

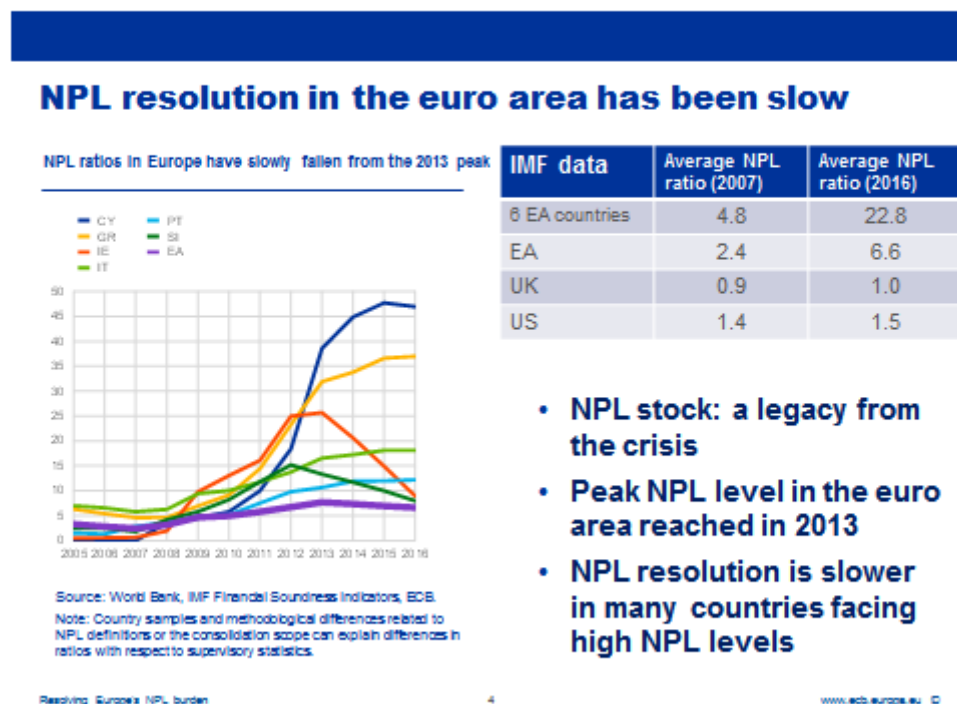
欧州の不良債権問題の解消：課題とメリット

－欧州中央銀行の副総裁による 2/3 日付のスピーチの概要－

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170203.en.html>

- 不良債権問題は、欧州の銀行の低い収益性の背後にある問題。2012 年以來、資本増強がなされ、現時点では、普通株式等 Tier1 比率 (CET1) は 14%程度あるので、バランスシート脆弱性の問題ではない。
- 資産の質の問題は、グローバルな金融危機によりもたらされ、ユーロ圏では、危機前は、不良債権比率は低く管理可能な水準であった。不良債権問題は、金融、経済危機の初期に、より深く拡大するという構造的な問題を抱えている。

Chart 1



- ユーロ圏では、2013 年に不良債権比率は、8%のピークを打った後、徐々に低下している (Chart 1 参照)。しかしながら、不良債権自体の削減は、緩やかであり、かつ、国によって異なっていた。キプロス、ギリシャ、イタリア、アイルランド、ポルトガル、スロベニアのユーロ圏の 6 か国に関しては、不良債権比率はいまだに 2 桁である。ECB により直接監督されている銀行は、2016 年 9 月末時点で、ローン総額の 6.4%であり、ユーロ圏の GDP の

