

# アイスランド通貨金融危機研究序説

— 国際資金フローの変化に焦点を当てて —

布 田 功 治

An Introduction to the Study of the Currency and Financial Crisis in  
Iceland: Focusing on the Change of the International Capital Flows

Koji FUDA

## Abstract

This paper aims to show the characteristics of the Icelandic financial system which provides the prudential policy in the country. This paper in particular focuses on the distinctive change of the international capital flows in Iceland. In general, after developing the indirect finance, the direct finance should develop. However, the large amount of the international capital flows into Iceland accrued first in the form of the direct finance (portfolio investments), then in the form of the indirect finance (other investments).

The results of this paper showed that the uniqueness of the pattern of the international capital flows into Iceland was based on the path-dependency of the Icelandic financial system. Specifically, on one hand, the stock market in Iceland had been small and less-developed, so that the stock prices had been volatile. On the other hand, in Iceland where the fishery industry had expanded, the market in which the fishery quotas had been secured had grown and the bond market developed relatively. Therefore, the foreign funds flowed largely in the form of the direct finance.

The direct finance, however, can be seen as the mere money circulation within the financial conglomerates, and the possibility of losing the foreign investor confidence had gradually increased. Then, to restore the confidence, three major banks which had been the core of the conglomerates strived to promote the foreign capital inflow in the form of the indirect finance (other investments).

Based on the analysis of the uniqueness of the Icelandic financial system, this paper identified that the further study of the prudential policy was needed.

## 目次

1. 問題関心および分析視角
2. 国際資金フローの変化
3. 小括：論点整理と今後の課題

## 1. 問題関心および分析視角

### 1.1. 問題関心

2008年9月のリーマン・ショック以降の金融危機を契機として、金融市場全体の安定性を守るプルーデンス（信用秩序維持あるいは金融システム安定化）政策が世界中で注目を集めている。

日本国内でもプルーデンス政策を正面からとりあげた書籍が出版されはじめている（熊倉 2008, 翁 2010など）。海外においても世界金融危機後の金融規制や金融監督のあり方、すなわち今後のプルーデンス政策のあり方を検討する研究が盛んになりつつある。例えば、2009年4月にイタリア中央銀行で開催された国際カンファレンス *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises* では、欧米各国の研究者が集まり、金融危機が生じたときに欧米各国の金融当局はどのように対応してきたのか、各々の事例研究の報告がなされた。

それらの事例研究を通じて、金融危機時における各国金融当局の対応パターンを整理することも試みられた。つまり、金融危機に対する各国の政策対応を比較することで、今後のプルーデンス政策のあり方をめぐる議論に有益な情報提供を図ったのである（Fabrizio Saccomanni 2009）。

上記の研究の方向性は、個別のプルーデンス政策研究に偏っていた従来の研究動向とは異なる。これまでのプルーデンス政策研究では、BIS 規制、貸出規制、検査・考査、最後の貸し手、預金保険、公的資金注入などの個別のプルーデンス政策に焦点を当てて、グローバルスタンダードな観点から最も望ましい政策のあり方を理論的・実証的に見出そうとしていた。一方、世界金融危機後のプルーデンス政策研究では、各国のプルーデンス政策を全体的に分析しようとしている。

そのような新たな研究動向の利点は、個別のプルーデンス政策間の不整合性を示すのみならず、各国金融当局の政策全般に内在する根源的な不整合性を浮かび上がらせられることにあると言えよう。

一般的に、各国金融当局は①通貨価値（物価や外国為替レート）の安定、②成長通貨の供給、③信用秩序の維持という3つの目標掲げる。ところが、ある目標を達成するための政策は、ときに他の目標達成を大きく損なわせることもある。プルーデンス政策研究の

新たな国際的潮流に沿えば、そうした不整合性を抽出できるのである。

政策的な不整合性の度合いは国ごとに異なっており、それが相対的に大きいと考えられる小国においては、その不整合性は金融のみならず実体経済にも深刻な影響を及ぼすことになる。この意味でも、各国のプルーデンス政策を全体的に分析しようとする新たな試みは、世界各国での今後のプルーデンス政策のあり方をめぐる議論に有益な示唆を与えるものであると位置づけられよう。

ただし、既述の国際カンファレンスでは米国、イギリスやイタリアなどの大国を議論の中心に据えていたこともあって、金融立国として著名でありながら世界金融危機によって深刻な通貨金融危機に陥った小国アイスランドを分析対象としてはいなかった。また、その後もまずは大国のプルーデンス政策に焦点を当てた研究が進展する一方で、金融危機に対する小国アイスランドの金融当局の政策対応を国際比較の視点から分析した研究は、管見の限り存在していない。

