

# 2009年～2012年にかけてのユーロ危機の関連する企業と銀行への影響

Effects of the European Debt Crisis on Corporations and Banks from 2009 to 2012

2009年から2012年にかけてのユーロ危機は特に欧州に関連する企業や銀行に各種の影響を与えた。このユーロ危機はギリシャの信用リスクの上昇が発端であったが、このギリシャの信用リスクそのものよりも、通貨ユーロの崩壊による為替リスクが発生すると懸念が生じたことが危機を深めた大きな要因である。

この為替リスクを含めた市場リスクの問題に焦点が当たったことで、企業は金融機関が磐石ではないとの認識を強く持つことになり、欧州でも大手企業を中心に資金調達の軸足を銀行借入から資本市場調達に移し、取引金融機関を逆選別する動きが発生した。さらに金融取引におけるカウンターパーティ・リスクへの注目により金融取引の優良銀行への集中がすすんだ。

また金融機関自身の資金調達構造の問題によりプロジェクト・ファイナンス等の長期融資案件にも大きな影響が出、これが企業と金融機関の取引全体に影響する事例も発生した。

このような状況はすでに一般化しており、欧州のみならず世界中の大手金融機関・企業にとって戦略の再構築が必要となっているが、このなかでひとつの鍵となるものは企業と金融機関の長期的に持続可能な関係の構築模索である。



The European debt crisis that occurred from 2009 to 2012 had various effects on corporations and banks, especially those with connections to Europe. The crisis began with an increase in the credit risk of Greece, but this was not a main reason why the crisis deepened. Instead, concerns emerged about rising foreign exchange risk due to a potential collapse of the euro. Focus was placed on market risks, including the foreign exchange risk, so corporations became skeptical about the stability of financial institutions. Large European corporations in particular made a shift from bank loan financing to capital market financing. The corporations also started to pick and choose the financial institutions that they dealt with. In addition, because of the attention paid to counterparty risk associated with financial transactions, more and more financial transactions have been conducted with sound banks. As for financial institutions themselves, problems in the structure of their funding had major effects on loans for project finance and other types of long-term loans, which in some cases affected all the transactions between a firm and a financial institution. Such circumstances have become commonplace, and it is now necessary for major corporations and financial institutions in Europe and other parts of the world to rethink their strategies. A key in this endeavor is to explore long-term, sustainable relationships between corporations and financial institutions.

2009年終わりから2012年頃において、欧州通貨危機／欧州ソブリン危機／ユーロ危機等と呼ばれる状況が発生した（以下では、「ユーロ危機の呼称を使う）。このユーロ危機はギリシャの信用不安を発端としているが、根本には通貨ユーロの安定性に全幅の信頼が置かれていないということがある。このユーロの脆弱性が続く限り、将来にわたってユーロに絡んだ危機の発生可能性は消えないであろう。

たとえばギリシャで2015年1月に行われた総選挙の結果をきっかけにギリシャのユーロ離脱の恐れが増大した。この問題は関係各国の交渉の結果、ギリシャのユーロ離脱は回避されて小康状態にあるようだ。今回のギリシャ問題は多くの論者によってユーロ全体の危機にはならないだろうとの意見が示されたが、ユーロ全体の危機につながった可能性がまったくなかったわけではない。

このユーロの脆弱性そのものについての論考はすでに多く出されており、特に追加すべきことはないかと思う一方で、このユーロの脆弱性が引き起こしたユーロ危機において関連する金融機関の問題として何が生じたか、この金融機関の問題が関連する企業金融（corporate finance）においてどのような事象を生じさせたか、そしてこの企業金融における事象が金融機関の戦略にどのような回帰的影響を与えたかについての検討は多くないように思う。

ここでは、ユーロ危機の概略とユーロの脆弱性に簡単に触れた後、専らユーロ危機における金融機関と企業との関係に的を絞って検討を行い、通貨の脆弱性が企業金融に与える影響をいささかでも検討できればと思う。

（以下において、企業は金融機関以外の会社を指す。金融機関と銀行の語は欧州においてはユニバーサル・バンク態勢であることから相互互換的に使う）

## 1 | ユーロ危機で起こった事象

ユーロ危機において2009年から2012年にかけて起こった主な事象をかいつまんで記述すると以下のようになる。

- (1) 2009年、ギリシャの新政権が財政赤字はそれまで発表していたGDP比3.7%ではなく12.5%であると発表し、ギリシャに対する市場の見方が急速に悪化。
- (2) すでに不動産バブルの崩壊が見られていたスペインが2010年に500億ユーロの緊急財政削減を発表し、スペインに対する市場の見方が急速に悪化。
- (3) 同じ頃、すでに政府の債務残高がGDP比100%を超えていたイタリアにも目が向き、イタリアに対する市場の見方が急速に悪化。
- (4) 不動産バブルの崩壊による不良資産の積み上がりや保有する国債の評価損等から欧州の銀行の経営状況に対する懸念が拡大。2010年には欧州銀行監督者委員会が欧州金融機関に対するストレステストの結果を発表。
- (5) 2010年、困難に直面するユーロ圏諸国を救済する目的で欧州金融安定基金（EFSF）が設立される。このEFSFにはユーロ圏諸国の政府保証が付された。ただし、この仕組みでギリシャに加えてスペインやイタリアを支えきれぬのかとの懸念が残った<sup>1</sup>。
- (6) 欧州中央銀行（European Central Bank: ECB）は2010年に市場からの債券購入を開始。2011年にはそれまでの最大規模の民間銀行への融資を実行。2012年には危機下にあるユーロ圏国の国債を買い上げるプログラム（OMT）の実施を発表。
- (7) 2011年終わりから2012年にかけて、スペイン、イタリア両国の10年物国債利回りが危険水域といわれる7%を超えた。なお、この頃のドイツ10年物国債の利回りは2%～3.5%であった。ちなみに2015年8月はじめにおける水準は、スペインが2%程度、ドイツが0.7%程度。
- (8) 2012年、民間が保有するギリシャ国債を新しく発効する国債に交換する取引が行われ、これが行われた部分についてはギリシャにとって債務の削減と返済期限の延長が行われた。
- (9) 同年、欧州安定化メカニズム（ESM）が発足。

この2012年の後半をもって、EUやECBの各種対抗策が効を奏し始めいったんユーロ危機は沈静化を見たとされる<sup>2</sup>。

その後2015年1月のギリシャの総選挙結果を受けて、ユーロ危機の再燃が危惧されたのは上述の通りであるが、今回は欧州危機とかユーロ危機と呼称されたものが、2015年の事態ではユーロ危機という呼称はあまり使われず、ギリシャ危機と称されることが通常であると思う。この呼称の差に一般に認識されている危機の広がりや可能性の差が現れていると考える。ユーロ危機をきっかけに構築されたセーフティー・ネットの仕組みには一定の効力が認識されているのであろう。ただし現在でもユーロの崩壊を危惧する論者もいるわけであり、ユーロの通貨としての問題が次項2.でも触れるように完全に解消されているわけではない。

## 2 | 通貨ユーロの問題

2009年～2012年頃に発生したユーロ危機はなぜ発生したのであろうか。簡単に私見も含めて述べてみたい。

欧州は過去2000年以上にわたって国もしくは地域同士の争いが頻繁に行われてきたが、一方で国や地域が異なっても欧州は全体として宗教的もしくは文化的に共通のものがあるとの意識もあり、このような国・地域の紛争を防止するために欧州連合(European Union: EU)のようなものを志向する動きはかなり昔からあったとされる。その動きが第二次大戦後加速し、欧州石炭鉄鋼同盟(ECSC)、欧州経済共同体(EEC)、欧州共同体(EC)等が順次組織された。これが1993年に発効したマーストリヒト条約につながり、この条約にて、域内の資本移動の自由化、ECBの設立、単一通貨の導入に合意することになった。

