

欧州の銀行が欧州債務危機を克服する方策 に関する一考察

増 山 隆^{*1}

安 田 信之助^{*2}

A Study on a Special Scheme of European Banks' Asset Liquidation in order to Overcome European Debt Crisis

MASUYAMA Takashi*¹, YASUDA Shinnosuke*²

This paper deals with the European banks' external deleveraging trend associated with the European financial crisis, especially a special type of international asset liquidation scheme that utilizes the Collective Action Clause (CAC). The CAC, conducted by the Greek Government in March 2012, was a unique case retroactively introduced in the international financial markets. It was originally designed to dramatically reduce the country's existing governmental debt obligations, but in addition, helped reduce the heavy debt burdens of European banks. This study discusses the recent external deleveraging trend, the reduction in the percentage of debt in the balance sheet from European banks' viewpoints. In addition, I will present a financial comparison between the CAC and non-CAC cases, and state my own views.

*1 三菱UFJ信託銀行勤務

*2 城西大学経済学部教授

目次

- I. はじめに
- II. 欧州の銀行による資産負債圧縮 (Deleveraging) の背景
- III. 仮説設定と分析結果
- IV. おわりに

I. はじめに

1. 問題意識

本稿に先立ち、2012年5月19、20日の両日に城西大学坂戸キャンパスにおいて、日本貿易学会第52回全国大会が開催された。筆頭筆者（増山）は第2筆者（安田）より、同大会第10分科会「貿易と金融」において報告の機会を頂戴した。

論題「海外貸出債権を流動化するスキームの潮流に関する一考察」と題して、日本の金融機関（以下、邦銀）が、海外、特にアジア・中東地域における貿易や投資など企業の借入資金需要に備えて貸出余力を十分に確保するための手段等につき報告を行った。たとえば、邦銀が融資実行済の複数の大口海外貸出債権を束ねて他の金融機関へ売却を行うことで、刻一刻と変化する貸出先の倒産リスクに応じて特定の国や企業に対する融資残高をまとめて減らすための債権流動化手法につき論じた。

本稿では新たな題材を取りあげ、邦銀ではなく欧州の銀行を扱う。すなわち、海外債権を流動化する主体として邦銀を取りあげるのではなく、寄稿時（2012年12月）において欧州金融危機の直接的な影響を受けて貸借対照表（バランスシート）の資産・負債両面で規模の圧縮（deleveraging）を余儀なく強いられている欧州の銀行を取りあげる。題材は、ギリシャ国の債務再編を迅速かつ秩序立てて行う目的で、国債発行契約に盛り込まれた集団行動条項（Collective Action Clause(s)、以下、CAC）を扱う。CACとは、国が国債の元利払いに窮して償還条件を緩和する際に、一定比率以上の債権者の賛同が得られれば、残りの債権者が反対しても償還条件などの変更が出来るようにする条項である。適用例として、債務者（ギリシャ政府）主導にて債権者（主に、欧州の銀行）の保有する大半の高金利ギリシャ国債を期日前に償還する手法であった点に着目する。

筆者の問題意識としては、欧州の銀行が被る最大損失の目途が立っていないことが、欧州危機が取束しない理由の一つと考える。これゆえ、欧州の銀行にとって最大損失額の推

計を試みる。さらに、ギリシャ政府が採用したCACにより、結果として欧州の銀行も経済的なメリットを享受した点を指摘し、これを数値面で裏付けて検証を行う。

2. 本稿の目的と章の構成

本稿では、まずⅡ章にて欧州危機の定義の明確化を行う。欧州の銀行が保有する南欧諸国が発行した大量なる国債の合計額の算出、そして、欧州各国がデフォルト（債務不履行）のリスクを抱える南欧の国債をお互いに保有し、財務的に依存し合っている現象（Credit Risk Chain）について考察を行う。特に、「欧州危機」と一般的に呼ばれている状況につき、厳格には、欧州金融危機と欧州債務危機（または、欧州財政危機）の2つに分けて考える必要がある点を述べる。従来の研究では、これらが一緒くたに捉えられている傾向が強かったと思われるため、欧州の銀行が抱える苦悩（金融面）と欧州各国政府が抱える苦悩（債務面）に分けて捉える。たとえば、欧州の銀行が抱える苦悩とは、銀行が投資を行う資産サイドに加えて、負債サイドでUSドルの調達が難しくなっている点につき述べる。これゆえ、欧州の銀行は利回りが高く為替リスクのないユーロ建てのギリシャ国債等に投資した。また、2012年央から欧州の銀行に課せられるEUの新しい自己資本規制も海外投資資産を売却せざるを得ない一因である点を述べる。Ⅲ章では、欧州債務国の財政面からCACのスキームに焦点を当てる。ギリシャ政府が採用したCACは、元々、債券発行契約上には条件を緩める取り決めが存在しなかったにもかかわらず、国債の発行条件を緩和した上で借り換えができるように後からギリシャ政府が契約変更したユニークな徳政令であった。仮に他の南欧諸国で同様のスキームが実施された場合を想定し、欧州の銀行にとって最大損失額の推計を行う。Ⅳ章では、本研究における今後の残存課題について述べる。Bloomberg社記者のDobson & Moses（2012）は、ギリシャ政府が採用した2012年のCACは、国家による自発的な債務不履行であり銀行にとって不利であったと報じている。筆者は、むしろ逆の発想で捉える。ギリシャがCACを採用したからこそ、欧州の銀行は結果として欧州金融危機から救われたものと結論付ける。