もちろん国際的な影響をより強く及ぼすのは大国であるが、世界のほとんどは小国である。以上を踏まえて、本稿ではアイスランド通貨金融危機を分析対象としてとりあげる。

## 1.2. 分析視角

筆者はこれまで、小国にとっての望ましいプルーデンス政策のあり方を探る国際比較の視点からの事例研究を行ってきた。具体的には、アジアの奇跡からアジア通貨金融危機に至るまでのタイ・プルーデンス政策に着目し、現地での金融関係者へのインタビュー調査や文献調査を実施しながら、小国タイの金融当局は内部でどのような議論を経ていかなる認識の下で金融危機に対する政策対応をとってきたのかを研究してきた（布田 2008a, 2008b, 2009）。

それらの研究を通じて得られた結論は、次の通りである。発展（重化学工業化）を重視する小国では②成長通貨の供給源として、海外短期資金に頼らざるを得ない。それゆえ、海外短期資金の供給者である海外投資家に配慮したプルーデンス（③信用秩序の維持）政策を展開する傾向にある<sup>1)</sup>。発展期には政策的な不整合性の問題は起こり難く、むしろ②成長通貨の供給を重視する不整合性ゆえに一層の発展が生じる。

ただし、発展の継続（さらなる重化学工業化）とともに危機の醸成（バブル化）も同時に進行するようになると、次第に海外投資家に配慮するプルーデンス政策であることの弊害が現れるようになる。とはいえ、発展も継続しているため、政策の方向性を転換することは困難であり、何らかの事態（海外投資家の国内金融市場への信認喪失）を契機として、深刻な通貨金融危機が発生してしまう。以上が筆者のこれまでのタイ・プルーデンス政策研究から導かれた結論である。

この結論の重要性は、海外投資家への配慮を重視しなければならない小国の金融当局は、米国などの大国からは非常識とみなされるプルーデンス政策（金融不安時に海外投資家をさらに不安にさせないように、不健全な金融機関に対する厳しい是正措置を猶予するなど）を行わざるを得ないことを示した点にある（布田2008b）。

アイスランドは先進国小国であるとはいえ、タイのような新興國小国と似通ったプルーデンス政策に収斂されていくと考えられる。というのも、前者の場合、第3次産業、とりわけ金融業の発展を推し進めることで経済成長を目指すことが多く、結局、流動的な海外資金を大量に取り入れる必要に迫られて海外投資家に配慮しなければならなくなるからである。

以上を踏まえて本稿では、新興國小国であるタイ金融と国際比較する視座から、先進国アイスランド金融を分析する。ただし、本稿では本格的なプルーデンス政策比較分析は行わず、その分析の準備段階として、アイスランド金融システムが置かれた国内外の金融情勢に関する背景整理と分析に努める<sup>2)</sup>。

というのも、筆者のこれまでのタイ・プルーデンス政策研究の際に、当該政策を分析することを念頭に置きながら、はじめにタイ金融システムを取り巻く国内外の金融情勢を掘り下げつつ整理したことが決定的に重要だったからである。国内外の金融情勢に規定されて、プルーデンス政策は展開されるのである。

ここで、国内外の金融情勢の推移を示す際の、本稿の分析視角を提示しておきたい。第1に、通貨金融危機発生の契機となった海外短期資金に関して、流出過程のみならず流入過程も分析する。そうすることで、金融立国から通貨金融危機に至るまでのホットマネーの実態を把握することができる。第2に、アイスランド国内の金融システムをそれ自体として把握するのではなく、国際金融情勢との連関において把握することを試みる。

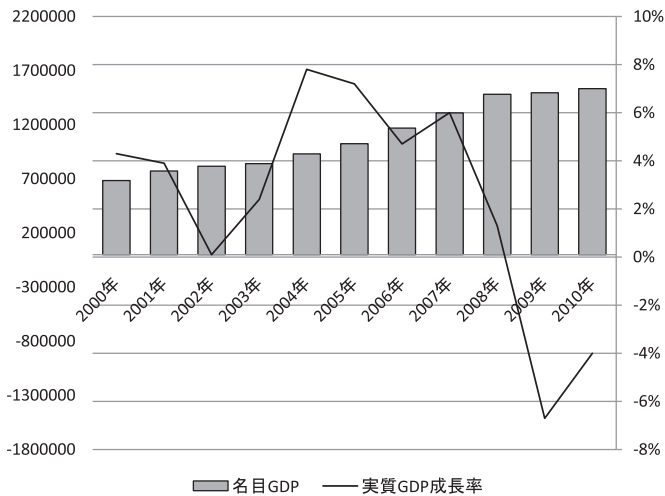
これらの分析視角は、発展と危機という対照的の局面における国際的要因と国内的要因の関係を一貫した論理で説明すべきであるという伊藤（2001：204）の分析視角を踏襲するものである。具体的な主要資料としては、アイスランド中央銀行作成の国際収支表、3大銀行の各年次報告書、アイスランド中央銀行の各年次報告書を用いる。

