

中長期輸出金融の新展開

—フォ-フェイティングを中心に—

神 沢 正 典

目 次

- I はじめに
- II 西ドイツ、スイスの輸出金融制度
 - (1)西ドイツ
 - (2)スイス
- III フォ-フェイティング
 - (1)フォ-フェイティングとは何か？
 - (2)遡及権なし (without recourse) 条項の法的効力
 - (3)遡及権なし (without recourse) 条項の経済学的意義
 - (4)フォ-フェイティングの形態と利点
 - (5)フォ-フェイティング市場
- IV 多国籍銀行と貿易金融
- V むすび

I はじめに

プラント類の輸出が伸び悩む状況の下で、そのファイナンスを担当する公的輸出信用機関は困難に直面している。輸出競争に勝利するために、他国よりも低い金利を提供することから、調達金利と実行金利の逆鞘が拡大し、公的機関の収支の悪化や国の財政赤字をもたらしているからである²⁾。アメリカでは、輸出金融に伴う補助金を削減するために、輸銀の直接融資制度の廃止が唱えられはじめた。そして、公的金融に代わって民間資金で輸出金融を賄おうとする動きが見られる。これは、制度金融を民間資金の保証と保険に限定する「ピュアカバー」と呼ばれる制度で、西ドイツやスイスに特有なものである。「ピュアカバー」は、「公的支持輸出金融に関するガイドライン取極」の規制を受けないことから近年注目を浴びている。「ピュアカバー」のもとで成長してきたのが、フォ-フェイティング (Forfaiting=Forfait financing) という中長期輸出金融の一形態である。フォ-フェイトは、一口で言えば、遡及権の移転を伴わない輸出手形の買取であって、純然たる民間ベースの輸出金融である。公的輸出金融と違って、フォ-フェイト自体はきわめて短い時間で実施されるので、プラントの入札競争のような場合に、その迅速な意志決定によって大きな競争力を輸出業者は発揮することができるという利点がある²⁾。「フォ-フェイト市場は国際貿易金融のより

重要な源泉になりつつある。³⁾そこで、まず、西ドイツとスイスの輸出金融の制度とフォフェイティングについて論及しなければならない。

ところで、フォフェイティングは、量的にはまだ40億ドル程度であるにすぎないが、市場は当初のチューリヒからロンドンに拡大を見せている。このことは、1982年に勃発し国際金融界を震撼せしめた債務累積危機と無関係ではあるまい。債務累積危機は、ユーロ市場と多国籍銀行の動向に一つの転機をもたらしている。シンジケートローンの減少に伴うユーロ市場の「証券化」と銀行の貿易金融重視の姿勢がそれである。従来、銀行家は貿易金融を軽蔑を込めて「儲け主義の仕事」と呼んでいたといわれるが⁴⁾、今日では、ソヴェリンローンに代わる安全な貸付手段として再び注目をあつめているのである（カウンタートレイドやインターナショナルリースへの進出もこの路線の一環とみてよい）。そこで、フォフェイティング拡大の背景をユーロ市場と多国籍銀行の展開の中に探ることが第二の課題である。

注

- 1) 不十分ではあるが、拙稿〔39〕、を参照されたい。
- 2) 日本長期信用銀行、〔48〕、120頁。
- 3) Curtin, D.,〔6〕、p. 70.
- 4) Grant, C.,〔20〕、p. 181.

II 西ドイツ、スイスの輸出金融制度

まず最初に、西ドイツとスイスの輸出金融制度の特徴を概略的に示してみよう¹⁾。それによって、フォフェイティング発生の土壌を知ることができよう。

(1) 西ドイツ

西ドイツの輸出金融制度は、他のヨーロッパ諸国と同様に、民間保険の政府による再保険という形の公的輸出保険制度として1926年に発足した。ヨーロッパ諸国は、第一次世界大戦中および戦後の経験によって、輸出信用に伴う政治リスクや商業リスクが民間ベースに馴染まないことを認識し、輸出保険に対する公的介入を強く要請するようになったのである。1949年に公的輸出保険制度は再編成され、公的機関であるトロイアルバイトと民間保険会社のヘルメスに業務が委託された。両者は協同して政府の名により政府の勘定で業務を行い、今日に至っている。

中長期の資本財輸出の増大につれて、それを金融するための制度が必要になったことから、1950年に復興金融金庫（KfW）に輸出金融を担当させることになった。KfWは、本来、マーシャル援助の受入機関であり国内業務が中心であったが、同金庫内のERP（欧州復興計画）資金を引当に、中央銀行から4億マルクの再割枠を与えられ、期間4年以内の中期輸出金融業務を開始した。この制度の仕組みは、輸出者振出の約束手形を取引銀行が割引、次に、KfWの裏書保証を経て、最後に中央銀行の再割引に持ち込むというものであり、中央銀行によるサプライヤーズ・クレジット

(S/C) の供与であった。1951年に4億マルクの再割枠は6億マルクに増額されたが、旺盛な資金需要のため、同年末のコミットメント残高は再割枠を上回って8億マルクを記録するに至った。そこで、輸出金融に民間資金を利用するのを目的に、1952年に輸出金融会社（AKA）が26の銀行の参加で設立された。この時点で、市中銀行が中期貸付に応じることができた理由は、銀行債務の内を一覧払債務よりも定期性預金のような長期性債務のほうが多く、債務の65%を占めるという資金状況に求めることができよう²⁾。AKA は、加盟銀行が供与する2.7億マルクの資金よりなるA枠とKfW の再割枠を引き継いだ6億マルクのB枠をもって出発した。だが、資本財輸出取引の増大傾向から、長期性資金需要は止みがたく、再び公的資金に頼らざるを得なくなった。1955年に、KfW は長期輸出金融を再開し、4年超8年以下の S/C を提供しはじめたのであった。さらに、KfW は58年にバイヤーズ・クレジット（B/C）業務を追加し、体制を強化した。AKA も、1969年に、A枠の中に新たに B/C 用のC枠を開設した。AKA の融資制度を整理すると、図1のようになる。西ドイツの輸出金融制度は、このように60年代に完成し大きな変化を被ることなく今日に至っていると見てよい。

さて、西ドイツの輸出金融において、公的資金がつかわれているのは、表1に見られるように、AKA のB枠と KfW の ERP 資金の二つであり、残りはピュアカバーと言うことになる。表2は、両資金の規模の推移を示したものであるが、B枠融資に比べて ERP 資金の規模の小ささが目につく。これは、政府供給資金の不足から、KfW が1971年以来大型の輸出金融については資本市

図1 AKA融資の形態

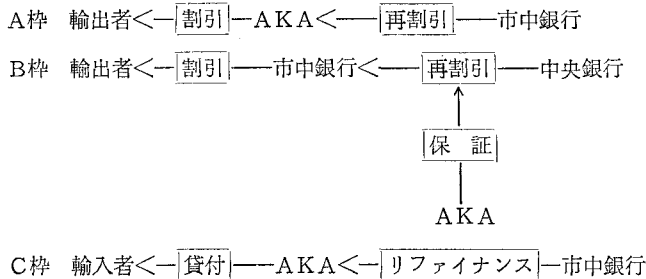


表1 AKAとKfWの比較

		資金源	融資形態	融資額	融資期間	上限
AKA	A 枠	民間	S/C	72%	1年以上	100億DM
	B 枠	公的	S/C	55%	2年以下	50億DM
	C 枠	民間	B/C	85%	Herms の付保範囲まで	85億DM
KfW	ERP 資金	公的	} B/C と S/C	100%	} 7年以上	
	その他	民間		85%		

出所：日本輸出入銀行〔49〕、日本興行銀行〔47〕、世界経済情報サービス〔42〕より作成。

場金利で調達する資金の比率を高め、かつ市中銀行との協調融資を拡大してきたことの現れである³⁾。KfW の海外関連融資資金別内訳を示す表3においても、このことは確認しうる。公的資金全体の規模では、1980年で13億8,600万マルク（約24億4,000万ドル）であり、アメリカ輸銀の同年の直接融資額45億7,800万ドルと比べてほぼ半額の水準であった。この金額は、西ドイツの資本財輸出の6%を支持しているにすぎない。

