



# 深刻化する イタリアの不良債権問題

## ～欧州全体の金融のシステム的 リスクになる可能性

土 田 陽 介

### はじめに

周知のように、イタリアでは不良債権問題が深刻化している。イタリア中銀（BOI）によれば、15年末時点の不良債権比率（貸付残高に占める不良債権の割合）は18.1%と、先進国では異例の高水準であった<sup>(1)</sup>。そもそもこの問題は、14年10月に欧州中央銀行（ECB）が公表した『包括的評価』（ECB, 2014）においてイタリアの銀行部門が最も厳しい評価を受けた頃から、金融市场で強く認識されるようになった。その後イタリア政府は様々な対応策を採って不良債権問題の改善に取り組んだものの、成果は限定的であった。

その中でも事態が深刻であるのは、イタリア第三位の金融機関であるモンテ・ディ・パスキ・シエナ（Banca Monte dei Paschi di Siena, MPS）の不良債権問題である。同行の『年次報告書』によると、15年末の不良債権比率は破綻債権だけの狭義ベースで21.9%であったが、危険債権と要管理債権まで含めた広義ベースでは41.0%にまで上昇する。またMPSのみならず、二大銀行（ユニクレディット・イタリアーノ（UCG）、インテーザ・サンパオロ（ISP））などの不良債権問題も深刻化することになり、イ

タリアは16年に入ると金融不安の様相を呈するようになった。

こうした中で欧州銀行監督局（EBA）は、16年7月29日に健全性審査（ストレステスト）の結果を公表した。そして審査対象となったイタリアの銀行5行のうち、事前予想通りMPSに対して最も厳しい評価を下した。もっともその直前に、MPSは投資家の不安心理を和らげる目的から『不良債権処理計画』（MPS, 2016）を発表し、92億ユーロの不良債権を売却する方針を示した。9月にはより詳細な健全化計画が発表される予定であるが、巨額の不良債権の処理が本当に可能なのかどうか、投資家の不信感は拭えないままである。イタリアの金融不安は長期化を免れず、一段の深刻化も否定することができない情勢である。

それでは何故、イタリアの不良債権問題はここまで深刻化したのであろうか。それは銀行部門を取り巻く外生的な要因と、イタリアの銀行部門に固有の内生的な要因に分けて説明することができる。さらには、不良債権問題への政策対応が適切であったのかという点からも議論をしなければならないだろう。同時にこのことは、イタリア政府が採用した戦術の是非を問うこともさることながら、欧州連合（EU）が設計した戦略の妥当性を考察することの必要性を問う

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 1289号 (28.10.1)

ものもある。イタリア政府の採り得る戦術がEUの描いた戦略の下に制約される以上、この論点を欠かすことはできない。

こうした観点に基づき、本稿はイタリアの不良債権問題が深刻化した背景の考察を試みる。構成は以下のとおりであり、続く次節では、検討の前段階としてイタリアにおける不良債権問題の概要を把握する。続く第2節では、現在までに採られた政策対応の展開について整理する。それを受けた第3節では、不良債権問題が深刻化した背景を具体的に検討し、最後に簡単なまとめを行う。

## 1. 不良債権問題の概要

図表1は、銀行部門が抱える不良債権の構成を見たものである。なお14年まで不良債権の評価はイタリア独自の定義に拠っていたが、15年にEBAの指導を受けてEU域内で共通のルールが適用された。そのため、その前後で時系列比較を単純に行うことはできないものの、参考までに定義変更前後の不良債権の状況を並べてある。それでも一貫して指摘されることは、破綻先（支払不能な債権）が不良債権総額に占める割合が総額の5割以上を占めている点である。なお日本の場合、金融庁によると、不良債権問題の最悪期に当たる02年3月末時点でも、同比率は20%程度にとどまっていた<sup>(2)</sup>。

