



欧州債務問題のなかで くすぶる小国リスク

—スロヴェニアの不良債権問題—

土 田 陽 介

はじめに

本小論は、債務問題の渦中にある欧州において、いわゆる「小国リスク」としてくすぶるスロヴェニアの経済危機について、その根幹にある不良債権問題に焦点を当てて考察するものである。

ユリヤンアルプスと地中海に抱かれるように位置するスロヴェニアは、人口2百万程の中東欧の小国である。首都リュブリヤナはハプスブルク時代の影響が色濃く残り、ブレッド湖などに代表される欧州有数の景勝地も数多く存在している。

スロヴェニアはかつて隣国クロアチアなどとともにユーゴスラヴィア連邦共和国（旧ユーゴ連邦）に属していた。市場社会主義路線を歩んだ旧ユーゴ連邦のなかでも高い生産性を有した同国は、1991年6月に独立した後も、比較的順調な市場経済化の道のりを歩んできた。そのことは、同国が2004年にチェコなどと欧州連合（EU）へ加盟し、2007年には中東欧の先陣を切って通貨ユーロを導入した事実が端的に物語っている。

そのような中東欧の「優等生」であったスロヴェニアもまた、欧州債務問題のなかで信用不

安に揺れることになった。2013年春先には同国の債務不履行懸念が高まり、EU経済の安定を脅かした。混乱の原因是、厳しい財政再建が呼ばれる折、深刻な不良債権問題に苛まれる大手国有銀行を救済するための資金を、政府が起債によって賄うことが出来るか、金融市場が疑心暗鬼となったことにある。

スロヴェニアの不良債権問題は欧州のなかでも極めて深刻である。2008年末における銀行の不良債権比率は2008年末で対融資総額比3%強であったのが、2012年末には同24.0%（GDP比15.4%）と大幅に上昇した。その水準は、不動産バブルの崩壊や債務問題に伴う景気後退を受けて深刻な不良債権問題に苛まれているスペイン（10.4%）より高い。そしてその不良債権問題が、国営の大手金融機関を主な舞台としている点でも特徴的である。

スロヴェニアのような「小国」の問題が欧州経済全体の安定を脅かすという状況（小国リスク）は、欧州内の経済取引が深化してきたことの皮肉な結果でもある。EUでは欧州中央銀行（ECB）による債券買い入れプログラム（OMT）などの危機対応策の整備が進む一方で、深刻な景気低迷をもたらした既往の財政再建路線にも修正の動きがみられる。こうした流れを好感した市場では不安心理が和らぎ、スロヴェニアの

土田 陽介：三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 調査部 研究員

国際金融 1253号 (25.10.1)

問題も落ち着きを取り戻しているが、金融安定化策の是非を巡る内外の対立が続くなかで、同国の問題が再び顕在化し、欧州経済の足かせとなるリスクが存在する。

本小論は、このように欧州の小国リスクとしてくすぶるスロヴェニアの不良債権問題を検討し、政策当局に求められる対応の在り方について考察を行う。

構成は以下の通りである。第1節では、スロヴェニアの銀行危機を引き起こした不良債権問題の様相を整理する。続く第2節では、同国において不良債権問題が深刻化した原因について考察する。さらに、第3節では二大公営銀行の経営問題が国際的な金融不安へと広がるリスクを有していることを、第4節では今般の銀行危機を巡る政策対応の特徴と問題点を指摘する。そして最後に、簡単な結論を述べる。