つぎに、AKA の形態別融資承諾額（表4、表5）を二つの視角から考察しよう。一つは、民間資金と公的資金の比較である。表5の残高ベースをみればより明確であるが、B枠の比率は77年の33.7%から80年には12.8%まで低下してきている。KfW と同様にAKA においても、公的資金の供給が細まっているのである。ところが、フローベースで見れば、年によって増減が大きい。これは、二つめの問題すなわち S/C と B/C の比較と関連している。A枠とB枠はどちらもS/C であるので、代替性がある。そこで、市場金利が上昇し「OECD ガイドライン金利」以上になると、A枠の需要は減少し金利の低いB枠の利用が増えるのである。1980年がまさにその状態であったことは、

表2 西ドイツの公的輸出金融額（単位：100万マルク）

	1977	1978	1979	1980
AKAのB枠融資	1,043	342	425	1,057
KfWのERP資金	131	86	381	329
計	1,174	428	806	1,386

出所：日本興行銀行 [48]，27頁，32頁より作成。

表3 KfWの海外関連融資資金源泉別内訳
（単位：100万マルク）

	1977	1978	1979	1980
KfW資金	1,071	990	1,407	2,683
ERP資金	131	86	381	329
連邦政府資金	2	2	28	56
計	1,204	1,078	1,816	3,068

出所：日本興行銀行 [48]，32頁。

表4 AKAの形態別融資承諾額（単位：マルク）

	1977	1978	1979	1980
A枠	605 (14.7%)	1,109 (39.0)	780 (17.9)	440 (15.0)
B枠	1,043 (25.3)	342 (12.0)	425 (9.8)	1,057 (36.0)
C枠	2,467 (60.0)	1,393 (49.0)	3,152 (72.3)	1,436 (49.0)
計	4,115	2,844	4,357	2,933

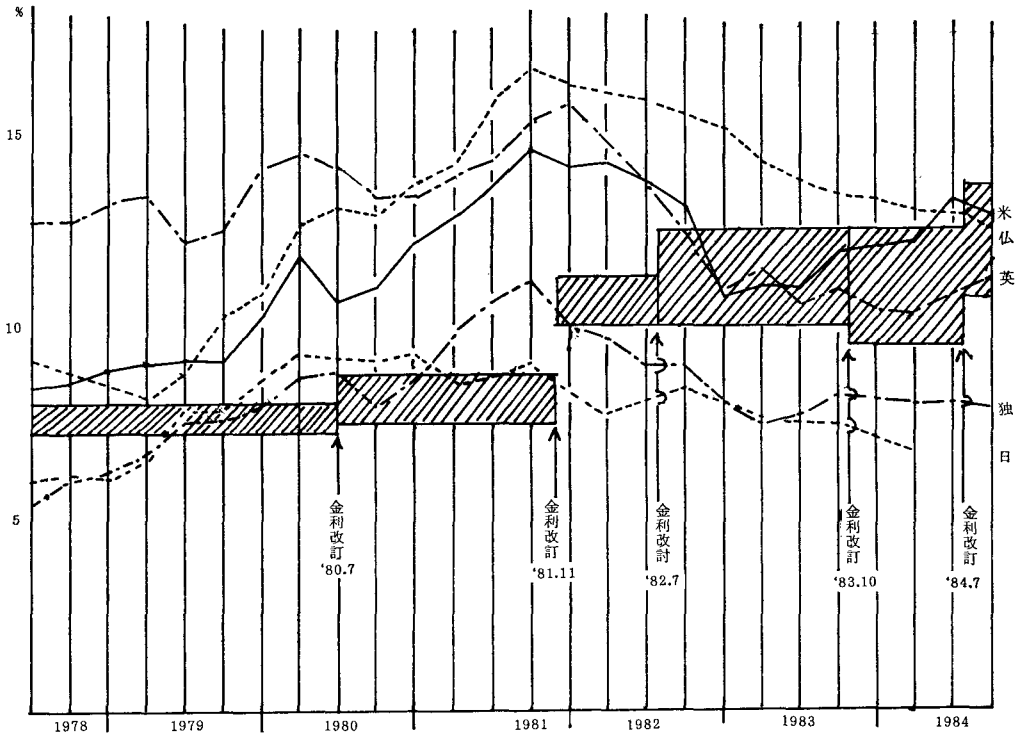
出所：日本興行銀行 [48]，27頁。

表5 AKAの形態別融資承諾残高（単位：100万マルク）

	1977	1978	1979	1980
A枠	3,278 (31.4%)	3,069 (30.4)	3,239 (26.7)	2,909 (22.3)
B枠	3,518 (33.7)	3,518 (21.2)	1,453 (11.8)	1,672 (12.8)
C枠	3,643 (34.9)	4,896 (48.4)	7,437 (61.3)	8,479 (64.9)
計	10,439	10,107	12,129	13,060

出所：日本興行銀行 [48]，28頁。

図2 主要国長期金利と*「ガイドライン金利」



出所：IMF, *International Financial Statistics* 各号より作成（西田勝喜「プラント輸出をめぐる先進国間輸出信用競争」『海外事情研究』第12巻第2号，68頁の図に加筆した）。

* 満期政府債の年率平均利廻りを長期金利の指標とした。

主要国長期金利とガイドライン金利を示した図2から明白である。ところで、B枠の方が低金利であるなら、常にB枠の需要がつかいはずであるが、融資期間の関係から必ずしもそうならないのである。したがって、S/CであるA枠とB枠の比率は、「ガイドライン金利」を基準にした市場金利の変動に規定されている。S/Cと比べて、B/CであるC枠は残高ベースで上昇を続け、1980年には65%をしめるにいたった。このことは、傾向的に、ピュアカバーが増大していることの証左である。

西ドイツでピュアカバーが拡大したのは、低金利と長期金融機関（抵当銀行，ランドスバンク）の存在による固定・長期の資金供与が可能であったという、金融市場と銀行制度の特徴に負うところ大であったと思われる。そして、このような環境の中で、フォフェイティングも発生したのである。

(2) スイス

「スイス資本市場は、常時輸出資金の供給者としての役割を果たしてきた。したがって、スイス当局の介入は限定されたものであった。」⁴⁾ この一節は、スイスの輸出金融制度の特徴を極めて簡潔に言い表している。公的介入は、政治リスクに対する公的信用保険と「混合借款」への参加（供与

額の25~50%)だけで、公的輸出金融機関は存在せず、輸出金融は輸出者または商業銀行を通じて民間部門が独自の責任で行っている。

輸出信用保険は、輸出信用取引に伴う政治リスクや商業リスクを担保、負担することによって、このような取引の代金回収上の安全性を国内的に保証し、もって当該輸出信用に対する市中銀行の融資を促進する

媒体としての機能があり、輸出金融制度の中で、不可欠かつ重要な要素の一つとなっている⁹⁾。スイスの輸出保険は、1934年に導入され、今日その運営は輸出保険委員会事務局 (GERG) が連邦政府の代理として行っている。GERG の付保対象になるのは、政治リスクが中心になるが、それ以外にも、国有企業向け輸出に伴う支払リスクおよび為替変動リスクがある。だが、海外の輸入者に対する商業リスクは付保されず、二つの民間保険会社に委ねられている。

表6 スイスの中長期信用コスト (‰)

返済期間	3年	8年	10年
平均金利(注1)	7.5~8.5	7.75~8.5	(注2)
GERG保証料(注3)	1.32	2.2	2.64
平均年間実効コスト	8.4	8.4	—

