

# 經濟論叢

第158卷 第6号

池上 惇教授記念號

---

献 辞	菊 池 光 造	
相互依存論の構造と特徴	坂 井 昭 夫	1
カントリー・リスクの把握をめぐって	池 永 哲 也	19
インフラストラクチャーと公務労働	重 森 曉	39
人口高齢化と「国民負担率」	成 瀬 龍 夫	61
内発型発展と産業文化	鈴 木 茂	79
経済学における固有価値と コミュニケーション	二 宮 厚 美	104
四日市臨海工業地帯の誕生	岡 田 知 弘	121
環境制御と行財政システム	植 田 和 弘	145

池上 惇 教授 略歴・著作目録

---

平成8年12月

京 都 大 学 経 済 学 會

## カントリー・リスクの把握をめぐって

池 永 哲 也

この小論は、もともと85年秋京都大学で行った話を整理したもので、その後の途上国累積債務問題の経過やカントリー・リスク対応策の進展等については、末尾に「追補」として一括概観するに止め、またそういう取扱とした理由も併せ記したので参照願いたい。

また、この機会を与えていただいた池上教授、資料提供・内容レビューを煩わせた東京銀行（現東京三菱銀行）の元同僚諸氏に感謝したい。

### I 途上国への資金フローの歴史と累積債務問題

カントリー・リスクは、実務上も理論上も体系的な検討が始まってまだ日が浅い分野である。カントリー間の資金フローそのものは古くからあったものの、それに伴うリスクが今我々が問題にするような形で顕在化したのは80年代以降のことだからである。その意味でカントリー・リスクはすぐれて歴史的な概念であると言える。

#### 1) カントリー・リスクに関する文献

(1) P. J. Nagy, "Country Risk" (Euromoney, 1984)

東京銀行情報管理室訳「途上国取引のリスク・マネジメント」(東銀リサーチ・インターナショナル, 1985)

(2) I. S. Friedman, "The World Debt Dilemma, Country Risk" (Council for International Banking Studies, Washington, D. C. and Robert Morris Associates, Philadelphia, p. a. 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)

(3) J. Calverly, "Country Risk Analysis" (Butterworths, London, 1985)

(4) 渡辺喜一編「カントリー・リスク」(金融財政事情研究会, 1985)

(5) 井上久志「カントリー・リスクの研究」(東洋経済, 1985)

(6) そのほか、入江神戸大学名誉教授による浩瀚な"Bibliography" 天野神戸大学教授による"References" がある。

(7) なお、IMF、IBRDの刊行物やEuromoney, Institutional Investorsなどの雑誌論文が資料、時論としてのみならず理論的・実証的考察としても有用である。

## (1) 第2次大戦後60年代までの軌跡

この期間は、米国の圧倒的な経済力軍事力を背景に、同国主導による政府乃至国際金融機関ベースの援助や投融資が、旧植民地の独立した新興主権国家を含む途上国の開発需要や欧州・日本の復興需要に対応したものであって、ソ連との援助競争という政治的動機も強く、資金フローに伴うリスクという意識は後景におかれていた。むしろ、米国の巨大な経常黒字に伴う所謂ドル不足を同国の資本輸出でカバーしつつ自由世界の構築をはかることに主眼があった<sup>2)</sup>。

しかし、この間にも、朝鮮戦争、やがてベトナム戦争が、米国に巨額の支出を強いると共に、欧州・日本の復興と成長が軌道に乗り始め、米国の経常収支が赤字に転じて行く。途上国側でも、性急な工業化計画の挫折する例が頻出し、それまでの資金フローの主たる当事者双方に問題が出て来た。

これが局面展開を遂げるのは、流出したドルが、冷戦激化に伴い米国外のロンドン中心にプールされ、通信手段の発達にも助けられて、ユーロ資金市場を形成するに至る60年代である。63年1月、米国の対外投融資規制と利子平衡説がこのユーロ資金市場の定着拡大を決定的にし、単なる資金市場のみならずあらゆる金融活動のグローバル化への道を開いたのである<sup>3)</sup>。

60年代半ばから、先進国の成長資金需要が一段落すると共に、ユーロ資金フローは、民間金融機関を経由、利潤動機で、途上国へ向うようになる。

71年8月15日の金・ドル兌換停止は、ドル為替本位制に基礎を置くブレトンウッズ体制の崩壊・為替全面フロート移行という激動の70年代の幕明けとなり、各国経済はインフレと低成長の二重苦に悩みその制約を受けるが、反面、ユーロ市場は歴史始まって以来と言える、制約のない、マーケット・メカニズムの

2) ドル不足に関する文献

類書数多いが、「ドル不足」の名を定着させた古典として下記を掲出するに止める。  
C. P. Kindleberger, "Dollar Shortage" (MIT Press, 1950)

3) ユーロ市場に関する文献

これも汗牛充棟ただならぬものがあるが、やはり古典として下記に止める。  
P. Einzig, "Eurodollar System" (McMillan, London, 1964)  
塩野谷九十九, 大海宏訳「ユーロダラー」(東洋経済, 1965)