1. 経済の重荷となる企業部門中心の不良債権問題

まず、リーマン・ショック後のスロヴェニアのマクロ経済動向を概観しよう（図表1）。

図表1 主要マクロ経済指標

	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年		
							前半	Q1	Q2
一人当たり GDP ¹⁾	17,135	18,420	17,415	17,379	17,620	17,244	—	—	—
実質 GDP 成長率 ²⁾	7.0	3.4	-7.8	1.2	0.6	-2.3	-2.9	-4.4	-1.5
内需寄与度	16.6	3.2	-7.6	-9.1	-1.6	-9.4	-4.5	-6.7	-2.4
外需寄与度	-9.6	0.1	-0.3	10.3	2.2	7.1	1.6	2.3	0.9
経常収支 ³⁾	-4.2	-5.4	-0.5	-0.1	0.4	3.3	5.7	6.1	7.6
貿易収支	-1.2	-1.9	2.0	1.3	1.4	4.8	7.0	8.0	8.4
外国直接投資（純額）	-0.7	0.9	-1.9	1.2	1.8	0.5	-2.3	-0.8	-7.2
対外債務 ³⁾	100.5	105.3	113.8	114.8	110.9	115.7	115.6	115.7	115.6
消費者物価 ²⁾	5.6	0.0	1.8	1.9	2.0	2.7	1.9	2.3	1.5
同コア	—	—	—	0.1	0.4	1.7	1.2	1.5	1.0
失業率	7.7	6.7	9.2	10.7	11.8	12.0	13.3	13.5	13.0
財政収支 ³⁾	0.0	-1.9	-6.3	-6.0	-6.4	-4.0	—	-10.5	—
公的債務残高 ³⁾	23.1	22.0	35.1	38.7	46.9	54.3	—	58.8	—
株価（SBITOP） ⁴⁾	2,208.4	1,635.6	973.1	888.7	720.7	569.8	619.6	618.2	621.1
銀行融資残高 ³⁾	78.7	85.4	92.6	94.2	90.1	87.4	85.9	86.9	85.9

(注1) ユーロ

2) 前年比、%

3) 対 GDP 比、%。ただし 2013 年前半は 1 年間の移動累積ベース。

4) 2006 年 3 月 31 日=100、期中平均

(出所) スロヴェニア統計局、同中央銀行

同国の一人当たり GDP は 2008 年時点で 18,420 ユーロと中東欧でも最高水準を誇っていたが、以降は停滞が続き、直近 2012 年には 17,244 ユーロにまで減少した。実質 GDP 成長率の推移が示すように、内需の低迷が景気の重荷となっている。ただ景気の下支え役である外需も、おもな輸出先であるユーロ圏の中核国がさえないなか、力強さを欠いている。

経常収支が 2012 年時点で対 GDP 比 3.3% になるなど、内需の低迷を反映して対外不均衡は改善されたが、弱含みで推移する物価や悪化に歯止めがかからない失業率が物語るように、国内の不均衡は依然深刻な状況にある。また、税収減と歳出増に伴い財政赤字と公的債務残高の規模が膨らみ続けている。さらに金融面でも、株価の水準は 2008 年のピーク時点の半分以下の水準まで低下している。

このように内需を中心に低迷が続くスロヴェニア経済であるが、その主な原因是、同国における銀行危機と、その根底にある不良債権問題に他ならない。

銀行部門による非金融法人向け融資に占める不良債権（90 日以上の延滞債権）の比率は、

2012年末で24.0%に達した（図表2）。リーマン・ショック前の07年時点はわずか2.3%であったことから、この間に不良債権の規模は10倍以上も膨らんだことになる。銀行の属性別に不良債権比率をみると、国内の大銀行（ノヴァ・リュブリヤナ銀行（NLB）とノヴァ・マリボル信用銀行（NKBM）の「二大國營銀行」）に相当⁽¹⁾が30.4%、国内の中小銀行が22.8%、外国銀行が12.1%と、問題は国内の金融機関に集中している。産業別にみると、建設業が60.8%と圧倒的に高く、金融仲介業（43.4%）、情報通信業（24.5%）、宿泊・飲食業（21.3%）、法人向けサービス（21.0%）の順に、不良債権比率が悪化している。加えて、製造業の不良債権比率も大銀行を中心に高まっており、銀行部門全体では17.4%に上っている。さらに、国内の中小銀行では運輸業（32.4%）向けの不良債権比率も高まっているなど、不良債権問題は企業部門全体を蝕んでいる。

他方で、企業部門ほどではないにしろ、家計部門の不良債権問題も徐々に顕在化してきた。2012年末時点における家計向け融資に占める不良債権比率は3.8%、また正常債権比率は90.1%とそれぞれ前年（3.5%と91.2%）から悪