この単一通貨の導入については、1997年に欧州連合理事会が単一通貨ユーロを法定通貨とする旨の決議を行い、その後1999年から非現金取引にユーロが導入され、2002年からは現金通貨ユーロの流通が開始し、同年

ユーロの加盟国において従来の自国通貨は廃止された経緯を経ている。

ここで注目すべき点はユーロが欧州において単なる共通通貨という経済上の意義だけではなく、欧州内の紛争を防止し平和を希求するという大きな政治的意義を持っていることである。したがって不都合が経済理論上であっても若干であればこれには目をつむり、平和追求という大きな政治的理念追求のために単一通貨ユーロを維持拡大すべきということになる。このことは政治的には正しいかもしれないが、経済的にはユーロの脆弱性の問題を深刻にする恐れがあり、そしてこれがユーロ危機のような政治的な問題につながるという皮肉な状況になっている。

ユーロの脆弱性の要因には以下に述べるような問題点が指摘されている。

- (1) マーストリヒト条約では各国がユーロを導入する場合に一定の収斂基準を設けている。これは(イ)直近1年のインフレ率が1年以上にわたって、最も低い3カ国の平均のそれに1.5%ポイントを加えたものを上回らないこと、(ロ)単年度の政府の赤字がGDP比3%以内であること。また景気後退の状況であると判断されない場合には政府の債務残高がGDPの60%以内であること、(ハ)他の加盟国の通貨に対して切り下げをすることなく、最低2年間は欧州通貨制度や欧州為替相場メカニズムで定められた変動幅を超えないこと、(ニ)長期金利が、物価の最も安定している3カ国の平均のそれに2%ポイント加えたものを上回らないこと、を定めていたが、現実にはこれらの収斂基準を逸脱していてもユーロへの参加が認められた場合もあると言われる。
- (2) また上記のユーロ加盟時の収斂基準に加え、ユーロ加盟後において加盟各国の財政規律を求めするための安定成長協定がある。これでは、(イ)単年度の財政赤字がGDPの3%以内、(ロ)政府の債務残高がGDPの60%以内とされている。ところがたと

例えばドイツやフランスが2002年以降連続して単年度財政赤字がGDPの3%を超えても結局制裁は課されず、また政府債務残高が60%を超えていない加盟国はないとされ、この安定成長協定が十分機能していない恐れがある。

(3) 本来であれば通貨を共通化し、域内における資本や人の移動も自由化していることから加盟各国間の景気動向や物価動向の差は最終的に消滅するはずであったが、現状では言語の違いもあり、現実として人の流動性はある程度制限されており、加盟各国間で景気動向や物価動向に差がある。ところが、金融政策はECBに集中されているために各国は景気停滞に入っても独自の金融政策を打てない状況となる。またECBにしても各国で景気動向や物価動向が違うため、どのように単一の金融政策を設定するかについて、常に難しい判断を迫られる。

(4) 各国は独自の金融政策を持たないため景気刺激のためには財政政策に頼ることになるが、安定成長協定の制約を越えて財政出動し結果的に政府の赤字を拡大させ、ユーロへの信任を毀損する恐れがある。

上述のように欧州統一による平和の希求という大きな政治目的のために、各国の状況が少々悪くてもユーロへの参加を是とし、またユーロ加盟後は財政状況の健全化維持ができなくても制裁等を課さないこともあった。一方、各国は自国の経済活性化のため、究極的には政権が国民の支持を受けるために財政出動を増加する傾向にあったのは当然であろう。したがってユーロ加盟国の安定成長協定による財政健全規律は画餅に帰する恐れがある。このため単一共通通貨ユーロを本当に信じてよいのかという疑念を完全には払拭できないのではないかと。将来においても安定的な通貨であり続けるという安心感こそが通貨への信任の基礎である。

なおギリシャに隠れてあまり話題にならないが、2015年のギリシャ危機と同時期にプエルトリコにも債務不履行のおそれが高まり、現実には債務不履行になった

ようだが、誰もプエルトリコの米ドルからの離脱の可能性について語らない。これはこの可能性がないと皆が信じているからである。プエルトリコはアメリカ合衆(州)国の州ではなく、コモンウェルスとの位置付けであり、このプエルトリコの米ドル離脱の可能性が語られないのは、コモンウェルスを含めたアメリカ全体の政治的結合度が欧州連合の政治的結合度よりも高いと見なされているためであろう。

### 3 | ユーロ離脱による為替差損発生の可能性

上記にある通り、もともと欧州単一通貨であるユーロに対して潜在的危惧があるなか、ギリシャの国家財政に係る粉飾決算が明らかになり、すでにバブルが崩壊していたスペイン、政府債務残高が多額になっていたイタリアが市場の信任を失った。また、この3カ国に加えて、これらに前後してポルトガルとアイルランドもそれぞれ債務残高の問題や不動産バブル崩壊を理由に市場での信任を失うこととなった。

もちろん企業や銀行にとってその所在する国の経済状況の悪化は、この市場での営業活動に悪影響が発生するため、業績への悪影響がある。ユーロ危機においてはこの母国市場の経済状況の悪化という要因に加えて、これらの国で政府債務の不履行の事態が生じれば、これらの国がユーロから離脱する可能性が高まると認識されたことが状況をさらに悪化させたと言える。

すなわちスペイン政府が債務不履行を起こす可能性があり、さらにこの債務不履行はスペインがユーロから離脱してスペインの法定通貨がユーロからペセタに戻るような事態につながるという可能性を企業・金融機関がリスクとして認識すべきと思い始めたわけである<sup>3</sup>。

(なお、以下でもスペイン・イタリア等を例として挙げるが、これは議論の具体化のための例示以上の意はない)

さてユーロへの加盟に関する規定はあるが離脱に関する規定はないため、スペインが仮にユーロから離脱する場合、どのような時間軸でどのようなことが起こるかは想像でしか語れない面があるが、当時市場においては主



に以下のような可能性が語られた。

- (1) スペインがユーロから離脱するとすれば、そのきっかけはスペイン政府の債務不履行。
  - (2) 政府の債務不履行とほぼ同時にユーロからの離脱もないとは言えないが、市場の混乱を避けるため、ユーロからの離脱宣言から1年～2年間の準備期間を経て、スペインの法定通貨をユーロからたとえばペセタに転換する。
  - (3) 離脱準備期間中のスペイン国内ユーロと一般のユーロは同じユーロであっても完全に同一ということにはならず、したがってその価値に差が発生する可能性が高い。
  - (4) 準備期間終了後に導入される新通貨ペセタの対ユーロや対米ドル相場は急速にペセタ安となる恐れが高い。
  - (5) ユーロからペセタに転換されるのは、スペイン国内取引に使われているユーロであり、スペイン国内と海外との間の取引(→クロスボーダー取引)に使われているユーロは相手側が属する国の問題もあり、ユーロのままとされる。
- 仮に上記を前提にすると、新通貨ペセタ導入において以下のような問題が発生すると懸念された。
- (6) スペインの国内企業が海外取引と国内取引を行っている場合、国内取引はそれまでのユーロからペセタに転換され、海外取引はユーロのままとなる。したがって売上や在庫が国内中心であるために売掛金や在庫等の資産にユーロからペセタに転換される部分が多くあり、一方で借入や部材調達に国外から行われているために借入金や買掛金等の負債がクロスボーダー取引としてユーロのまま据え置かれる部分が多い企業は、ペセタがユーロに対して大きく減価すれば対ユーロでペセタ資産が減少する一方で負債はそのままユーロであり、為替差損を被る可能性がある。
  - (7) 在スペインの銀行がスペイン国外からユーロを調達していた場合、この調達はクロスボーダー取引で

