

カントリー・リスクの評価に関する一考察

田 辺 義 喜

- 〈目 次〉
- 1 はじめに
 - 2 カントリー・リスクの評価 (Assessment)
 - 3 支払能力 (Solvency) の概念
 - 4 流動性 (Liquidity) の概念

1 はじめに

まず、リスク (Risk) を考える場合に、われわれは到底計り知れない様々なリスクに遭遇する。ここではリスクをどのように理解し、また、どのように予測し、その結果、どのように位置づけるかを考えることによって、より合理的なプロセスを説明することができる。今日われわれは、すでにリスク・マネジメントの発展によって、経済成長や生活の質的向上、および技術革新などを追求することができるようになっており、また、人々が自ら独自で意思決定することができ、そして数字を手掛かりにしながらか将来の予測を自由に行うことができる。つまり、このように何事においても対処ができる分析方法は、われわれ人類にとって、果たして恩恵を与えているのか、それとも脅威となっているのかを判断するのは大変苦難なことで、正しくこのような状況を考えると、私自身迷わざるを得ない。もし、仮りに答えるとするならば、科学や技術、資本主義、あるいは民主主義の進歩を超えたところに存在しているといえるだろう。今ここでとり扱うテーマはカントリー・リスクの分析を行う上で、必然的にリスクとは何かを検討することにした。リスクに関する理論的フレームワークは「勇気をもって試みる」という意味を持っている⁽¹⁾。この観点からすれば、リスクは運命というよりも、むしろ選択を意味している。それはわれわれが、どれほど自由に選択を行えるかに依存しており、この内容にこそ、リスクが人類にとって持つ意味を明確にしてくれるであろう。つまり、リスクにかかわる意思決定は、次の二つの要素に基づいている。それらは全く異なるものの互いに切り離しがたい関係にある。その一つは、客観的な事実であり、もう一つは意思決定によって、得られたり失われたりするものへの望ましさに対する主観的な要素である。したがって、客観的な測定と主観的な信念の度合いは、いずれも不可欠であり、どちらか一つだけでは不十分である⁽²⁾。

現に、われわれの社会では、とりわけ情報の利用や確率の応用をめぐる一

連の進歩の結果、意思決定あるいは選択が十分に適用できるような仕組みになっている。すでに日常においてみられる様々な問題は、たとえば、リスク・ヘッジのために用意されたデリバティブ商品も、投資家は儲けのチャンスとばかり、投機手段と位置づけており、どの企業のリスク・マネージャーも、今までに考えもしなかったリスクに巻き込まれている。あるいはまた、1970年代後半のポートフォリオ・インシュランスの導入は、以前にも増して株式エクスポージャーの比率を高めており、同様に、保守的な機関投資家も投資の対象を広く分散することで、未経験分野でのリスク・エクスポージャーを正当化するようになったのである。しかし、この分散投資も損失一般に対する保証ではなく、すべてを一度に失うことに対する保証でしかなかった。⁽³⁾

また、ケインズは確率法則と不確実性の軽量化を機械的に応用することに強く反対してきたが、しかし、次のごとく定義の再構築をしている。「この考えの根本に人類のための奥深い含蓄が込められている。確率の重要性は、それを手引きに行動するのが合理的だとする判断からのみ派生するものであって、それは実際に依存し、正当化されるには、現実行動において確率を考慮して、行動すべきであるという判断によってのみである」と指摘している。⁽⁴⁾

いずれにせよ、もし、銀行家あるいはエコノミストが、その債務返済問題を根本からしっかりと心にとどめて置くならば、必ずしも高度な理論的方法を使わずに、独自の方法で分析するならば、かなり正しい結論に達し得るかも知れない。また、ある誰かが間違った方法で分析した場合には、その政策の意思決定は、取り留めようのない大惨事の方角に進行する可能性がある。さらに、その国が公的資金を調達する際に、かなり巨額な資金負担がかかり、その上に市場の不信につながるリスクに遭遇するであろう。