化している。また中小銀行の不良債権比率が、90日以上の遅延債権の場合で2009年の5.4%から11年には11.8%と、また90日未満の延滞債権の場合で2.6%から11.4%へと加速度的に上昇するなど、家計部門向け融資の焦げ付きは中小銀行に集中している。

以上の検討より、スロヴェニアの不良債権問題は企業部門を中心とするものであることが確認できた。それではなぜ、同国はこのような苦境に陥ったのだろうか。それを検討することが次節での課題になる。

2. 信用収縮の影響を受けやすかった銀行融資依存型の企業金融システム

前節で整理したように、スロヴェニア経済は企業部門を中心とする深刻な不良債権問題に苛まれている。不良債権問題が顕在化した直接のきっかけはリーマン・ショックとそれに伴う世界的な金融不安であるが、その後欧州全体で進んだ信用収縮が事態を一段と悪化させた。

銀行融資のトレンド（図表3）をみると分か

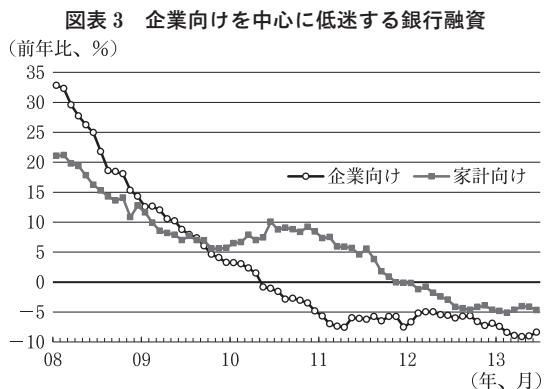
図表2 不良債権の産業別内訳（2012年末時点）

	非金融法人部門向け融資の構成比率				不良債権比率 ²⁾			
	銀行部門	国内銀行		外国銀行 ¹⁾	銀行部門	国内銀行		外国銀行
		大銀行	中小銀行			大銀行	中小銀行	
農林漁業・鉱業	1.3	1.2	1.9	1.4	15.5	17.3	7.1	16.1
製造業	25.8	27.6	23.1	23.1	17.4	20.7	15.9	10.2
電気ガス水道・その他サービス	5.8	4.8	3.6	8.2	2.8	3.8	2.1	1.9
建設業	14.6	16.4	16.6	10.5	60.8	70.0	54.0	36.9
卸売・小売業	17.3	15.1	19.8	20.8	14.4	19.8	10.9	8.0
運輸業	8.6	9.3	2.1	9.4	11.7	13.7	32.4	6.7
宿泊・飲食業	2.9	3.1	2.3	2.8	21.3	25.3	23.8	12.5
情報通信業	2.8	2.8	1.7	3.3	24.5	38.0	21.0	3.4
金融仲介業	5.6	6.6	7.8	3.2	43.4	54.6	23.5	14.4
不動産業	4.7	3.9	6.5	5.6	19.9	26.1	14.5	13.5
法人向けサービス	8.6	7.3	13.1	9.6	21.0	24.3	25.1	14.6
公共サービス	1.9	2.0	1.4	2.1	12.5	16.4	8.5	6.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	24.0	30.4	22.8	12.1
合計（百万ユーロ）	22,723	13,496	2,146	7,081	5,444.0	4,098.0	489.0	857.0