ほぼ 9%に相当する 9,210 億ユーロの不良債権を抱えていた。

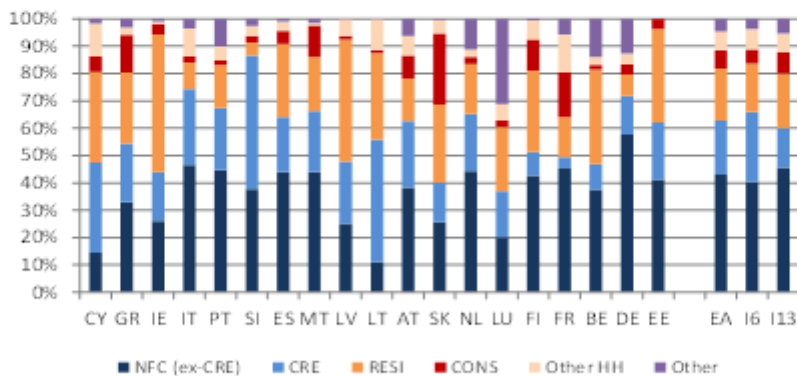
- 不良債権の状況は、ユーロ圏を通じて非常に異なっている。キプロスとギリシャの 2 か国では、銀行資産の 1/3 に該当するローンの半分は、不稼働資産である。他の 4 か国では、不良債権比率は、20% に近い水準である。それ以外の地域では、多くの国は、不良債権比率を 3% 程度に維持している。この異質性にもかかわらず、不良債権は、明確に欧州全体の問題であり、資産の質に問題を抱えていない銀行の国においても、金融及び実体経済の両方による波及効果により影響を受けている。
- セクター毎の不良債権の分布は、国によって様々であり、全体的には、現在の不良債権の 6割が、非金融企業向けのものであり、その 1/3 が、商業用不動産を裏付けとする貸出関連となっている。一部の国では、不良債権の半分以上を構成し、家計向けの貸出も不良資産の重要な部分となっている。(不良債権比率が 10% を超える国の不良債権のエクスポージャーは、Chart 2 を参照)

Chart 2

Composition of NPL portfolios is diverse but broadly aligned among high- and low-NPL country groups

High-NPL countries (I6) and EA:

- broad alignment in terms of NPL-portfolio composition
- 60% of NPLs relate to corporate and CRE lending



Source: ECB Supervisory statistics.

Resolving Europe's NPL burden

www.ecb.europa.eu ©

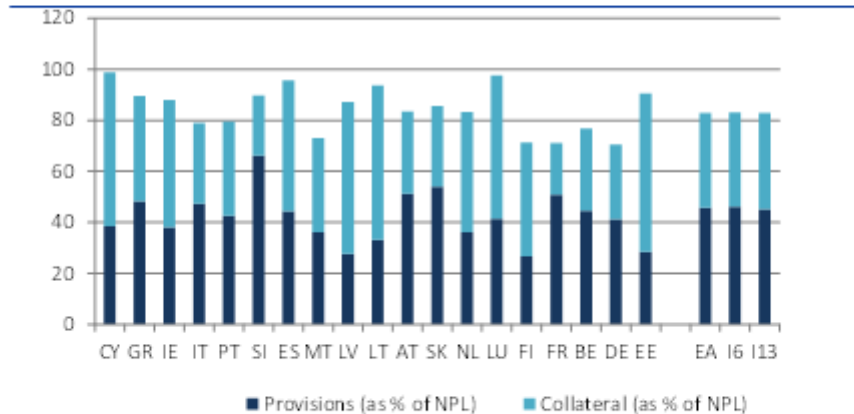
- 明らかに、不良債権の残高の大きさは、銀行のバランスシート上のリスクではない。引当金は、適用される会計基準に応じ、不良債権残高の 46% となっており、不良債権の残価は、将来期待されるリカバリーで維持されている。担保は、重要な不良債権の価値の源泉であり、総エクスポージャーの 36% をカバーして、全体では、高い不良債権国でも引き当てと担保で、平均 82% がカバーされている (Chart 3)。しかしながら、担保処分にはしばしば時間と費用が掛かり、純現在価値を浸食することを忘れてはならない。

Chart 3

Provisioning and collateral

High-NPL countries (I6) and EA:

- broad alignment in terms of coverage ratios and collateral
- On average, 46% of NPLs is covered by provisions and 36% by collateral