以上リスクに対する理論的アプローチは、カントリー・リスク問題が、いかに根深いものであるかを知りつつ、将来への一歩としたい。

今回は、主としてカントリー・リスクに伴う、ある国の債務の構成、すなわち、支払能力 (Solvency) と流動性 (Liquidity) の概念に基づいて評価の対象

としてとりあげた。

〔注〕

- (1) Peter L. Bernstein, "Against the Gods", 1996.
(青山護訳)『神々への反逆』, 日本経済新聞社, 1996年, p. 23.
- (2) 前掲書, p. 139.
- (3) 前掲書, p. 450.
- (4) John Maynard. Keynes, A Treatise on Probability. London : Macmillan. p. 323.

2 カントリー・リスクの評価 (Assessment)

発展途上国の債務問題が顕在化した結果, 世界の銀行制度は多くの批判を受けやすい状況におかれている。カントリー・リスクの判定と管理において, 最も基本的な前提となるのは, 民間銀行や民間投資家による国際貸出でもリスクは排除し得ないということである。

本質的には銀行家というのは危険を伴うビジネスにかかわっている。国際貸出を行う民間銀行の体質強化に役立つ方向でリスクを管理していくことは可能である。しかし, 債務累積に対する銀行の対応にはより深い問題が含まれている。すでに, 1981年4月に行われた米洲開発銀行の年次総会においては, 当時メキシコの債務問題が批判の対象として浮上したことは, なんの疑いもなくなされた発展途上国に対する融資の売り込みは, 間違いであったという事実である。また, 誰もが予想さえしなかった第二次石油ショックによる広範な破壊が次々と起こった⁽¹⁾。ただし, 当時の韓国などの国に関しては, 融資の業務は依然として高収益で, 比較的リスクの少ない業務であって, しかもそうした国々は, 経済成長や実質所得の伸びを対外借入れによって, 順調に成果を達成している一例もある。したがって, 国際貸出は銀行にとって必ずしも弱体化をもたらす要因のみでなく, 潜在的には逆に強化を促す要因でもある。国際貸出が不可避免的に弱体化の要因とする見解は,

それには先ず、ある国々に関する様々な状況も情報に基づくものでなくてはならない⁽²⁾。最も重要なことは、事が起こってから対応するのではなく、それはでき得る限り敏速に情報や、その国の状況変化を予知し、その変化の損失を最小限度に食いとめるのである。また、債務返済の滞りにより、一時的な損失が起こったときでも、貸出機関のその後の損失を防げるような対応が肝要である。実際には、カントリー・リスク管理制度に対して十分な整備が行えるように、銀行および金融機関は相当に巨額な予算を投入しているが、その効果はさほどあがっていない。つまり、その方法が、企業に対する分析ではなく、むしろ、国に対するレーティングである。

格付制度は、とくに、アメリカにおける債券およびコマーシャル・ペーパー (Commercial Paper) 市場で不可欠とされるが、発展途上国の多くはその資金調達を商業銀行のローン市場に依存しているためである。もし債券市場を利用する場合でも、ユーロ債市場に出る傾向がある。資金調達の手段は、このような格付機関の利用を必要としていない⁽³⁾。さらに、1970年代を通じて、ソブリン・ローン (Sovereign Lending) は新種の融資であった。銀行は、内部の見解を統一する必要がある、その結果彼ら自身の調査を処理していかなければならなかった。カントリー・リスクの評価については、国家組織の多様性からリスクの質、効果が異なっているため、分析方法や制度は拡散していった。外部の助けはまったくあてにできなかったから、銀行は自分自身で制度をつくらねばならなかった。銀行のリスク評価制度は、まだ研究過程におかれていた。オイル・マネーをリサイクルさせるという貸出政策は、1974年ごろに現れ、そして、1978年から1979年になって銀行は手広くこの貸出形態を使うようになった⁽⁴⁾。しかし、銀行はメキシコ問題の予測には失敗している。これは銀行自身の評価制度が、いかに合理的な判断をしているかである。ここで、大切なことは、誰もがその制度からより優れた意思決定が導き出すかということである。ようするに、銀行は債務者から確実にローンを返済してくれることを望んでいる。あるいはまた、債務者は市場の信頼も十分に確保しているかということにもかかっている。

〔注〕

(1) David F. Lomax, 1986. *The Developing Country Debt Crisis*, p. 59.