（注1） 外国資本による株式保有比率が50%を超える銀行を意味する。

2) 90日以上の返済遅延債権を意味する。

（出所） スロヴェニア中央銀行『金融監督報告書（FSR）2013年5月号』表5.14を転載。



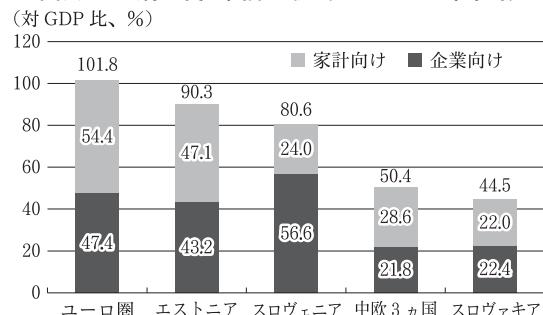
(注) 企業向けは企業物価で、家計向けは消費者物価で実質化した。

(出所) スロヴェニア中央銀行、同統計局

るよう、ユーロ導入前後から活発化した国外からの資金流入を受けて、銀行融資は前年比実質20~30%というハイペースで増加していた。それがリーマン・ショックを受けて腰折れし、とりわけ企業向け融資は、資金流入の先細りの影響などを受けて2010年中頃から前年割れに陥り、以降、減少幅が拡大基調で推移している。当初、不良債権問題は、既往の高成長に伴う不動産バブルが崩壊⁽²⁾し、2011年には大手2社(Vegrad社とSCT社)が倒産するなど壊滅的な影響を受けた建築業を中心へ悪化した。加えて、欧州債務問題の深刻化を受けて信用収縮が進むなかで、製造業など他の産業にも不良債権問題が拡大していった。

もっとも、こうした信用収縮は、程度の差はある中東欧一般で発生した現象である。にもかかわらず、なぜスロヴェニアでは不良債権問題が企業部門全体に蔓延する事態に発展したのか。その主な原因として、同国の企業金融が銀行融資に過度に依存しており、ゆえに信用収縮の影響を色濃く受けた可能性を指摘することができる。銀行融資残高(政府を除く非金融部門向け)の対GDP比(2008~2012年平均)をみると、スロヴェニアでは融資総額の規模がGDPの80.6%であったが、うちその大半は企業向け(56.6%)であった(図表4)。中東欧の中でも発展段階や経済規模から比較可能性が高いとみられるエストニア及びスロヴァキアと比較する

図表4 銀行融資の国際比較(2008~2012年平均)



(注1) 国内向け。なお企業向けは非金融法人部門に限定した。

(2) 中東欧3カ国はチェコ、ハンガリー、ポーランドの単純平均。

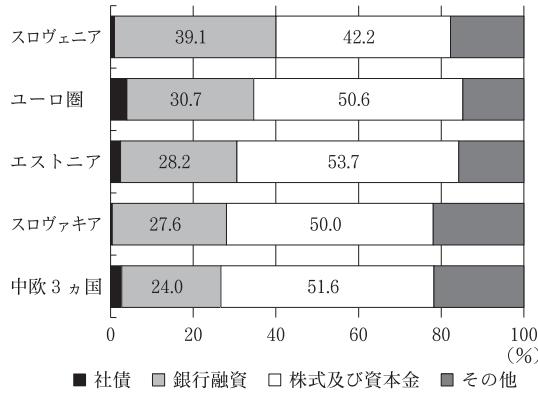
(出所) 欧州中央銀行及び欧州連合統計局

と、まずエストニアの場合、融資総額はGDPの90.3%であるが、うち家計向け(47.1%)の方が企業向け(43.2%)よりも規模が大きい。またスロヴァキアの場合は、家計向け(22.0%)と企業向け(22.4%)がほぼ同規模である。さらに中東欧の「先進3カ国(チェコ、ハンガリー、ポーランド)」と比べても、スロヴェニアにおける企業向け融資の規模は例外的に大きい。一方スロヴェニアでは、中東欧で広く発生した家計部門への過剰融資(Enoch and Ötker-Robe, 2007)は防がれていた⁽³⁾。

以上の特徴は、銀行による企業金融が他の中東欧諸国よりも発展していたことの証左である。しかし半面で、このことは、同国企業の資金調達が銀行融資に過度に依存していた可能性を意味している。最新2013年第1四半期における企業部門の資金調達構造をみると、スロヴェニアの場合、負債総額に占める銀行融資の割合が39.1%と、エストニア(28.2%)やスロヴァキア(27.6%)を大きく引き離している(図表5)。こうした観点に基づけば、スロヴェニアでは企業の資金調達が銀行融資へと過度に依存しており、それゆえに信用収縮の影響を大きく受けやすかったと考えることができる。