破綻先債権が多いということは、不良債権処理に当たり債権の回収が殆ど見込めないということと同義である。事実BOIが行った調査(Carpinelli *et al.*, 2016)によると、11年から14年の間に銀行が行った不良債権処理26万件のうち、清算型の倒産手続が採られた事案は91.9%（金額では74.0%）であり、一方で再建型の倒産手続きが採られた事案はわずか8.1%（同26.0%）にとどまつたと指摘されている。

また破綻先債権の構成比率を産業別に見ると、建設業が3割程度と最も高く、これに不動産業も加えると全体の4割を超えることになる（図表2）。もっとも鉱業や製造業の不良債権比率

図表1 不良債権の構成

	2012/12	2013/12	2014/12	2015/12	2016/3
(新基準)					
不良債権	—	—	—	341.0	333.2
破綻先	—	—	—	200.2	196.0
実質破綻先	—	—	—	126.8	125.2
破綻懸念先	—	—	—	13.9	11.9
不良債権	—	—	—	100.0	100.0
破綻先	—	—	—	58.7	58.8
実質破綻先	—	—	—	37.2	37.6
破綻懸念先	—	—	—	4.1	3.6
(旧基準)					
不良債権	236.9	282.5	326.7	—	—
破綻先	125.1	155.4	183.6	—	—
一時支払困難先	75.6	94.2	113.4	—	—
貸出条件緩和先	15.2	14.6	17.3	—	—
破綻懸念先	21.0	18.4	12.3	—	—
不良債権	100.0	100.0	100.0	—	—
破綻先	52.8	55.0	56.2	—	—
一時支払困難先	31.9	33.3	34.7	—	—
貸出条件緩和先	6.4	5.2	5.3	—	—
破綻懸念先	8.9	6.5	3.8	—	—

(注1) 上段は金額(10億ユーロ)、下段は構成比率(%)

(注2) 新基準(EBA基準)は15年から適用。

### 旧基準

破綻先	支払不能な債権
一時支払困難先	一時的に支払不能な債権
貸出条件緩和先	金利減免等条件変更がなされた債権
破綻懸念先	90日以上の支払延滞債権

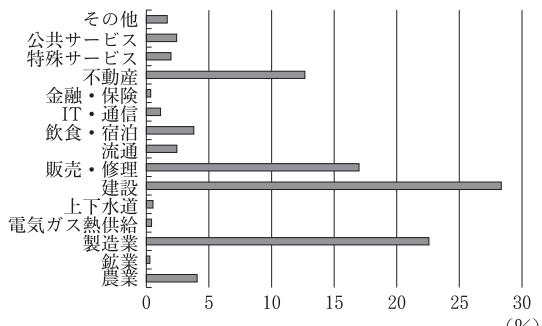
### 新基準

破綻先	支払不能な債権
実質破綻先	金利等は支払できるが保証はない債権
破綻懸念先	90日以上の支払延滞債権

(出所) Banca D'Italia Statistical Bulletin, Various Issues.

図表2 産業の広範囲にまたがる不良債権

破綻先債権の産業別構成比率(16年3月)



(出所) Banca D'Italia, Statistical Bulletin, 2016 II, p. 64

も15%近く、販売・修理や飲食・宿泊なども比率が高い傾向にある。産業の広範囲に渡り、不良債権問題は蔓延していると判断される。こうした点につき、不良債権問題が建設・不動産

業に集中したスペインの事例と性質を大きく違えている<sup>(3)</sup>。

さらにイタリアの産業構造を考えた場合、不良債権は中小・零細企業向けに集中していると推察される。イタリアの企業部門のうち、製造業を例にとれば、零細企業（従業員9名以下）が法人数に占める割合が10年時点では82.2%と、EU 27カ国全体の水準（79.9%）よりも高い。他方で大企業（同250人以上）が占める割合は0.3%とどまっている。なお対極的なのがドイツであり、それぞれ62.2%と1.9%である（土田、2014、p.68）。イタリアで中小・零細企業が多い理由は、家族主義的な価値観が社会に根強く、概して企業家も家族・親族単位で経営を行う傾向があること、また90年代までは主要産業の大企業の多くが国営<sup>(4)</sup>であり、民間の大企業の躍進を阻んだことなどがある（Ibid）。中小・零細企業の資金調達の大半が自己資金や銀行借入であり、当然市場からの直接調達は相当程度限定的である。