関連する参考情報として、筆頭筆者は邦銀の英国支店、ならびに欧州の現地法人にて自動車産業への貸出を担当していた経歴を持つことから、欧州危機の影響を受けた業界の一例として自動車産業の欧州動向も併せて記す（但し、情報は全て公開情報を使用）。

II. 欧州の銀行による資産負債圧縮 (Deleveraging) の背景

1. 欧州危機について

第一に、欧州危機の定義について考察を行う。欧州危機には、確立した定義は未だ存在しないものと思われる。たとえば、ギリシャ、イタリアなど南欧諸国の公的債務残高が名目GNP比で100%を大幅に超えている国家財政の状況（表1）だけを以て、欧州全体が危機的状況に陥るとは言い切れない。むしろ数多くの本質的で複合的な要因が、EU統合（1993年）以前から内在していたと考えられ、これらをまず解き明かす必要がある。

1) EUに内在する問題点

元々、EU統合以前から、超国家、経済連合、移民受入れ、関税撤廃という欧州大陸主導で進められるEU基本構想に対する懐疑的な意見がイギリスなどに存在し、英国労働党などは欧州懐疑主義（Euro-scepticism）と呼んでいた。しかしながら、2008年以前のEU経済の安定成長期には、EU圏内での南北問題などEUに内在する本質的な問題点はあまりクローズアップされなかった。たとえば、①強い輸出産業や海外投資・金融資産などをもち2008年に対外純資産残高がプラスであったのはドイツ、フランス、ベルギー、オランダだけであり（IMF統計International Investment Position 2009）、残りの20余ヶ国はマイナスであったこと（南北問題）。②2004年に中・東欧諸国中心に10ヶ国がEUに参加し、物価・人件費が相対的に安いこれら中・東欧圏が欧州内の主要な生産拠点となったが、西欧では産業が空洞化^{脚注1}した点（東西問題）。③EU圏外からEUへ外国移民の流入によりEU国の若年失業者が増えた点（域外問題）。④統一通貨ユーロにより低金利ファイナンスが可能となり、南欧諸国でGDP比累積債務が増えた点（ギリシャ、イタリア、ポルトガル）。特に、2003年央から2005年末まで、欧州中央銀行（ECB：European Central Bank）は2%という低金利政策を実施した要因が大きい。同様に銀行間で資金を調達するインターバンク市場でも、低金利の資金を融通し合えたことから、万が一、資金供給難に陥ることを想定した銀行内の危機管理体制が甘かった点。⑤EU統合を決定したマーストリヒト条約（1992年）で求められたEU圏内に留まるための条件（安定成長協定：Stability and

1 自動車産業の例：独フォルクスワーゲン（VW）のスペイン工場から、ポーランド工場へ生産量7万台（2006）、同スロバキア工場へ7万台（2005）シフト。AUDIの独工場からハンガリー工場へ6万台シフト。その他、ルノー、プジョー・シトロエンも主力の小型車工場（計30万台相当以上）を中・東欧へシフトした。

Growth Pact) における財政赤字の削減や、公的債務残高の削減基準を遵守させる枠組みが足りない点。すなわち、経済成長率が相対的に低い南欧諸国ではこれらの財政規律を遵守するモチベーションが働かないこと（モラル・ハザード）。⑥ECBの権限が強く、EU各国が独自に金融政策と通貨政策を打ち出せない点。これゆえ、イギリスやスイスなどの金融立国は独自の通貨を持ち、ユーロ圏に加盟していない点が挙げられる。

2) 欧州金融危機とは何か

欧州危機には欧州金融危機と欧州債務危機の2つの要素があると思われる。強いて定義すれば、両者を合わせて欧州危機になると考える。この項では、欧州金融危機を取り扱う。

欧州金融危機の初期（第1段階）では、欧州の金融機関が米国サブプライム・ローンを原資産とする証券化商品への投資の失敗により、市中への資金供給不足に陥り欧州金融システム全体が機能不全に陥る可能性があった。2007年8月にフランス大手銀行傘下の証券投資ファンドが、満期前解約に応じないと表明してファンドを凍結した。これは、パリバ・ショック（BNP Paribas Shock）と呼ばれている。同様に、同年にドイツのザクセン州立銀行^{脚注2}やイギリスのノーザンロック銀行など複数の有力地方金融機関が資金繰り悪化により預金者の取り付け騒ぎを起こしたことで、イギリスと欧州全体に信用不安が起こった。高屋（2011）や田中（2012）は、パリバ・ショックを、欧州金融危機の始まりとしている。米国の証券化商品を大量に保有していた銀行に、欧州勢が約3割存在したことが各銀行公表の四半期決算報告（2008年各期）で判明した。各銀行は証券化商品の急激かつ大幅な価格下落^{脚注3}により損失を被った。これら証券化商品は主にUSドル建てであったため、欧州の銀行に対する信用不安が増幅した。USドルを預金など本源的資金として保有しない欧州の銀行は、USドルを銀行間取引で限界的に調達せざるを得なかった。この調達が銀行の生命線であったが、世界中でドル調達ができなくなり破綻が続出した。BIS（2008）や日銀（2009）では、銀行が必要な資金調達に支障をきたすリスクを流動性リスク（Liquidity Risk）と呼んでいる。資金流動性リスクと呼ぶ場合もある。