ありユーロのままであるが、これを使ったスペイン国内貸出はペセタに転換される。このときペセタが大きく減価すれば調達と運用の間で為替の不釣合いが生じて為替差損を被る。

- (8) 上記(6)の通り、特に内需型のスペイン企業のなかには大きく為替差損を計上する恐れのある企業がある。したがって金融機関は上記(7)の自身の為替リスクの問題に加えて、顧客が大きな為替差損を計上する場合、この企業向けの融資が不良債権化する問題がある。

多くの関係者にとってユーロ危機の問題はギリシャの債務不履行そのものではなく、それによってどの程度為替リスクが発生するかであった。ギリシャ国債の保有者はこの時点においては国際機関やギリシャの国内銀行が中心であり、ギリシャ単体の信用リスクの波及度合いは限られていた。したがって主たる関心事はギリシャの財政破綻が他の国の問題をどのように増大させ、欧州全体にどの程度影響を、特に為替・資金の面で与えるかであった。

なお金融において(狭義の)カントリーリスクとは、ある国の融資先の信用状態には問題ないにもかかわらず、その国の為替・資本政策等の理由によってその国の外にある融資者が返済を受けられないことになるトランスファー・リスクのことを指すことが多い。ユーロ危機の前にはユーロに参加した国においてトランスファー・リスクを検討する必要はないと考えられていたが、ギリシャが債務不履行を起こした場合、ギリシャがユーロ圏に残ってもギリシャ国内ユーロと一般のユーロの交換性に制限が出る可能性があり、さらにギリシャがユーロから脱退して新通貨ドラクマが導入された場合にはドラクマの交換性は制限される可能性があると考えられたことから、ギリシャのトランスファー・リスクが急速に注目された。そしてこの潜在的であったトランスファー・リスクの問題が為替リスクの問題とともに、スペインやイタリア、ポルトガルでも顕在化の恐れがあると認識されたわけである。

## 4 | 金融機関の資金操作の仕組みと為替リスク

次に、金融機関の資金操作の仕組みによって生じる為替リスクについて考えたい。

共通通貨が使用されるユーロ圏においては資本移動の自由化が行われ、為替管理も撤廃されており金融機関にとってユーロ圏は通貨の操作に関して、あたかもひとつの国のように見なすことができた。(すなわち為替リスクやトランスファー・リスクはないと見なされていた)

ユーロ導入以前には、フランスにはフラン、スペインにはペセタ、ドイツにはマルクといった各国通貨があり、金融機関はそれぞれの国である程度資金操作を行う必要があったが、ユーロ導入後は各国の拠点に資金操作の機能を置く意味がなくなり、欧州における資金操作機能をたとえば(英国はユーロ加盟国ではないが)ロンドンに集中するようになった。

ちなみに近時の大手金融機関は、欧州はロンドン、米州はニューヨーク、アジアは東京もしくは香港、シンガポールに為替資金の操作を集中させるグローバル・トレジャリー態勢をとることが通常である。為替資金操作の集中場所をトレジャリー・ハブとし、これに対してトレジャリー機能のない拠点をスポークとするハブ・アンド・スポーク態勢をとるわけである。

さてユーロ圏に本店のない金融機関がロンドンに為替資金の操作を集中する場合、通常以下のような操作が行われる。

- (1) スペインやフランス等ユーロ圏にある拠点が預金取引等によって集めた資金はいったん全額トレジャリー・ハブであるロンドンに集中される。
- (2) スペインやフランス等の拠点が融資を行う場合には、その必要資金はロンドン拠点から融資の実行拠点に貸出される。

ちなみにユーロ圏に本店がある金融機関は、ユーロについては本店に集中し、それ以外の通貨はトレジャリー・ハブであるロンドン拠点に集中することが多いようだ。

したがって非ユーロ圏銀行のスペイン拠点は、預金で

集めた資金やスペイン中央銀行から調達したユーロ資金を、いったんすべてロンドン拠点に集中する操作を行い、このスペイン拠点でユーロ資金が必要なときにはロンドン拠点からの借入で賄うことになる。したがってスペイン拠点とロンドン拠点の間でクロスボーダーの資金取引が資金の放出と取入の双方向において発生する。先の3.の(5)で述べた通り、この拠点間クロスボーダー資金取引はユーロ建であっても、スペインの万一のユーロ離脱時にペセタに転換される可能性は低い。

一方で当該スペイン拠点がスペインの預金者から集めたユーロ建預金とスペイン国内企業へのユーロ建融資は、スペインがユーロを離脱した場合には国内取引としてペセタに転換される。

仮に、スペイン拠点が行うユーロ資金のロンドン拠点への資金放出がロンドン拠点からの資金取入よりも小さい場合、すなわちスペイン拠点のスペイン国内における顧客預金や中銀借入等による資金調達額がスペイン国内の融資や資産購入等の資金運用額よりの小さい場合には、スペイン拠点とロンドン拠点の間でクロスボーダーとなるユーロ資金取引はスペイン拠点にとり差引で負債超の状況となる。この差引で負債となるユーロはスペインがユーロを離脱してもクロスボーダーであることからユーロのままであるが、この資金が支えているスペイン拠点における国内の資金運用である資産はペセタに転換される。したがってペセタがユーロに対して減価すればこの部分でスペイン拠点に為替差損が発生することになる。

このようにグローバル・トレジャリーの仕組みを持つ非ユーロ圏銀行にとっては、スペインでの融資等の資金運用をスペイン国内での預金等の資金調達以上に増やせば増やすほど、トレジャリー・ハブであるロンドン拠点とのクロスボーダー取引がスペイン拠点にとって差引で負債超となり、為替リスクが増加する。資金効率化のために仕組まれたグローバル・トレジャリーの仕組みがスペインのユーロ離脱の場合の為替差損リスクを拡大させ、非ユーロ圏銀行のスペインにおける融資活動を消極

化させる働きを持つ場合があったと言える。

同じことはスペイン外のユーロ圏に本店を持つ金融機関にも言える。

この銀行がスペイン拠点で集めたユーロ資金は、いったんスペイン外にある本店に集中され、スペイン拠点が融資を行うときには、改めて本店からスペイン拠点は必要資金を借り入れることになる。したがって、スペイン拠点と本店の間で双方向の資金のやり取りが行われ、このクロスボーダーのユーロ資金のやり取りがスペイン拠点にとって差引で負債超となっている場合、上記と同じようにこのスペイン拠点にスペインがユーロから離脱した場合に為替リスクが発生する。

スペインの国内銀行はどうであったかという点、先ほど述べたようにロンドンにトレジャリー・ハブがあってもユーロの資金操作は在スペインの本店で行い、ロンドンを経由しないことが通常であり、グローバル・トレジャリー態勢による為替リスクの問題はこの関連ではない。