貫徹する、国際金融活動の場として拡大の一途をたどる。

ここまでは、途上国の資金ギャップもそれ程大きくはなく、ユーロ資金の恰好の運用先として円滑にファイナンスされ、潜在するリスクも顕現するには至らなかったのである。

## (2) 途上国累積債務の発端と要因

70年代初までの状況が暗転するきっかけとなったのは73年、79年両度の石油危機であるが、その深刻化して行った要因としては次の三つが挙げられ、うち二つは途上国自身では如何ともなし難い外生的異変であった。

第一に、石油価格の大巾な上昇に伴う諸対策のデフレ効果をもたらした世界同時不況である。先進国におけるエネルギー消費抑制・総需要抑制が途上国の一次産品輸出の伸び悩みを招き、一次産品市況を悪化させ、石油輸入価格の上昇と相俟って非産油途上国を直撃した。産油途上国にしてもやがて石油輸出の伸び悩みと過剰生産からオイル・グラットとなるに及んでインパクトを免れることはできなかった。

第二に、米国が80年代以降採用した、拡張的な財政政策と金融引締というポリシー・ミックスであって、これが米ドル実質金利の異常高を持続させ債務国利払負担の増加を招き、かつ同じ政策の結果としてのドル高が債務国通貨での負担を加重した。

三番目は、途上国側の、野心的に過ぎた開発政策であって、開発レース発展レースの中で、当該国の国際収支制約に比して高過ぎる成長指向の結果、計画が挫折しては借入を増やし、それでも開発・成長を追って挫折・借入を繰返すという悪循環に陥ったのである。

以上は、一般に指摘されている途上国累積債務の直接原因であるが、これを助長したものを見逃してはなるまい。ここまでの歴史叙述とカントリー・リスクという主題との接点も実はそこにある。

第一に、ユーロ市場という自由で大きい金融仲介の場の存在である。ユーロ

表1 原油、一次産品価格の推移

	原油 スポット平均, ドル/バレル	一次産品 (除燃料) 卸売価格指数 1990=100
1973	3.14	69.2
1974	11.22	83.9
1975	10.60	70.2
1976	11.83	77.3
1977	12.84	85.6
1978	12.95	86.9
1979	29.22	105.3
1980	35.48	111.7
1981	34.12	100.8
1982	31.38	90.8
1983	28.37	96.3
1984	28.25	97.9
1985	26.98	85.1
1986	13.82	82.0
1987	17.79	88.8
1988	14.15	109.0
1989	17.19	108.4
1990	22.05	100.0
1991	19.33	94.3
1992	19.03	94.4
1993	16.82	96.1
1994	15.90	109.2

Source: IMF "International Financial Statistics" Year Book, 1995  
IMF "International Financial Statistics" August, 1996

表2 米ドル金利の推移 (単位: %)

	6-mo. T-Bill <sup>1)</sup> Rate	30-Yr. T-Bond <sup>2)</sup> Yield	Fed. Disc <sup>3)</sup> Rate
1979	10.017	9.28	10.28
1980	11.374	11.27	11.77
1981	13.776	13.45	13.42
1982	11.084	12.76	11.02
1983	8.75	11.18	8.50
1984	9.80	12.41	8.80
1985	7.66	10.79	7.69
1986	6.03	7.78	6.33
1987	6.05	8.59	5.66
1988	6.92	8.96	6.20
1989	8.04	8.45	6.93
1990	7.47	8.61	6.98
1991	5.49	8.14	5.45
1992	3.57	7.67	3.25
1993	3.14	6.59	3.00
1994	4.66	7.37	3.60
1995	5.59	6.88	5.21

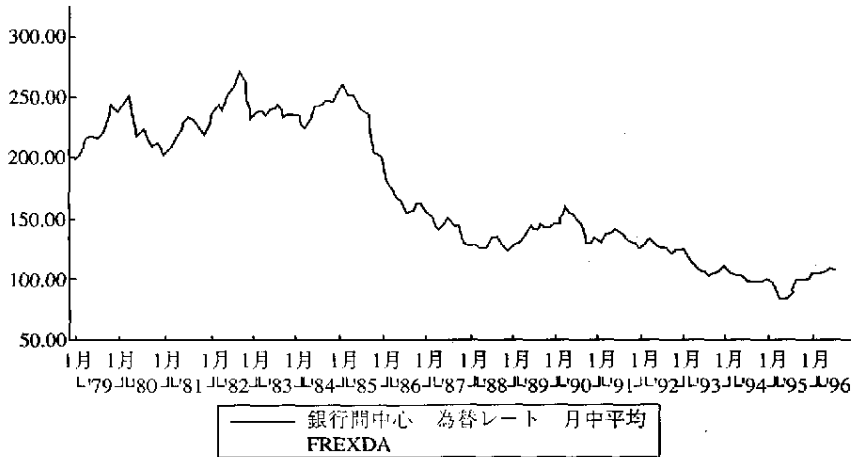
1) Rates on new issues      2) Yields on the more actively traded issues

3) Rates by Federal Reserve Bank of New York

Source: U.S. "Economic Report of the President" 1996

図1 ドル/円為替レートの推移

平成8年9月5日



Source: 東京三菱銀行

表3 開発途上国の国際収支<sup>1)</sup> (単位: 10億ドル)