(2) Irving S. Friedman, 1983. *The World Debt Dilemma*.

(国際金融情報センター訳)『カントリー・リスク管理の研究』, 日本経済新聞社, 1984年, pp. 278-280.

(3) David F. Lomax, 1986, 前掲書, p. 60.

(4) David F. Lomax, 1986, 前掲書, p. 61.

3 支払能力 (Solvency) の概念

ある国の債務問題の構成は成長理論に基礎をおいたものである。これには二つの異なった基準, すなわち, 支払能力と流動性に基づいて評価される。支払能力の基準は, ある国が長期間債務に耐え得る能力を評価するものである。この概念は一般企業に適用される場合, かなり明確になる。つまり, 開放体制下で, もし, ある国の貯蓄関数と投資関数が生産関数などの構造方程式を与えるならば, 資本の純流入や純流出額の時間的経路が決定されることになる。たとえば, ソロモン⁽¹⁾は, ハロッド・ドーマー・モデルを使って, 債務GNP比率がある有限な値に収縮すること, あるいは均衡成長率が実質金利より高いことが支払能力のための基本的条件であることを導き出している⁽²⁾。したがって, 支払能力は, その間に時の遅れという観念と法律制度が入ってくるので, 非常に明確に債券債務の関係が確立する。この意味においては, 時には繰延べ支払の手段と呼ばれることは交換の手段とは違って重要な職能と定義されており, 債権者は支払不能が発生したときに, 行動を起こす権利を留保している。こうした定義は, 実際にある国が従うべき適切な国際法が存在するかあるいはしないかという事実は別にして, ある国の負債が資産を上回っているといった状態はそれほど重要なことではない。なぜならば, 資産は当該国の国内に有する固定資産であって, 負債は外貨なのである。つまり, 支払能力の問題として債務問題をとらえる限りにおいては, 通常の危機ラインはどれほど低いのかということである。債務返済に関する長期的能

力および借入計画における長期の支払能力といった概念の基本的な条件は、少なくとも、対外借入れによる経済効果が資金調達コストと見合わせる必要がある。たとえ、それが一時的であっても、どの程度の期間まで続くことなのかによっても、かなり異なってくる⁽⁹⁾。ようするに、外国為替市場をバランスをとるために、どの程度適切な為替政策が行い得るかを目標とした上で、実質経済成長率が、債務返済の実質金利と等しくなることが最も望ましいのである。そして以上のような基準を十分に満たすには、輸出の伸びをGNPの伸びよりも少なめに抑えることが必要である。もし、仮に数年間にわたって借入計画が実行されるならば、その国の債務・輸出比率、債務・GNP比率、デッド・サービス・レーシヨは同じような動きをみせるのが通常である。いいかえれば、経済全体に適用される方針で、ある国の債務全体を考察することができる。もし、その国が、資金調達が少ししか受けられないことが明らかになった場合には、債務比率が非常によくはないということである。債務・GNP比率、債務・輸出比率、デッド・サービス・レーシヨの上昇は、長期借入政策が不健全であることを示しており、したがって、支払不能になる可能性があってレーシヨは上昇するのである。また、反対の場合には、デッド・サービス・レーシヨが半分であっても、その比率が変わることなく、あるいはまた、少なくなっている時は支払能力は可能性がある。