他方で、家計部門向けの不良債権問題に目を転じると、消費者家計の不良債権比率に関しては、16年3月時点で狭義が3.5%、破綻懸念先債権まで含めた広義が6.0%と非金融法人（それぞれ17.7%と30.4%）や生産者家計（従業員5人までの零細企業、同17.1%と25.4%）に比べれば著しく低い（図表3）。住宅ローンの焦げ付きが相対的に抑制されている点も、住宅バブルの崩壊を経験したスペインと対照的である<sup>(5)</sup>。

なお銀行の規模別に不良債権の状況を見ると、金額的には5大銀行に集中しているものの、基本的にはどの規模の銀行も17%以上の不良債権比率を記録している（図表4）。このことか

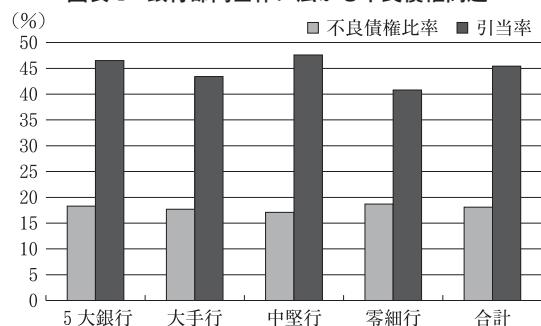
図表3 企業と家計の不良債権比率の比較（16年3月）

	①	②	③
合計	10.7	17.5	18.1
非金融法人	17.7	29.7	30.4
生産者家計	17.1	23.9	25.4
消費者家計	3.5	5.4	6.0

（注）①は破綻先債権のみ、②は実質破綻先を、③は破綻懸念先を含むベース。

（出所）図表2と同じ。

図表4 銀行部門全体に広がる不良債権問題



（注1） 不良債権比率は貸付残高に占める不良債権の割合、引当率は不良債権に対して積まれている引当金の割合

（注2） 5大銀行はウニクレディット、インテーザ・サンパオロ、モンテ・ディ・パスキ、UBIバンカ、バンコ・ボボラーレ

（注3） 大手行は総資産215億ユーロ以上、中堅行は36億ユーロ以上215億ユーロ未満、零細行は36億ユーロ未満

（出所） Banca D'Italia, *Financial Stability Report No. 1/2016*, p. 33, Table. 4

ら不良債権問題が規模の別に関係なく、銀行部門全体に広がっていることが分かる。また引当率も銀行の規模によらず45%前後にとどまっている。

## 2. 政策対応の展開

イタリアの政府及び中銀が銀行の不良債権問題に対して政策対策を探るようになったのは、冒頭で述べたように、ECBによる『包括的評価』（14年11月）が下されて以降のことである。これまでの政府及び中銀の政策対応は①中小銀行改革と②不良債権処理に二分される。

まず中小銀行改革に関しては、15年1月に地域金融機関であり協同組合組織でもあるポボラーレ銀行（Banco Popolare）のガバナンス改革が実施され、それまでの株主1人に1つあった議決権のあり方が出資比率に応じた形に変えることなどが実施された。また16年2月には、ポボラーレ銀行よりも零細の地域金融機関である信用協同組合銀行（Banche di Credito Cooperativo, BCC）の改革が実施され、持株会社化によるBCCの集約などが図られた。

次に不良債権処理について確認すると、15年11月に既に中銀が管理下に置いていた14銀

行のうち 4 行を破綻処理することで、不良債権の政策的処理が開始された。中銀の下に国家破綻処理基金（National Resolution Authority, NRA）を設立し、この NRA が EU の『銀行再生・破綻処理指令（the Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD: Directive 2014/59/EU）』（14 年 5 月）に則り、8 年をかけて付保対象預金の 1%（60 億ユーロ）までを積み上げることにした。なお 4 行を緊急支援する目的から UCG、ISP、UBI バンカが NRA に対して資金を提供している。4 行の優良資産はグッドバンクに継承される一方、不良債権 85 億ユーロ（評価額は 15 億ユーロ）はバッドバンクに移管され、売却が開始された。また株式や劣後債は、前述の『BRRD』に則り元本削減（ペイオフ）が実施された（神山、2016）。