ところが、ユーロ危機直前までスペインは不動産バブルもあり、旺盛な国内資金需要からスペインの民間債務残高は、スペインのGDPの約2倍となっていた。スペインの大手銀行は集めた預金で国内融資に足りない部分の資金を国際的な起債で賄うことを通常としていた。

この国際的起債はクロスボーダー取引であるからスペインの銀行によってユーロ建てで起債された債券であってもスペインがユーロから離脱した場合にもユーロからペセタに転換されないが、スペイン国内でのユーロ建て融資はペセタに転換されることになる。したがって、スペインの国内銀行で国内でのユーロ建て資金運用が国内のユーロ建て資金調達よりも多いため、国際資本市場から起債等によってスペイン国内用の資金調達を行っている場合、この部分見合いで為替差損が発生することになる。

ここで非ユーロ圏銀行、ユーロ圏の非スペイン銀行、スペインの銀行の3者に共通して言えることは、ユーロ圏が擬似国家のように考えられ、国ごとに資金調達額と資金運用額を平準化させるといふ国ごとの資金の自己充足性 (self-sufficiency) に注意を払う必要がないと考え

たことがリスク要因となったという点であろう。

そして、こうしてギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインやイタリア等において政府債務の信用に問題が生じたとき、これがこれらの国のユーロ離脱につながると思われ、従来想定しなかった為替リスクの可能性が発生した。このとき借入人の信用状況とは関係なく問題国における融資維持・増大が難しくなった。

なお、企業もプーリング等の仕組みを利用してハブ・アンド・スポーク型の資金の効率化を行うことがあるが、この場合もクロスボーダーで資金を動かすことによって、追加的な為替リスクがユーロ離脱の場合に生じることは、金融機関と同様である。

## 5 | 銀行の融資形態の問題

欧州の大手企業の銀行借入れは相対のローン (バイラテラル・ローン) ではなく、協調融資 (シンジケート・ローン) の形態であることが通常である。シンジケート・ローンの特徴は以下の通り。

- (1) 貸出人は複数であるが、ひとつの契約書を用いる。契約の準拠法は通常英国法か、ニューヨーク州法であり、裁判管轄は準拠法が英国法の場合ロンドンの裁判所とされる。
- (2) 借入人は1社とは限らず、複数のグループ会社を適格借入人とすることがある (マルチ・ボロワー)。
- (3) 複数の貸出人からの融資資金をまとめて借入人に渡し、借入人からの返済資金をまとめて受け取って貸出人に分配する等の役割を果たす、エージェント ((参加金融機関の) 代理人) が置かれる。

このとき、以下のような問題が発生する。

- (4) シンジケート・ローンには複数の貸出人がいるが、その国籍は多様な場合があり、たとえば借入人がスペイン企業であり、貸出人のいくつかはスペインの金融機関、いくつかはスペイン外の金融機関との例が考えられる。このような場合、当該シンジケート・ローンがスペイン国内取引か否かの判断はそれぞれの借入人・貸出人の居住地ごとに判断するのか。

それとも、たとえば、エージェントの所在地が決め手になるのか。

(5) マルチ・ボロワー形態を取るとき、たとえば英国本社とともにスペインの子会社も適格借入人となり、このスペイン子会社が大量の借り入れを行う場合がありえる。またスペイン本社とオランダの金融子会社の双方が適格借入人となっており、オランダの金融子会社が専ら銀行借り入れを行い、スペイン本社が借り入れを行うことが稀なこともありえる。このように、シンジケート・ローンがマルチ・ボロワー形態の場合、当該シンジケート・ローンが、スペインのユーロ離脱の際にユーロ／ペセタの為替リスクをどのように惹起するかはシンジケート・ローンの実際の引出の度に変動し、簡単には事前予想できない。

(6) スペインのユーロ離脱によって問題が生じた場合、契約上裁判管轄のあるロンドンの裁判所がこれらの問題に関して判断を行い、効力のある判決を出すことができるのか。

これらの問題は金融機関にとって判断が難しい状況であった。金融機関はリスクが高くてモリスク分析ができなうえでリスク／リターンが相応と判断できれば案件を取り上げることができる。しかし前例がない等の理由によってリスク分析がそもそも難しい場合には案件の取り上げは難しくなることが多い。したがって上記のように判断が難しい状況におかれると、スペイン絡みのシンジケート・ローンには、借入人の信用力とは別の問題で、参加する銀行が減ることとなる。

## 6 | 銀行の流動性確保の問題とその影響

上記では主に銀行の為替リスクによる損失実現可能性について述べた。これは最終的には銀行の資本を毀損して自己資本比率の面から資産である貸出を抑制させることにつながるわけだが、これが資金調達の問題に波及することを以下で述べたい。

ユーロ危機においては、問題が発生した国の銀行のみ

ならず、欧州全体の銀行一般についても、問題国向けの融資や問題国の国債保有の点から信用状況に懸念を示す動きが拡大した。ユーロ危機の少し前に起こったリーマンの破綻に代表される金融危機がまだ大きな傷跡を金融業界に残していることもあり、欧州の銀行が銀行間市場において資金を取りにくくなる傾向が発生した。欧州の銀行への信用懸念から銀行間資金取引において欧州の銀行への資金放出を抑制する動きがでたわけである。

また、銀行間資金市場での資金調達問題に加えて、以下のような問題があった。

まず、欧州の大手銀行は一般的にその融資業務を伸ばすうえで、その流動性の確保を預金のみならず資本市場での起債による調達に依存することがあり、多くの銀行において彼らの融資残高が預金残高以上 (Loan to Deposit (LTD) 比率が100%以上) ということが頻繁に見られた。ちなみに2010年頃において、欧州のドイツ、スペイン、イタリア等の主要国の銀行の平均LTD比率はおしなべて100%を超えていた。

このようにLTD比率が高いなか、欧州の銀行は歴史的にプロジェクト・ファイナンスやアセット・ファイナンスのような長期案件を得意とする銀行が多く資産に長期の融資の割合が多いことが多い。金融機関の預金による資金調達において個人預金は粘着性を考慮して長期資金調達と見なせるが、短期の法人預金等は長期の資金調達とは認定されない。したがって起債によって長期資金調達を行うことは単なる資金調達の役割のみならず、長期の融資案件に積極的に取り組むために必要な資金調達のデュレーション (平均残存期間) を伸ばす役割もあった。(このデュレーションの問題は次項7. で再び触れる)

ユーロ危機においては、欧州の多くの国の国債利回りが急騰し、場合によっては国債の発行ができなくなる事態となった。このなかで欧州の銀行の起債も極めて難しい状況となり、これはLTD比率が100%以上の金融機関にとっては必要な流動性の量の確保が難しくなったことに加えて、プロジェクト・ファイナンスのような長期融資が多い金融機関にとっては長期・短期の資金調達割



合を適正に保つことが難しくなったことになる。

さて大きな問題は米ドルである。

欧州の銀行の母国通貨はユーロであり、国際通貨として一番使われている米ドルではない。欧州の銀行の多くは米国で強い預金吸収能力があるわけではなく、預金等で調達したユーロを通貨スワップ市場で米ドルに換えるか、米ドル建て起債することによって米ドル資金を調達していた。ところが、このユーロ圏の一部崩壊の可能性が語られたうえに、銀行の信用に対する危惧が語られたために、通貨スワップ市場で欧州銀行の相手となってユーロを受け取って米ドルを渡そうという金融機関が減少した。また投資家発掘が困難になり欧州の銀行による起債も難しくなった。このように欧州の銀行にとって米ドルの調達が難しくなったが、特に長期については短期よりもリスクが高いと認識され、より一層難しくなった。