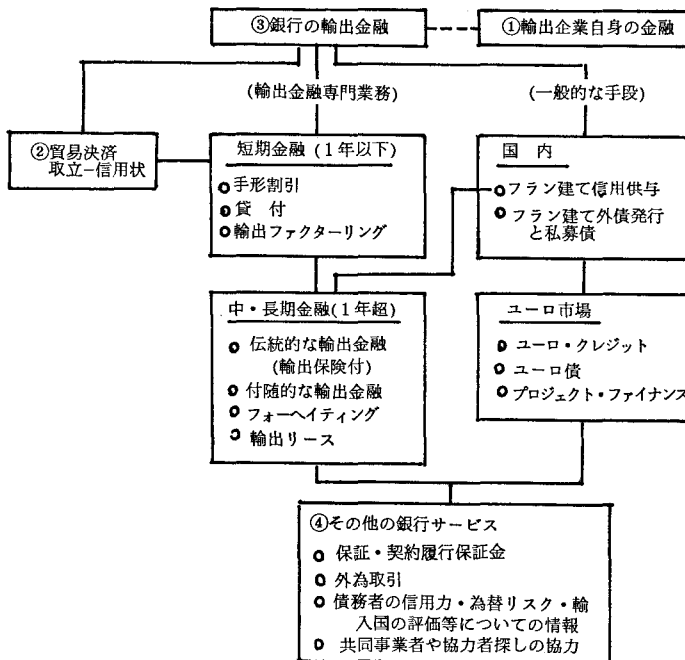
(注1) とくに信用供与以前に金利が固定されるような場合には、約定手数料が徴収される。

(注2) 期間8年超の場合には、固定金利は利用できない。

(注3) 保証料はてん補率が95%の場合のものである。ある種の危険は、保証料を軽減しないまま引受けから除外することができる。売先保証危険が付保される場合には(取引先保証または法定保証)保証料は25%増しとなる。

出所: 日本輸出入銀行 [49], 139頁。

図3 スイスの輸出金融の体系(銀行と輸出企業とのつながり)



出所: 山村信幸 [51], 7頁 (原資料 *Handbuch der Exportfinanzierung*, Schweizerische Kreditanstalt, 1979)。

輸出資金の供給者としての役割をはたしてきたとされるスイス金融市場は、一方では、流入外資を再輸出する国際資本移動の回転台としての性格をもつ国際的資本調達市場であると同時に、他方では、銀行の手元流動性の高さを原因とする国内短期金融市場の未整備という特徴を有している。銀行の手元流動性の高さは、企業の自己資本充実、高い貯蓄性向、および国内の投資機会の希少等を要因としているが、これらが、また、金融市場における低金利を生みだしているのである⁶⁾。金利水準が競争の焦点となっている中長期輸出金融において、スイスのこの低金利は輸出企業にとって大きな武器であろう。表6は、1981年7月時点の中長期信用のコストを示しているが、年8.4%というのは、同時点のOECDガイドライン金利の上限8.5%を下回っている(図2参照)。逆に言えば、公的輸出金融機関ではなく、商業銀行が輸出金融を担当できたのは、金融市場における金利の低位性にあつたのである。尚、商業銀行の中でも、クレディ・スイス、スイス・ユニオンバンク、スイス・バンクコーポレーションの3大銀行の果たしている役割は大きい。

図3は、スイスの輸出金融の体系を示したものであるが、中長期金融の中に上げられているフォーフェイティングが、スイス輸出金融の際だった特徴になっている。

注

- 1) 以下の叙述は、主として、Schlechtriem, p., [29], Spindler, J. A., [32], 世界経済情報サービス [42], 日本興行銀行 [47], 日本輸出入銀行 [49] に依つた。
- 2) Segré, C., [30], p. 222, 邦訳106頁。
- 3) 日本輸出入銀行 [49], 62頁。
- 4) 同上, 135頁。
- 5) 世界経済情報サービス [42], 23頁。
- 6) 竹内, 原編 [44], 156頁。

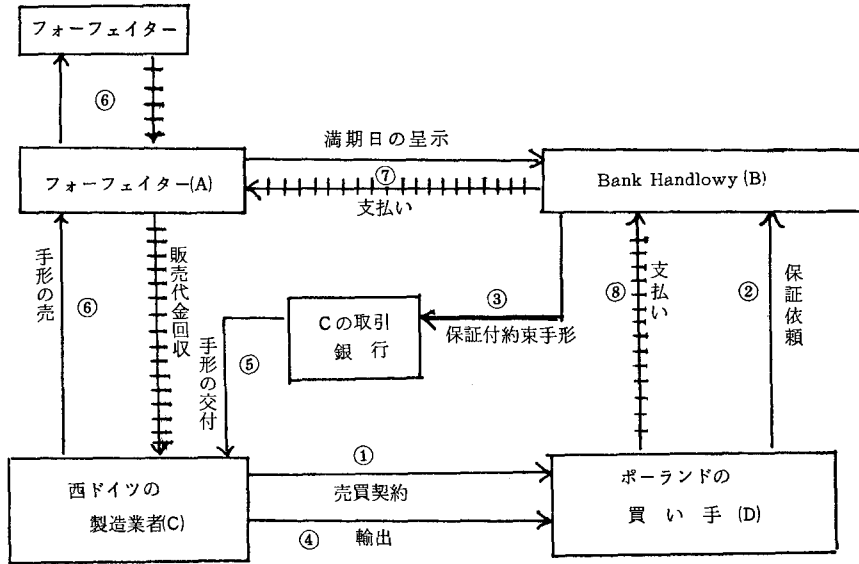
Ⅲ フォーフェイティング

以上、見てきたように、フォーフェイティングは輸出金融への公的介入が小さく、民間の輸出金融を可能とする金融条件に恵まれた特定の国で発生したものである。したがって、非常に特殊な金融形態であるのには違いないが、問題はそれが今日拡大を見せ、ユーロ市場やアメリカにおいても注目を集めていることである。そこで、次に、この輸出金融の新形態について考察を続けることにする¹⁾。

(1) フォーフェイティングとは何か?

「フォーフェイティングとは、一般に財・サービスの引き渡し——ほとんど輸出——から生ずる将来期日の到来する債権証券の、いかなる以前の証券所持人に対しても遡及権を持たない買取を意味する用語として使われている。その語源は、フランス語の“a forfait”であり、フォーフェイティングにおいて根本をなす権利の放棄という概念を意味するものである。」²⁾ フォーフェイティングは、歴史的には、資本財輸出のための5~8年にわたる貿易金融を提供するために使われてきた

図4 フォ-フェイティング取引



出所：Curtin, (6), pp. 62~65より作成。

が、近年、海外プロジェクト特に「米系多国籍企業と多国籍銀行の結合を深める重要な契機」³⁾ となっているエネルギーファイナンスの金融手段として利用されている。さらに、後に述べることであるが、カウンタートレードと結合して用いられることもある。

そこで、まず、図4を見ながら、このメカニズムを示してみよう⁴⁾。

- ①西ドイツの製造業者がポーランドの買い手に資本財を輸出する契約を結ぶ。買い手は契約額の15%を現金で、残りを5年満期の約束手形で支払うことにする。
- ②つぎに、買い手はワルシャワの銀行 Bank Handlowy に手形の保証を依頼する。支払保証には、Aval の形態の手形保証と 無条件取消不能でかつ完全に譲渡可能な銀行保証の二種類がある。
- ③ Bank Handlowy は、次に、保証付手形を西ドイツの売り手の取引銀行に送付する。
- ④製品の引き渡し完了した時点で、
- ⑤この手形は売り手に交付される。
- ⑥西ドイツの売り手はこの手形を満期日まで保有しておくより即座に現金化することを望んでフォ-フェイターに売却する。フォ-フェイターは遡及権なし条件で引き受けたいうで、固定割引率で割り引く（フォ-フェイティングの 第一次市場の形成）。割引率は、通貨の種類、カントリーリスクと輸入者の信用リスクおよび手形期間に応じて異なっている。大抵のフォ-フェイト手形は満期が半年毎に異なる10枚の手形から構成されている。このように、フォ-フェイティングの 金融的機能は、輸出者保有の手形を遡及権の移転を伴うことなく（without recourse）一括して割り引くことによって、輸出者のサプライヤーズ・クレジットに中期リファイナンスを提供し、同時に銀行にとっては、バイヤーズ・クレジットを実施することである。