2 独ザクセン州は、VW、BMW、ポルシェ等の自動車工場や部品納入会社約650社が集結していた工業地域。現在は、中・東欧に自動車産業が移転している。

3 銀行や年金基金など世界の主な機関投資家は、長期投資先の投資基準を定めている。たとえば、外部格付がBBB-（S&Pの場合）を下回ると、適格基準外となり保有額を全額売却することが多い。この時、市場で急激かつ大幅な価格下落が起こりやすい。

図1

欧州に波及したサブプライム・ローン問題

本来、欧州債務国の支援に充当できる資金(約2,450億ユーロ)を、既に米国サブプライム問題処理で使用済み。独・仏の体力(国力)は消耗。

欧州各国の銀行損失累計額2009年初の推定
～米国サブプライム処理

1. 英	約900億ユーロ
2. スイス	約650億ユーロ
3. ドイツ	約600億ユーロ
4. 仏	約300億ユーロ
合計	約2,450億ユーロ

出所：Bloomberg 2009

ユーロ圏の純対外資産残高
(対GDP比2008年)

1. ドイツ	プラス20～25%
2. 仏・イタリア	約マイナス20%
3. ギリシャ	約マイナス70%
4. スペイン	約マイナス80%
5. ポルトガル	約マイナス90%

出所：IMF Database 2011より筆者編集

投資した債券価格自体の相場下落(市場リスク)や流動性リスクが顕在化し、欧州の銀行が金融危機初期(2008年)に被った損失累計は、(図1 欧州各国の銀行損失累計額)約2,450億ユーロと推定され、2008年時点において、ドイツやフランスの大手銀行の体力を消耗させていたことがわかる。

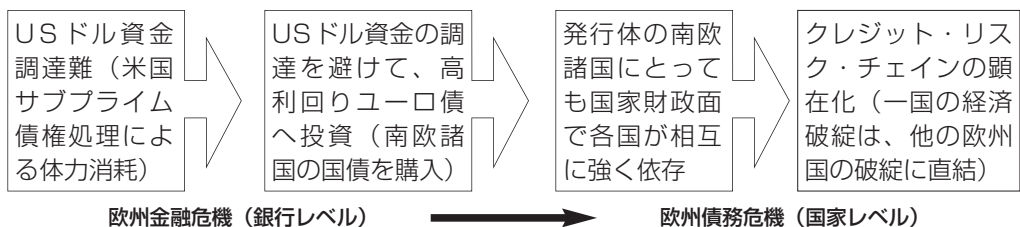
欧州金融危機の本格化(第2段階)は、リーマン・ショック(2008年9月)以降、金融機能不全により欧州の経済活動が大きく落ち込む経済危機を指す。銀行の資本金不足と民間への貸し渋り(資金を貸し出す余力がないために銀行が貸出を抑制すること)による深刻な信用収縮が主たる原因である。実際に銀行の貸し渋りや倒産により、製造業の生産過程へ資金が行き渡らず、失業率も上がりEUは、2009年に大きく景気後退局面となった。2008年から2009年への主な失業率増加は、フランス(7.8→9.5%)、イタリア(6.8→7.8%)、スペイン(11.3→18.0%)、ギリシャ(7.7→9.4%)であり、特に南欧で悪化した。GDPは、EU27ヶ国平均でマイナス4.2%と低迷した。金融政策として、ECBは2008年第3四半期に4.25%であった政策金利を2009年3月には1.5%へ大きく引下げた。自動車業界では、2008年から2009年にVW、オペル、フォード(ドイツ工場)がドイツ政府に対して公的資金申請や政府保証を要請した。フランス政府もルノー、プジョー、シトロエンへの各々30億ユーロの融資を発表した。一方、銀行へは、独バイエルン州立銀行に30億ユーロ、コメルツ銀行に182億ユーロの資本注入。2008年10月に、ドイツ政府は金融市場安定化法の成立により国内銀行支援に最大4,700億ユーロの投融資計画を発表した。フランス

においても、デクシア銀行に30億ユーロをはじめ大手6行に計105億ユーロの公的資金を投入。イギリスでは、ロイズ銀行に約65%の政府出資を実行し事実上国有化した。銀行が国有化されると、銀行のリスクは国が負うリスクに転嫁される。そして、金融危機は国レベルの財政危機へと発展した（図2）。

金融機能の低下による資金供給不足や生産の低下は深刻で、ユーロ圏以外にも波及した。ハンガリー、ルーマニア、ラトビア、アイスランドが金融機能の停止状態に陥り、IMFの資金供与を受けるといふ国家危機を迎えた。自動車業界では、北欧のサーブとボルボが2009年にスウェーデン政府に公的支援を要請した。