もちろんいくつかの欧州の銀行は子会社に米国地銀を有しており、これらの子会社の米国地銀は米ドル預金を保有していたが、在米子銀行が米ドル預金を集めてもこの米ドル資金を親銀行は使えない規制<sup>4</sup>があり、在米子銀行が保有する米ドル資金は親会社である欧州銀行は使えない状況にあった。

子銀行形態以外で、すなわち外国銀行の支店形態で、(粘着性の観点から長期と見なされる可能性の高い)個人預金を大量に集めることは実際上まず不可能であり、長期米ドル調達については上記のように通貨スワップか起債に頼ることになるしかないが、これが困難になったわけである。

このようにして一般的に信用懸念の面から流動性の問題が発生するなかで、欧州の銀行は米ドル調達の困難性の点から米ドル建ての貸出案件、特に長期案件に消極的となった<sup>5</sup>。

ちなみにこの米ドル調達の問題は、今後邦銀がさらに海外での融資を伸ばし、特にプロジェクト・ファイナンスのような長期融資を増加させる場合には、注意を要する問題であろう。

## 7 | 銀行の流動性の問題とプロジェクト・ファイナンス

先ほど、6.において銀行は資産の短期・長期の割合を考慮して資金調達の短期・調達比率を適正にする必要があると述べた。

金融機関は資金に関するリスク軽減の観点から、短期になりがちな資金調達のデュレーションをなるべく資金運用のそれに近づける努力を行う。また金融機関に対する規制であるバーゼル3においては、Net Stable Funding Ratio (NSFR) を1以上に保つ必要があるとされている。NSFRの定義は次の通り。

$$\text{NSFR} = (\text{Available amount of stable funding: ASF}) / (\text{Required amount of stable funding: RSF})$$

ASFには品目ごとに掛け目が設定されてあるが、要すれば長期と見なされる資金調達、RSFにも品目ごとに掛け目があるが、要すれば長期と見なされる資金運用となる。

プロジェクト・ファイナンス等の長期の融資案件を取り上げつつ、NSFRを1以上にするためには、当然長期資金調達を増加させる必要がある。

金融機関の流動性の問題を、全通貨の総合で考えるか通貨毎で考えるかは判断が分かれるところであり、バーゼル3では一応全通貨総合で考えてよいとされているが、金融機関の流動性の安全性を考えるのであれば、各通貨別に考える方がよいことは明らかである。先ほど述べたように、欧州の銀行の場合ユーロは預金の形態で多く調達しており、個人預金等、粘着性が高く長期の資金調達と認定できるものが多ければ、長期資金運用であるユーロ建てプロジェクト・ファイナンスを取り上げることが可能である。

一方、米ドルは、先ほど述べたように非米銀が米国において粘着性の高い個人預金という形態で大量に資金調達することは難しく、長期資金調達に関してはユーロを通貨スワップで米ドルに換えるか、米ドル建て起債以外の方法は難しい。しかし、これも先ほど述べたように欧州

の銀行の信用力低下から長期通貨スワップのカウンターパーティを見つけることが難しくなり、起債市場においても欧州の銀行に興味を示す投資家の数が減少したことから、欧州の銀行がNSFRの観点から米ドル建てプロジェクト・ファイナンスへの参加を見送る事態が発生したわけである。

なお、米ドルを母国通貨とする米銀は従来から融資業務、特に長期の融資業務にあまり興味がなく、プロジェクト・ファイナンスの市場においてその姿を見ることは、アドバイザー業務の部分を除いて少ない。

欧州内のプロジェクト・ファイナンスの多くはユーロ建てであるが、たとえば中近東地域のプロジェクト・ファイナンスの多くは米ドル建てである。これは中近東地域の主要輸出品目である石油・天然ガスの市場建値が米ドルであり、そこで、湾岸諸国通貨の多くが米ドルにペッグされていることが理由である。この中近東地域における米ドル建てプロジェクト・ファイナンスにおいて主要な役割を果たしていた欧州の銀行の姿が見えなくなる事態が発生した<sup>5</sup>わけである。

このような状況下プロジェクト・ファイナンス市場においては、以下のような動きが発生した。

- (1) 邦銀のプロジェクト・ファイナンス業務における躍進。なお邦銀にとっても、米ドル建ての長期融資業務は流動性の観点から見ると必ずしも容易な分野ではないが、邦銀は比較的信用力が高いとされていたことから預金等で集めた円を通貨スワップ市場で米ドルに換える際のカウンターパーティを見つけることは難しくなかったであろう。なお、邦銀はスワップを活用することが多く、起債による長期外貨資金調達はそれほど活発ではない。
- (2) プロジェクト・ファイナンスの融資の部分起債によって調達。上述の通り米州では米銀が長期融資に興味をあまり示さないことから、プロジェクト・ファイナンスの融資部分を起債によって調達すること（プロジェクト・ボンドと称される）が頻繁に行われたが、欧州や中近東では欧州の銀行が

プロジェクト・ファイナンスの融資部分に興味を示してきたことから、プロジェクト・ボンドの発達はあまりなかった。しかし欧州の銀行がプロジェクト・ファイナンスへの融資を敬遠するようになり、欧州・中近東においてもプロジェクト・ボンドの重要性が認識された。投資家の側においても従来の米州案件の投資家が米州案件以外にも欧州・中近東案件を見るようになり、また、欧州の機関投資家も新しい種類の長期投資商品としてプロジェクト・ボンドを検討するようになった。

ちなみにこのプロジェクト・ファイナンスの状況と邦銀との関連を考えてみる。

まず今後とも邦銀の外貨流動性に余裕があれば、インフラ案件を中心に多くのプロジェクト・ファイナンスが必要とされており、活躍の場は大きいだろう。

プロジェクト・ボンドの動きで言えば、邦銀にはやや態勢面で問題がある。欧州や日本においてプロジェクト・ファイナンスの知見があるのは銀行のプロジェクト・ファイナンス部署であり、証券部門ではないことが通常である。ただ、欧州の銀行ではユニバーサル・バンク態勢であることが多く、銀行部門にあるプロジェクト・ファイナンスの知見を証券部門の債券の部署に移植することは比較的簡単であり、またプロジェクト・ボンドの投資家発掘を証券部門が行う際に銀行部門が証券部門と協働することも容易である。

しかし、日本の銀行は銀行法、金融商品取引法の関係で証券業務を行うことに制限がある。また、同じグループに属する商業銀行と証券会社の間にもファイヤーウォールがあることから、グループ内といえども商業銀行と証券会社が情報のやり取りを行うことは慎重を要する。

この日本における銀行と証券会社の協働問題は、一般の企業金融においても、間接金融から直接金融への流れがあり一般的問題と言えるが、特に専門的な知見が証券の仕組み構築と投資家発掘の双方において重要となるプロジェクト・ボンド業務ではそれが際立つ可能性がある。

## 8 | ECBによるLTROに対する評価と影響

ECBが2011年から数度行っている、金融機関向けの長期リファイナンス・オペレーション(Long Term Refinancing Operation: LTRO)について、既述の観点から少々考察を加えたい。このLTROは上記のように金融機関に流動性の問題があると指摘されている状況で実行されたわけであり、問題のある金融機関への延命措置等の批判もあったが、それなりに評価できると考える。また安価かつ大量な流動性確保手段という意義に加えて、以下の意義があったものとする。