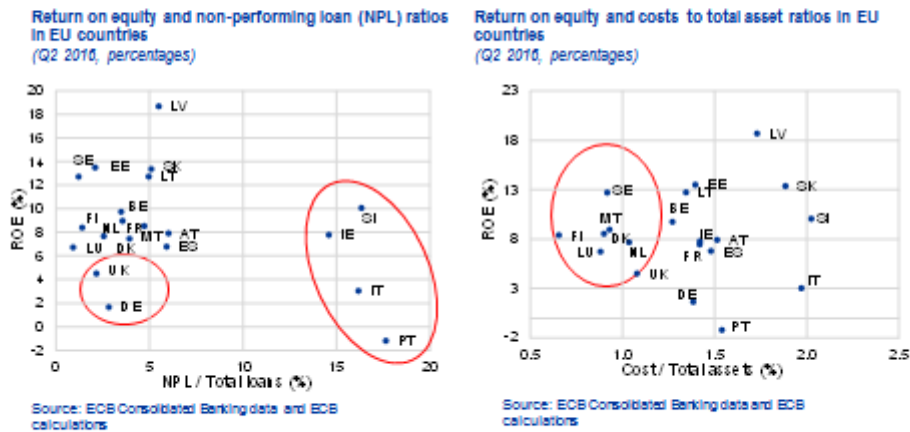
Notes: data in the consolidated perspective, i.e. by home country of the banking group. Collateral values capped at the total exposure size at the level of individual exposure. I6 group represents GR, CY, IT, PT, IE and SI – countries with high NPL ratios (over 10%). I13 refers to other euro area countries. Countries are ordered by total NPL ratio.

Source: ECB Supervisory statistics.

- 高い不良債権に関する懸念は、銀行の収益性への重しになることである。不良債権の処理は、銀行の持続的な収益の回復と銀行セクターの実体経済への貸出能力への課題だけとみるべきではない。ユーロ圏の株式に関する低いリターンは、高いコストとオーバーバンキングの結果でもある。少数の EU 諸国のみがこの課題を成功裏に管理できた。スウェーデン及び他のスカンジナビア諸国は、行き過ぎた非効率なコストと過去のクレジットクオリティの問題なしに、高い収益性を達成している銀行セクターの注目すべき例である。スウェーデン及び他のケーススタディーからの教訓を引き出すと、オーバーバンキングの解消と同様、人的資源の最適化、ブランチネットワーク、デジタル化もまた対処されるべきものである。(Chart 4 参照)

Chart 4

Low profitability not only because of high NPLs



Revising Europe's NPL burden

7

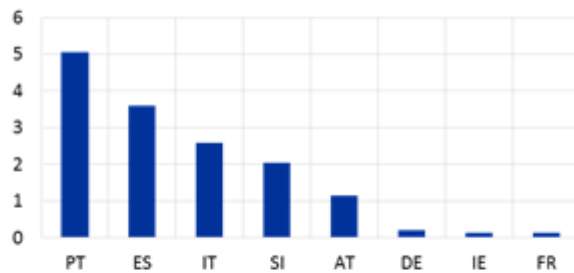
www.ecb.europa.eu ©

- 注目すべきは、不良債権処理のみで、いくつかのヨーロッパの国で明確に株式のリターンを上昇することができた。銀行の収益における潜在的な増加を ECB のスタッフが実施したシミュレーションが示していた。これらのシミュレーションの前提として、不良債権は新たな健全なエクスポージャーへ変更するというものであった。新たな事業に課される利回りは、不稼働の貸金からのより低い収益にとって代わるので、金利収入は、結果として上昇するであろう。(Chart 5)

Chart 5

Replacement of NPLs by performing assets may significantly improve profitability

Improvements in aggregate ROE over a 3-year horizon may be quite high for some countries



• Simulation:
aggregate ROE
could improve
substantially in
some countries
(up to 5%)

Note: The simulation assumes that NPL would be gradually replaced over the 3-year period by performing assets, with the same composition and rates as projected under the baseline scenario of the 2016 EU-wide stress test.

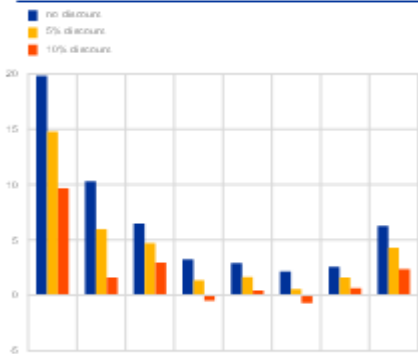
Source: ECB and ECB calculations.