図 2

「欧州の銀行が抱える苦悩」から「欧州国家が抱える苦悩」へ移行する概念図



概念図として筆者作成

3) 欧州債務（財政）危機とは何か

① Collective Action Clause (CAC) について

CACとは、EUのEconomic and Financial Committee（以下、EFC、2012）によると、債権を保有している投資家の一定比率以上の賛同により、債務返済に窮している発行体を救済するために事後的に償還期限や金利などの条件を変更できるよう定める契約条項とある。Bradley & Gulati（2012）の最近の研究において、CACは財務的に脆弱な欧州の債券発行体の資本コストを下げるのに役立っていると記している。一部の少数債権者の反対によって発行体の蘇生に向けたリストラが遅れて、コストが余計にかかることを阻止する目的で、1920年代から東欧のチェコでCACが適用された記録が存在する。EUでは2002年にCACに関する標準的な基本事項が固まった（Group of Ten、2002）。たとえば、CACを適用するためには、2/3以上の債権者の賛成が最低必要とされている。実際に債務国政府は、2/3以上を占める債権団の代表者とCollectiveに（集中的に）リストラ交渉を進めることになる。過去、発行体が南米国家のケースでは、ブラジル、メキシコ、アルゼンチンなどでCACに基づくリストラが実施された記録がある。

表1 欧州各国の公的債務残高、財政支出/GDP比他 (2011年末)

EU加盟国(27ヶ国)	Euro圏 17ヶ国	名目GDP単位 百億米ドル	公的債務残高 名目GDP比%	財政支出名目 GDP比%	S&P 各国の 長期格付 2012年8月	国民一人あたり名目GDP 単位千米ドル(世界の順位)
1. ギリシャ	○	30	165	▲9.1	CCC	27 (30位)
2. イタリア	○	220	120	▲3.9	BBB+	36 (25位)
3. アイルランド	○	22	108	▲13.1	BBB+	48 (16位)
4. ポルトガル	○	24	108	▲4.2	BB	22 (36位)
5. ベルギー	○	51	98	▲3.7	AA	47 (17位)
6. フランス	○	278	86	▲5.2	AA+	44 (19位)
7. イギリス		242	86	▲8.3	AAA	39 (22位)
8. ドイツ	○	358	81	▲1.0	AAA	44 (20位)
9. ハンガリー		14	81	+4.3	BB+	14 (48位)
10. オーストリア	○	42	72	▲2.6	AA+	50 (11位)
11. マルタ	○	1	72	▲2.7	A-	21 (37位)
12. キプロス	○	2	72	▲6.3	BB	30 (29位)
13. スペイン	○	149	69	▲8.5	BBB+	32 (27位)
14. オランダ	○	84	65	▲4.7	AAA	50 (10位)
15. ポーランド		51	56	▲5.1	A	14 (51位)
16. フィンランド	○	27	49	▲0.5	AAA	49 (12位)
17. スロベニア	○	5	48	▲6.4	A	25 (31位)
18. デンマーク		33	47	▲1.8	AAA	60 (7位)
19. スロバキア	○	10	43	▲4.8	A	18 (41位)
20. ラトビア		3	43	▲3.5	BBB-	13 (56位)
21. チェコ		22	41	▲3.1	AA	20 (39位)
22. リトアニア		4	39	▲5.5	BBB	13 (52位)
23. スウェーデン		54	38	+0.3	AAA	57 (8位)
24. ルーマニア		19	33	▲5.2	BB+	9 (68位)
25. ルクセンブルク	○	6	18	▲0.6	AAA	114 (1位)
26. ブルガリア		5	16	▲2.1	BBB	7 (75位)
27. エストニア	○	2	6	+1.0	AA-	17 (43位)
EU 27ヶ国合計 () 内は平均		1758	(83)	(▲4.5)	-	-

(出所) 欧州統計局、IMF World Economic Outlook Database (2011年末現在)、格付は、S&P (2012年7月末)。尚、EU以外にも、モナコ、バチカン、サンマリノ、コソボ、アンドラ、モンテネグロが通貨ユーロを使用している。

2012年3月、ギリシャ政府は民間のギリシャ国債保有者に対して、53.5%相当の債権放棄に加えて、残り46.5%相当を超長期国債や短期債券と交換するなどを骨子とする集団行動条項（CAC）を適用した。民間の国債保有者とは、事実上、大口投資家である欧州の銀行をターゲットとしていた（表2）。

このパッケージ取引の実現でギリシャ政府は、約1,070億ユーロの国家債務削減を見込んだ。事実上、国債の元本カットと残債務の返済猶予であったため、ギリシャは債務不履行状態であるとISDA^{脚註4}から判定された。すなわち、ギリシャ国債を参照債権とする金融デリバティブ商品（CDS：Credit Default Swap）は、Credit Event（信用事由）発生と認定された。

また、同時期に格付会社S&Pも、ギリシャ国債を最下位のSelective Default（ギリシャ政府が選択した債務の不履行）という格付とした。結果、世界中のギリシャ国債保有者は、現在価値に引き直すと元本の約8割を失った計算となる。

CDSは、国や企業が債務不履行（Credit Event発生）となる可能性の大小で価格が上下するデリバティブ取引である。たとえば、買い手側は国債保有リスクをヘッジする保険目的や投機目的で利用している。2011年6月17日付のFinancial Timesは、米国金融機関が過去に販売したギリシャのCDSは計US327億ドルであったと報じた。2012年3月にギリシャCDSの清算価値は、ISDAが実施する公開オークションの結果にて決定した。最終的にCDSの売り手は、想定元本金額の約8割弱に相当する支払い義務が生じた。