- (1) ECBによるLTROは通常の短期オペレーションと同様に各国中央銀行が窓口となる。したがってロンドン拠点をトレジャリー・ハブとしている金融機関にとってはグローバル・トレジャリー態勢下のスポーク拠点での資金の自己未充足によるクロスボーダー・リスクを軽減させる働きがある。たとえば、スペイン拠点がこのLTROによってスペイン中央銀行からユーロを調達し、これをロンドン拠点に放出したとする。このとき、スペイン拠点とロンドン拠点の間のクロスボーダー取引は、スペイン拠点からロンドン拠点への放出(=スペイン拠点にとっての資産)が増えることから、差引で考えたときスペイン拠点のロンドン拠点に対する負債が減少することになる。スペインがユーロ離脱してもユーロのまま据え置かれるクロスボーダー取引での差引での負債が減ることから、為替リスクは減少することになる。
- (2) LTROでの資金調達に必要な担保はユーロ加盟国の国債以外に、各国中央銀行の判断により優良企業向けの融資も担保と認めるとされた。仮にスペイン拠点がスペイン企業向けの融資を実行したときに、スペイン中央銀行が当該貸出債権をLTROの適格担保と認めれば、この融資に係る資金調達は(短期でつないだあと)当該貸出債権を担保としてスペイン中央銀行に差し入れることにより、LTROに頼る

ことが可能である。したがって、金融機関はLTROを使うことによって、将来の資金調達について懸念することなく融資を拡大させることが可能となる。

LTROの金利水準もあり、また金融機関ごとに資金状況も異なることから、すべての金融機関にLTROに大きな価値があったとは言えないだろうが、一般的状況としては上記のような資金の自己充足による価値を見いだす金融機関は多かったかと思われる。ユーロ圏においても各国中銀からの借入枠を確保すること等により、各国拠点の資金の自己充足を図ることの重要性が再認識されたと思う。

## 9 | 企業の行動と金融機関への影響

上述のように、一般的に金融機関は問題の生じた、ギリシャ、スペイン、イタリア、アイルランド、ポルトガル等での取引を回避する方向となった。

このとき、これらの国の企業は、金融機関の貸し渋りに備えて基本的に一様に以下の行動をとった。

- (1) 新規設備投資の抑制。<sup>6</sup>
- (2) 不要資産を売却して手元流動性の積み増しを図る。<sup>7</sup>
- (3) アジアや中近東よりの投資を招来する。<sup>8</sup>
- (4) 既存借り入れの期限到来時にこれを更新できないこと(リファイナンス・リスク)に備えて、期日到来前にリファイナンスの予約を行う(フォワード・スタート・リファイナンス)。
- (5) 既存借り入れの更改に応じる銀行がある場合に、新しい借入の期限はなるべく長めにする。

要すれば、企業は債務の削減(ディレバレッジ: deleverage)と借入期間の長期化を図ったわけである。企業は資本不足では簡単に倒産しないが、資金繰りに詰まれば黒字の状況であっても簡単に倒産する恐れがある。したがって、状況の悪いときにはディレバレッジを行うことが企業にとっての基本的な王道である。スペインやイタリアの企業は金融危機/ユーロ危機前には好景気状況から借り入れを増大させて業務を拡大してい

たわけで、通常必要運転資金以上の借入れが積み上がっていた企業が多く、これらはディレバレッジが必要であった。

ちなみに、(ディ)レバレッジの定義であるが、日本においては自己資本比率でレバレッジを語ることが多いが、欧米では企業についてはキャッシュ・フローを重視する考えからレバレッジといった場合、純借入れ(借入れから現預金を差し引いたもの)を利払い・償却・税金支払い前利益で割った比率、“Net Debt/EBITDA”、で語ることが多い。一般に欧米の格付会社はこの“Net Debt/EBITDA”比率3倍程度以下をもって投資適格格付のひとつの目安としているようであるが、金融危機・ユーロ危機の前には大手企業で投資適格を維持している企業でも、企業買収等で負債が膨らみこの倍率が3倍を超えるものがあったようである。また、投資非適格企業を対象とするレバレッジド・ファイナンスでは、この倍率が5倍以上のものも多く見られたようであり、当時は一般的にレバレッジ比率が高い傾向にあったのも事実である。

さて金融機関が注意する企業の資金繰りリスクは、多くの場合借り換えリスクと言える。仮にあるスペイン企業が黒字を継続していても、金融機関が先ほど述べたユーロ/ペセタの為替リスクもしくは、自己資本不足のために借り換えに応じない場合には、自社の業況とは関係ない理由で資金繰りに詰まる状況となる。

したがって、金融機関はこの企業への融資者が不安のある銀行に偏っていないかということに注意することになる。

企業は銀行からの融資継続を確保するために、安定感のある優良銀行を取引銀行にしようとする。これは直接的に融資の継続を期待する面もあるが、融資銀行のなかに弱体化した銀行がある場合、そのことだけでも借入人たる企業の資金繰りに懸念をもたれる恐れがあるからである。したがって金融機関に不安がある場合には取引銀行を優良銀行に集中する傾向が強くなる。

要するに、企業がディレバレッジで借入れを削減す

る一方、取引銀行の逆選別を行ったわけである。

なお融資期間の長期化に関していえば、これは企業の資金繰りに資するものであるが、貸手の側から言えば与信リスクが高まることになる。したがって、特にユーロ危機のような状況において与信リスクが高くなる案件を応諾する金融機関は限られる。

このとき企業としてはユーロ危機によって市場環境、特に資金調達状況が悪化しても融資を継続し、融資機関の長期化を応諾する銀行を親密銀行と認定し、各種銀行業務をこれらの銀行に集中することによって親密銀行との信頼関係増強に努力し、これが長期的に安定することを望む。同時に景気変動が国・地域によって異なることに注目して、取引金融機関が1国、1地域に集中しているリスクを排除し、取引銀行の国籍を欧州、アジア、米州に適度に分散させようと努力することになる。またプロジェクト・ファイナンスが重要な金融手段である企業は、参加者が減るプロジェクト・ファイナンス市場に残る金融機関を経常取引でも重要視する。

さらに一般的に銀行の融資機能に懸念があるため、優良企業で起債が可能性な場合にはなるべく起債で資金調達を図り<sup>9</sup>、銀行の融資枠はバックアップ・ファシリティにしようとする。

ここで、先ほど政府の信用懸念のなかで銀行の信用懸念も生じ、銀行の起債が難しくなったと述べたが、企業はこのときに起債できたのかとの疑問が生じるのは当然かと思う。基本的に銀行の場合には格付会社の判断においても投資家の判断においてもいわゆるソブリン・シーリングが認識され、本店所在国の格付・信用力を銀行の格付・信用力が上回ることはないとされている。また、ユーロ危機においては金融機関の保有する問題国の国債・債権に懸念が示されたわけであり、価格の下がった国債や不安のある債権を大量に保有する金融機関が起債を行える状況ではなかった。

ところが、多国籍企業で本社所在国での売上・収益の割合が低い企業に関しては、投資家はこれらの企業を本社所在国政府よりも好意的に見ることがある。たとえ



ば、イタリアの大手石油会社であるENI、同じくイタリアの大手電力会社ENELそしてイタリア政府の信用力をCDS (Credit Default Swap) のスプレッドで測ると、2011年の終わり頃にENIのスプレッドが250bp程度、ENELのスプレッドは400bp程度であったのに対し、イタリア政府のスプレッドは約600bpにまで跳ね上がっていた。これは、ENIは石油メジャーの一角として世界各地で石油・ガスの採掘権を有しており、これを世界中で販売していたこと。ENELはスペインの子会社のENDESA 経由ではあるが、南米に大きな事業網を有していたこと。これらの要素がENIやENELをイタリア政府以上に安全と見なす理由となったと思われる。