いずれにせよ、一般的には債務返済問題が起こる要因は、海外の金融市場の変化によって発生するのではなく、むしろ、債務国の国際収支やその国の内部諸事情によることが多い。たとえば、財政赤字、国内外インフレ、金融政策、為替レートなどによる一連の要因が国内の条件を悪化させている。債務国にとっては、増加しつつある対外債務の返済が可能なのかあるいはまた、対外債務の水準自体を低下させるべきかが問題になっている。多くの国々にあつては、対外債務が増加するのみでなく、国民所得も同様に連動しつつ増える。また、債務残高の名目価値は根強く世界的インフレによって減価している。もし、現存する対外債務残高を減らそうとしたならば、世界的規模での経済混乱が起こる可能性も十分にある。債務がこのような状態を避けるた

めに、援助、直接投資、緩和された条件の貸出、商業信用などの方策によって多額の国際的な資本の追加流入を適用せざるを得ないであろう⁽⁴⁾。

〔注〕

- (1) Robert Solomon, "A Perspective on the Debt of Developing Countries", *Brookings Papers on Economic Activity* : 2 (1977)
 (渡辺喜一編)『カントリー・リスク——主要36カ国の債務予測とレーティング』, (株)金融財政, 1985年, p. 32.
- (2) Koichi Hamada, "Optimal Capital Accumulation by an Economy Facing an International Capital Market", *Journal of Political Economy*, Vol. 77, Part II, July / August, 1969.
 (渡辺喜一編)前掲書, pp. 32-33.
- (3) Jeffrey Sachs, "Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1981.
 (渡辺喜一編)前掲書, p. 33.
- (4) Irving S. Friedman, "Managing Country Risk", 1983.
 (国際金融情報センター訳)『カントリー・リスク管理の研究』, 日本経済新聞社, 1984年, pp. 114-115.

4 流動性 (Liquidity) の概念

ある国の債務分析をする際のもう一つの構成は流動性の問題である。流動性は債務国の信用力を表す評価基準となっている。流動性は国のキャッシュ・ポジションに関係しており、一般企業をみる場合に、総債務流動資産比率・短期流動資産比率といった流動性に関する定義ができるのである。つまり、流動性は、企業や国にとって二つの重要な役割をもっている。一つは、債務者が支払期限のきたときに債務返済を果たし得る資金ポジションにあることを明確に示す場合と、二つめは、市場の信用を得て、その上、資金調達が十分に可能な場合とがある。したがって、流動性の基準は、ある期間内に必ず支払える資金量ということができる。また、ある国にとって支払が可能

な資金は、外貨準備といったストック、あるいは輸出やサービスの受取りといったフロー算出方法である。さらに、輸入に対する利子も含めたサービス支払償却などの資金調達にも関係している。

ここで債務問題を考察するに当たり、学問上の用語として、信用 (Credit) とは何であるかを明らかにする必要がある。まず、経済学でいう信用の意味と日常の一般の用語としての信用の意味とは何か別個の意味がある。世間一般の信用というのは人と人との間における状況であり、人が人を信用するというのは、その債務者に対し過去の行状社会一般の批判などによって、きたるべき将来におけるその行状を十分に推測することである。その結果、債権者は債務者を信用して将来に備えて行動の意思決定をするのである。つまり、世間一般の信用は非常に抽象的なものであって、具体的には様々な困難に遭遇する場合が多い。単に具体的といい得るのは、その結果生ずる将来への期待をかけた行動である。しかし、それは信用それ自身ではなく、信用に基づいての行動であって、それは本来別個のものである⁽¹⁾。また、経済学の中での信用も、どうも不正確であり、種々な用法があり、その意味がしばしば異なっているので始末が悪い。それは第一の意味は、信用要具としての具体的な物を意味することもある。事実、小切手そのものが信用と呼ばれており、手形も同様なものである。第二の意味は、人が他人を信ずることによって貨幣を貸付ける場合の対人関係をいう。それは、貸借の行われている状態である。