- ⑥' フォフェイターは、つぎに、手形を別のフォフェイターに遡及権なし条件で売却することができる（第二次市場の形成）。
- ⑦ 満期日にフォフェイターはポーランドの銀行に手形を呈示し、代金を回収する。
- ⑧ 買い手は満期日までに代金を銀行に支払う。

(2) 遡及権なし (without recourse) 条項の法的効力

以上のメカニズムは一見して普通の手形取引と同じように見える。異なっているのは、遡及権なし条件の存在であり、この結果、輸出者は取引に伴う一切のリスク（政治リスク・商業リスク・為替リスク）から解放され、それをフォフェイターに引き渡すのである。このことから、フォフェイティングの最大の特徴は遡及権の欠落とすることになる。ただし、遡及権なし条項が、売却された手形に関するいかなるそしてあらゆる責任と債務から絶対的に手形の売り手を解放すると理解されてはならない⁹⁾。そこで、フォフェイティングに関する最初の訴訟であるいわゆる「ADCA 訴訟」を瞥見して、遡及権なしの法的効力を確定しておきたい。

この事件は、登場人物と関係国が多く大変複雑であるが、簡単に要約すれば次のようになる⁹⁾。西ドイツの製造者である Werner Huhn 有限会社がオマーンのアスファルト会社に2,000万マルクのクレーンを輸出することになった。その支払資金の手当として、Huhn がアスファルト会社宛手形を9枚振出し、それを同会社が引き受けたうえでオマーン銀行の支払保証 (Aval) を加えて、ウィーンの引き受け業者 Seethaler に期間5年金利8%の条件でフォフェイティングを依頼した。Seethaler は、次に、その手形を Chase Manhattan in Austria に割引を依頼した（フォフェイティングの第一次市場）。Chase はこのフォフェイト手形をロンドンの Gerrard International をブローカーにして第二次市場に売りに出した。その市場で、Allgemeine Deutsche Credit-Anstalt (ADCA), Lloyds International, Wardley Limited, Canal Representations の4社が買い手となった。第二次市場の買い手たちは、その手形がクレーンの輸出に関する貿易手形であると固く信じていた。だが、クレーンの輸出は実際には行われておらず、手形は金融手形の性格を有していたのである。この時点で事故の発生が明らかになった。オマーンのアスファルト会社はオマーン銀行が保証を履行しないよう求める訴訟をアラブ首長国連邦の法廷に提訴した。ロンドンでは第二次市場の買い手が遡及権をめぐって訴訟を起した。この訴訟は、ADCA が中心的原告でかつ中心的買い手であったことに因んで「ADCA 訴訟」と呼ばれている⁹⁾。

結果として、手形振出人 Huhn が信託義務違反に問われ、割引銀行であるチェイスと保証銀行であるオマーン銀行が2,000万マルクの損害を分担した。本来なら、事故があったとしても、保証銀行が手形の最終の持ち手に支払うことで処理されるべきことが判決にある結果になったことから、二つの問題が抽出できる。一つは、保証としての Aval の有効性である。保証のこの形態は手形の券面に 'Per Aval' と書くだけでよいという利便性を有しているが、英国法の下では、保証の信頼できる形態になっていないのである。もう一つの問題は、遡及権なしの効力である。手形の保有者がそれをフォフェイターに売ったときはいつでも、妥当に保証された妥当な手形 (a valid

bill, validly guaranteed) を売却していると暗黙のうちに述べているのである。それ故、売り手の側での不真実表示の場合、すなわち、自分が実際に売っている物とは違った何かを売る振りをしていいる場合には、保護されない。したがって、遡及権なし条項は手形それ自体の欠陥や売り手の側での不真実表示をカバーすることを意味するものではなく、引き受け者の側や保証人の側での支払不能の場合に、手形の取り立てに関するいかなる債務からも売り手が解放されるべきであることを示す法的概念である⁹⁾。そこで、フォフェイティングにおいては、最初に輸出者から手形を買うフォフェイターの書類審査能力が非常に重要になってくる。もし、それに失敗したなら、手形を別のフォフェイターに遡及権なしで売ったと申し立てることは不可能になると思われるからである。第二次市場のフォフェイターは最初のフォフェイターのような詳細な調査を繰り返す必要はない。フォフェイティングに特有の迅速性が失われるからである。この点からも、最初のフォフェイターの役割は大きいのである⁹⁾。

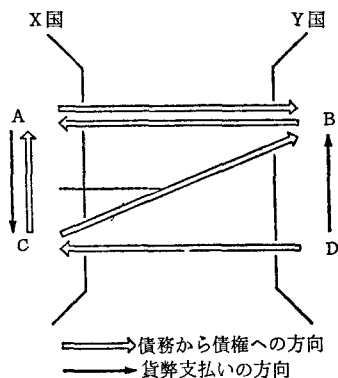
遡及権については、もう一つ付け加えておかねばならない。それは、為替手形と約束手形に対する遡及権なし条項の拘束力についてである。約束手形の場合、手形の裏書人は裏書に際して遡及権条項によっていかなる債務からも免責される法的権利をもっているが、為替手形の場合には、債権者は手形の作成者として署名することによって、手形上にいかなる条件を記入しても常に法律上債務を免れることはできない。だが、実際には、フォフェイターが債務不履行の場合でも振出人に債務の履行を要求することはしないという記載によって、振出人は遡及を免責される。但し、これができるのは高度な信用力のあるフォフェイターに限られるので、現実には、約束手形のほうが支払手段として輸出業者に好まれていると言われる¹⁰⁾。

(3) 遡及権なし (without recourse) 条項の経済学的意義

以上、遡及権条項の法的効力にこだわったのは他でもない、その経済学的意義を強調したいがためである。すでに述べたように、フォフェイティングの金融的機能は、輸出者保有の手形を遡及権の移転を伴うことなく一括して割引くことによって、サプライヤーズ・クレジットをバイヤーズ・クレジットに転化することであり、信用論次元では、商業信用の銀行信用への転化と規定される事柄である。だが、遡及権の移転を伴わないことから、輸出者と手形買取人(フォフェイター)の間に債権債務の関係が存在しない点で、通常の手形割引すなわち信用代位とは大きく異なっている。手形の期間にわたる利子を差し引いている点で割引には違いないが、信用連鎖が断ち切られることから、手形の単なる売買に過ぎなくなる。

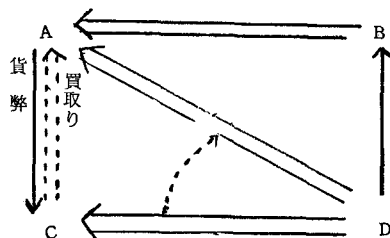
信用代位を外国為替取引に持ち込んだのが、為替信用代位説であった。この説の基本は為替取引は信用取引であって、貨幣と為替手形の交換は売買ではなく貸付だとすることであった。図5は木下悦二氏の作成された取立為替手形の債権債務関係を示したものであるが、AからCへの貨幣の支払が貸付による債権債務関係の形成であることの一つの論拠として、支払拒絶の場合に手形振出人の弁済義務が認められている事実を指摘されている¹¹⁾。つまり、遡及権の存在を重視されているのである。ところで、木下氏は信用状を論じる次元では次のようにも述べられる。「信用状に“without

図5 取立為替取引の債権債務関係



出所：木下悦二〔40〕，130頁。

図6 フォ-フェイティングの債権債務関係



recourse” 条項が明記されていない以上は 取消不能信用状といっても、原理的にはA（手形振出人—引用者）への手形の遡及はなくなっていないから、D（割引銀行—引用者）の手形割引によって DA 間に債権債務関係が成立するのではあるが、取消不能信用状では事実上は遡及が起こらないだろうから、手形の割引は手形の売買に限りなく近づくのである。』¹²⁾ 図5における CA 間の関係が貸付ではなく売買になる可能性を示唆されているのである。