	貿易収支	経常収支		貿易収支	経常収支
1977	37.7	-1.0	1987	42.1	-5.5
1978	8.9	-36.6	1988	32.4	-15.9
1979	58.2	0.5	1989	50.1	-10.6
1980	94.9	23.3	1990	58.8	-4.9
1981	41.2	-55.7	1991	11.8	-83.0
1982	8.0	-94.2	1992	-15.9	-67.4
1983	13.1	-72.6	1993	-49.3	-101.9
1984	49.4	-33.6	1994	-28.3	-67.3
1985	43.4	-26.6	1995	-37.7	-79.0
1986	6.1	-48.1			

1) 中東産油国を除外

Source: IMF "World Economic Outlook" 1984, 1993, 1996

市場を通じるオイルマネーのリサイクルは、一時的なカンフル注射として役立つが、反面、開発政策の破綻を糊塗し抜本的改革を先送りさせることにもなった。

第二に、資金仲介者たる民間金融機関の収益追求競争が、「みんなで渡ればこわくない」式のビヘイビアとなって途上国債務の累積を加速させたことも否めない。

以上を裏返して言えば、国際収支の過不足は、そもそもゼロ・サム・ゲームであって、一方に不足あらば他方に過剰あり、そのマッチ・メイキングの場がユーロ市場という至便の形で存在し、途上国側の開発競争、金融機関側の収益追求競争を煽った、ということになる。

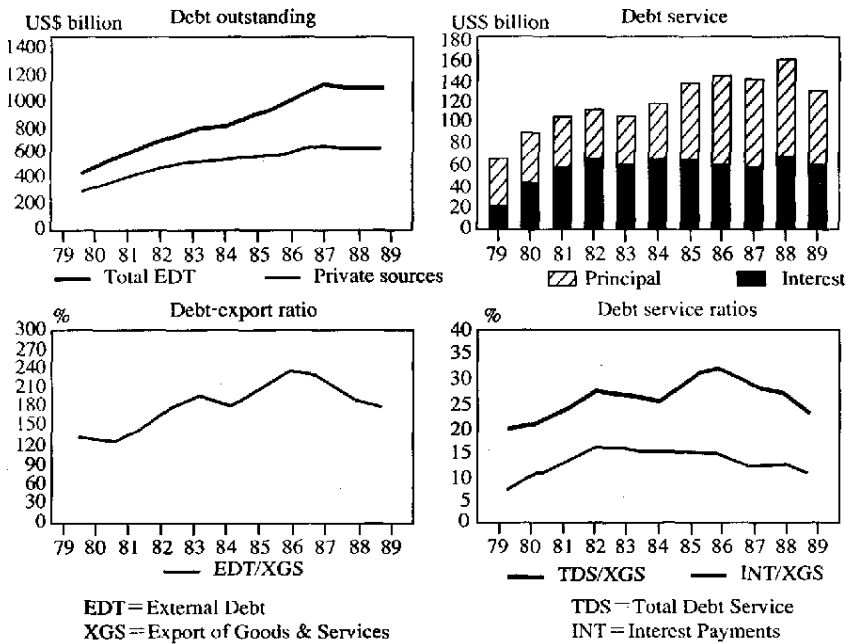
### (3) 途上国累積債務の実状と打開策

途上国の対外債務規模は、77年の3千億ドルそこそこから84年の8千億ドル超にまで急拡大した。その間、リスケジュールリング（以下リスケ）を余儀なくされる例が漸増、82—83年のメキシコ危機以来、件数的にも金額的にも、燎原の火の如く燃え上り、カントリー・リスクの問題も否応なしに浮上して来た。

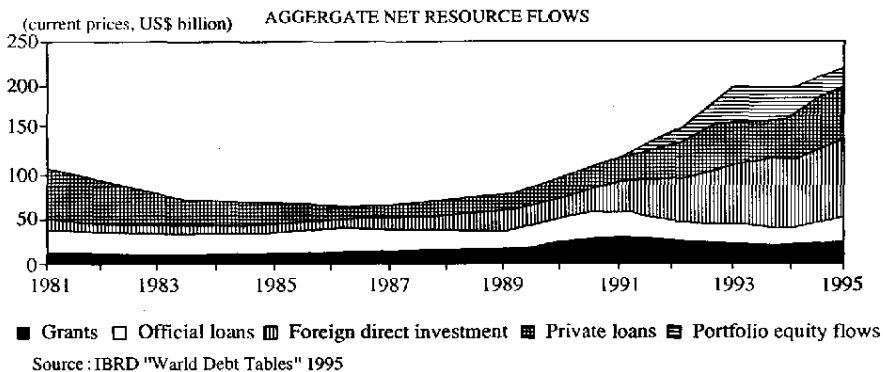
それ以来、IMFを前面に立てて、関係各国の政府、国際金融機関、民間金融機関が協調しつつ多国間リスケをまとめ上げるパタンができ上って来た。その場合、IMFがニューマネー投入を含むリスケを先導すると共に当該債務国の緊縮政策等を伴う経済再建努力をモニターする役割を担った。