他方で家計向け、特に住宅ローンの焦げ付きが限定的である理由としては、貸借担保が取りやすいという特性をそもそも住宅ローンが有していることや、家計向け融資の規模が企業向け

図表5 企業の資金調達の国際比較（13年第1四半期）



(注) 中欧3ヵ国はチェコ、ハンガリー、ポーランドの単純平均。

(出所) 欧州中央銀行『資金循環統計』

融資を下回っていたことがあると考えられる。加えて IMF は、家計の住宅資産が負債を大きく上回っており、バランスシート調整に耐えるだけの余力を有していたことを指摘している。具体的に数値を挙げれば、スロヴェニアの住宅ローンの借入金比率 (LTV) は 60% 程度の水準にとどまっており、また可処分所得に対する負債の割合も 2010 年で 53% と、EU の平均水準（約 100%）に比べて低水準であった（IMF, 2012, p. 10）。もっとも、先に指摘したように、家計向けの不良債権問題も中小銀行を中心に徐々に顕在化している。また、こうした中小銀行はいわゆる地域金融機関に相当するため、住宅ローンの焦げ付きが地方経済にとって重荷になっている可能性が懸念される。

以上で検討したように、スロヴェニアの深刻な不良債権問題は、企業金融の銀行融資への依存度が高さを反映した現象とみられる。こうした同国の銀行部門は、先に述べた二大公営銀行を中心としているため、不良債権問題もまた二大公営銀行で深刻となっている。次節では、二大公営銀行の状況について整理しよう。

3. 南東欧諸国への波及が懸念されるスロヴェニアの不良債権問題

深刻な不良債権問題を受けて銀行の経営は困難に直面しているが、なかでも、合わせて銀行部門の総資産の 4 割弱を占めるなど銀行部門の中核を担う二大公営銀行（NLB と NKB）の経営が著しく悪化している（図表6）。

そのうち、国内の資産シェアの 3 割弱を保有する最大手金融機関 NLB の経営指標をみると、まず不良債権比率（総融資残高比）は 2011 年が連結ベースで 17.9%、12 年が 26.0% と悪化が続いている。その他についても、2012 年の最終損益は 2 億 7,400 万ユーロの赤字と、損失の拡大が続いている。経営の効率性と収益性を示す税引き後総資産利益率（ROA）は、12 年時点で -2.4% にまで低下した。財務の健全性を表す中核的自己資本（コア Tier 1）比率は、2011 年時点では 6.3% にとどまっていたものの、2012 年 10 月に欧州銀行監督局（EBA）が示した基準（9% 以上）を満たすべく増資などを行った結果、12 年末時点で 8.8%（単体では 9.9%）にまで上昇した。他方で国内二位の規模を有する NKB の場合も、2012 年の不良債権比率（総融資残高比）が連結ベースで 18.7% と、NLB よりは低いものの、11 年（13.9%）よりも水準が上昇した。2012 年の最終損失が 2 億 570 万ユーロと前年から 2 倍以上も赤字が膨らんだ結果、同年の税引き後 ROA は -3.7% と

図表6 2大銀行の主要経営指標（連結ベース）

	NLB			NKB		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
不良債権比率 ^①	10.5	17.9	26.0	12.1	13.9	18.7
最終損益 ^②	-202.0	-239.0	-274.0	11.4	-81.1	-205.7
税引き前 ROA ^③	-1.4	-2.0	-2.3	0.3	-1.8	-3.9
税引き後 ROA ^③	-1.2	-1.7	-2.4	0.2	-1.4	-3.7
中核的自己資本比率 ^④	5.2	6.3	8.8	7.4	7.6	8.1

(注1) %

2) 100 万ユーロ

(出所) NLB と NKB の『年次報告書』より作成。

なった。増資などの結果 12 年の中核的自己資本比率は 8.1% と 11 年（7.6%）を上回ったものの、経営悪化は深刻である。

他の EU 諸国と同様に、スロヴェニアでもまたユーニバーサルバンク制度が導入されているため、二大公営銀行は機関投資家としての性格も強く有している。そのため、二大公営銀行の存在は文字通り金融システムの中核的存在であり、それらの経営危機はスロヴェニアの金融システム危機に直結している。