なお、本稿の構成は下記の通りである。第2節では、アイスランド通貨金融危機の概要を示す。その際、国際収支表やアイスランド中央銀行の年次報告書等を用いて、金融立国から通貨金融危機発生直前までの国際資金フロー変化の内実を詳細に分析する。この分析によって、通常の経済発展段階とは異なる資金フローの変化がみられた要因を明らかにする。第3節では、前節で整理した国際資金フローの変化を踏まえつつ、今後の研究で重要となる論点の整理を行う。そして最後に、本研究を進める方向性を明示するとともに今後の課題を示したい。

## 2. 国際資金フローの変化

本稿では、アイスランド経済の発展を金融立国化、その危機を通貨金融危機とみなす。金融立国化する前段階としての金融自由化は1990年代から実施されているとはいえ、金融立国化として発展を開始した時期については2003年と設定しておきたい。というのも、実質 GDP 成長率が2003年以降2007年まで一貫して高い値となっているからである（図表1）。なお、2000年代初頭の実質 GDP 成長率低下は、IT バブル崩壊の影響によるものである。

図表1の示すように、アイスランド経済では IT バブル時に実質 GDP 成長率が低下したもののその後の回復も早く、2003年から2007年までは、年平均5.6%の実質 GDP 成長率という持続的な成長を遂げた。そこで、次項では2003年から2007年の国際資金フローの変化を詳細に確認しながら、金融立国化から通貨金融危機に至るまでの概要を示す。



注) 名目GDPの単位は、100万アイスランド・クローナ。  
出所) OECDウェブサイト、アイスランド統計局ウェブサイトより、筆者作成。

図表1 アイスランドのGDP推移（2000年～2010年）

### 2.1. 国際資金フロー変化の詳細

2003年以降、アイスランド経済が成長を持続していた際、その国際資金フローはどのように変遷したのか、この問いに答えることを本項の課題としたい。アイスランドの金融立国化から通貨金融危機発生に至るまでの特徴を見出すために、アジア通貨危機時のタイにおける国際資金フローの変化と比較することを試みる。

図表2の示すように、2003年から2007年までアイスランドの経常勘定収支は一貫して赤字だった。その要因を掘り下げてみると、貿易収支赤字の拡大を指摘できる。ここでは貿易収支赤字以外の経常勘定収支赤字要因として、受取利息と支払利息の差額に注目したい。2003年の約251億アイスランドクローナ（以下、ISK）の支払超過と比較して、2007年には約1,375億ISKと5倍以上の支払超過となっている。

受取利息と支払利息は、株式配当や内部留保の再投資を含まない債券や預金に関する利息である。これらの利息の支払超過が拡大したことは、2003年以降に債券あるいは預金のいずれかの形態で大量の海外資金流入が生じていると判断できる。

この流入資金の詳細な特徴を示すために、金融勘定収支のなかでもポートフォリオ投資とその他投資に注目したい。すると、図表2の示すように、ポートフォリオ投資（債券）は2006年まで大幅な純流入となっている。一方、預金の流出入を意味するその他投資は、2007年まで純流出となっている。つまり、2003年以降の海外資金大量流入の主たる形態は、対内債券投資であったのである。

金融の発展過程において、対内債券投資が海外資金流入の主たる形態であったことはアイスランドの顕著な特徴と言えよう。一般的な金融システム発展のパターンとして、はじめは間接金融の発展から始まり、次第に直接金融の発展に移行すると考えられている。ところが、アイスランドでは債券投資という直接金融の形態で大量の海外資金が流入し、金融立国としての発展が生じた。

さらに興味深いことに金融立国として広く認知されるようになった2007年のその他投資とポートフォリオ投資（債券）の資金フローを比較すると、それまでとは逆に間接金融の形態で海外資金が大規模に流入したことを確認できる（図表2）。

このようにアイスランドにおいて、当初は直接金融で後々には間接金融の形態で、大規模な海外資金の流入がみられたことは、下記のタイにおける海外資金流入と比較するとアイスランド金融における特徴であった（図表3）。

図表3の示すようにタイにおいては、1993年に資本移動を自由化して経済の高度成長を開始してから1997年の通貨危機が発生するまで、非居住者パーツ建て預金という間接金融の形態での大規模な海外資金流入を一貫して確認できる。