このパタンは、米国をはじめとする世界景気の好調にも支えられ、多年度リスケがまとまるケースも出てうまく機能するかに見えたが、やがて景気後退にさしかかるにつれ、債務国側ではインフレ・財政赤字拡大が進み、政治的要因もあってディシプリンの維持が困難となり、債権者側でも民間金融機関の消極的態度から貸出純増は期待できない状況となった。そういった背景の中で、85年10月ソウルIMF総会で所謂ペーカー提案という一石が投じられたのである。

図2 途上国の対外債務関連グラフ



Source: IBRD "World Debt Tables" 1989





## II カントリー・リスクの概念<sup>4)</sup>

カントリー・リスクの認識が進む過程は、収益追求とリスク・テイキングが表裏の関係にありカントリー与信もその例外ではあり得ない、という当り前のことが、債務危機続発により、実感を以て受止められてゆく過程でもあった。

国はつぶれない、故に貸倒れはない、という素朴なソブリン信仰とでも言うべきものが暗々裡にあったほか、民間企業間与信におけるが如き、財務分析・経営分析・担保確保といった収益性安全性のための手法がそのままでは使えなかったこと、シンジケートの組成やボンド発行にかかわるテクニカルティが前面に出てリスク面の認識や検討がおろそかになりがちだったこと、何よりもそういう状況の中で融資競争がエスカレートしたこと、が痛切に反省されるところである。

### (1) カントリー・リスクの定義と分類

カントリー・リスクの定義は、リスク対象たる国を一般的基準で特定することから始まる。かかる国は「究極的に当該債務弁済を行う法的義務を有し、かつ、具体的に弁済を行う主体が属する国」と言えようが、その主体が国そのもの乃至国立機関であるとか、それらが連帯保証している場合とか、民間企業であっても当該国籍で外資とは無縁の場合、単純明快であるが、外資の絡んだ現法や支店或いは国外の担保や保証付となると、個々の具体的事情に即してリスクのありかを確める必要があるし、これから触れるカントリー・リスクの分類とも密接に関連して来る。

その分類であるが、リスク発生の要因とかリスクを生むエクスポージャーの範囲とか債務主体の性格とかを対比してみると解り易い。

先ず国際収支リスクと政治リスク。前者は国際収支悪化により外貨返済不能となるリスクであり、発生要因は直接的には経済的なもので、国内経済破綻—

4) 全般に、1)に掲げた文献参照。

国際収支悪化—外貨借入不能—外貨準備涸渇—外貨返済不能、というのが典型のプロセスである。これは、事情が好転すれば、資本収支の黒字つまり借入乃至資本流入でカバーされ得るが、究極的には経常収支の黒字化を俟たなければならないものである。もっとも政治・社会要因も廻り廻って経済要因に影響を与え得るし、経済要因が引金となって政治・社会不安を呼び経済悪化を深刻化して国際収支に到る、という風に政治リスクとの区分も絶対的なものではない。ただ、国際収支とは直接には関係なく、国有化とか収用とかによって外国の直接投資や投資債券を無にしたり、そこまで行かなくても一方的な法制や税制の変更で外資に瑕疵を与えたりする危険性を政治リスクとして、カントリー・リスクの範疇に捉えるのである。

次に、クロス・ボーダー・リスクとノン・クロス・ボーダー・リスク。貸手側から見て、或る国にその国の外で調達したその国の通貨以外の通貨を持込んだ場合、クロス・ボーダー・エクスポージャーが発生したと言うが、これに係るリスクがクロス・ボーダー・リスクである。借手側から見れば、究極的には当該国の経常収支黒字によって支払われねばならない、という意味で前記の国際収支リスクと紛らわしいが、国際収支リスクが直接的には経済要因に発して国際収支が悪化するリスクとして、政治要因に発する政治リスクと対置されるのと比べ、クロス・ボーダー・エクスポージャーある限り、経済・政治その他要因の如何を問わず惹き起され得るリスクのすべて、という点でより包括的である。

ノン・クロス・ボーダー・リスクは、借手の属する国の中での調達に見合う運用に係るリスクであって、貸手が外資であっても、通常の国内与信リスクと同様、当該国の国際収支とは無関係なものである。もっとも、国際収支が逼迫すると、国内資金市場も金融引締で逼迫することが多く、短期調達長期運用で所謂足違いがあったりすれば、調達面のアベイラビリティやコストの面から、結局クロス・ボーダーで資金を持込まざるを得ず、クロス・ボーダー・リスクに転化することもあり得るし、また、政治リスクはいずれにせよ免れ得ないで

あろう。

ではあるが、債権者としてウォッチし管理する必要があるのは、第一義的には、クロス・ボーダー・リスクであり、単にカントリー・リスクという場合、これを指すのが一般である<sup>5)</sup>。

今度は、ソブリン・リスクとプライベート・リスク。中央政府乃至中央政府機関が債務主体乃至連帯保証人である場合、ソブリン・リスクと呼ぶ。カントリー・リスクの細分類の一つであるが、プライベート・リスクと較べリスクが小さいとされる。もっとも近頃政府の営む企業体ではコマーシャル・リスクもないとは言えず、政治リスクもあるので、単純ではないケースも多い。