さらに、銀行間市場の混乱を通じて、ようやく小康状態に落ち着いた欧州の金融不安を再び呼び覚ましかねないリスクを有している。加えて懸念されるのが、とりわけ NLB の経営危機が、EU のみならず旧ユーゴ連邦の構成諸国を中心とする南東欧（西バルカン）諸国の金融不安へと連鎖的に波及する危険性である。旧ユーゴ連邦時代の名門リュブリャナ銀行に出自を持つ NLB は、連邦崩壊後も地場銀行の買収や子会社設立などを通じて旧ユーゴ各の市場に積極的な攻勢を仕掛け、シェアを獲得していった。その結果、NLB の旧ユーゴ各のにおける 2010 年時点における市場シェア（資産ベース）は、ボスニア・ヘルツェゴヴィナ⁽⁴⁾ のうちスルプスカ共和国で 20%、同ボスニア・ヘルツェゴヴィナ連邦で 6%、またコソボで 15%、マケドニアとモンテネグロで 19% ずつ、そしてセルビアで 2% に達した⁽⁵⁾。これらの諸国はいずれもまだ EU に加盟しておらず、相対的に所得水準も低く政治的にも不安定さを有している。NLB の経営再建策では、旧ユーゴ諸国での投融資はコア業務と位置付けられたために事業整理の対象から外れたが、2012 年における融資が前年比で増加したのがコソボだけであるなど、旧ユーゴ各の投融資活動は低迷している⁽⁶⁾。二大銀行の経営再建が滞ったり、また南東欧での大幅な事業縮小などが実施されれば、南東欧向け与信が縮小し、欧州債務問題の余波を受けて疲弊の色が濃い南東欧経済に追加的な打撃を与える危険性が高まるだろう。

4. 二大銀行の再建支援を軸とする政府の危機対応策

スロヴェニアは通貨ユーロを導入しているため、自らの裁量で金融政策面から銀行危機を緩和させる手段（例えば無制限の流動性供給など）を有していない。こうしたなかで、公的資金を用いた二大公営銀行の再建支援が金融安定化策の中心となっている。

具体的には、2011 年から 15 年までを期間とする経済安定化計画の下で、政府はまず NLB に関して、自らに次ぐ株主であったベルギーの KBC 銀行から株式を段階的に取得し、国有化を進めた⁽⁷⁾。先述のように NLB が EBA の定める中核的自己資本比率の達成を視野に偶発転換社債の発行などを進めた結果、政府の出資比率は 12 年末で 76.9% にまで上昇した。一方の NKBM に関しても、政府指導の下、株式などの資産売却や劣後ローン転換などを通じて資本増強を行うなど財務体質の改善が急がれている。

加えて政府は、不良債権の処理を促すため、公的資産管理会社（バッドバンク）である銀行不良債権管理機構（DTUB）を 2013 年 3 月に設立した。DTUB 設立に際して、政府は GDP 比 11.0% に相当する 40 億ユーロの政府保証債を発行する予定であるが、このことは政府の歳出・負担増につながることになる⁽⁸⁾。なお DTUB は 5 年間の时限措置として設立され、以降、残余財産は国営事業や資産の一括管理を目的に新設される「スロヴェニア国家ホールディング（SSH）」に継承される予定となっている。

バッドバンクによる不良債権処理は多額の財政負担を伴う一方で、銀行から不良債権を切り分けることができるため、銀行による金融仲介機能を早期に正常化させることができる（Klingebiel, 2000）。他方で、政府による救済的な性格も強いため、銀行側のモラルハザードを誘発する危険性が懸念される手段でもある。もっとも、取りうる選択肢が限られるなかで、