このようにアイスランドとタイでは、どちらもその本格的な経済発展期に大規模な海外資金流入によって成長通貨の供給をまかなったとはいえ、その資金流入形態に関して前者は直接金融で後者は間接金融という違いがあった。通常の経済発展パターンを考慮すれば、タイのように当初は間接金融の形態での海外資金調達がより一般的である<sup>3)</sup>。

以上を踏まえると、アイスランドでのブルーデンス政策の展開を理解するためには、①金融立国化の際に直接金融（対内債券投資）の形態で海外資金流入が生じた背景、②通貨



図表2 国際収支表 (2003-2010)

	単位: 100万アイスランドクローナ							
	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
経常勘定収支	-40,115	-91,229	-165,756	-278,492	-205,921	-363,602	-174,857	-122,750
輸出	288,227	316,291	322,957	374,659	451,077	652,839	788,186	861,155
輸入	-313,277	-367,511	-448,257	-579,175	-583,061	-687,445	-661,867	-706,883
所得収支	-13,899	-38,829	-38,742	-71,511	-70,069	-325,508	-292,303	-268,447
配当, 再投資(受取)	18,176	18,525	65,023	103,261	139,225	-48,876	46,931	27,244
配当, 再投資(支払)	-12,734	-35,478	-66,606	-83,515	-69,889	51,000	-71,778	-108,254
受取利息	4,310	8,795	21,469	73,111	144,033	174,032	45,252	29,986
支払利息	-29,422	-35,478	-61,734	-166,673	-281,579	-500,629	-312,889	-219,324
経常移転収支	-1,166	-1,180	-1,714	-2,465	-3,868	-3,488	-8,873	-8,575
資本勘定収支	-402	-234	-1,697	-1,775	-1,900	-1,032	-1,451	-426
金融勘定収支	10,297	118,129	140,526	403,213	252,719	1,138,160	-248,903	350,967
対外直接投資	-29,138	-181,170	-446,548	-388,312	-652,435	370,171	-283,362	288,180
対内直接投資	25,487	51,699	194,028	269,685	437,137	80,675	10,614	30,037
対外ポートフォリオ投資(株式)	-40,579	-111,038	-205,576	-67,382	-289,336	167,868	41,914	115,149
対内ポートフォリオ投資(株式)	-3,565	20,200	5,267	81,205	12,543	-161,506	-1,488	-10,645
対外ポートフォリオ投資(債券)	-4,772	-4,410	-89,409	-137,279	-317,241	263,427	109,554	-121,332
対内ポートフォリオ投資(債券)	277,913	560,566	1,057,402	924,034	19,500	-44,522	-1,342,507	-1,298,412
対外その他投資(預金, 貸出)	-156,488	-238,429	-686,669	-777,756	-1,077,575	-212,986	-117,570	282,287
対内その他投資(預金, 借入)	-35,160	34,941	316,751	584,455	2,126,821	775,712	1,364,007	1,303,681
外貨準備増減	-23,401	-14,230	-4,720	-85,437	-6,695	-100,679	-30,065	-237,978
誤差脱漏	30,220	-26,666	26,927	-122,946	-44,898	-773,526	425,211	-227,791

出所) アイスランド中央銀行ウェブサイトより、筆者作成。

図表3 タイにおける資金流入 (1993年-1998年)

	単位: 億バーツ					
	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
対内直接投資	668	616	760	997	1,651	2,849
対内ポートフォリオ投資(株式)	2,003	1,601	1,783	1,839	7,298	3,051
対内ポートフォリオ投資(債券)	769	658	734	1,583	940	158
対内その他投資(非居住者バーツ建て預金)	19,470	58,043	103,702	205,278	205,982	82,190

出所) BOT, Monthly Bulletin, 1994-1999, より筆者作成。

金融危機直前に間接金融(対内その他投資)の形態での海外資金流入に変化した背景を明らかにすることで、まずアイスランド金融システムの変容を示す必要がある。この変容の概要について、次項で整理することとしたい。