- 不良債権処理による必要資本の軽減は、ローンの供給を、より刺激する (Chart 6 参照)。中期的に、現状、不良債権により縛られている資本の総額が、新規の貸し出しを行うことに使われるなら、ユーロ圏の総与信額は、不良債権のより高い 6 か国のグループにおいて、約 2.5% から 6% 程度、上昇するかもしれない。

Chart 6

Resolution of NPLs can bring a tangible relief to bank capital and increase loan supply

Change in aggregate credit supply if NPLs are resolved and debt enforcement is aligned to EA best practice



Note: results are based on the assumption that capital relief from NPL resolution would be translated, over the medium term, into new performing loans attracting the same average risk weight as applied to the current stock of performing loans
Source: ECB calculations based on EBA and World Bank data

Resolving Europe's NPL burden

- Credit volume in the euro area may increase by about 2.5% if capital freed up by NPL resolution and structural reforms is used to support new lending
- Higher benefits for the 6 countries (I6) with high NPL: on aggregate up to 6% higher credit volumes

不良債権処理が遅れている理由

- もし、金融市場が、完全に効率的であったなら、不良債権は、早期の市場決済と銀行のブックからの除去を可能とする方法で、価格づけられていたであろう。ローンの市場取引は、しかしながら、まだ、非効率であり、過去3年のローンポートフォリオの売却は約2000億ユーロに足しているものの、当然、不良債権のみを含んでいるものではない。
- 非対称的な情報(「欠陥商品」の問題或は、米国における欠陥車の問題)を伴う市場の標準的なミクロ経済学の概念は、不良債権市場における現状の取引の少なさを説明することに有効である。不良債権が、買主にとってその質が不明ながら、そのローンを作り管理している売主によって認識できる品質水準を持っていることを想定してみよう。売主と買主に利用可能な情報の非対称性は、低い品質の資産(「欠陥商品」)のみが取引されるというような結果に導くかもしれない。情報を知らされていない買主は、もし、質が高いとの想定をしていない場合、より高い品質の資産に対しより高い価格を支払う用意がない可能性がある。結果として、高品質なものは、売主のバランスシートに残り続けるであろう。
- 不良債権の背景において、非対称的な情報に関する多くの理由がある。第一に、銀行がその資産について全てを知らない場合でさえ、銀行は、確実に、借主との事前の関係からもたらされるアドバンテージを投資家に対し有している。担保の存在は、更に、非対称性と投資家のデューデリジェンスの費用を増やす。更に、投資家は、銀行が、銀行にとって最も良い資産をチェリーピックし、それ故、売却に供するポートフォリオの質を落とすこ

とを恐れるかもしれない。

- 市場の機能不全を超えて、規制及び負債と担保の処分における構造上、非効率性な司法のシステムの特徴は、市場の取引量の少なさの一因となっている。単純な請求権を回収するために必要とされる法的手続きは、多くのユーロ圏の国で、あまりに時間と費用が掛かる。これらの費用の幾つかは、不良債権の価値に認識されないが、むしろ、会計基準によれば、一般管理費に計上される。特に、十分な収益性がなく、資本のクッションが少ない銀行にとって、不良債権の簿価と経済価値の間の矛盾は、供給を増やすことを阻害するもう一つの要因となっている。(Chart 7 参照)

Chart 7

Market failure and regulation in NPL markets create impediments to demand and supply

Demand-side impediments	Supply-side impediments
<ul style="list-style-type: none"> • Information asymmetry • Inefficient and uncertain debt enforcement frameworks • Licensing requirements • Restrictions on transferability of loans 	<ul style="list-style-type: none"> • Unwillingness to realise losses • First-mover disadvantage • High cost of debt recovery not recognised in NPL book values