プライベート・リスクでは、先ず通常のコマーシャル・リスクがあり、これがクリアされたとしても（プライベート・セクターの債務主体が自国通貨建ての返済資源・返済意志を持っていたとしても）、当該国の国際収支難から外貨に換えて支払うことができないという二重のリスクがある。この後の部分をトランスファー・リスクと呼びカントリー・リスクの一つとしてカウントする。発生要因から見る国際収支リスク、エクスポージャーの範囲から捉えるクロス・ボーダー・リスクと重なる部分が多いが、外貨への交換性という一点で仕分けるものである。

以上、カントリー・リスクという概念を、異なる切口により定義し分類してみたが、実務的には、先ずエクスポージャーの範囲からリスク管理対象と特定し（クロス・ボーダー・リスク）、その対象について、リスク発生の要因や債務主体の性格などから細分して行って、それぞれのリスクの度合を測る、というのが一般であろう。

## (2) カントリー・リスクの計測

カントリー・リスクの大きさは、抽象的には、（カントリー・エクスポー

5) 85年頃BISが世界の主要銀行からカントリー・エクスポージャーの計数をとり、まとめてフィード・バックし始めたが、これもクロス・ボーダーを対象としていた。これが88年のバーゼル合意を得て所謂BIS規制となり、その中に吸収される。

ジャーの大きさ)×(損失発生の蓋然性)、と表し得ようが、実際の計測は、債務者の種類や債権の形態の多様性・複雑性と計数データを取る上での制約とが相俟ってしかく簡単ではない。

エクスポージャーについては、クロス・ボーダーのものをとるのが実際的であるが、これを損失発生の蓋然性と結びつけるために、債務主体を中央政府・地方政府・金融機関・民間企業、等に分け、債権の種類も直接投資(含、合弁)・間接投融資や実物資産・金融資産の別、金融資産は出資金・貸出・債券・保証といったものから近頃順にウエイトの高まったオフ・バランス・シート物も区分して含めることが必要になる。債務主体が当該国にとっての外資系の場合、現法・支店の別、第三国の保証や担保の有無も重要である。細かくは、その債権が直接外貨獲得に結びつくプロジェクトに関連しているとか、将来の外貨獲得につながり得るインフラ開発に関わっているとかが、といった場合と将来の裏付けのない純粋な国際収支赤字補填の場合、等の区分も望ましい。

損失発生の蓋然性は、債務国の経済・政治・規模等から判定される一般的な格付をベースに、債務主体の種類、債権の内容・態様、期間の長短などによって変って来るが、実務的には、エクスポージャーを資産・債権内容によって区分しそれぞれのリスク度<sup>6)</sup>に応じたウエイトを掛けて集計しこれに当該国の評点を乗じて当該国についてのカントリー・リスクの目安とするのがやり易い。

### III カントリー・リスクの評価と限度設定<sup>7)</sup>

カントリー・リスクの概念とエクスポージャーを確認した上で、そのリスクをどう評価し総体としてのリスクを期待収益と釣合のとれた範囲におさえこむか、という問題である。

6) この点もBIS規制に反映されていること周知の通り。

7) 全般に、1)に掲げた文献参照。

## (1) チェック・リスト・アプローチ

対象国について共通のチェック・ポイントをリスト・アップして横並び比較し、その結果によって格付（レーティング）と与信限度（シーリング）設定を行う。

チェック・ポイントとしてどんな項目をとるか、どうレーティングやシーリングに結びつけるか、手法は様々で、詳細は企業秘密に属しようが、一般的には、将来の対外支払能力に関りのある政治的社会的経済的諸要因を、計数データのアベイラブルなものは極力定量化し、定量化にどうしても馴染まないものも定性評価の結果を数値化して、カントリー与信に体力上政策上配賦し得る総額の大枠の中で国別シーリングを決める、ということになろう。

項目選定に当たっては、政治・社会・経済といった切口、定量・定性という区分のほか、将来の対外支払能力上の効果発生までの時間、その効果の持続時間、によって短・中・長期の区別を行うことにより、レーティングやシーリングの現実的有効性を高めることも行われる。

若干例示すれば、短期項目として、対外準備の輸入カバレッジ、デット・サービス・レーショ、など、中期項目では、財政赤字や経常赤字とGNPやその成長率との対比、輸出弾性値と輸入弾性値との対比、など、長期項目としては、成人識字率や所得格差など、が定量項目に含まれる。

定性項目では、長期的なものが多く、将来の外貨獲得の期待性、市場メカニズムの有効性、国際収支制約との関連での成長政策、政治軍事安定度、民族性や社会規律などが評価の対象となろう。

ただ、将来の対外支払能力を左右するポイントは国によって異なるので、共通尺度をあてはめようとするアプローチには当然限界があり、結果に様々な歪みが出て来るのは避けられない。例外規定を設けて歪みをミニマイズしたり、格付機関により公表されるレーティングと較べるとか、常識との乖離を発見し吟味して補正したりすることが必要である。とはいえ、すべての国について、次に述べるイン・デプス・アナリシスを行い、アップ・ツー・デイトに維持する

のは、コスト・パフォーマンス上でも無理があり、謂わば共通学力テスト的なこのアプローチの実用性は高い。

## (2) イン・デブス・アナリシス

将来の対外支払能力という角度から、政治社会経済各面にわたって包括的な検討を加え、対外債務セクターを含んだ当該国経済の中長期予測を行う。

スケルトンを例示すれば、政治・社会の基礎構造、マクロ国内経済、産業・貿易構造、財政、金融、国際収支、為替相場、対外債務、などについて現状を掘下げた上で、中長期展望についてはモデル予測とその結果の解析をもとに結論を導く、ということになる。