このように、ユーロ危機のなかで国家や銀行が資本市場からの資金調達が難しくなるなかで、問題国に所在する企業であっても、多国籍に展開している企業には国際資本市場での起債の可能性があったわけである。

銀行にとっては資本や流動性の制限が厳しいなか、優良企業を中心にではあるが企業が率先して借入れを返済し、さらに資金調達の軸足を資本市場へ移したわけであり、一時的には銀行にとって資本・流動性の面で一息つく状況を作った。しかしながら、やや長い目で見れば優良企業による銀行選別と資本市場の利用によって、特に優良とは認識されない銀行にとっては残った顧客ポートフォリオでは銀行選別を行えない／資本市場が使えない層の比率が増大したわけで、必ずしも銀行にとって喜ばしいことではなかった。

## 10 | 企業によるカウンターパーティ・リスクへの注目

カウンターパーティ・リスクとは、2010年1月に金融庁／日本銀行が発表した「バーゼル委市中協議文書カウンターパーティ・リスクの取扱いの強化の概要」によれば、「あるカウンターパーティとの間のOTCデリバティブ取引や証券金融取引が正の価値を持つ場合、当該カウンターパーティが破綻したときに、正の価値の金額を取り損なってしまうリスク」<sup>10</sup>と記述されている。

このカウンターパーティ・リスクについては、従来か

ら銀行間では為替取引やデリバティブ取引において認識されてきた。特に、1974年に当時の西ドイツにあったヘルシュタット銀行の破綻によって同行と為替取引を行った銀行が為替取引の決済資金を受け取れない事態が発生したこともあり、デリバリー・リスクも含めカウンターパーティのリスクは銀行間では注意されてきた。

一方、従来企業は銀行の破綻をあまり想定せず、カウンターパーティ・リスクに大きな注意を払ってこなかった。ところが、リーマン破綻等の金融危機やユーロ危機においてまさに銀行の信用に懸念が生じたわけであり、企業のリスク管理において、銀行との取引におけるカウンターパーティ・リスクへの注目が高まった。

企業もリスクヘッジのために金融機関と各種の為替、デリバティブ取引を行っていることがあり、万一、為替取引やデリバティブ取引の取引相手である銀行に問題が生じた場合に損失が発生する可能性があることが再認識された。

金融機関同士であればOTCデリバティブであってもCSA (Credit Support Annex) によってデリバティブの勝ち負けのポジションに応じて相互に担保を入れる仕組みを作ることで、カウンターパーティ・リスクを削減することが一般に行われる。一般事業法人ではこのCSAの事務が煩雑なことや、常に担保となる有価証券を保有する費用がかさむことから、CSAによるカウンターパーティ・リスクの軽減策を取ることは難しい。

したがって、企業のカウンターパーティ・リスクの軽減方法は取引時に相手銀行を選別することに限られることが多い。このとき企業は有力格付会社の格付とCDSのスプレッド等を判断基準にすることが多い。

このように為替・デリバティブ取引が優良銀行に集中することは、銀行の融資業務に影響を与えるが、その理由は以下の通りである。

欧米の金融機関では通常、融資業務は一種の出費項目とされる。

これは欧米では貸出債権を時価評価することが多いが、銀行の貸出債権の利回り、この貸出債権の借入人が

発行する社債の利回り、これとこの借入人のCDSスプレッドの関係は、

(貸出債権の利回り) < (社債の利回り) < (CDSスプレッド)

となっていることが多いため、貸出債権の価値をCDSスプレッドを基準にして評価すると、貸出債権の時価はCDSの想定価値より小さくなり評価損を計上することが多いためである。

貸出債権の利回りが社債の利回りやCDSスプレッドより低いのであれば、わざわざ担当者を配置して人手をかけていろいろな装置を配置して貸出を伸ばすより、社債を購入し、CDSを売ることによって資産運用を構築する方が効率的である。このなかで金融機関がわざわざ人手をかけて顧客と交渉してプライマリーでの貸付債権の積み上げを行う意味は、付帯ビジネスを取ることにある。

企業が発行した社債を購入しても、企業に係るCDSを売っても当該企業との付帯ビジネスにはつながらないが、金融機関が企業への貸し出しを行った場合には企業から付帯ビジネスを取れる可能性が増大すると認識されている。

一方で企業側の論理構成としては、融資を行った金融機関には付帯ビジネスの機会を与えるので、社債の利回りよりも低い金利条件を甘受すべきということになる。

また、CDSは企業が債務不履行となったときの保証であり、CDSスプレッドはこの保証料に相当する。この保証料に相当するCDSスプレッドは社債の利回りよりも高く設定される傾向にある。また、貸し出しや社債の購入には流動性を必要とするが、CDSの売却には流動性が不必要なことにも注意が必要である。

ちなみに上記で貸出債権の利回りが低いことを述べたが、貸出債権の利回りもプライマリー市場における当初の利回りとセカンダリー市場における流通利回りには差があり、通常セカンダリー市場での流通利回りの方が高い。したがって上記の不等式は、もう少し詳しく述べると、

(貸出債権のプライマリーでの利回り) < (貸出債権の

セカンダリーでの利回り) < (社債の利回り) < (CDSのスプレッド)

となることが多い。

なお、貸出債権利回りのプライマリーとセカンダリーの差はセカンダリーで貸出債権を購入しても企業は評価せず、付帯ビジネスが獲得できないことが多いことで大半は説明できるが、資本や流動性の規制で資産を圧縮したい金融機関の数が資産を伸ばしたい金融機関の数よりも多い場合にはこの差が拡大することを付け加えたい。

ともかく欧米では融資を行う場合は、これを梃子に付帯ビジネスを取れることが大前提であり、もしも付帯ビジネスを取れない場合にはこの融資を実行した担当者の人事評価は減点となる。

金融機関にとって、為替やデリバティブは大きな付帯ビジネスである。

また欧米金融機関は、いわゆるユニバーサル・バンク態勢をとっているために銀行と証券が一体化しているが、企業が起債する場合に融資を行っている金融機関を優先することが多いのに加え、起債した証券の金利・通貨ヘッジを行うことが起債の主幹事に求められることが多く、付帯ビジネスとしての起債業務を獲得するうえでも融資とデリバティブの提供力は重要である。

さて、企業がカウンターパーティ・リスクを注意するということは、この為替やデリバティブの業務が一部の優良銀行に集中する可能性があるということになる。また、起債業務獲得にもデリバティブが重要だとすれば、起債の主幹事になれるのも、格付が高くCDSスプレッドが低い優良金融機関が優先されるということになる。

このようにカウンターパーティ・リスクへの企業の注目の高まりによって、デリバティブや為替業務、ひいてはそれに関連する起債業務といった金融機関にとって重要な付帯ビジネスが優良銀行に集中され、それ以外の銀行は付帯ビジネスが取れないことから融資業務の総合採算性が低下し、結果として融資業務そのものも優良銀行でないと積極的になれない状況を生み出したと言える。