フォ-フェイティングは“without recourse” 条項によって、たとえ為替手形であろうと遡及が起こらないので、手形の割引は貸付ではなく売買にすぎなくなるのである。フォ-フェイティングの債権債務関係を示したのが図6である。図5との違いを述べれば、CA 間に債権債務関係が存在しないので、D→C→B という信用連鎖は形成されることはなく、DC 間の債権債務が DA 間のそれに振り代わるだけである。信用連鎖の形成を目的とする外国為替取引との基本的相違点である。

(4) フォ-フェイティングの形態と利点

ところで、フォ-フェイティングは、信用供与の形態としては、既存の形態の混合物である。すなわち、一方ではユーロ貸付とユーロ債の中間であり、他方では伝統的貿易金融（荷為替手形の割引）と国際ファクタリングの中間である。前者については、まず、ユーロ・シンジケートローンと同じくいかなる規模——1,000スイスフランから 1億スイスフランまで——の取引もあること、シンジケートローンが半年毎のロールオーバーで更新されるように 6 カ月間隔の期間の一連の手形で構成される点ではユーロ貸付と同じであるが、固定金利でなされることからユーロ債と似通っている。後者については、国際貿易と結び付いた手形に依存し、その手形の割引に基づいて金融する伝統的手形割引取引の面とファクタリングのような輸出者からの債権の買取でもある。ただし、ファクタリングが短期貿易金融に用いられる点では異なっている。さらに、遡及権なし条項のために、あらゆるリスクを輸出者から引き取ることから、輸出金融と輸出保険の両者の混合物でもある。特に、第三世界向けの輸出には、公的保険が適用されにくいことから¹³⁾、フォ-フェイティングは公

表7 フォフェイティング・レート

	Debtor country (importer's territory)	Final maturity (% yearly instalments)	Commitment fee (until pay-out)	Sfr forfait rates approx. disc. %pa	US\$ forfait rates approx. disc. %pa	DM forfait rates approx. disc. %pa	ECU forfait rates approx. disc. %pa
Europe	Austria	5	1 % pa	5½	9½	6½	9
	Belgium	4	1 % pa	5½	9½	6½	9
	Denmark	3	0.1 % pm	5½	9½	6½	9½
	Finland	5	1 % pa	5½	9½	6½	9
	France	5	1 % pa	5½	9½	6½	9
	W. Germany	7	¼ % pa	5½	9½	6½	8½
	Great Britain	5	1 % pa	5½	9½	6½	8½
	Greece	3	0.1 % pm	6½	10½	7	9½
	Iceland	2	"	6½	10½	7½	9½
	Ireland	4	1 % pa	6½	10½	6½	9½
	Italy	5	1 % pa	5½	9½	6½	9½
	Netherlands	7	¼ % pa	5½	9½	6½	8½
	Norway	5	1 % pa	5½	9½	6½	8½
	Portugal	4	0.1 % pm	6½	9½	6½	9½
	Spain	3	0.1 % pm	6½	9½	6½	9½
	Sweden	5	1 % pa	5½	9½	6½	9
	Switzerland	7	¼ % pa	5½	9½	6½	8½
Comecon	E. Germany	1	0.1 % pm	6½	10	7½	9½
	Hungary	3	0.1 % pm	6½	9½	7	9½
	USSR	5	1 % pa	5½	9½	6½	9½
	Czechoslovakia	2	0.1 % pm	6½	9½	7	9½
Americas	Brazil	1	"	7½	11	"	"
	Canada	5	¼ % pa	5½	9½	6½	8½
	USA	5	¼ % pa	5½	9½	6	8½
Africa and Middle East	Algeria	5	0.1 % pm	6½	9½	7	9½
	South Africa	4	0.1 % pm	6½	10½	6½	9½
	Tunisia	3	0.1 % pm	6½	10½	7½	9½
	Jordan	2	0.1 % pm	7½	10½	7½	10½
	Kuwait	2	0.1 % pm	6½	9½	7	9½
	Saudi Arabia	2	0.1 % pm	6	9½	6½	9½
	United Arab Emirates	2	0.1 % pm	6½	9½	7	9½
	Far East	Australia	5	1 % pa	5½	9½	6½
China		5	0.1 % pm	6½	9½	6½	9½
Hong Kong		3	1 % pa	6½	9½	6½	9½
India		3	0.1 % pm	6½	10½	7½	9½
Indonesia		3	0.1 % pm	6½	10	7½	9½
Japan		7	¼ % pa	5½	9½	6½	8½
Korea (South)		2	"	6½	10½	7½	9½
Malaysia		4	1 % pa	6½	9½	6½	9½
New Zealand		5	0.1 % pm	6	9½	6½	9½
Singapore		5	1 % pa	5½	9½	6½	9
Taiwan		4	0.1 % pm	6½	9½	6½	9½
Thailand		3	0.1 % pm	6½	10	7½	9½

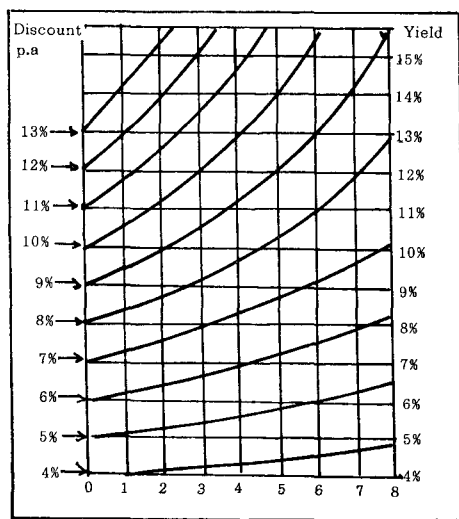
出所: *Euromoney Trade Finance Report*, [11], p. 43.

的輸出金融と代わりうる性質の取引である。だが、全体的に見て、フォフェイティングは貿易金融の新しいユニークな形態であることに違いはない¹⁴⁾。

それでは、他の金融手段ではなくフォフェイティングが好まれる理由は何であろうか。輸出者の立場からすれば、まず何と言っても、without recourse 条件での手形の買取と言うフォフェイティングの基本的利点である。これによって、輸出者は全てのリスクから免れられると同時に手形の即座の現金化による追加資本の節約の便に供することができる。さらに、固定金利の取引なので信用期間中の利子率変動を無視しうる。また、書類作成の簡便性と取引の迅速性という利点もある。例えば、100万ドルの取引は一流のフォフェイティング商会で1時間以内に取り扱われると言われている¹⁵⁾。確実に、公的輸出金融機関よりも速いのである。次に、銀行がフォフェイティングに乗り出す動機である。第一は、ユーロ・シンジケートローンよりも高いフォフェイティングの収益である。表7は国および通貨別のフォフェイティングレート（割引率）を示している。基礎になっているのは、ユーロ銀行間レート（LIBOR）であるが、国毎の差異は「フォフェイト市場によって審査されたカントリーリスクの指標」¹⁶⁾でもある。フォフェイティングレートが高

いは、それが単なる金利だけでなく保険マージンをも含んでいるためであり¹⁷⁾、通常の割引率との単純な比較は意味ある行為ではない。この割引率を基にしてフォフェイト手形の投資収益を算定すれば図7になる。例えば8%で割り引かれた手形を5年保有すればその利回りは10.4%以上になる。銀行にとっては、LIBORに上乘せされたスプレッドに加えてこの利回りが収益源となるのである。この高収益は、フォフェイト取引を遂行するのに必要とされる熟練の程度を反映している。第二に、買い取った手形の流動性である。フォフェイトされる手形の実際の姿は引受手形か約束手形であり、それらは自由に譲渡可能で無条件取消不能の信用証券であるが故に、流動資産と見なされうる。流動性の程度は、ユーロ・シンジケートローンとユーロ債との中間に位置していると思われる¹⁸⁾。

図7 フォフェイティングの収益性



出所：Gmür, ed., [17], p. 126.