金融の早期安定化を実現するためには、スロヴェニア政府がバッドバンクスキームを推進することは当然の成り行きといえよう。

ただ一連の金融安定化プログラムには、不良債権処理後も二大公営銀行の株式の一定部分を所有し続けようとしたり⁽⁹⁾、国営事業や資産を政府が一括管理しようとしたりする、スロヴェニアの伝統的な経済戦略観が強く反映されている⁽¹⁰⁾。他方で、支援側のEUは、融資の条件として構造改革（国有企業の民営化推進など政府介入の後退と制度設計の拡充など）の推進を声高に主張している。こうした対立がくすぶるなかで、市場は金融安定化プログラムの実現可能性に対して疑念を強め、2013年春に長期金利が急騰することになった。当初2013年6月に予定されていたDTUBへの不良債権移管を欧州委員会が不承認としたことが端的に物語るよう、スロヴェニア政府とEU（IMF）との対立は依然根深く、市場の不透明感は強いままである⁽¹¹⁾。

さいごに

以上本小論では、債務問題の渦中にある欧州で「小国リスク」としてくすぶるスロヴェニアの経済危機を、不良債権問題に焦点を当てて考察してきた。

第1節では、スロヴェニアの銀行危機の根底にある不良債権問題の概要を整理し、それが企業部門を中心に深刻化していることを整理した。続く第2節では、不良債権問題が深刻化した原因として、同国の企業金融が銀行融資に過度に依存していたため、信用収縮の影響を受けやすかった可能性に言及した。さらに、こうした不良債権問題の中心にある二大公営銀行の経営危機が同国のみならずEUや不安定な南東欧諸国に波及する恐れを有していることを、第3節で明らかにした。そして政府が二大公営銀行の再建支援を主とする金融安定化策に努めているものの、その是非を巡る内外の対立が市場に不安

視されていることが、同国の金融不安の長期化につながっていることを指摘した。

バッドバンクによる不良債権処理策は、確かにそれが政府による徒な銀行救済となってしまえば、銀行側のモラルハザードを促す恐れが非常に高いスキームである。また追加的な財政支出増が免れないため、政府債務が拡大し、安定・成長協定（SGP）違反が定着する恐れもある。もっとも、ユーロ導入により金融政策の裁量を失っているため、スロヴェニアが持つ金融安定化策の選択肢は限定されている。また、同国の危機が国際的にシステム的なリスクを有している以上、その金融安定化が最優先されるべき問題であることに議論の余地はない。こうしたなかで、スロヴェニア政府とEUが条件闘争に費やせる時間的猶予は極限られている。

二大公営銀行の完全民営化には否定的なスロヴェニア政府であるが、危機的状況が沈静化した後は、現在の産業統制的な経済運営志向は修正を余儀なくされようし、EUが求める二大銀行民営化に関する議論についても調整余地があるだろう。他方でEU側にも、今般の欧州債務問題が各国固有の問題以上にEUの制度的欠陥（つまり財政面を中心とする経済統合の不徹底）を反映したものであり、また深刻な景気低迷という甚大な副作用を及ぼした既往の財政緊縮策への否定的評価が高まっている以上、原理主義的な態度を貫き通すことは、スロヴェニアを起点とする債務問題の再燃を招きかねない。既に金融支援や対価としての構造調整策が先行している他の重債務国に配慮しつつも、同国の現状に合った建設的な処方箋の提示（例えばバッドバンクへの活用に目的を限定した金融支援の早期実施など）が、EUには求められているといえよう。

また中長期的観点からは、現在銀行融資に傾斜しているスロヴェニア企業の資金調達経路を多様化し、信用収縮に対する耐性を強めていくことが求められると考えられる。もっとも、同国は2百万人程度の小国であり、独自の社債・

株式市場での資金調達には自ずと限界がある。他の中東欧諸国についてもある程度同じことが指摘できるなかで、スロヴェニアを含めた中東欧諸国が共通の社債・株式市場を設立し活用していくことも、将来的な選択肢としてあり得よう。