もっとも NRA による不良債権処理は不十分であるとの認識から、16 年 4 月にイタリア財務省の旗振りの下で、民間の機関投資家（計 67 の銀行、保険会社、銀行財団、預託貸付公庫など）の共同出資による銀行救済基金「アトランテ（Atlante）」が設立される運びになった。このアトランテの設立に当たっては、前述の BRRD による制約を回避するために、あくまで民間投資家の共同出資という形式が採用された。基金の規模は当初 42.49 億ユーロと定められ、うち 70% を銀行への資本注入に、残り 30% を不良債権の買い取りにそれぞれ費やすことと定められた。なお投資期間は最長で 18 カ月とされた。

もっとも、アトランテはその稼働直後に、公募増資に失敗した中堅行のバンカ・ポボラーレ・ディ・ヴィチェンツァとヴェネト・バンカに対する資本注入で 25 億ユーロの資金を費やしている。原則としてアトランテが不良債権の買い取りに利用できる資金は 13 億ユーロ程度であるはずだが、仮に全ての残金約 17.5 億ユーロを不良債権の買い取りに利用したとしても、銀行部門全体が抱える不良債権の金額が 3,300 億ユーロを越える中では、その資金規模が不十分なことは明白である。

こうした中で、アトランテの資金枠の拡充の必要性が叫ばれるとともに、BRRD の例外規定（第 32 条）に基づく公的資金注入（ペイルアウト）の可能性などが囁かれるようになっていた。しかしながら政府や中銀による追加的な政策対応がなされないまま、MPS の『経営健全化計画』を受けて金融市場が小康状態を取り戻したこともあり、本稿執筆現在（16 年 9 月中旬）まで至っている。

### 3. 不良債権問題深刻化の背景分析

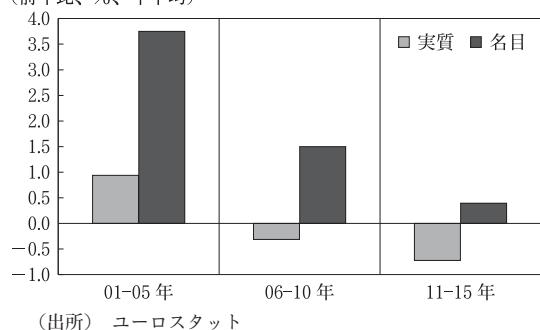
以下では、イタリアの不良債権問題が深刻化した背景の分析を試みる。

#### (1) 外生的な要因

不良債権問題が深刻化した要因は、まず銀行部門を取り巻く外部環境、つまり外生的な要因という観点から説明することができる。

最初に指摘されることは実体経済の不調、つまりイタリア景気の長期停滞である。欧州連合統計局（ユーロスタット）によると、11 年から 15 年の間、イタリアの国内総生産（GDP）の成長率は実質で年平均▲0.7%、名目でも 0.4% と、景気は非常に停滞した（図表 5）。こうした状況の下では、当然融資先の経営状態も悪化を余儀なくされ、それが不良債権の増加につながったことは容易に理解される。またこの間、イタリアでもディスインフレ圧力が高まっており、物価上昇率は趨勢的に低下していた。このことは、経済規模との対比でみた実質的な不良

図表 5 停滞が深刻なイタリア景気（GDP 成長率）  
(前年比、%、年平均)