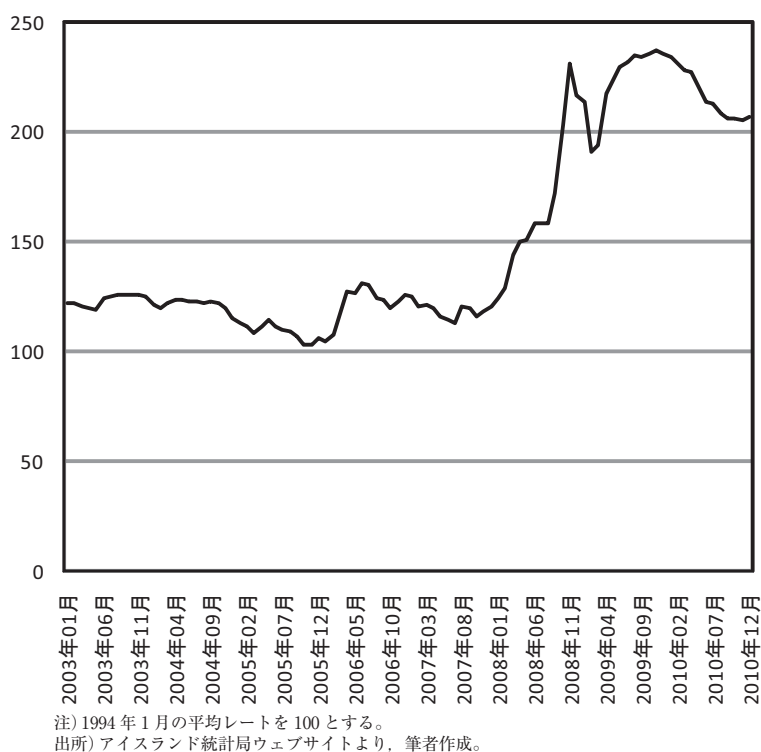
## 2.2. アイスランド金融システムの変容

はじめに、金融立国化におけるアイスランド金融システムの基本情報を紹介しておこう。もともとは競争制限的な金融市場であったが、1990年代後半に本格的な民営化が始まると、新古典派モデルの実験場と言われるほどの自由市場として広く知られるようになった。そして、2001年12月に通貨バスケット制から変動相場制に移行していた。すなわ

布田功治

ち、アイスランドの金融立国化は、自由化と変動レート制の組み合わせのもとで進展しており、自由化と固定レート制の組み合わせで経済発展（重化学工業化）を遂げたタイとは異なっていた。

とはいえ、わずか30万人程度の島国であり、3大財閥グループ（Kaupthingグループ、BAUGURグループ、Landsbankiグループ）が大きな影響力を持つ市場であって完全競争市場ではなかった。また、為替レートに関しても図表4からうかがえるように、変動レート制といっても管理変動相場制を採用しており、金融当局は通貨金融危機が生じるまで安定的に推移させていたことをうかがえる<sup>4)</sup>。

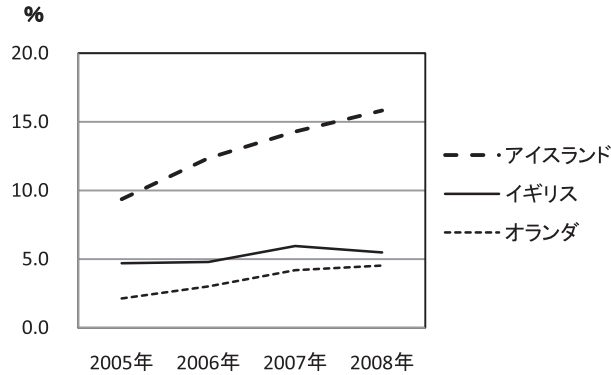


図表4 実質実効為替レートの推移（2003年－2010年）

以上を整理すれば、いわば新古典派モデルで望ましいとされるような市場経済では決してなかったことを指摘できる。とはいえ、自由化導入の政策的なアピール、安定的な為替レートの推移そして近隣諸国との明確な内外金利差もあいまって（図表5参照）、海外投資家はアイスランド金融市場を信認した結果、大量の資金流入が生じるようになった（図表2参照）。

これらの大量の海外資金流入をもたらす上で主導的な役割を担ったのは、3大銀行





出所) アイスランドとイギリスは、OECD ウェブサイト。オランダは、オランダ中銀ウェブサイトより、筆者作成。

図表5 各国の短期金利

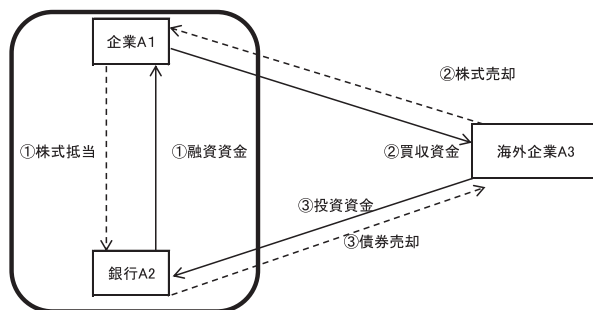
(Kaupthing 銀行, Glitnir 銀行, Landsbanki 銀行) であった。ここで、アイスランド金融における3大銀行の重要性を示すために、3大財閥と3大銀行および金融市場との関係性を示しておきたい。これらを示すことで、金融立国化当初に直接金融（とりわけ対内債券投資）の形態で海外資金が流入した背景を明らかにする。