このデリバティブ商品における損失者は、主にこの商品を売った金融機関であり、現物国債保有による損失とは別建てにてCDSの被害額が報告されている。銀行にとっては、2重苦と言えよう。

② 欧州債務（財政）危機について

欧州債務危機（または、欧州財政危機）とは、欧州各国の財政が悪化して複数の国家が、ほぼ「同時に」破綻する状況を指すと考える。企業に限らず国家も債務（借金）が返済できないと破綻する。これが一国に留まらず、欧州内の複数国で同時に起こるので危機と表現している。破綻とは、国家として破産することで、国債を含む国としての借入金返済や保証債務を履行できない状態を言う。ここでも欧州の銀行が抱えるリスクが、国家のリスクに大きく影響している。この状況を以下に説明する。

4 International Swaps and Derivatives Association：国際スワップデリバティブ協会の略。デリバティブ取引の業界標準形などを定める。本部はニューヨーク。

欧州の銀行が抱えるリスクとは、貸出先が倒産するリスクに加えて、南欧の国債を大量にお互い保有している状態をいう（表2の網掛け表示部分）。これらの共有関係を欧州のCredit Risk Chain（信用リスクの輪）と筆者は呼ぶ。Credit Risk Chainは、筆者の造語である。Chainは順番に発生する連鎖という意味よりも、鎖のように絡み合い、切り離せない絆（きずな）と解釈したい。債券を起因とする破綻が発生する時は、Cross Default条項（債務者が他者との契約で債務不履行をおこすと自動的に本契約も不履行とする条項）の存在により、債務不履行が一気に同時進行することが考えられる。

表2 EUの銀行が抱える南欧国リスク（2012年3月末）（単位：億ユーロ）

債権銀行 所在国 南欧債務国	フランス	ドイツ	イギリス	イタリア	ポルトガル	スペイン	合計
1. イタリア	3,339	1,335	572	2,679	N.A.	336	8,261
2. ポルトガル	205	272	196	31	360	774	1,838
3. スペイン	1,153	1,399	848	263	223	1,731	5,617
合計	4,697	3,006	1,616	2,973	583	2,841	15,716

（出所）2012年3月末 BIS 四半期統計他 ギリシャは一部債務をカット済のため表から除外。

危機の発端が、仮に1ヶ国の債務不履行だとしても、当該国の国債を大量に保有する銀行は致命的な影響を受ける。銀行は国債（債券）を保有するだけでなく、貸出や保証という形で、国のインフラ整備や発電事業など実質的に国が支払うリスク（ソブリン・リスク）を負っている。なお、これら債券、貸出、保証を合わせて債権と呼び、債権は銀行が借主（債務者）に求める返済請求権である。一国の信用不安は、多くの銀行の信用不安へと同時に進展することが、Credit Risk Chainの特徴である。また、民間の銀行は国債をECBや他行への差し入れ担保として準備（支払準備）するために各国の国債を大量に購入している。表2において、欧州主要国の銀行が南欧3ヶ国の国債を購入した実績を掲げた。国債は、いざという時に売却して手持ち現金を増やして他行や預金者への支払いに充当することができる。本来は、流動性リスクを回避する目的で保有している。ところが、今回はこの国債が紙切れ同然になるというリスクが生じている。S&Pなどの格付機関も同様の見方をしている。EUではフランスが長らくトリプルA（=AAA）の格付を保持していたが、2012年1月にスペインとイタリアの国債を大量に保有しているとの理由で、フランス国債はAA+へ1段階引き下げられている。スペインとイタリアのリスクがフランスに影響したと言える。国債価格が暴落すると、一国の信用リスクの顕在化が他のEU国へ波及する。また、一国の債務不履行は他国の歳入不足となる。

対策として、「信用リスクの輪」を、この輪の大きさを超える「信用秩序の輪」で覆ってしまえば良いのではないか、という新たなアイデアが2011年EU内に生まれた。欧州共同債（Eurobond）構想である。EU問題国の国債保有額や各国財政赤字の合計など想定する損失累計を超える金額のファンドをあらかじめEUの信用力で準備して、世界中から浴びせられているEU全体への信用不安を払拭する目的である。仮に欧州共同債が発行されると、EUの財政政策は1つということになる。たとえば、岩田（2011）は、「ユーロの矛盾である金融政策は同一であるが財政政策はばらばら、という仕組みを抜本的に修正することが不可欠である」と述べている。欧州での信用秩序の輪、いわゆる、セーフティー・ネットは、EU27ヶ国による欧州金融安定化メカニズム（EFSM）、ユーロ圏諸国が資金を拠出した欧州金融安定基金（EFSF）、国際通貨基金（IMF）の3つの公的な国際機関（以下、トロイカ）にて、計7,500億ユーロの支援枠が用意された^{脚注5}。さらにECBは、南欧諸国の国債（年限1～3年）を金額無制限で直接買い入れる新たな国債購入プログラム構想を発表した（Reuters報道2012年9月6日付）。