(5) フォフェイティング市場

フォフェイティングの登場は、1950年代後半における資本財市場の売り手市場から買い手市場への変化、中長期の資金需要および東欧・第3世界からの信用需要の存在を一般的背景にしている。つまり、一方での、輸出業者の信用供与能力の欠如と他方での銀行による信用リスク評価能力の不足から、特定の銀行の特殊な業務としてはじめられたものである。具体的には、1962年に、アメリカ穀物の東欧諸国への輸出に際してはじめて適用された。アメリカの輸出業者は現金決済を望んだのに、東欧諸国は延べ払を要求した。このギャップを埋めたのが、東西欧州間のカウントレイドとバーター取引に慣親しみ信用リスクを評価する能力のあったチューリッヒの少数の金融会社であった¹⁹⁾。

このような発生の経緯から、フォフェイターが手形を買い取る一次市場は西ドイツとスイスを中心に形成されている。伝えられている数字でみれば、一次市場のシェアは西ドイツの40%、スイスの35%、イギリス10%、オーストリア5%となっている²⁰⁾。当初、フォフェイティング取引の80%が西ドイツに起源をもち、同国から東欧諸国への輸出に関係していた。このような状態は、東欧諸国からの産業再編計画のための巨大な機械需要および西ドイツにおける前述した政府支持輸出金融制度の不在の結果であった²¹⁾。今日でも、西ドイツの東欧諸国へのプラント輸出は全体の20%を占めており重要な意味をもっている。「こうした輸出金融は、通常の延べ払輸出金融と違って正確な実態が把握できないが、西ドイツの銀行のポーランドをはじめとする東欧へのコミットメント

は、公式統計以外にフォ-フェイトを通じてかなりのエクスポージャーがあるものとみられる。』²²⁾ 最近では、西ドイツの輸出者の一次市場に占める割合はスイス市場のほぼ40%、全フォ-フェイト市場の10%になっている²³⁾。以前に比べてかなりの比重低下であるが、その理由として、市場規模の拡大と80年代初期のマルク高金利によるフォ-フェイティングの減少が影響しているものと推察できる。債務者の地域をみれば、60年代には東欧が90%を占めていたが、取引の拡大につれて、表8にも現れているように、70年代末には西欧、南米などにも拡がり東欧の比率は下がっている。

フォ-フェイト市場は、今日、第二次市場も形成されロンドンの果たす役割が大きくなってきた。第一次市場が輸出者に対する信用供与の場であるとすれば、第二次市場のフォ-フェイティングは投資手段およびブローカー業務の対象になっている。ユーロ市場の中心としてのロンドンには、ユーロ・フォ-フェイティングのリーダーの地位を獲得し、500のユーロ銀行でもって、推定40億ドルのフォ-フェイト取引の70%を支配している。ここ数年にわたるロンドン市場の成長は、もはや旨みのあるポートフォリオを持たない多数の投資銀行を起動因としている²⁴⁾。フォ-フェイティングにおいては、手形を割引いた銀行（フォ-フェイター）がすべてのリスクをカバーすることになるので、カントリーリスクの評価に長けた真に国際的な銀行がその業務にあたらなければならない。したがって、フォ-フェイティングは国際銀行業にその適所 (niche)²⁵⁾ を見出すのである。チューリヒにおいては、フォ-フェイティングは専門家した少数の銀行によって取り扱われているが、ロンドンではフォ-フェイティングを投資の一形態と見なすユーロ銀行が主役となっている。中でも、1974年にロンドンで最初にフォ-フェイティングを始めたクレディ・スイスの子会社 Finanz AG を筆頭に Hungarian International Bank, Gerrard International, International Commercial Bank, Moscow Narodny Bank, National Westminster Bank, Midland Bank Aval などを中心となっている²⁶⁾。一見して気づくことは、2、3の銀行を別にして、まだ、多くの重要な多国籍銀行が市場に参加していないという事実である。銀行の周辺業務から国際銀行業に適した業務へと発展を遂げたフォ-フェイティングであるが、今後の動向は多国籍銀行の戦略に掛かっている。そこで、次に、米銀を中心にしてこの問題を検討しよう。

表8 Finanz AG の地域別リスク分散 (1979末現在)

地 域	金 額 (%)
西 ヨーロッパ	47
東 ヨーロッパ	18
北 アメリカ	10
南 アメリカ	11
アフリカ	7
アジア	5
オセアニア	2
合 計	100

出所：山村信幸 [51], 11頁。(原資料, Bericht über das Geschäftsjahr 1979, Finanz AG Zürich.)

〔注〕

- 1) 以下のフォ-フェイティングについての説明は、筆者が入手しえた次の文献に依っている。文献番号だけを記す。〔6〕,〔7〕,〔10〕,〔12〕,〔13〕,〔14〕,〔15〕,〔16〕,〔17〕,〔18〕,〔23〕,〔24〕,〔33〕,〔34〕,〔35〕,〔48〕,〔51〕。

- 2) Gmür, C. J., [16], 邦訳16頁。尚, 著者の Gmür はクレディ・スイスの上級副頭取でかつフォ-フェイティング専門会社 Finanz AG Zürich の社長でもある。
- 3) 松井和夫 [50], 85頁。又, 「プロジェクトファイナンスはしばしばフォ-フェイティングの形態をとる」と言われている (Gmür, ed., [17], p. 89)。
- 4) 以下の設例は, Curtin [6], pp. 62~65 に基づいている。
- 5) Tavernier, E., "Forfaiting's legal aspects", in Gmür & Budd, ed., [18], p. 45.
- 6) Curtin, [7], pp. 72~75.
- 7) Davies, R., & A. Grabiner, "Legal issues", in Gmür, ed., [17], p. 177.
- 8) Tavernier, *op. cit.*, in Gmür & Budd, ed., [18], p. 45.
- 9) Curtin, [7], p. 75, Davies & Grabiner, *op. cit.*, in Gmür, ed., [17], p. 177.
- 10) Gmür, [16], 邦訳20頁。
- 11) 木下悦二 [39], 125頁。
- 12) 同上, 195頁。
- 13) Gmür, [12], p. 4.
- 14) Gmür, "Forfaiting", in Gmür, ed., [17], p. 118.
- 15) Teichman, [34], p. 85.
- 16) *Euromoney Trade Finance Report*, [11], p. 43.
- 17) Gmür, [12], p. 7.
- 18) Guild, [23], p. 131, [24], p. 45, Teichman, [34], p. 81. 尚, Teichman はクレディ・スイスの副頭取で Finanz AG London の社長である。
- 19) Curtin, [6], p. 62, Teichman & Rentzmann, [35], p. 58.
- 20) Curtin, [6], p. 62.
- 21) Guild, [23], p. 131.
- 22) 日本長期信用銀行 [48], 122頁。
- 23) Berndt, [3], p. 124.
- 24) *ibid.*, p. 124.
- 25) Guild, [23], p. 131.
- 26) Curtin, [6], p. 62, Easton, [10], p. 123.