アイスランドの3大財閥は、それぞれ3大銀行のいずれかと密接な株式相互保有を行っている。具体的には、Kaupthing グループと Kaupthing 銀行, BAUGUR グループと Glitnir 銀行, Landsbanki グループと Landsbanki 銀行がそれぞれ密接な関係にある。これらの関係性は、タイの金融コングロマリットに近いと言える<sup>5)</sup>。

これら3大銀行の株式価値は、2007年時点でのアイスランド株式市場の時価総額の80%程度を占めていた (Jon 2011 : 67)。このことを背景として、金融立国として広く知られるようになった時点でさえも、アイスランド株式市場は財閥グループ内で株式を売買するだけで株価の乱高下する未発達な市場であった。一方、2007年ごろに金融立国として認知されるようになるまでは、3大銀行も海外資金を預金の形態で調達することに慣れてであった (Armann 2009)。

このような状況下で、とりわけ活発化していたのが債券市場であった。もともと、漁業が盛んであったアイスランドでは、漁獲量の割当を証券化してそれを活発に取引していた。すなわち、証券化証券を取り扱うような債券取引に慣れていた<sup>6)</sup>。このことを背景として、図表2に示されたように、主に対内債券投資（直接金融）の形態で海外資金が大量に流入することとなった。

ただし、対内債券投資によって3大銀行などが発行する債券を購入するのが、財閥グループ内の海外系列社であることもしばしばみられたことがアイスランド金融市場全体への不信感を助長することとなる。



注) あくまで例示にすぎない。財閥グループの影響の大きいアイスランドの事情を考慮して、インタビュー相手先については匿名とする。  
出所) 2012年3月22日のアイスランドでのインタビュー調査を踏まえて、筆者作成。

図表6 財閥グループ内債券投資の典型例

その典型的な例を挙げると、はじめに、ある財閥グループの企業が自社株を抵当に入れて系列銀行から資金を調達して海外企業の株式を購入して買収する。次に、買収した海外企業に対して系列銀行に債券投資の形態で資金を貸し付ける（図表6参照）。

このような取引は、拡大した財閥グループ内で資金循環しているにすぎない。とはいえ国際標準の時価会計主義の適用もあいまって、実態とはかけ離れた形で財閥グループ全体

図表7 3大銀行の利益指標（2005-2007年）

単位：100万アイスランドクローネ

カウプシング銀行	2005年	2006年	2007年
利子収入	32,710	52,362	80,113
手数料収入	22,428	37,284	55,021
その他	47,060	77,570	30,684
営業利益	102,198	167,216	165,818
税引き後純利益	51,056	86,447	18,259

注) 2007年は、アイスランド、スカンジナビア半島、イギリスで各3割の営業利益発生。  
2004年、2005年の税引き後純利益は、各々7,907、18,259 ISK millions  
出所) Kaupthing Annual Report 2007 (p.58) より、筆者作成。

単位：100万アイスランドクローネ

ランズバンキ銀行	2005年	2006年	2007年
利子収入	66,437	133,102	202,095
手数料収入	18,479	41,491	54,052
その他	21,257	19,568	16,605
営業利益	106,173	194,161	272,752
税引き後純利益	25,017	40,215	39,949

出所) Landsbanki Annual Report 2007 より、筆者作成。

単位：100万アイスランドクローネ

グリトニル銀行	2005年	2006年	2007年
利子収入	22,351	37,084	39,082
手数料収入	8,773	26,459	37,644
その他	5,287	9,058	9,179
営業利益	36,411	72,601	85,905
税引き後純利益	18,886	38,231	27,651

出所) Glinir Annual Report 2007 より、筆者作成。

図表 8 3大銀行の貸借対照表指標 (2005-2007年)

単位：100万アイスランドクローネ

カウプシング銀行	2005年	2006年	2007年
総資産	2,540,811	4,055,396	5,347,345
内、法人個人向け貸出	1,543,700	2,538,609	3,304,408
負債	2,346,628	3,731,886	5,001,737
内、預金	486,175	750,658	1,381,457
内、借入（≒債券発行）	1,556,567	2,399,939	2,615,960
自己資本	194,183	323,510	345,608

注) 2007年の預金、借入のうち、各々1,115,174、2,430,144が外貨。  
最大の預金受入先はbond建て(492,665)、最大の借入先はユーロ建て(1,373,278)。  
出所) Kaupthing Annual Report 2007 (注については、p.180)より、筆者作成。

単位：100万アイスランドクローネ

ランズバンク銀行	2005年	2006年	2007年
総資産	1,405,460	2,172,924	3,057,546
内、法人個人向け貸出	984,593	1,438,395	2,022,738
負債	1,295,401	2,028,642	2,877,538
内、預金	334,163	682,846	1,421,410
内、債券発行	689,989	1,014,976	835,985
自己資本	110,059	144,282	180,008