各国共通のデータの存在を前提としてのアプローチだけでなく、当該国独自のデータに基づいて深く分析するということで、共通テストのあとでのそれぞれの学校独自の個別テストになぞらえ得る。

## (3) アーリー・ウォーニング・システム

チェック・リスト・アプローチやイン・デブス・アナリシスにはそれぞれ効用があるが、いずれも、ある特定の時点での評価・分析であって、刻々の激しい変化について行くためには、地震における定点観測のようなものを国についても行うことにより、何等かの異状あらば早期に警報を発し得る体制が目指される。

観測対象項目を国ごとにどう決めて組合せるか、ウォーニング発動のタイミングと伝達の仕組をどう決めるか、更に、現実問題としてどれだけのスタッフを充て得るか、などがシステムの有効性に関して来よう。

## IV 管理システム構築・運用上の諸問題

カントリー・リスク管理システムの基礎構造を形成する下記三つの面をめぐり諸問題に触れておきたい。

- (1) エクスポージャー管理
- (2) レーティング作業
- (3) シーリング設定

先ず、エクスポージャー管理について。これは、主として、先に述べたクロス・ボーダー・エクスポージャーを集計することになるが、カントリー・リスク管理上定義された概念に基づく計数を既存の財務計数から導くことの難かしさ、或いは、財務計数に突合せてプルーフを得ることの難かしさ、また、取引の多様性複雑性のため概念規定に当てはめることの難かしさ、などがついて廻り、かなり大雑把な捉え方にならざるを得ないのが実状である。

たとえば、定義上、或る国に所在する外資系現法は当該国のエクスポージャーにカウントし、支店の場合、よしんば対外返済不能になったとしても当該国外所在の本社に求償し得るということで除外（本社所在国に算入）するのが一般であるが、現地支店のクロスボーダー債務の肩代り弁済を本社が納得せず係争になった例もあり、単に名目上の現法・支店の区別だけではなく、実体を見て判断する必要もある。ただ厳密化・複雑化には際限がなく、またそうすれば確実という保証もないとあらば、最後は、実務的に割切らねばなるまい。

また、現法と言っても、その所在国の対外支払能力と切離して弁済原資となり得るようなもの——船とか航空機とかのモノやチャーター料など——がある場合も、機械的に当該国のエクスポージャーに入れる必要はないかもしれない。

更に、コマーシャル・ペーパー・バックアップ・ファシリティなどもろもろのコミットメント・ビジネスや、スワップ、オプションなどファイナンシャル・デリバティブズと総称されるものなど、どの程度の確率でリスクとして顕現するのか、とても一義的には決められない。それぞれ掛目（かけめ）を設けてエクスポージャーに入れるといった工夫になろうが、ここでも割切りが不可避である。

一定の割切りの下に集計を行った上で、財務会計上の計数と突合せ可能なところにまで持って行くのが理想であろうが、エクスポージャーの中味自体、新

しい取引形態が次々と出て来るなど流動的であり、概数把握に止まらざるを得ないのが実状であろう。

次にレーティング作業。チェックリスト・アプローチに基づくレーティングに歪みが生じるのは避けられない、ということは先に述べた。

このアプローチは相対評価による謂わば汎用プログラムであり、汎用プログラムに馴染まない国については、必要な修正を施した特定プログラムが必要になる。例を挙げれば、コメコン諸国<sup>8)</sup>については、社会体制が異なるので、インフレ率など公表統計を額面通り使ったのでは有意性に疑問が生じるし、そもそも共通項目に対応する情報がなかなか得られない。また、それら諸国を一つの経済圏と見做すならば、全体としてのパフォーマンスと考え合わせる必要があるだろう。そのほかにも、データのアベイラビリティやリライアビリティが乏しい国、諸指標は良くても経済規模が極端に小さい国、などは、チェック・リストの中で、「データ上の制約」を定性要因の一つとしたり、規模指標の幾つかを定量要因として組込んだりしても、なお結果の有意性に疑問の残る場合が多い。汎用プログラムは、所詮、標準型を基準として構築せざるを得ない以上、上記のように偏差の大きい例は、特定プログラムで救済せざるを得ない。

特定プログラムを適用しても救済し切れないようなユニークな国については、これはもう、レディメイドもオーダーメイドも無理ということで、個別の補正を、悪く言えば鉛筆をなめて行わざるを得ない。この場合、必ずしもイン・デプス・アナリシスを行うというのではなく、現実には、各国の横並びをしてみた上で、公表されるレーティングや他の金融機関・企業のビヘイビアを参考にしながら、最終的には、主観的な補正を施したりするのである。

イン・デプス・アナリシスこそオーダー・メイドであるが、時間とコストの面で、全対象国を網羅して、汎用プログラムを補強するには無理がある。汎用プログラムは、その相対的簡便性と共に、鳥瞰図として横並び比較を可能にする点で、先述の通り、実用性が高いのである。