Revolving Europe's NPL burden

11

www.ecb.europa.eu ©

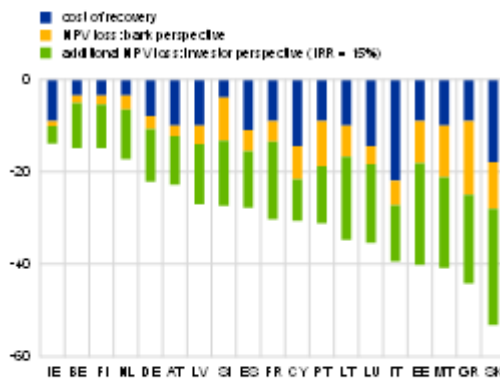
- 需要サイドに関して、投資家もまた、リカバリーとそのタイミングの高い不確実性により、投資意欲がそがれている。更に、いくつかのユーロ圏の国で、事前許可制のような参入障壁が、需要をさらに抑制している。
- その直接的な結果として、不良債権の市場において、オファーとビッドの価格間に大きな開きが存在している。その開きの大きさに関するデータは、乏しいが、非常に大きいと考えられている。例えば、完全に担保で保全されている不良債権に関して、民間投資家により求められる割引率は、リカバリーの費用、時間及び不確実性のせいで、40%を超える可能性があることを見積もっている。(Chart 8 参照)

Chart 8

A wide bid-ask gap may be caused by these impediments

Market values of NPL are likely to stand below book values

(Reduction in net present value of collateralized NPL, percentages)



Source: Fell, Grodzicki, Martin and O'Brien (2016), "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", Special Feature 6 in Financial Stability Review, ECB, November 2016.

Resolving Europe's NPL burden

12

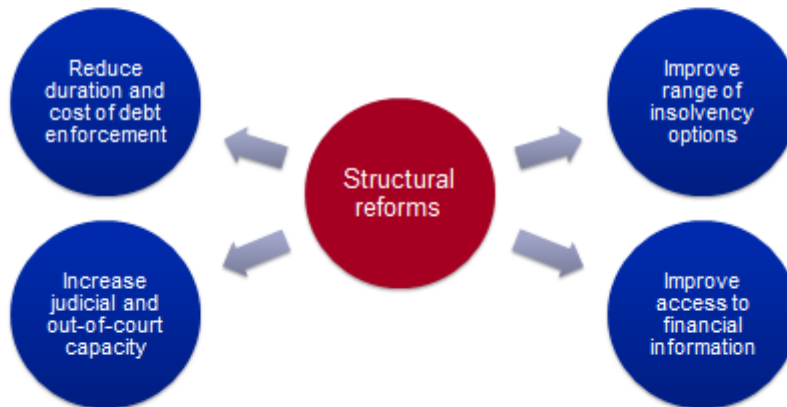
www.ecb.europa.eu

- Bid-ask spread in NPL markets is not directly observable
- A private investor may require a discount above 40% even on fully secured loans according to estimates
- Gap arises from asymmetric information and time and cost of recoveries

- 限定されている情報を有する投資家は、ローンの質に関する不確実性を反映し、ローンの価値に関し、より高い割引率 (Chart 7 の緑色のレート) を用いるであろう。投資家は、更に、ローンの処分の全費用 (Chart 7 の青いバー) を考慮することとなる。この計算手続きが、広いビッドとオファーのギャップを生み出す。
- 前述の全ての障害を取り除く構造改革は、銀行のバランスシート上の不良債権のネットの現在価値を上げるであろう。結果、不良債権を処理することを可能にする選択肢の幅を増やし、更なる損失を吸収するためのバッファーを提供することとなる。(Chart 9 参照)