《注》

- (1) 一般的に中東欧諸国では、旧国営の大銀行は外国銀行に売却されてきたが、スロヴェニアの場合、政府が一貫して株式の過半数以上を政府（ないしは政府系基金）が保有し続けてきたという点で、非常に特徴的である。
- (2) スロヴェニアでは、不動産価格の上昇ペースが1990年代末頃から過熱し、バブル化していた。バブル崩壊に伴う調整が深刻である理由として、バブル期に建設会社が建物・住宅を過剰に供給した結果、在庫が積み上がりすぎた点が指摘されている (Sendi, 2010, p. 35)。
- (3) なお同じく旧ユーコン連邦に属した隣国クロアチアでは、家計部門向け融資の失速が経済全体の重荷となっているものの、企業部門の不良債権問題はスロヴェニアほど深刻化していない（土田、2013）。
- (4) ボスニア・ヘルツェゴビナは高度に分権化された2つのカントンから構成される。うち1つが、セルビア系住民が多く居住するスルプスカ共和国であり、もう1つがクロアチア系とボスニヤック系住民を主とするボスニア・ヘルツェゴビナ連邦である。
- (5) 出所は NLB Group, *Annual Report 2010*.
- (6) 出所は NLB Group, *Annual Report 2012*.
- (7) ベルギーの KBC 銀行は2002年、戦略投資家としてNLBの株式の34%を取得したが、2006年からは純粋な投資対象として保有するように目的を切り替えた。KBC銀行もまたリーマン・ショックを受けて経営が悪化したため、2009年に欧州委員会が認めた同行の経営再建策のなかでNLB株の売却が義務付けられた (KBC Press Release, Brussels, Ljubljana — Dec 28, 2012)。以降KBCは段階的に株式をスロヴェニア政府に対して売却している。
- (8) バッドバンク設立に伴う財政負担により、2013年の政府支出は安定・成長協定で定められているGDP比3%基準を超えると、当時の財務相 (J・シュシュテルシッヒ) は発表している (*Slovenian Times*, Jan 22, 2013)。
- (9) 例えば、IMFは事態収束後の二大公営銀行の民営化を提言する一方、スロヴェニア政府は二大

銀行の株式の25%を保有し続けると主張している (IMF, 2012)。

- (10) スロヴェニアの国民は民営化という経済政策に対して伝統的に慎重なスタンスを有しており、それが既往の発展戦略である「漸進的な市場経済化」アプローチ (Paternelj, 2005) に反映されてきた。二大公営銀行が存続し続けた裏にも、その民営化に対してネガティブな反応を示した世論の存在がある。
- (11) DTUB 稼働に関する環境は、本稿執筆時点 (2013年9月) で、依然不透明である。EU側はスロヴェニア中銀が報告した二大公営銀行の不良債権額 (75億ユーロ、対GDP比で21.5%程度に相当) が過小であるとの疑惑を強めており、DTUBへの不良債権移管を認めていない (Reuters, *Delay tests nerves as Slovenia's bad bank sits on its hands*, Aug 28, 2013)。一方で、中銀のヤズベツ総裁は、国営銀行の不良債権処理に国際支援が必要とは必ずしもいえないとの態度を示している (Reuters, *Slovenian central bank chief agnostic on foreign aid for banks*, Sep 5, 2013)。

参考文献

- ・土田陽介 (2013) 「EU拡大の反動に喘ぐ中東欧経済——クロアチアの事例——」『国際金融』2013年4月号。
- ・*Bank of Slovenia, Financial Stability Review*, Various issues.
- ・Enoch, Charles and İnci Ökter-Robe eds., (2007) *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?*, International Monetary Fund, New York: Palgrave Macmillan.
- ・International Monetary Fund. (2012) "Republic of Slovenia: Financial System Stability Assessment," *IMF Country Report No. 12/325*, Washington D.C.
- ・Klingebiel, Daniela. (2000) "The Use of Asset Management Companies In The Resolution Of Banking Crises Cross-Country Experiences," *World Bank Policy Research Working Paper No. 2284*.
- ・Paternelj, Mateja. (2005) "Slow is Beautiful? Slovenia's Approach to Transition," *ECFIN Country Focus*, Volume 2, Issue 10.
- ・Sendi, Richard. (2010) "Housing Bubble Burst or Credit Crunch Effect? Slovenia's Housing Market" *Urbani Izziv*, Volume 21, No. 2, pp. 96–105.
- ・Reuters.
- ・*Slovenian Times*, Various Issues.