債権の規模を膨らませる方向に働くと考えられる。

次に指摘できることは金融経済の不調、具体的には金融市场の混乱である。株式市場を見ると、イタリアを代表する株式指標であるFTSE指数は、10年を基準（=100）とした場合、16年6月時点で86.0まで低下した。これを金融株に限定すると53.4、さらに銀行株に限定すると36.9と一段と低下することになる。なおこの間、銀行は自己資本規制を達成する目的から増資に努めるなどしたため、いわゆる希薄化による株価の下押しを考慮する必要がある。とはいえるこの銀行株の下落は、銀行部門が金融市场の混乱を色濃く受けたことを強く示唆するものである。

もっとも、イタリアでもまた政府部門の累積債務問題が意識されていたにもかかわらず、スペインやギリシャなどと異なり、その信用不安は限定的であった。それを端的に示すのが国債市場の動きであり、例えば10年国債流通利回りと3年国債流通利回りの格差は常にプラスであった。つまりイタリアの国債のイールドカーブはフラット化する局面はありながらも常に右肩上がりの曲線（順イールド）を描いていたことになる。対極的であるのが深刻な信用不安を経験したギリシャであり、同国の場合10年債と3年債の利回り格差は最悪期（12年1月）に▲4,217 bpsまで拡大した（土田、2016, p.81）。イタリアの場合、こうした逆イールドは避けられており、その意味で金融市场の混乱が不良債権処理のハードルになったとしても、その程度はギリシャのように信用不安が深刻化した経済に比べれば限定的であったと評価される。

また破産法の不備も、不良債権問題の悪化につながったと考えられる。イタリアでは不良債権化した融資の担保権を実行するに当たって司法手続きを経る必要があった。そのため独仏など他のEU主要国に比べてもイタリアの破産手続きは長期を要し、実際にその完了までには平均で7年半（2,760日）の歳月がかかったと言われる（Garrido, 2016, p.5）。当然このことは、

銀行による不良債権処理を遅らせる方向に働いたと考えられる。

## (2) 内生的な要因

次に銀行部門そのもの、つまり内生的な要因という観点から説明することができる。

### ① 複雑な銀行の所有構造と企業統治

最も重要な論点として、イタリアに特有の複雑な銀行の所有構造と企業統治の在り方の問題がある。

イタリアでは90年代初頭に銀行が民営化<sup>(6)</sup>されて以降、いわゆる「財団（Fondazioni）」と呼ばれる非営利組織が機関投資家として多額の銀行株を保有してきた。この財団は金融危機後に複数回の増資に応じるなど、長期に渡り安定した投資家として機能してきた側面があることも否定できない。ただ一方で、財団を率いる政治家による銀行経営への干渉や潜在的投資家による出資への妨害といった問題行為も生じていた<sup>(7)</sup>。

取締役会や監査役会の構成をみても、財団の銀行経営に対する影響力の大きさは明白である。Jassaud (2014)によれば、UCGの場合、13年5月時点で主要な3つの財団の出身者が取締役会の構成員の84%も占めていた。にもかかわらず、この3財団が所有する株式はわずか9%であった。同様にISPの場合では、同時点で主要な5つの財団の出身者が監査役会の構成員の81%を占めたものの、所有する株式は25%にとどまっていた。さらにモンテパスキに至っては、13年7月までは株式の4割強を保有する1つの財団（モンテパスキ財団）が経営を実質的に管理していた（Jassaud, 2014, pp.8-9）。

加えて、有力な財団は複数の金融機関に対して出資を行うとともに、傘下の金融機関同士も株式を相互に持ち合っていた。そのため財団と金融機関を跨る複雑な所有関係が構築されるようになり、このことも財団による銀行経営への影響力を強めたと考えられる。前掲論文によれば、財団は旧国営の有力投資銀行メディオバン

カの株式の3%弱を保有していたが、その一方でその株式の9%を保有するウニクレディットがメディオバンカの株式の9%を保有していた。さらにメディオバンカは有力保険会社ゼネラリの株式の12.5%を所有していたが、さらに財団はその株式の18.7%を保有する預託貸付公庫(CDP)を通じてゼネラリ株の4.5%を所有していたのである(Ibid, p. 10)。