Chart 9

Elements of a comprehensive solution – structural reforms



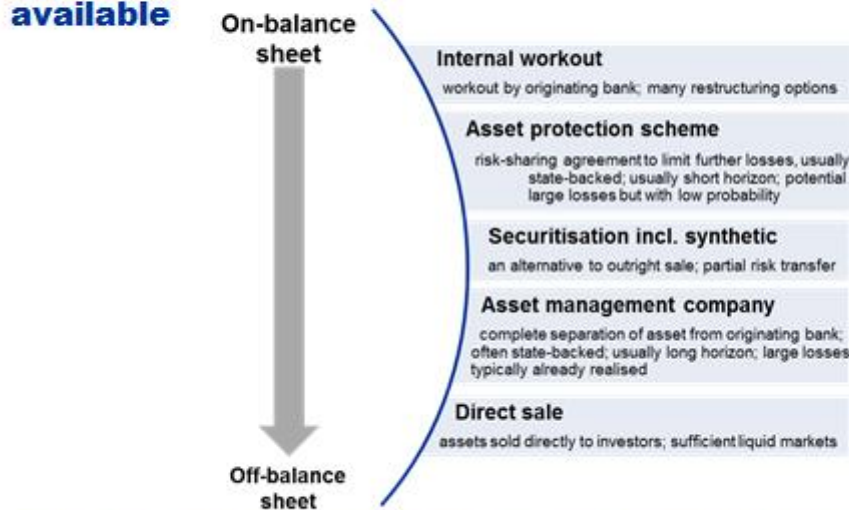
Resolving Europe's NPL burden

12

www.ecb.europa.eu ©

- 不良債権の残高の多さに関し、市場ベースの解決策を刺激し発展させるだけでは十分ではない。いくつかの資産は、資産に内在する特徴のせいで、まだ、投資家の需要を引き付けないかもしれない。また、いくつかの資産の場合、銀行は、銀行内部での処理を行うことが可能なように、投資家より、アドバンテージを有しているかもしれない。
- 包括的な計画は、それ故、不良債権を処理するために必要とされる。これらの計画は、一般的な要件を含むべきである。これらの要件に関して、ヨーロッパのレベルで、調和のとれたアプローチが、ユーロ圏の高い不良債権の基盤における国特有の要件で補われることが、最も重要である。
- 不良債権処理の計画は、銀行と政策決定者にとって、幅広い選択肢を効果的に与えることとなる。これらの選択肢は、一般的に、補完的なものである。銀行によるもともと保有していた不良化した資産の内部的な処理は、選択肢の一端であり、全ての幅広い処理スキームにおいて、重要と位置付けられるべきである。反対の端には、投資家への直接売却が、不良債権の素早い処理の機会を提供する。この間において、資産の保全スキーム (APS)、証券化及びシンセティック証券化、過去にしばしば政府の介入を必要とした資産管理会社 (AMC) のような、幅広い選択肢が存在する。 (Chart 10 参照)

A wide range of solutions to the NPL problem is available



Source: Fell, Grodzicki, Merth and O'Brien (2016), "Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area", Special Feature B in Financial Stability Review, ECB, November 2016.

Resolving Europe's NPL burden

14

www.ecb.europa.eu

- これらの選択肢の全ては、構造改革に向けて少なからぬ推進を要求する。AMC は、組成銀行と同様に難しい法的ポジションであるので、それにより得られる相乗効果は、そこそこのものである。一方、AMC への移管に伴う当初のインパクトによる銀行の支払い能力も、損失を引き受けねばならない AMC の将来性も非常に許容し難いものであろう。
- 包括的な計画の一部として、政府が債務の処理及び情報の非対称性の削減に関連する一定程度の関与を行うことが、それ故、必須となる。多くの国で、支払い不能の中で、債権者に利用可能な選択肢のメニューは、価値ある企業の存続や、早期のリストラの推進の観点で、広げられるべきである。同時に、価値のない企業の清算と担保へのアクセスは、簡素化されるべきである。必要な法的改革の強力な実施もまた重要である。これは、裁判システムの適切な能力の規定と裁判外での処理スキームがうまく機能することを含んでいる。
- 情報の非対称性に関しては、質、範囲及び、特に、企業の財務データと不良化した債務者の資産に関する情報に関する財務情報の入手可能性は、改善されるべきである。最後に、第三者による不良化した貸金への投資に対する残りの障害は見直され、必要な手当てがなされるべきである。
- 監督当局サイドに関しては、不良債権処理は、単一監督メカニズムにおける最優先課題の一つとして位置づけられてきた。ECB の銀行監督は、不良債権のガバナンス、マネジメント、認識及び評価に関する監督上の期待を明示した広範囲な不良債権に関するガイドダンスの草案を用意してきた。