2009年10月ギリシャの政権交代が起きた際に、旧政権が実施してきた会計手続の一部に不適切な処理があることをEU委員会が指摘した。ギリシャの財政赤字は、当初GDP比4%程度と発表していたものが、実態としては13%以上あることが発覚し、ギリシャへの信用不安が全世界に起きた。格付会社によるギリシャ国債格付の大幅な引下げに起因する国債の急落に留まらず、欧州各国の銀行株価や通貨ユーロの下落が起きた。これが、欧州全体の信用不安の発端であった。

ギリシャは、エーゲ海を中心に約3千の島々で構成される人口約1,100万人の国である。オリーブ、綿、葉タバコなどの農業と観光産業であり、特に目立った工業はない。

ギリシャでは、公務員給与支払いなど公共部門支出がGDPの約50%（2006～2010）を占めていたことが破綻の一因であるとIoannou（2012）は分析している。ギリシャの財政破綻は、スペイン、ポルトガル、アイルランドへ波及し、実際にECBからの公的支援やECBによる国債買取りプログラムが始まった。2012年12月、まさに欧州財政危機を避けるべくこれらの重要施策が実施された。トロイカによる資金支援（7,500億ユーロ）がうまく機能すれば、債券やユーロ為替相場が反転する転換点になりえる。資金支援以外に方策はないのであろうか。これゆえ、次章にて公的機関による資金支援以外の枠組みとして、

5 玉川（2012）は、欧州金融危機における欧州71銀行の資本不足額合計を最悪ケースで5,250億ユーロと推定している。また、問題国（ギリシャ、ポルトガル、イタリア、スペイン、アイルランド）の対外債務は1,406兆ユーロ（2011年12月）と記している。

国家による過去債務の軽減スキームであるCACの活用につき考察を行う。

Ⅲ. 仮説設定と分析結果

CACは、国債発行体である国家による債務減額的手段であるため、債権者たる銀行の立場から捉えると、本来は歓迎する類の話ではない。EBA（2011）が、欧州の銀行に対して実施したストレステスト（自己資本の充実度合いなど銀行の健全性審査）の結果を公表し、さらに各行に対して2012年6月末までに継続的に維持すべき自己資本比率Tier1（普通株や内部留保など核となる自己資本をリスク資産で除した値）を、6%から9%へ上げるように要請した。この比率を満たすべく、欧州の銀行は、分子である自己資本を3%相当積み増すか、見合う利益をあげる必要があった。或いは、分母であるリスク資産を減らすことが求められた。不況下で利益をあげられない環境のもと、欧州の銀行は自助努力により資産サイド（分母）で不良債権を償却処理する必要があったが、損益計算書上の損失を出さないように進めなければならない難課題であった。

筆者はここで、南欧3国（イタリア、ポルトガル、スペイン）の政府がギリシャ方式のCACを採用して、過去に発行して未だ満期（償還期限）が到来していない国債元本の53.5%を無償で減額（債務帳消）した場合、債務削減額の合計と、欧州の銀行が被る最大損出額の推計を行う。

次に、CACは、銀行にとっても経済的にメリットのある選択肢であることを検証する。元本の31.5%は償還期限を最長2042年まで30年間先延ばしにする、という前提条件を設ける。但し、債務国が本来支払うべき未払い利息の累積額などは、計算の単純化のため本稿では勘案しない。CACを採用した場合、政府と銀行は同じベクトルの方向、すなわち双方がメリットを受けるといふ仮説を立ててこれを検証する。手法として、欧州の銀行の立場から、CACに応じる場合と応じない場合の損得比較を以下の通り行う。

1. (Case1) 債権者たる銀行が債務国政府からのCACの提案に応じない場合

1) 前提条件

銀行の投資目的を、「国債価格が値上がりすることを期待して実現利益（Capital Gain）を確保すること」とする。機動的な売却を行い、満期までは保有しない投資と位置付ける。従って、資産（国債）は、売却可能資産となる。

ギリシャ政府内でCACが協議された2012年2月当時のギリシャ国債の市況を再現する。

当時、残存20年間の長期国債市場価格が実態として額面の25%相当となっていた。銀行がCACに応じない場合、銀行にとってさらに以下3通りの選択肢が考えられる。①全額を市場にて売却する、②全額を当面保有継続する、③一部分を売却する（①と②の中間）の3通り。ここでは、投資家にとって、さらなる損失の回避を図る投資行動として一番確実で保守的と思われる①を前提条件とする。

① 銀行は、保有国債の全額を市場にて市場価格で売却する：

国債発行国の政府によるCACを活用した元本削減構想の公表は、国際社会においてデフォルト宣言と同等にみなされることから、公表後の国債の市場での購入希望価格（Bid Price）は、再生シナリオが示されない場合には、ゼロに向かって推移する。実際にギリシャ国債の指標となっていた2033年2月償還国債の市場での仲値は、2012年3月には額面100に対して価格25であったものが、同年6月には約11まで下落した。この場合、機動的な売却を図る投資家の保守的な投資行動は、価格が回復する可能性は「不確実」であるとみなして、無作為のままデフォルトして債券が無価値となるのを避ける目的から、価格の下落局面下でも売却を図る。仲値とは、仲介する証券会社が提示する売却希望価格と購入希望価格の中間値である。しかし、実際に投資家が売却を試みると、II. 1. 2) で述べた流動性リスクの存在により、Bid Priceは、仲値よりも低い値段となる。このような局面下で買い向かうのは、国際的なヘッジファンドなど少数の投資家であった。ここでは、単純化してBid Priceを額面の10%に設定する。