こうした所有構造と企業統治の在り方が縁故融資の横行につながり、不良債権を生み出す温床になったと考えられる。財団が銀行の所有と経営を事実上掌握し、縁故融資が横行して不良債権問題が深刻化したという、かつてスペインに存在した貯蓄銀行(カハ)の事例にも類似している。カハもまた不良債権問題を引き起こし、12年以降の銀行改革でその統廃合が進められた。もっともスペインの場合、カハの投融資は建設・不動産向けないしは住宅ローン向けを中心であったし、企業向け投融資を担う一般的な商業銀行(サンタンデールやBBVAなど)ではそうした問題が生じていない。イタリアの場合、むしろ企業向け投融資を担う大手行で縁故融資が横行しており、事態はより深刻といえる。

## ② 多額の負債性商品の存在

次に多額の負債性商品(bank debt instruments)の問題がある。

イタリアの銀行は資金調達手段の一貫として金融債を発行している。三大銀行(UCG、ISP、MPS)の例を見ると、UCGの場合、15年末時点における金融債の発行残高は1,345億ユーロと、総資産の15.6%を占めている。またISP

の場合は1,101億ユーロと総資産の16.3%を、さらにMPSの場合は294億ユーロと総資産の17.4%をそれぞれ占めている<sup>(8)</sup>。

銀行が発効する金融債は、一般の預金者にとって有力な資産形成手段の1つとなっている。BOIの調査によると、15年9月時点での家計部門が保有する銀行の負債性商品(預金を含む)は9,210億ユーロに相当し、家計の金融財産の22.9%を占めるとされている(図表6)。なお家計が保有する負債性商品の金額規模は11年に1兆ユーロを越えていたものの、その後の金融債への課税が段階的に強化されたために、無担保優先債を中心に家計の負債性商品離れが進んだと、BOIは説明している<sup>(9)</sup>。

こうした中で問題となったのが、EUの銀行の再生・破綻処理は前述の『BRRD』に従いペイルインで行われるが、家計が保有している多額の負債性商品もまたその対象になるということである。言い換えれば、負債性商品を保有している家計もまた、銀行の破綻処理に伴う損失を被ることである。公的資金の徒な注入を防ぎモラルハザードを抑制する観点から導入されたペイルインであるが、銀行債を保有している一般の預金者にとっては当然不人気であり、政治的にハードルが高い措置である。

15年に実施されたNRAによる中小4行の不良債権処理や、その後構築されたアトランテによる不良債権処理スキームは、実態としては、政治的にハードルが高いペイルインと、EUによって原則禁じられているペイルアウトの双方を回避しようとする中で整備されたものと考えられる。もっとも、既に指摘したようにアトラ

図表6 家計が保有する銀行の負債性商品

	負債性商品	ペイルイン対象				ペイルイン対象外			
		劣後債	無担保優先債	10万ユーロ以上の預金	10万ユーロ未満の預金	カバードボンド			
2008	994	26.4	27	0.7	330	8.7	183	4.9	454
2011	1,017	28.6	35	1.0	341	9.6	184	5.2	457
2015	921	22.9	29	0.7	173	1.3	225	5.6	493

(注1) 各項目の左列は金額(10億ユーロ)、右列は家計の金融資産に占める割合

(注2) 2015年9月末時点

(出所) Banca D'Italia, *Financial Stability Report No. 1/2016*, p. 16

ンテによる不良債権処理スキームもまたその実効可能性の乏しさが意識されている。多額の負債性商品の存在は、EUの銀行破綻処理ルールと併せて、イタリアの不良債権処理を困難にさせる方向に働いたと言えるだろう。

### ③ 小口債権の多さ

最後に指摘されるのが、不良債権が中小・零細企業向けに集中していること、つまり小口の不良債権が累積しているという点である。

前述の通り、イタリアの産業構造を考慮に入れた場合、イタリアの銀行の不良債権は小口のものが累積している公算が大きい。不良債権を処理するに当たっては、一定の規模以上の債権である方が様々な点でスケールメリットが働く。具体的には、和議や協議に伴う債権・債務者間の調整などは、債権の数だけ利害関係者が存在するため、小口債権が多くなる程、こうした調整コストがかさむことになる。大口債権の場合であれば、調整を担う法律家や会計士など専門家の技術水準も高くなると期待される。また不良債権を売却するに当たっても、一定の資産規模がある方が買い手はつきやすい。小口債権の多さが不良債権処理をより困難にさせている可能性は高いと考えられる。