- EU 内の銀行監督の権限は、しかしながら、法的に制限を受けている。例えば、不稼働資産に関する引き当ての積立を含む会計基準は、監督当局により設定されない。
- 他の要因は、包括的な解決にとって必要とされるであろう。歴史は、資産管理会社は、銀行のバランスシートから不良債権を早急に取り去り、より長い期間を通じて解消することができることを証明している。低い流動性と高い不確実性により価格が下げられる市場価値の代わりに、長期の経済価値での資産の取得は、処分売りの損失を最小化する。例えば、スウェーデン、韓国、ドイツ、アイルランド、スペイン及びスロベニアは、不動産を裏付けとしてローンに焦点を当てて、銀行危機を管理するためにこれらの道具を利用した。全般的な成功の一方、そのようなエンティティの成功の程度は、強いガバナンスにリンクする傾向がある。この種の AMC には、国のサポートという一つの共通の特徴がある。今まで、AMC は、純粋に商業ベースで設立されたことはまれだった。政府は、AMC へ不良債権を移転したことで、損失を認識し弱まった銀行へ資本を提供することや、AMC の調達を保証することで介入しなければならなかった。民間により導かれる処理は、明らかに好ましいが、実現可能性が極めて難しかった。
- 民間の債権者と投資家に金融危機をマネージする負担をかける現状のヨーロッパの規制の枠組みに基づきそのような AMC の位置づけはあるのか？ 公的セクターを巻き込む余地がある。市場と矛盾しない価格で、完全にルールに準じ、不良債権の証券化と銀行の調達の観点で、最近イタリアで行われたように、調達目的で政府の保証を利用することは可能である。ルールは、また、ストレステストの最悪シナリオに基づく予測された推測に基づき損失をカバーする BRRD (Art32,4) に規定された厳密な状況に基づき、明確な金融安定懸念が存在する場合、公的セクターによる予防的な銀行の資本再構成を認めている。予防的な資本再構成もまた、2013年7月の欧州委員会の文書に記載のあるように、劣後債務のベイルインを一般的に求める国の救済ルールを尊重しなければならない。

ツールキットは、不良債権の売却を容易にする2つ以上の手段により、完成されるであろう。

- 精算機関は、情報の非対称性を少なくするために設立されるかもしれない。個別の資産に関する標準化されたデータは、データの品質を保証し、複数の銀行からエクスポージャーを統合し、ヨーロッパレベルで集中化したプラットフォームで蓄積されよう。これは、投資家に低コストでのデューデリジェンスを実施することを可能とする。オーダーメイドのポートフォリオは、個別の投資家の目的と権限に応じて構築されるであろう。
- 証券化は、明確に不良債権の売却を補完することができよう。証券化の一つの長所は、不良債務も投資家のユニバースが、広げられることである。シニアトランシェにつけられた格付けのおかげで、幅広いグループの投資家が不良債権を取得できる。更に、政府が、例えば、民間セクターとメザニンやジュニアポジションを共同投資のような形態で、不良債権市場を活性化することを通じて、証券化はもう一つの道を提供する。AMC と同様

に、そのような投資は、当然、国の救済基準を順守する必要があるだろう。

- これらの手段の多くは、即座に、成果を生むことを期待されるべきではない。AMC が現状のルールと証券化に範囲において、AMCのみが、銀行のバランスシートにある不良債権の速やかな削減を提供できる。
- 特に、市場で、民間からの調達を容易にするので、ヨーロッパレベルの AMC は、歓迎される新規の構想である。真のヨーロッパの AMC は、しかしながら、現状の環境下、困難に直面している。より短期的に、進める方法は、国家レベルで利用されるべき、AMC に関するヨーロッパの青写真を作成することである。このヨーロッパの青写真は、存在する規制へ柔軟なアプローチで何が可能かを明確にすべきであり、明確に定義された期間において、国に全ての必要な手段を採用することを促すべきである。
- 同時に、ヨーロッパの不良債権情報のプラットフォームは、透明性を強化し取引を容易にすることを満たされるべきである。
- 中期的に、IFRS9 の導入とより将来を見据えた引き当てルールは、損失のより速い認識へ導くであろう。銀行の慣習とデータの質と利用可能性の改善は、ともに、進捗が目に見えるようになるには時間をとるであろう。
- 最後に、破産法の修正は、行為能力を築き上げ、判例を積み上げ、ルールを法廷でテストするのに必要な時間を要し、長い年月がかかる傾向がある。
- 多くの手段の長期の展望は、緊急性と必要性の意識を落とすべきではない。これらの改革の全ては、ヨーロッパの不良債権の障害の解決のためだけではなく将来の循環的な不況時における不良債権の新たな積み上げを避けるのにとっても基本である。迅速な行動の金融的な便益は、より早く表面化もするかもしれない。もし、これらの手段が信頼できるものとなれば、投資家は政策における変化を認識し、ローンの評価に期待される将来のより高いリターンを織り込むべきである。
- 不良債権問題を解決することからのメリットは、疑問の余地がない。しかし、相当の重労働が、それを達成するために多くの方面で必要とされる。部分的な解決も待ち続けることも選択肢ではない。不良債権市場の供給サイドにのみ働きかけ、銀行に売却を強いることは、金融の安定に帰結するかもしれない。結果として銀行から投資家への価値の移転は、収益圧力を軽減する代わりに、銀行にさらに収益への圧力をかけるであろう。このため、いくつかのヨーロッパの地域及び国の当局との包括的な、調和された努力が今求められている。