出所) Landsbanki Annual Report 2007より、筆者作成。

単位：100万アイスランドクローネ

グリトニル銀行	2005年	2006年	2007年
総資産	1,471,945	2,246,340	2,948,910
内、法人個人向け貸出	n.a.	1,596,184	1,974,907
負債	n.a.	2,100,221	2,778,941
内、預金	n.a.	516,849	780,526
内、債券発行	n.a.	1,377,787	1,746,199
自己資本	84,537	146,119	169,969

注) 2005年の詳細について、それ以降と整合性のとれる資料なし。  
出所) Glinir Annual Report 2006, 2007より、筆者作成。

の見かけ上の利益、とりわけ系列銀行のそれは急増することとなる。

実際に3大銀行の利益指標と貸借対照表から、アイスランド財閥グループによる海外企業買収の活発だった2005年以降の、3大銀行の利益と債券投資がともに急増していることを見出せる(図表7、図表8参照)。ただし、このような不公正な債券取引の実態に海外メディアが2006年ごろに注意を向けるようになると、2007年に3大銀行はそれぞれ対内債券投資ではなく預金による海外資金調達を急増させた(Jon 2011: 125)。

このとき、活用された預金がインターネットバンキングによる預金(Landsbanki銀行のIcesave、Kaupthing銀行のKaupthing EdgeそしてGlitnir銀行のSave and Save)であった。こうして、当初は直接金融の形態で後々には間接金融の形態で、大量の海外資金が流入することになった<sup>7)</sup>。以上が金融立国化における金融システム変容の要因だったのである。

### 3. 小括：論点整理と今後の課題

前節で示したように、2008年10月に生じたアイスランド通貨金融危機は国内のみにとどまらず、3大銀行のインターネットバンキングの預金者を多数抱えるイギリス、オランダ、ドイツに、あるいは3大銀行発行の債券に投資していた日系銀行へも損失を与えるなど海外へも悪影響を及ぼした。

とりわけ、Landsbanki銀行のIcesaveをめぐる問題（金融機関破綻後の預金保険支払い負担をめぐるアイスランド政府とイギリス政府およびオランダ政府の対立）は、世界各国の金融機関、金融当局ならびに国際金融学者からの注目を集めた重大な問題となり、未だ解決に至っていない。2011年末にEFTA調査当局（ESA）がEFTA裁判所にアイスランド政府を訴訟し、現在も係争中となっている。

この問題の重要性は、自由化を背景とする金融革新およびグローバル化という国際金融の現代的な特徴がもたらした問題であることにある。通常、各国の預金保険機構では、邦貨建て預金に関する預金保険支払いを前提としている。一方、アイスランドの各銀行は外貨建て預金の形で多くの海外資金を調達していた。というのも、高金利で為替リスクのないアイスランドクローナと低金利で為替リスクのあるポンドやユーロを組み合わせた新たな融資形態を生み出すことで（図表5参照）、3大銀行は低金利融資の急拡大を実現できたからである。

もちろん上記の海外資金の調達運用が可能となったのは、技術的な金融革新のみによるのではない。1994年1月1日にヨーロッパ自由貿易連合（EFTA）とEUの間でヨーロッパ経済領域（EEA）を締結したことで、EFTA加盟国はEUに加盟することなく、EU法のもとで他のEU諸国との間で財・サービス・資本・労働の移動の自由化を享受することが可能となった。これによって、サービス貿易の第3モードにあたる商業拠点の越境が自由化され、2000年代半ばにはアイスランドの各銀行のEU域内支店も設立されるようになった。

上記のようにアイスランド通貨金融危機研究で国際的な注目を集めているIcesaveの預金保険問題に焦点を当てると、残された課題としてアイスランド通貨金融危機研究ではアイスランド一国の預金保険政策に注目するだけでは不十分であり、EUあるいはEEAの枠組みでの預金保険政策を掘り下げる必要があるだろう。そうすることで、(1) 欧州全体でのプルーデンス政策との整合性という新たな論点を見いだせるはずである。

同様の視点からとらえるならば、アイスランド通貨金融危機発生後に紆余曲折を得ながら、(2) 国際的金融危機への伝染を防いだ欧州諸国内での域内金融協力の枠組みでの最後

の貸し手にも注目すべきであろう。

また、国内向けのプルーデンス政策に留意するならば、本稿で述べた(3)財閥グループ内での資金循環に対する金融監督当局の認識や指導の実態を分析しなければならない。筆者の若干の考察に基づけば、成長通貨の供給という大義名分と信用秩序の維持との相克ではなく、財閥支配の金融市場における金融当局官僚の無為という側面が浮かび上がるが、この見方を結論付けるにはインタビュー調査による相当の裏付けが必要となるだろう。以上の3つの論点に関して重点的に取り組みたい。