## さいごに

以上本稿は、イタリアの不良債権問題が深刻化した背景を、銀行部門を取り巻く外生的な要因と、銀行部門に固有の内生的な要因に分けて説明した。外生的な要因としては、景気の長期停滞や金融経済の不調、破産法の不備が、不良債権問題の深刻化につながった可能性があると指摘した。他方で内生的な要因としては、銀行部門固有の企業統治の弱さや多額の負債性商品（金融債）の存在、小口債権の多さが問題の悪化をもたらした可能性があると指摘した。

加えて、イタリアの不良債権問題を考える上で重要となるのが、EUの銀行破綻処理ルールである『BRRD』で定められたペイルイン原則

の存在である。徒な公的資金の注入を防ぎモラルハザードを抑制する目的から導入されたペイルイン原則であるが、15年以降のイタリアの政策対応を見ると、この『BRRD』がむしろ政府や中銀による弾力的な政策対応を阻害する方向に働いている印象は否めない。イタリアに先んじて不良債権問題への対応が迫られたスペインやアイルランドの場合、公的バッドバンクによる政策的処理が行われて一定の成果を見たが、いずれも『BRRD』の施行前である。モラルハザードの抑制のために導入された『BRRD』であるが、むしろ政策の動学的な不整合性を強める方向に働いてしまっている可能性があることを、イタリアのケースは端的に物語っていると言えよう。

同時に、不良債権問題の鎮静化には、公的バッドバンクによる政策的な引き受けが必要不可欠である可能性を、スペインやアイルランドとイタリアの事例は物語っている。スペインとアイルランドの場合、不良債権問題は不動産・建設事業者向けないしは住宅ローン向けが圧倒的であり、その意味で公的バッドバンクのスキームと親和性が高かった。こうした点で、産業全体に拡散しつつ小口の債権が多いイタリアの不良債権の性質を考えた場合、大規模な公的バッドバンクのスキームを構築したとしても、それが巧く機能したかどうかは定かではない。もっとも、アトランテの規模よりも大きな公的バッドバンクがより早期に設立され、不良債権の政策的な引き受けを実行していたら、事態の悪化はより限定的であったかもしれない<sup>(10)</sup>。

言い換えるれば一連の事実は、EUにおける財政緊縮の流れの負の部分が、実体面のみならず金融面からも浮かび上がってきたということである。経済政策の運営は裁量と原則の狭間で揺れ動いてきたが、危機対応の観点から見ればやはり裁量が重視されるべきであろう。イタリアの不良債権問題はその終息までのプロセスが依然不透明であり、今後の展開次第では同国が本格的な金融不安、金融危機に転じる危険性も否定できない。同時にイタリアでは政情不安も高

まっており、この不良債権問題を巡る政権の対応を有権者が否定的に捉えれば、同国政治は一段と流動化し、経済運営の実効可能性が著しく低下する恐れも抱えている。

ユーロ圏で三番目の巨大経済であるイタリアが失墜すれば、ECBによる金融緩和も限界が意識される中で、欧州全体の金融にシステム的なショックが広がるリスクもある。欧州経済の不安定要因として、イタリアの不良債権問題を当面は注視し続ける必要があろう。