以上

訳者私見

- 本件、ユーロ版の整理回収機構（AMC）の設立の提言。昨年度末に、欧州銀行監督局（EBA）の議長が提案したのを受け、ECB から発信されたもの。
- EBA の提案では、ユーロ圏で€1.2 兆（144 兆円）存在する不良債権のうち、設立されよう AMC が、全体の 2 割に当たる€2,500 億（30 兆円）を買取るというもの。
- 仮に、この提案が実現された場合、イタリアをはじめ、不良債権により苦しめられている銀行の収益性の向上、間接金融中心の欧州の経済に資金供給をより積極的に行える素地ができることとなる。
- この結果、対象となる銀行の株式価格の上昇、収益性の向上を踏まえた格付けの上昇による銀行発行の債券利回りの下落が期待される。
- 提言では、オーババンキングの解消も必須としており、今後、欧州の銀行の統廃合が活発化する可能性もある。
- 本件に関しては、ユーロ圏の金融セクター及び経済に大きなインパクトが発生する可能性が高い案件であり、引き続きフォローをしていく予定。

本書は、情報提供のためのみに提供されるものであり、新たな資料によりその全体について修正、更新または差替されることがあります。本書に含まれる情報は、信頼できると信ずべき情報源から入手されるものでありますが、その正確性または完全性について何らの表明をするものではありません。本情報の正確性または当社の見解の有効性へ依拠される方は、自己の責任においてそれを行うこととなります。

本書は、金融商品(有価証券を含みますが、これに限られません)の取得の申込またはその引受もしくは買付の申込の勧誘を目的とするものではなく、また金融商品の取引条件の最終的な提示を意図したものではありません。本書に記載されるいかなる表示も三田証券会社またはその関係会社が取引を締結することを約束するものとして解釈されるべきではありません。三田証券会社およびまたはその関係会社が本書に基づいて取引を行うことはありません。

三田証券会社またはその関係会社は、本書から発生した誤解について一切の責任を負いません。また、三田証券会社及びその関係会社は、本書に基づいて投資家がなす決定から発生した財務上その他の結果に関して、いかなる受託者責任または賠償責任も負いません。投資家は、リスクを自ら評価し、且つこの点について必要な範囲で自己の法律上、財務上、税務上、会計上またはその他専門分野の自己の助言者から助言を受ける必要があります。

投資家は、特に、本書に記載する金融商品を引受、買付且つ保有する場合、一定の状況においては本金融商品の償還価値・強制買戻価格が額面金額・当初投資金額を下回る場合があり、ゼロとなる可能性もあることを認識する必要があります。

本書は、2017年2月3日付けで欧州中央銀行が発出した『Resolving Europe's NPL burden: challenges and benefits』の一部をお客様の参考に資するため提供する和訳文です。原文(英語)と和訳文に齟齬がある場合は原文(英語)が優先し、三田証券は和訳文の正確性について責任を負うものではありません。

商号等 三田証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第175号
本店所在地 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町3-11
加入協会 日本証券業協会
指定紛争解決機関 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
資本金 5億円
主な事業 金融商品取引業
設立年月 昭和24年7月
連絡先 03-3666-0011 又はお取引のある支店にご連絡ください。