8) 85年現在、冷戦崩壊の89年以前の記述。もっとも現在でも公表統計には問題が多い。



三番目、シーリング設定について。レーティングは、チェック・リスト・アプローチによるにせよ、イン・デプス・アナリシスにより補強するにせよ、クレジット・アナリストの立場での評価である。これをビジネス・セールスの立場から、当該国の収益機会や競争要因を見ると別の面が出て来る。多くの場合これら両者は相反的であって、プライシングが或る程度までその間を調整できるとしても、安易な野合は禁物である。アナリストの観点とセールスマンの観点と、この二つを止揚して経営としてのポリシーを持つことが肝要である。カントリー・ポリシーが定まれば、たとえば自己資本で示される自らの体力と関連づけ、既存エクスポージャーをも睨みながら、国別、地域別、長短別、のシーリング設定を行い、最終的には当該金融機関のポートフォリオ・マネジメントの立場から、カントリー与信合計についてのシーリング設定を行うのである。手続的には、カントリー与信の大枠を決めて出発しても、個別シーリングを積上げた上でカントリー与信総枠を決めて、全体を調整しても、原則さえはっきりしていれば、結果は変らぬはずである。また、クレジットの立場で先ずシーリング設定し、ビジネス乃至マーケティングの立場と調整をはかるか、その逆か、原則があれば、どちらということはないはずで、この過程は、企業に対する与信限度設定の場合と本質的に変わらない—と言うよりも、むしろ企業与信の手法を援用しているもの、と言うべきであろう。

最後に、もう一度、リスクとリターンの裏腹の関係を強調し、その関連で、カントリー・リスク把握上のもう一つの課題に触れておきたい。

カントリー・リスクがカントリー・プロフィットを追求するところに発生する以上、リスクと同様にこれに対応するプロフィットの的確な認識と把握が欠かせないのは理の当然であろう。シーリング設定における期待収益による調整もこれなくしては主観的恣意的なものになるおそれがある。

ところが、現状特に我が国の企業会計は事業所別せいぜい事業部門別把握に止まり、カントリー・エクスポージャーやプロフィットについては極めて不十分である。事業所や事業部門といったプロフィット・センター別の資産運用や

収益を分解して、カントリー・リスクに見合う形に再構成する管理会計手法とそれをサポートするコンピューターソフトを実用化しないと、リスク・サイドだけ如何に精緻化しても、効用には限界があろう<sup>9)</sup>。

その分解に当って、第一は国別（カントリー別・カントリーグループ別）であり、第二は借手別（パブリック・プライベートのセクター別、業種別）であり、第三には取引態様別（貸出・証券などのプロダクトライン別、シキュリティイゼイションやオフ・バランス・シート取引の進行がこの区分の重要性を増しつつある）である。そこではじめて、リターン・オン・リスクという形の収益性の把握が可能となり、カントリー与信に対する経営資源の適正配分という管理の究極目標を射程距離に捉え得ることとなる。それを頭において、できることを着実に進める、というに尽きよう。

以上、実務的な側面から、しかも個別金融機関の立場に偏した議論に終始したが、世界経済における円滑な資金サイクルを確保するという国際経済社会全体にとってのリターンを目指し、世界全体としてカントリー・リスクをどう評価するか、どこまでリスクをとれるか、というのが大きい問題である。ミクロでのリターン追求が、リスクの適正な評価を通じて予定調和的にマクロでの世界秩序をもたらす、などという神話が或立たないのは、途上国累積債務の実状そのものが示すところであり（ミクロが適正な評価を行って来なかったならしなさも先に触れた通りだが）、さればこそ、国際金融秩序回復維持のため、B I Sを中心とする金融ディシプリン強制やベーカー提案など国際協力による累積債務解きほぐし努力のマクロ対応が必要になった、という指摘を以て結びとしたい。

## VI 追 補

カントリー・リスクの適切な把握と管理は筆者が85年当時在職していた東京銀行（現東京三菱銀行）の最大課題の一つであり、途上国累積債務に悩む国際

9) 米国では、まだ不完全ではあるが、地域情報の開示が進んでいる。

金融界共通の課題でもあった。そこで同行の実務責任者としての具体的な問題意識の下に、カントリー・リスクを国と国との間の資金フローの歴史の変遷という文脈の中で捉え、その上で民間金融機関の収益追求過程におけるリスク・マネジメントという切口から、相対評価に基づくリスク・マネジメント—期待収益を絡めてのポートフォリオ・マネジメント—資金・人材の配分というリソース・マネジメントという論理的整序を念頭に構成しようとしたのである。

その後十余年、途上国累積債務問題就中南米諸国のそれは、最近パナマと民間銀行団との交渉が残存債務の証券化についての合意で決着、ペルー分が年内にも解決すれば、ほぼ処理が完了する見込と報じられている<sup>10)</sup>。

この時点で、十余年前の小論を持出す意味はあるか、あるとしても全面見直し書直しが必要なのではないか、自問自答の挙句、結論として、統計をアップデートした外は85年当時のものをほぼ原形のまま提示することとした。理由を一言で言えば、その視点論点は当該時点での整合性完結性を備えているだけでなく、技術面も含め総体として現時点でもなお有効 (VALID) であり中途半端にいじるのは当を得ないという判断に基づく。