### 《注》

- (1) 国際通貨基金（IMF）によると、15年末時点におけるユーロ圏全体の銀行の不良債権比率（貸付残高比）は5.7%であった。出所はIMF, *Global Financial Stability Report*.
- (2) 出所は金融庁『金融再生法開示債権の状況等について』(14年3月期)。
- (3) スペインの不良債権問題の経緯に関しては拙稿(2010)が詳しい。
- (4) エネルギー関係（例えばENI）のみならず、産業復興公社（IRI）と傘下の株式運用会社フィンメカニカの下で製造業の大企業（アルファロメオなど）が政府の管理下に置かれた。また不良債権問題の温床になっている大銀行も、その多くが元々国有銀行であった。
- (5) 経済協力開発機構（OECD）によると、15年におけるイタリアの住宅価格は10年を基準(=100)とすると86.0であった。一方、住宅バブルを経験したスペインの場合は74.3である。もっとも、市況そのものの底入れはスペインの方が早く、14年には価格が既に底入れしている。
- (6) 90年アマート法（法律第218号）を受けて、イタリアでは公営銀行の株式会社化が可能になった。さらに93年銀行法（法律第58号）が施行され、公営銀行の民営化が進んだ。この時期に進んだ銀行民営化は、92年の欧州共同体（EC）統合を控えた金融自由化政策の一環を成したものである。当初、財団は民営化した銀行の株式を時限的に受託する存在としての位置付けに過ぎなかった。その後94年民営化法（法律第474号）と98年シアンビ法（法律第461号）で財団の廃止が図られたが、例外として簿価で2億ユーロ未満の純資産の財団と特別自治州にある財団は存続が認められた（Leardini *et al.*, 2013, p.10）。現存する財団は、この流れを搔い潜り生き長らえたものである。
- (7) 出所はIMF *Country Report*, No.11/173, p.25.
- (8) 出所は各銀行の『年次報告書』。

(9) 12年1月に税率が12.5%から20%に、また14年7月には26%に引き上げられた。出所はBOI *Financial Stability Report*, No.1/2016, p.15.

(10) EUが公的バッドバンクによる政策処理を嫌う理由として、納税者負担の重さとモラルハザードの問題があると考えられる。もっとも危機の終息には財政資金の投入が必要不可欠であるという論調も近年高まっており、例えばAmaglobeli *et al.* [2015]はその端的な研究である。前掲論文は銀行危機に対する財政の初動対応が迅速であればある程、長期で見た政府の費用負担はむしろ軽減する可能性が高いことを、過去の銀行危機をサンプルとする実証分析の結果から主張している。

### 参考文献

- ・神山哲也. (2016)「イタリア銀行部門の不良債権問題と対応策」『野村資本市場クォータリー』2016年夏号所収。
- ・土田陽介. (2010)「スペインにおける不動産バブルの崩壊と貯蓄銀行」『上智ヨーロッパ研究』第3号、93~109頁。
- ・———. (2014)「ようやく安定しつつあるイタリア経済」『国際金融』(1257号) 66~72頁。
- ・———. (2016)「ギリシャの銀行危機長期化と政策対応」『証券経済研究』(2016年9月号)
- ・Amaglobeli, David, Nicolas End, Mariusz Jarmuzek, and Geremia Palomba. [2015] "From Systemic Banking Crises to Fiscal Costs: Risk Factors," *IMF Working Paper*, WP/15/166.
- ・*Banca D'Italia Statistical Bulletin*, Various Issues.
- ・———. *Financial Stability Report*, Various Issues.
- ・Carpinelli, Luisa, Giuseppe Cascarino, Silvia Giacomelli and Valerio Vacca. (2016) "The Management of Non-Performing Loans: A Survey among the Main Italian Banks," *Bank of Italy Occasional Papers*, Number 311.
- ・ECB [European Central Bank]. (2014) *Aggregate Report on the Comprehensive Assessment*.
- ・Garrido, José. (2016) "Insolvency and Enforcement Reforms in Italy," *IMF Working Paper*, 16/134.
- ・Jassaud, Nadège. (2014) "Reforming the Corporate Governance of Italian Banks," *IMF Working Paper*, 14/181.
- ・IMF [International Monetary Fund] *Country Report Italy*, Various Issues.
- ・MPS [Banca Monte dei Paschi di Siena]. (2016) "Structural and definitive solution to the bad loan legacy portfolio," *Press Release*, 30/7/2016.