2) 分析

銀行は既に過年度までの大幅な価格下落により、額面価値（たとえば、100億ユーロ）の資産として記帳しているのではなく、決算期末の時価（額面の25%相当の25億ユーロ）にて貸借対照表上の貸方に資産計上している。既に75%相当は償却済みとなっている。銀行が採用している時価会計制度では、前決算期末比で、たとえば50%を超える大幅な価格下落が起きている場合には、債券の時価は決算期末に洗い替えられている。

国債を売ると、損益計算書上では借方に売買約定日付で「有価証券売却損」が記載される。これは、税引前の損失として計上される。本稿の例では、ギリシャ国債を、CAC適用を発表した直後の時価（10億ユーロ）で売却すると、15億ユーロの売却損が発生する。

<まとめ>

自己資本比率Tier1（核となる自己資本／リスク資産）の計算では、

分子の異動：15億ユーロの実現損 ⇒ 自己資本の減少要因となりうる。

分母の異動：25億ユーロの資産減少、となる。

2. (Case2) 債権者たる銀行が債務国政府からのCACの提案に応じる場合

1) 前提条件

CACが採用されて、新旧国債の債務交換が実施される。

旧国債（発行時の元本額面100%）のうち、

- ① 銀行は、53.5%部分を債権放棄する。
- ② 残債のうち、31.5%について、新規に当該国が発行する超長期国債（最長2042年まで）との交換により旧国債は償還を受ける。
- ③ 残債のうち、15%について、欧州金融安定基金（EFSF）発行の短期債との交換により旧国債は償還を受ける。EFSFによる支払いは100%確実とみなす。
- ④ 旧国債の未払い分の累積利息については、③と同様にEFSF発行の短期債との交換を各銀行が行う。但し、本稿では、計算の単純化のため、④は考慮しない。

以上の前提条件に基づいた計算を行う。

残債額面の53.5%部分が無価値（=ゼロ）となることから、約13.4億ユーロ（=25億ユーロ×53.5%相当）の「有価証券売却損」が発生する。また、7.9億ユーロ相当（=25億ユーロ×31.5%）は、超長期債と債務交換を行い、残債3.8億ユーロ（=25億ユーロ×15%）の短期債は、本稿では100%受け取りが確実な現預金と同等の資産（以下、現金等）とみなす。ここで、超長期債7.9億ユーロ部分の記帳は額面通りに行うのではなく、この新発国債の公正な価値であると合理的に判断できる価格（公正価値）を記帳する。この公正価値については2012年12月現在、欧州各行により考え方が異なっている。額面に対して約23%~80%の公正価値を各行が独自の判断にて採用している。本稿では、このうち最も利益が少ない保守的な見積もりと思われる23%を公正価値として使用する。

2) 分析

新旧国債の債務交換を行った結果、銀行の貸借対照表上の資産の部で、22.2億ユーロ（=購入時の簿価100億ユーロ×31.5%×23%+100億ユーロ×15%）の新国債と現金等が増加する。一方、13.4億ユーロ（=保有簿価25億ユーロ×53.5%）の旧国債が消滅する。ネット差引きでは、8.8億ユーロ（=22.2-13.4）の資産が増加する。したがって、(Case2)

では、Tier1計算上の総資産（分母）が増えることとなる。しかしながら、分子（資本の増減要因となり得るもの）において損失が発生するため、結果は以下の通りとなる。

<まとめ>

分子の計算：13.4億ユーロの実現損 ⇒ 自己資本の減少要因となりうる。

分母の計算：差引き8.8億ユーロの資産増加。（但し、将来利益の源泉になりうる資産の増加は、22.2億ユーロ。）

3. 分析結果とその解釈

Tier1に対する貢献度という観点から、(Case1)と(Case2)を比較する。(Case1)と(Case2)共に分子の数字は減少しており、自己資本の充実に向けて好ましくない結果となっている。但し、(Case2)では、分子で実現損が発生しているものの、その値は(Case1)よりも若干小さい上、将来の利益の源泉となりうる資産（分母）が22.2億ユーロ増えている。うち、15億ユーロは、1年後に確実に現金化が可能なりスクの少ない安全資産とみなせることから、自己資本の充実に向けた貢献度では、(Case2)の方がよい結果と判断できる。銀行にとってもCACに参加した方が、メリットを享受できることが検証できた。

<まとめ>

(Case2)の方が、Tier1計数の将来的な改善効果が大きくなり、債権者たる銀行にとって経営が改善することとなる。これゆえ、民間の銀行は、経済合理性から判断してCACに応ずるという結論になる。各国政府が提示したCACの提案に対して、欧州の銀行にとって応ずる場合と応じない場合では、応ずる選択肢の方が、額面100に対して22.2（すなわち、22.2%）の債権は消滅せずに、「資産」として貸借対照表上に戻ってくる好ましい結果となる。

