、という点にある。つまり、お金の融通が金融である。しかし、巨額の投機資金の登場によって、「金融」市場の性格が大きく変化してきたように見える。「投機」を完璧に定義することは容易ではない。とはいえ、「黒字主体の貯蓄を赤字主体に融通する」という文言では説明しにくいものが存在してきたことは確かだし、そうしたもの（即ち、投機資金）の比重が増大してきた。かくして、金融市場の変質は明らかである。

クーパーやロドリックが指摘する如くに（2.1. 参照）、変質した金融市場への参

⁽²²⁾ *Ibid.*, p. 28. (同上, 56頁)。

⁽²³⁾ *Ibid.*, pp. 29–30. (同上, 59–60頁)。

⁽²⁴⁾ *Ibid.*, p. 33. (同上, 65–66頁)。

⁽²⁵⁾ *Ibid.*, p. 33. (同上, 66頁)。

加者の多くは近視眼的であり、その行動は群集心理に動かされる群集行動である。その結果、危機の発生時には、その群集行動を介して、危機が次から次へと伝染して行くことになる。

ロドリックは、なかなか含蓄のある主張を行っている。

「(1)金融危機は常にわれわれとともに存在している、(2)危機を阻止する魔法のような手段は存在しない。この結論は重要である。なぜなら、以下のような主張に対して、適切な反論が可能だからである。『もし x が同時に実施されているのであれば、自由な資本移動は安全なものになりうる』。ここで、 x は危機に対する今流行りの処方箋である。最近の x は『国内金融の強化と健全性基準の改善』である。将来の x は誰にもわからない。危機が発生するたびに、新しい政策ミスを発見しなければならないならば、安定的な資本移動システムを支える政策体制の構築可能性について、根本から問い直すべきである。⁽²⁶⁾」

3. 国際資本移動の規制は可能か？

短期借入れへの課税や規制の維持には反論し難い妥当性がある、とロドリックは言う。⁽²⁷⁾ 筆者も、ロドリックのこの主張に同意する。それでは、短期借入れの規制は可能だろうか？

トービン税について考えてみよう。⁽²⁸⁾ トービン税とは、ノーベル経済学者のジェームズ・トービンが1970年代から提唱している外国為替取引税のことであり、すべての外国為替取引に対して一定の率で課税するというものである。仮にトービン税が0.1%ならば、1回の売りまたは買いにかかる税負担は0.1%だが、資本取引は一定期間後に必ず反対取引が行われるから税負担は往復で0.2%となる。売買が1年間の期間をおいて行われるなら年間の税負担は0.2%だが、売買期間が1ヵ月ならば税負担は2.4% (0.2%×12ヵ月)、売買期間が1週間ならば税負担は10% (0.2%×50週) となり、1日で売り買いの双方が行われるなら税負担は48% (0.2%×240日) に跳ね上がる。短期取引になればなるほど高率の課税となることで、外国為替取引の長期化を狙い、短期の投機的取引を抑制することがトービン税の目的である。

⁽²⁶⁾ *Ibid.*, p. 59. (同上, 115頁)。

⁽²⁷⁾ *Ibid.*, p. 56. (同上, 111頁)。

⁽²⁸⁾ 岩本武和監訳『IMF 資本自由化論争』, 158-159頁。

トービン税に対して、ドーンブッシュは次のように述べている。

「トービン税は、資産価格の下落が予想されたり、金融機関やさらには政府維持が危うくなると予想された場合の資本逃避に対しては有効ではない。たとえトービン税が存在していたとしても、アジアの破綻を防ぐことはできなかつただろう。30%の為替下落を予想する人は誰でも、0.1%のトービン税を喜んで支払うだろう。」⁽²⁹⁾

* * *

ドーンブッシュ、フィッシャー、ガーバーら「資本自由化賛成派」の論法を要約すると次のようになる。

1. 資本自由化によって、貯蓄の効率的配分が促進される。
2. 国際資本移動の規制は不可能である。
3. 国際資本移動を自由化すると共に、健全な経済システム、とりわけ、健全な金融システムを構築せよ。

金融市場参加者の「群集行動」の故に、上記1は自明のことではない(2.1.参照)。そして、ロドリックは、国際資本移動規制の可否について、次のように述べている。

「どのような種類の資本規制が最善であるのかに関しては、ほとんど何もわかっていない。短期借入規制が有効である証拠は、比較的わかりやすくよく研究されているチリの事例においてさえ、断片的なものにすぎない」⁽³⁰⁾

ロドリックの上のような主張は、ドーンブッシュの勇ましい主張〔2.2.(1)参照〕と比べると、確かに煮え切らないものである。しかし、筆者は、ひとまず、この煮え切らない主張の方に賛意を示しておくことにしよう。

⁽²⁹⁾ *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, p. 21. (岩本武和監訳『IMF 資本自由化論争』, 43頁)。

⁽³⁰⁾ *Ibid.*, p. 57. (同上, 111頁)。