IV 多国籍銀行と貿易金融

債務累積危機は「多国籍銀行にとって大きな試練であると同時に一つの転機でもある。」¹⁾ 多国籍銀行は70年代の非産油発展途上国の経常収支の赤字をファイナンスするためのいわゆるソヴェリンローンを収益源にして成長を遂げた。ところが, 多国籍銀行によるそのような貸付が過剰貸付の状態を引き起こし, 債務累積危機に発展したのは周知の事実である。表9に見られるように, シンジケートローンは82, 83年と大きく減少し, 途上国向けのそれは84年も前年度水準を下回っている。さらに, シンジケートローンの内訳を示せば (図8), 82年 Ⅲ四半期以降, リスケジュールおよびそれに伴う新規融資の額が全体の半分以上を占めている。「自発的」貸付の低迷が伺える²⁾。貸付の主体である多国籍銀行が債務累積危機に恐れをなして途上国融資に及び腰になっていることを良く示している。このような状況の中で, 多国籍銀行はソヴェリンローンに代わる新たな収益源を求めているのである。銀行経営の視点からみれば, 収益性の低下を手数料収入の増加によって補おう

表9 ユーロ市場における貸付と起債

(単位：1億ドル)

	1980		1981		1982		1983		1984	
	貸付	債券	貸付	債券	貸付	債券	貸付	債券	貸付	債券
先進国	391.00	325.88	860.22	408.61	425.71	630.62	387.52	603.09	771.11	918.83
途上国	350.54	26.29	452.64	48.86	415.19	50.03	329.37	25.35	315.55	36.07
社会主義国	28.09	0.65	17.91	0.75	7.65	0.65	12.12	0.75	33.70	1.98
国際機関	4.29	66.38	3.02	71.63	1.60	99.12	13.21	134.10	2.50	116.82
総計	773.92	419.20	1333.8	529.85	850.15	780.42	742.22	763.29	1122.9	1073.7

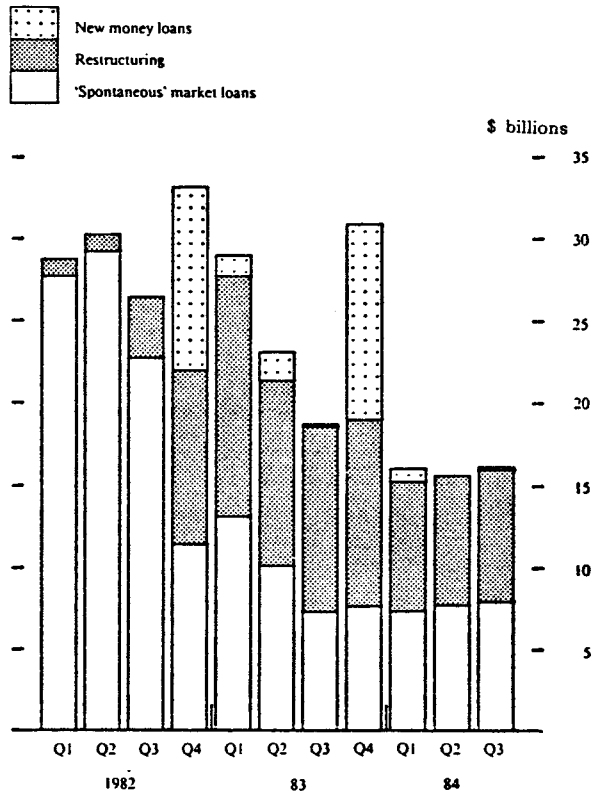
(出所：Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*)

とする姿勢であり、具体的には、貿易金融とコルレス銀行業³⁾の見直しである。貿易金融はもはや債務危機に対する緊急の救済策ではなく、70年代におけるよりも重視するに値する安全な貸付と安全な手数料収入の源泉となっているのである⁴⁾。

グラントは次のように述べる。

「シンジケートローン市場が低迷しているもて、銀行家たちは国際金融の最も古く最も基礎的な活動に注意を集中している。主要銀行は手数料収入を増加させる推進力として貿易サービスに研ぎをかけ、再組織している。／銀行はまた78年に始まり、アメリカの輸出拡大への銀行の貢献の問題を提起した輸出商社 (ETC) 法に関する政治論議にも影響を受けた。」⁵⁾ チェイス・マンハッタン、ケミカル、マニュファクチュアラーズ・ハノーバー、バンアメリカおよびシティコープなどの主要米銀は「新しい貿易グループを設立し、カウンタートレードの専門家を雇い、フォ・フェイティングが何であるかを見極めることに突進し」⁶⁾、貿易サービスを拡大することに努めた⁷⁾。米銀は、短期貿易金融の中心であるばか

図8 ユーロ・シンジケート・ローンの内訳



出所：Bank of England Quarterly Bulletin, December, 1984, p. 467.

りでなく、フォーフェイティングとカウンタートレイド⁸⁾のセンターとしてのロンドンから貿易金融の仕事を奪おうとしたのである⁹⁾。

だが、計画どおりに進行していないのが現実である。カウンタートレイドを遂行する手段として考えられ、30以上の銀行によって設立された ETC は、有益な用途が見出されないまま休止状態を余儀なくされている。「それを設立した銀行の99%は ETC のためにすべき何かを捜し求めている。」¹⁰⁾ ETC がカウンタートレイドに対処するための手段であるとするれば、カウンタートレイドの動向が ETC の将来を規定する。カウンタートレイドは、1981年12月のインドネシアにおける導入以降、変化をとげている。それは、見返りに供される商品が工業製品から原材料、鉱産物および農産物に移行したことである。84年のサウジ=ボーイングの取引に見られるように、原油を見返りとするカウンタートレイドは急激に増大しているのである¹¹⁾。輸出者が必要としていない商品を見返りに買わなければならない時、その商品の最終の購入者を見出す仲介人が必要となる。まさに、この仲介人の役割こそ ETC に求められている任務であろう。

カウンタートレイドにこだわったのは、それとフォーフェイティングとの関係に注目したいからである。例えば、イギリスのミッドランド銀行は、最近、フォーフェイティング会社を購入し、そこにカウンタートレイド・チームを持っている¹²⁾。また、西ドイツにおいても、ドイッチェ・バンクを除いたその他の銀行は、輸出金融部門にフォーフェイティングとカウンタートレイドの専門家を配置している¹³⁾。このような動向は、両者が排他的関係ではなく、共存関係にあることを示している。すなわち、カウンタートレイドの際に輸出をフォーフェイティングで金融したのちに、見返り商品を転売して資金を回収することができるからである。アメリカ商務省の推定では、カウンタートレイドは世界貿易の20%を占めるに至っている¹⁴⁾。そこに、フォーフェイティング利用の拡大の現実的基盤を見出したい。

フォーフェイティングの将来を占うもう一つの要因は、アメリカ輸出入銀行の直接融資制度の動向であろう。レーガン政権は巨額の財政赤字削減の一環として、輸銀の直接融資制度を86財政年から廃止し、かわりにイギリスの行っている利子補給制度を取り入れることを提案している。これが実施に移されるかどうかは議会の意志次第であるが、82年以降輸銀の直接融資額が削減されていることは、明確な事実である。これまで、輸銀融資に頼っていた部分が新たな融資源をフォーフェイティングに求める可能性は十分あるし、また、保険・保証機関をめざす輸銀が、その付保対象をフォーフェイト手形に見出すことも有り得るであろう¹⁵⁾。

最後に、今後の銀行の国際化戦略のなかでの貿易金融の位置を見ておきたい。銀行の国際化は、コルレス網に基づく貿易金融という第一段階から、多国籍企業現地子会社への貸付のための銀行の現地化という第二段階を経て、銀行と企業との関係が捨象されたソヴェリンローンを中心とするユーロクレジット業務へと進展したとされる。これは、銀行の対外部門取引から出発して対外進出を経て多国籍銀行に成長したといいかえうる¹⁶⁾。それでは、債務累積危機以後の多国籍銀行の展開はどのようなのであろうか。デービスは、その階層分化を指摘している¹⁷⁾。すなわち、1) 広範な対外網を持つ最大20~25のグローバル銀行を頂点にして、2) 国内取引の補足として国際取引への選別

的、実際的アプローチを行うグループ、3) 国際活動を国内市場の維持、防衛手段として見るグループという分類である。1) のグループは、言うまでもなく、「米銀をメインバンクとする世界的銀行組織」¹⁸⁾ としての今日の多国籍銀行である。2) は中間戦略であり、カバーする地域の広さと資金規模の点で1) と異なっている。業務内容としては、特殊な外国為替取引やリースおよびフォフェイティング等が含まれよう。3) は銀行国際化の出発点への回帰ではあるが、以前とまったく同じものではなくプロジェクトファイナンスのような巨額で期間の長い取引に関わっている。結局、銀行の国際化戦略は何に焦点をあて何を選択するかによって依存しているのであるが、貿易金融は重要な収益源泉としてその戦略に組み込まれているのである。