<マクロベースで欧州の銀行損失額合計の推計：表3>

欧州の銀行の損失額合計としては、CACが適用されない場合の残価は(Case1)で10%であることから、15,716億ユーロの90%相当の14,144億ユーロとなる（表2右下の合計額15,716に90%を掛ける）。

一方、CACが採用される(Case2)の場合には、15,716億ユーロの22.2%相当の3,489億ユーロの繰戻利益を将来的に生む可能性が残されており、損失額合計の推計は12,227億

表3 南欧債務国3国でCACが採用される場合、欧州の債権銀行が被る最大損失額の推計
(2012年3月末)

(単位：億ユーロ)

債権銀行 所在国 南欧債務国	フランス	ドイツ	イギリス	イタリア	ポルトガル	スペイン	合計
1. イタリア	2,598	1,039	445	2,084	N.A.	261	6,427
2. ポルトガル	160	212	152	24	280	602	1,430
3. スペイン	897	1,088	660	205	173	1,347	4,370
合計	3,655	2,339	1,257	2,313	453	2,210	12,227

(出所) 筆者作成。表2の数字に77.8%を掛けた推計値。

ユーロ (= 15,716 × (100% - 22.2%)) となる。これゆえ、マクロの国家の観点および、ミクロの銀行レベルの観点で捉えても、CACの経済効果は大きいものと結論付けられる。

IV. おわりに

筆者は、ギリシャ政府が2012年2月に債権者に対して提案して採用された国債発行契約上の条項の一つである集団行動条項 (CAC、前掲) につき取りあげた。このCACが、南欧諸国政府にも広まり同様の提案が民間の銀行団に対して一律に提示されるということを仮定した。CACは、債務放棄と超長期等の債務への債務交換を組み合わせた国家によるリストラのパッケージ提案であり、本来は債権者たる銀行には到底受け入れ難いスキームと考えられる。しかしながら、ギリシャの場合、2012年3月に蓋を開けてみると、約9割以上の民間債権者がCACに賛成を投じた。結果、CACが契約上適用され、ギリシャ国のリストラ計画が国際社会で認知された。債務交換取引の中には、EU全体の信用力により欧州金融安定基金が支払保証を行う短期 (1年未満) の債券が含まれていることにより、銀行は1年後には利益捻出を行うことが出来るという甘味料が含まれていることが今回確認できた。ただし、原債権元本の22.2%相当は、不良債権から正常債権へ一気に復帰するという話ではない。いわば返済猶予措置を講じた「条件緩和債権」であり、相変わらず不良債権の一部と言える。前提条件に対して厳しい見方をすれば、スペイン、ポルトガル、イタリアの3国共に、国債発行済残高を減らす方策として一律にCACを適用し、債権銀行が応諾して、かつ債務放棄率が53.5%で一定という設定は現実性を欠いているという指摘を受けるであろう。しかしながら、筆者が敢えてこの前提条件を用いた背景には、結果としてギリシャが債務放棄した53.5%は、債権銀行にとってワースト・シナリオと考えられる

からである。現実的には、イタリア、スペイン、ポルトガルは、ギリシャよりも低い比率の債務放棄率（例えば、20～40%）に抑えられるかもしれない。

今後の課題としては、南欧各国の債務放棄率を個別に変えてシミュレーションを行う必要があるものと思われる。また、玉川（2012）が試算した3つの国際機関（トロイカ）による計7,500億ユーロの支援枠を所与のものとし、欧州の銀行が被る損失額から控除するシミュレーションも行う必要があるだろう。さらなる研究を進めていきたい。

【参考文献】

（日本語）

- 岩田規久雄 『ユーロ危機と超円高恐慌』2011年 日本経済新聞社。
高屋定美 『欧州危機の真実』 2011年 東洋経済新報社。
田中俊郎 「欧州経済危機とEU統合の行方」『海外事情』、2012年5月、pp.2-17。
田中晋 「欧州経済の挑戦と課題」田中晋・秋山士朗編『欧州経済の基礎知識』JETRO、2010、pp.2-17。
玉川和夫 「欧州金融危機における銀行資本不足額推計」『札幌学院大学経営論集』、No.1、2012年、pp.21-32。

（英語）

- BIS (Bank for International Settlements), “Principles for sound liquidity Risk Management and Supervision”, *Basel Committee Document*, 2008.
BIS “Quarterly Review” Dec.2011, Mar. & June2012. Basel, 2012.
Bladley M. & Gulati M., “Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis”, in the Duke University Working Paper, USA, 2012.
Dobson, P. & A. Moses, “ECB Greek Plan May Hurt Bondholders While Triggering Debt Swaps”, Bloomberg, 2012.
EBA (European Banking Authority), “Final Report on the Implementation of Capital Plans following the EBA’s 2011” Recommendation on the Creation of Temporary Capital Buffers to Restore Market Confidence, *EBA BS2012 188 Paper*, EBA 2012.
Group of Ten “Report of the G-10 Working Group on Contractual Clauses”, European Union, 2002.
Ioannou, C., “Greek Public Service Employment Relations in the Era of Sovereign Default: A Gordian Knot?”, in *The International Journal of Comparative Labour Law and Industrial Relations*. No.2, USA, 2012.