なお、今後の課題として2点について言及しておきたい。第1に、本稿の理論的枠組みである小国のプルーデンス政策研究における小国の定義の精緻化である<sup>8)</sup>。タイとアイスランドを比較する際に、小国というカテゴリーで同一視するためには、小国という言葉そのものの定義に少数財閥優位の状況などという観点から接近することを今後は考慮したい。第2に金融立国化そのものの定義づけである。タイの重化学工業化に対応する発展としてアイスランドの金融立国化を位置づけているにも関わらず、定量化していないため金融立国化の開始時点を明示していない点は問題があろう。これについては、喫緊の課題として対処策を考案したい。

## 註

- 1) 海外投資家とは、銀行、保険会社、ヘッジファンド等を指す。
- 2) 本稿では、金融システムという概念を、鹿野(2001)の定義する金融システムと同義で用いている。鹿野(同上:9, 17)は、法律・規制・慣行によって構成される金融取引に関わる枠組みあるいは金融サービスのあり方に関する制度的取り決めを狭義の金融制度とした上で、狭義の金融制度の概念にその実際のあり方を含めた概念を「金融システム」と定義する。
- 3) アジア通貨危機の内外因説論争の際に、直接金融の未発達という各国国内金融システムの脆弱性を重視する主張がある(Stiglitz 1998)。アジア通貨危機の内外因説論争のまとめとしては、布田(2008a)を参照。
- 4) アイスランド金融当局は、固定レート制から変動レート制へ変更するときに、アンカーとしてインフレターゲット政策を採用した。
- 5) 末廣(Suehiro 1989:261)は、日本の財閥と比較してタイのそれでは金融業の比重が高いことに着目し、タイの財閥のあり方を金融コングロマリットと定義した。なお、アイスランドの財閥と銀行の関係性を深く掘り下げた貴重な文献としては、Jon(2011)を参照。
- 6) アイスランドの債券市場で買い手として大きな影響力を持っていたのが、資金運用規模の大きい国内年金基金であった。それらは、安全面を考慮して株式市場ではなく、債券市場でもっぱら運用していた(Jon 2011:172)。
- 7) インターネットバンキング預金を利用した非居住者(イギリス、オランダ、ドイツなど)

の預金者数は、アイスランドの人口を上回る規模となった。

- 8) 東海大学政治経済学部経済学科の諸先生方に対して当該テーマの研究報告を実施したときの質疑応答を通じて、小国の定義に関する有益な御示唆を多数いただいたことへの感謝の念をここで明記しておきたい。また、本研究は科研費(23830075)の助成を受けたものである。

## 参考文献

- 伊藤正直(2001)「現代日本資本主義とアジア」(東アジア地域研究会他編『東アジア近現代史』2東アジア経済の軌跡』青木書店), 201-228頁。
- 翁百合(2010)『金融危機とブルーデンス政策』日本経済新聞出版社。
- 熊倉修一(2008)『日本銀行のブルーデンス政策と金融機関経営』白桃書房。
- 鹿野嘉昭(2001)『日本の金融制度』東洋経済新報社。
- 布田功治(2008a)「タイ金融構造分析——重化学工業化から通貨危機へ」『歴史と経済』第198号, 32-48頁。
- (2008b)「タイ中央銀行の信用秩序維持政策——金融3法改正から通貨危機直前まで」『アジア研究』第54巻第4号, 109-125頁。
- (2009)「タイにおける最後の貸し手と短期金融市場——1990年代後半」東京大学『経済学研究』第85号, 41-53頁。
- ArmannThorvaldsson.(2009). *Frozen Assets: How I lived Iceland's Boom and Bust*, Wiley.
- Central Bank of Iceland. *Annual Report 2003-20009*.
- Glitnir Bank. Stiglitz, *Annual Report 2006-20007*.
- Kaupthing Bank.(2008). *Annual Report*.
- Landsbanki Bank. (2008). *Annual Report*.
- Joseph. (1998). "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy", Council on Foreign Relations, Chicago, February 27th.
- Suehiro, Akira.(1989). *Capital Accumulation in Thailand, 1855-1985*, Tokyo: The Centre for East Asian Cultural Studies.
- Jon F. Thorodddsen.(2011). *On Thin Ice: a modern Viking saga about corruption deception and the collapse of a nation*, Bruduleikurehf.
- アイスランド中央銀行ウェブサイト (<http://www.sedlabanki.is/8>)
- アイスランド統計局ウェブサイト (<http://www.statice.is/8>)
- タイ中央銀行ウェブサイト (<http://www.bot.or.th/8>)