これを85年代以降の現実の動きに触れながら今少し敷衍してみたい。

(1) ナショナル・ボーダーを股にかけての資金フローは、各国間の経済発展段階の格差、景気変動のずれ、経済政策の相違、更には政治要因から、今後とも続くであろうし、国際障壁が低くなりグローバル化が進展するにつれその流れは複雑化しかつまた加速化しよう。

もっとも、交錯する流れの向きや水嵩は時代時代の刻印を受け、その流れの中の登場人物も移り変ってゆく。冷戦崩壊後の旧コメコン諸国、中国を含む東アジア諸国、更には東アジア諸国と並んでエマージング・カントリーズと認識されるに至った中南米諸国など、その移り変りに即して吟味し直されなければならないであろう。しかしながら、個々のカントリー・リスクの内容はともかく、歴史的な文脈の中でカントリー・リスクを捉えるという立場は現在将来とも

10) 96年8月6日 日経記事参照。

有効であり続けよう。

(2) この十年程の間の、特に米国大手行におけるリスク・マネジメントの考え方や手法の開発は目覚ましい<sup>12)</sup>。S & L危機、コンチネタル・イリノイ破綻などと共に途上国累積債務問題がその契機となったことは間違いない。また、会計基準の面でも進展が見られる<sup>13)</sup>。但し、流動性リスクや金利・為替に係る市場リスクについてはデータのアベイラビリティやリライアビリティが高くコンピューター処理に馴染み所謂ファイナンシャル・デリバティブによるヘッジや包括的ALMによる対応が可能なのに比し、カントリー・リスクの根幹をなすクロス・ボーダーの信用リスクについては、データにバラツキが避け難く、個別債権についての格付に標準化・一般化の進展が見られるものの、全体としては手法的に見て筆者が紹介したものの延長線上にあるのではないか。

(3) また、筆者の強調した、収益機会とリスク・エクスポージャーのはざまでもブティマムを追求しつつポートフォリオの中に位置づける、という趣旨は、その後進展を遂げたポートフォリオ・マネジメントの考え方、或いは、所謂BIS規制<sup>14)</sup>といったマクロ対応やリスク調整後資本利益率(RAROC)<sup>15)</sup>により経営資源配分するというミクロ対応と通底して今に活きている、と言えよう。

(4) 途上国累積債務処理の道程では、既に触れたベーカー提案を経て89年3月のプレイダイ提案が同年4月のG7会議で「新債務戦略」として結実し、IMF・世銀等国際金融機関により策定された経済計画を債務国が実施することを前提に、債権国、国際金融機関、民間金融機関、それぞれの役割が示された。

11) リスク・マネジメント一般、国際会計基準、国際銀行監督規制に関する文献リスト

(1) 高橋洋一ほか「ALM」(銀行研修社、1996)  
 (2) 日下部基雄「金融機関リスクマネジメント」(金融財政事情研究会、1995)  
 (3) 安田嘉明「金融リスクと銀行経営」(税務経理協会、1994)  
 (4) 関野勝弘、杉本浩一「リスクマネジメント」(金融財政事情研究会、1993)  
 (5) 徳田博美編「自己資本比率と銀行経営戦略の転換」(金融財政事情研究会、1989)  
 (6) 吉井一洋「会計基準の国際的調和化の動向」(人と投資資料、1993、4)  
 (7) 平島真一「国際銀行監督規制の進展」(東銀月報、1993、3)

12) 同上。

13) 同上。

14) 同上。

並行的に民間金融機関側では限界はあるものの情報データの蓄積とその解析をベースに既に触れたような評価格付が進み、それが支援パッケージにおけるニューマネー投入、元本削減、利払軽減、証券化といったオプションの多様化とそのプライシングの適正化を裏打ちし、更には途上国向債権売買やデット・イクイティ・スワップの市場形成を促して「新債務戦略」に実効性を与えた。他方、「新債務戦略」の枠組の中での債務国の経済改革を支えた実体経済の動きも見逃せない。80年代以降の石油価格の低位安定、85年プラザ合意以降のドル安低金利政策による債務元本・利払負担の軽減、米国経済活性化による米国向輸出増加と米国民間投資流入増大など、80年代前半のサイクルが逆回転したことが大きく寄与したのもたしかである。とすれば、今こそカントリー・リスクはトピックスとして前面から退いているかに見えるが、一旦サイクルが暗転すれば再び問題化する可能性は否定できず、そこに、カントリー・リスクを概念的にも手法的にもしっかり固めておく意味がある。

(4) 繰返しになるが、カントリー・リスクを、国際資金フローの歴史的文脈の中で捉え、リターンとリスクを秤にかけてエクスポージャー管理とプライシングに反映させて資産運用総体の中に位置づけ、それに応じて資源適正配分に資する、という基本は、時移り内容が変わっても、他のリスクと較べデータそのものに制約があるだけに、投融資行動のアカウントビリティを高める、という実践的意義において、一層重要であろう。こうした基本は、この十年程の間に国際金融秩序を揺さ振って来た様々な事件に対処する過程で定着して来たものだけに、後講釈になるが、我が国バブル期の金融機関の行動様式やその事後処理のアカウントビリティの欠如に思いを馳せる時、今後の指針として多分に示唆的である、と言えまいか。