これを正確にいう場合には信用を与えると表現するので、むしろ貸借関係そのものが信用という言葉で表現されるのである。しかし、いずれにしても非常に曖昧な用語ではある。これらの関係を通俗にしる、学問的にしる、信用とは人間と人間との関係であるので、人と物との関係ではないのである。したがって、対人信用も対物信用なる用語も共に不明瞭なものであって、ただし、物は行為をすることもなければ、また、それを期待して前貸のごとき行為も可能ではない。それは、ただ人間の将来の行動にとってそれを制する行為である。単に、人間の行動を保証する要具のみであって信用の本質では

ない。ようするに、ここで重要視したいのは、信用が貨幣に代って購買力が創出されたり、需要を有効にしたり、物価および貨幣価値にも影響を及ぼしたりするということである。いうまでもなく一国一国の総通貨は、今日の文明化された国において、信用部分こそが大部分を占めている状態である。金融論でいう信用は現代社会において組織立てられて初めて絶大な効果を持つ。たとえば、組織なき信用⁽³⁾（一消費者が近所の酒屋や八百屋に信用があっても、それは消費生活に間に合うのみである）は信用ではあるが、その移動は困難なものである。この意味では、もっとも組織化された信用の最大のものは銀行信用である⁽⁴⁾。銀行は信用を本来の業務とする機関であって、銀行の当座預金制度とその預金引出しのための小切手の制度は、銀行の預金者の信用によって現金に代り、現金と同様に流通することになって、すでに実業界においては主要通貨となっている。これを明確にいえば、銀行に対する債券たる預金の所有権であって、これが転々と移転するのである。いわば正確には経済上は信用が通貨の使命を果たしているのである。

ようするに組織化された信用は手形ということである。世界の諸国においては専門機関である銀行がこの手形を割引いて、銀行信用に換えてしまうので問題はない。たとえば、わが国ではとりわけ、第二次世界大戦後に異常な傾向が起った。いわゆる企業間信用と称して、法外に長い期間の手形の乱用である。つまり、朝鮮特需終末後の不況に事業拡大による商品売急ぎの会社が「代金は手形でいいから……」と投げ売りで廻り、それが6ヵ月、10ヵ月、時には12ヵ月とますます長期化し、銀行も相手にしない手形となったこともある。したがって、社会ではこんな手形で充満することとなったのであった。その額は昭和46年度で企画庁、日銀、大蔵省が各々16兆、20兆、そして25兆と推定している。昭和47年に入っては、50兆との推測が流布されている⁽⁵⁾。

信用を確保しておくために、流動性の重要性を強調することは大変むずかしい。もし、ある国が、ある程度まで金融市場への依存をしてきた場合、短期の信用枠の維持も含めて、継続的に信用の供給が必要となる可能性が高く

なる。もし、ある国が市場の信用を失って、短期の信用枠も中・長期のローンを調達する力も失ってしまったら、その国は急速に資金を使い果たしてしまう。流動性の評価は、支払能力よりも、より適確なようで、つまり、支払能力は、調達コストと投資収益率の比較であり、したがって、GNPや輸出の伸び率と債務の利払いコストを関連づけるものである。キャッシュ・収益分析は利払いだけを比較している。また、流動性分析は、利払いはもとより信用供与枠の制限による資金不足や償却も考慮に入れる。あらゆる金融手段を通じて調達可能な資金を比較している。つまり、国にとって流動性の基準を満たすことは、単に長期間支払能力を維持することよりもはるかにきびしい規律を課すことを意味している⁽⁶⁾。

〔注〕

- (1) 春日井薫『金融の原理と諸問題——企業と経済シリーズ(5)——』、(株)新銭社、1973年、p. 161.
- (2) 前掲書、p. 161.
- (3) 前掲書、p. 163.
- (4) 前掲書、p. 164.
- (5) 前掲書、pp. 165-166.
- (6) David F. Lomax, 1986, *The Developing Country Debt Crisis*. p. 63.

(次回につづく)