ここでやや小さな問題ではあるが、これら優良銀行に

においては与信のポートフォリオ運営が難しくなったことを指摘しておきたい。上記のように優良銀行に取引が集中するという事は、従来以上にこれらの銀行にとっての一定顧客に対する各種取引が拡大するという事であり、この状況はポートフォリオ理論が理想とする分散投資の状況に反するものがある。取引の集中する優良金融機関は大口取引を所与のものとしてこれにどう対処するかの検討が一層要請される。

## 11 | 国債保有による金融機関の資本毀損

最後に、金融機関による国債保有の問題に触れておきたい。

国債価格下落の問題は多くの場合、企業よりも金融機関の問題となる。

スペインやイタリア等政府債務の信用に懸念が生じた国に本店を置く金融機関に、保有する国債の価格下落によって資本の毀損が生じたわけである。スペインやイタリア等で政府に対する信用不安から国債の売れ行きが悪くなった際、政府は自国の金融機関に追加的な国債引き受けを要請し、国債価格が下落するなか、スペインやイタリアの金融機関は保有する国債の残高を増加させざるを得なかった。

政府の信用不安から国債が市場で売られて価格が下落する場合、これは利回りの上昇を意味し、したがって政府の利払い負担は新発国債について上昇し、政府の信用不安に拍車をかけ、これがさらなる国債の価格下落を招くという悪循環に陥る状況となることがある。国債を政府要請もあり大量に保有する金融機関は大きな評価損を計上し、この評価損がこれらの銀行にとって資本の毀損を招く状況になった。銀行は最低自己資本維持の必要があり<sup>1)</sup>、資本が毀損した場合ですぐに増資することが難しい場合には、分母である貸出を圧縮して自己資本比率を維持する。

このとき政府が国内企業への融資を維持する必要があると判断し、かつ資本不足に陥った金融機関が自力で資本増強をできないのであれば、政府による資本注入とい

う形で支援することになるが、これによってさらに政府の財政赤字が拡大するとの懸念を生み、政府への信用がさらに毀損することになり、国債価格はさらに下落し、金融機関の国債の評価損による資本不足が拡大するという悪循環を生むことがあった。

ちなみに金融機関による自国の国債購入は世界中普遍的に見られることである。日本においても金融機関は大量の国債を保有している。したがって、スペインやイタリアの銀行が大量の国債を保有していても当然であり、これは必ずしも非難されることではない。ただ、いったん政府の信用が揺らぎ、国債の価格が下落してこれを保有する金融機関の資本が毀損する場合には、仮に自国政府からの要請で国債を購入していても金融機関の自己責任とされ、それが顧客による銀行選別の基準のひとつとなることは認識すべきである。なおバーゼルの場合でも金融機関の国債保有について各種議論がされている。

## 12 | 結語

ユーロ危機の原因は通貨ユーロの脆弱性である。

2009年～2012年のユーロ危機ではギリシャの信用問題がユーロの信任の問題につながると多くによって考えられたが、2015年のギリシャ危機ではそのように考えるのが少数派であったと思う。これはユーロの脆弱性がセーフティー・ネットの整備によってかなり補完されたと考えられているからであろう。ただしこの補完が完全だと考えることはできず、今後ともユーロの脆弱性を認識した業務戦略が必要であろう。

また通貨の脆弱さに焦点が当たったユーロ危機が企業金融や銀行に影響を与えた点は以下の通りになるかと考える。

- (1) 金融機関にとっての資金効率化のためのグローバル・トレジャリーを維持する場合でもトレジャリー・ハブでない拠点所在国において資金を自己充足する能力拡大の重要性認識。
- (2) 金融機関への信任の低下により、企業の資金調達軸足の銀行から資本市場への動き。

(3) 金融機関への信任の低下により、企業による銀行選別（優良性と地域分散性への着目）。

(4) 金融機関にとっての付帯ビジネスが企業によるカウンターパーティ・リスクへの警戒の高まりから優良銀行に集中することになり、それ以外の金融機関にとって融資業務の魅力が低下。

(5) 金融機関にとっての国債保有リスクの再認識。

金融危機とそれに連続するユーロ危機は金融機関と企業に多くの教訓を与えたものと思う。

「銀行は晴れの日に傘を貸し、雨の日に傘を取り上げる」とは従来から言われてきたことであるが、これに加えて「銀行の調子によっては天気に関係なく傘を取り上げ

る」と言えるかもしれない。

この教訓から導かれた状況は常態となっていると考えの方がよく、企業・金融機関の双方でこの常態に対する戦略構築が必要となっている。

求められる戦略が目的とすることのひとつは長期性と安定性であろう。金融危機やユーロ危機のようなものが今後も発生する可能性があると考えれば、企業は金融機関を評価する場合に将来にわたる長期的関係を重視するという価値観を共有すること、そしてその長期的関係重視の方針を担保するだけの安定的経営状態であることを金融機関に要求することを指摘しておきたい。

#### 【注】

<sup>1</sup> 2011年11月30日のReutersは「高くないEFSFへの評価、こう着感強まり薄らい」との記事を掲載している  
<http://jp.reuters.com/article/topNews/idJPTYE7AT03U20111130>

<sup>2</sup> 2013年12月24日の内閣府のレポートは「欧州政府債務危機はこのところ落ち着きを見せている」と述べている  
[http://www5.cao.go.jp/keizai3/monthly\\_topics/2013/1224/topics\\_026.pdf](http://www5.cao.go.jp/keizai3/monthly_topics/2013/1224/topics_026.pdf)

<sup>3</sup> 2012年5月31日のWall Street JournalのWeb版は「スペインがユーロを最初に離脱する6つの理由」と題する記事を掲載している。  
[http://jp.wsj.com/public/page/0\\_0\\_WJPP\\_7000-452432.html?mg=inert-wsj](http://jp.wsj.com/public/page/0_0_WJPP_7000-452432.html?mg=inert-wsj)

<sup>4</sup> 米国連邦準備による規制 以下参照

<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section23a.htm>

<sup>5</sup> たとえば、2013年に組成された、サウジアラビアでの大型かつ長期の米ドル建プロジェクト・ファイナンス案件で、大手仏銀2行は契約書締結の直前になって案件参加を辞退した。金融界では契約書締結直前の参加辞退は極めて異例。

<sup>6</sup> 経済産業省資料

<http://www.meti.go.jp/report/tsuhaku2012/2012honbun/html/i1210000.html>

<sup>7</sup> 日本貿易振興機構はスペインの大手インフラ会社ACSのブラジルでの資産売却を伝えている。  
<http://www.jetro.go.jp/biznews/4fcd47cf83978>

また、フランスのTotalは同社が持つスペインの石油会社CEPSAの持分49%をアラブ首長国連邦のIPICに37億ユーロで売却した。IPICは従来からの持分も含めてCEPSAの100%親会社となった（なお、IPICは日本のコスモ石油の株も20.8%保有している）。

<sup>8</sup> たとえば、中国の山峽ダムを運営する山峽集団は2011年12月にポルトガル電力（EDP）に27億ユーロ出資して21%の株式を取得した。

<sup>9</sup> 2013年7月22日のFinancial TimesにBank loans fall out of favour with EU companiesと題する記事が掲載されている

<sup>10</sup> <http://www.fsa.go.jp/inter/bis/20091217/04.pdf>

<sup>11</sup> 2010年に行われた欧州の銀行に対するストレステストでは中核資本（Tier1 Capital）に関する自己資本比率で6%が目安とされた。この6%はその後引き上げられている。