〔注〕

- 1) 関下, 奥田編〔43〕, 127頁。
- 2) ユーロ市場は、自らの過剰貸付を原因とする債務累積危機の発生を契機に、市場構造の変化を遂げている。その変化とは、シンジケートローンの減少と債券市場の拡大であり、このことはよりよい流動性を求めて市場が「液化」(Grant, [21], p. 132) しつつあることを教えている。それぞれについて、簡単にふれておきたい(文献〔5〕,〔19〕,〔21〕,〔25〕,〔26〕,〔28〕,〔36〕,〔37〕を参考にした)。

① シンジケートローンと第二次市場

シンジケートは貸付額が大きく、かつ契約期間が1年を超える時はいつでも形成されており、ユーロ市場における最も一般的な貸付方法である。シンジケートが形成される基本的理由は次のとおりである。ユーロ市場では潜在的借り手と金融機関の数が多く、従って借り手と貸手が分断されているので、伝統的な借り手と銀行の関係は存在しない。そこで、長期安定的な関係のない借り手と貸手を結び付けるために有力銀行を幹事としてシンジケートが組成され、その結果、借り手は資金をより多くより安く借りることができ、貸手は比較的わずかな額を多くのさまざまな顧客に貸すことでリスクを軽減できるという両者にとってのメリットを享受するのである(Dufey & Giddy, [9], p. 244, 訳223頁)。

ところで、分断された市場で借り手と貸手を結び付けるのは従来投資銀行あるいはマーチャントバンカーの仕事であった。かれらは借り手にかわって証券の引き受け発行をし、それを投資家に分売したのであった。この引き受け一分売という発行市場の技術はシンジケートローンにもうけつがれている。すなわち、シンジケートに参加する銀行のなかに主幹事、副幹事、一般参加者という階差があり、主幹事は貸付の引き受けをすると同時に引き受け額の配分を決定し、一般参加者に一次的に売り捌くのである。主幹事行による引き受け・参加銀行への売り捌き(分売)の過程がシンジケーションの内容であるが、これは債券発行における引き受け一分売の過程と極めて類似している。シンジケートローンが貸付と債券の混合(ハイブリッド)といわれる所以である(Campbell, [5], p. 41)。

さて、1982年以後のシンジケートローンの減少は、貸付額そのものの減少であると同時に上述した引き受け一分売の過程での小銀行の参加の減少でもある。例えば、1973年には貸付組成額の50%が一般参加行に売り捌かれていたが、82年にはその割合は15~20%に低下している。このことは、幹事銀行が引き受け額の多くをそのまま融資資産として保有し続けていることを示している。クラブディールと呼ばれている事柄である(Grant, [19], p. 36)。

このような、分売の低水準とその結果としての幹事行の資金拘束の増大を背景にして、シンジケートローンの第二次市場が成長してきたのである。すなわち、融資資産を多く保有する多国籍銀行が流動性を求めて彼等の貸付債権を小額に切り刻み、副次的参加者(subparticipation)に再分売(sell of subparticipation)しているのである。シンジケートローンの「流通市場」の形成と言えよう。第二次市場は1960年代後半から存在したが、当時はまだグレイ市場であった。ところが、1982年以後いくつかの大銀行が組織的に再分売する努力をなし、かつ、機関投資家が再分売の重要な買い手として出現するに至って市場は急速に社会的地位を獲得しつつある。

第二次市場の規模は、1983年に、アメリカで100億ドル、ロンドンで50億ドルであった。市場に組織的かつ広範に参加しているのは、Citibank, Bankers Trust, Midland Bank, および Lloyds Bank の四大銀行である (Grant, [22], pp. 67~71)。

1984年になって、再分売以外に貸付資産の流動化を可能にする制度が形成された。譲渡、更改という形式を第一次シンジケート段階に持ち込んだもので、それぞれ TLI (Transferable Loan Instruments), TLC (Transferable Loan Certificates) と呼ばれている (Hurn, [25], pp. 27~31)。こうして、シンジケートローンの第二次市場の拡大、TLI, TLC の出現は、貸付と証券との間の境界を叩き壊し、ユーロ市場の「証券化」を益々押し進めているのである。

② 債券市場の拡大

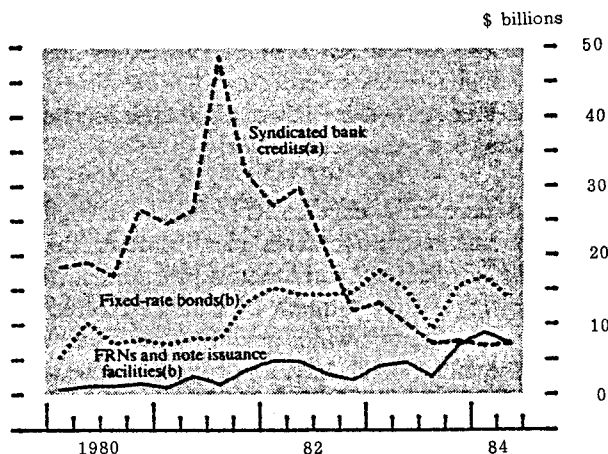
ユーロ債市場の規模は83年にシンジケートローン組成額を上回り、84年には過去最高の1,000億ドルを突破した (表9参照)。量的な拡大に加えて、質的变化も生じてきた。それは、これまで主流であった固定金利のユーロ債と変動金利 (6カ月毎のロールオーバー方式による) でのシンジケートローンの中間をいく変動金利債券の登場である。図9を見れば、変動金利商品である FRN (変動利付債) と RUF (revolving underwriting facility) が徐々に増加しているのがわかるであろう。

FRN (変動利付債) は、1970年に発行されたイタリア政府保証付イタリア電力公社債として最初にユーロ債市場に登場した。その目的は、短期金融市場金利に連動して変化する金利を投資家に支払うことによって、中長期資金をめぐる借り手と貸手とのギャップを埋めることであった。すなわち、借り手が長期の貸付を望むのに反して貸手は金利の不安定感から固定金利で資金を長期に拘束するのが好まないときに、固定金利債の代わりに務めることである。FRN (変動利付債) は、シンジケートローン市場におけるロールオーバーに対抗する債券市場におけるイノベーションであった (Ramsden, [28], p. 337)。

FRN (変動利付債) の発行者の半分は銀行であり、さらに、発行された FRN (変動利付債) の購買者の7割を銀行が占めている。つまり、FRN (変動利付債) 市場はインターバンク市場として発展している。銀行が別の銀行の発行した FRN (変動利付債) を買うのは、シンジケートローン市場における投資機会の欠如の埋め合わせであろう。

RUF (revolving underwriting facility, また note issuance facility, NIF と呼ばれる) の歴史はさらに新しい。1978年にニュージーランド造船会社のために最初に発行されてからまだ日は浅いが、市場は350億ドル程度に拡大してきた。RUF は、FRN (変動利付債) と同様借り手が中期で借りをすることを望んでいるのに、多くの銀行は短期で貸すことだけを望んでいるというユーロ市場の構造的問題を解決するための

図9 ユーロ市場の動向



(a) Announcements.

(b) Completions.

出所: Ramsden, [27], p. 337

一つの手段である。RUF の原理は簡単である。借り手は短期（3～6カ月）のユーロノートや CD を発行することで引き受け者から回転信用（revolving credit）を供与され、投資家は借り手の発行した債券を引き受け者から購入するのである。回転信用という銀行信用の一形態と引き受け・発行一分売という証券市場の技術が一つに統合されているのである。RUF は FRN（変動利付債）よりも一層流動的である。というのは、投資家は3～6カ月の手形を購入するにすぎず、満期後に次の発行に参加するかどうかを選択することができるからである。個々の投資家にとっては短期性資金の供与にすぎないが、それを集中しつなぎあわせることで長期資本への転成を可能ならしめる技術の進化である。

FUR 市場の構成者のうち、このファシリティーを組成しているのは Merrill Lynch を筆頭に Citicorp, CSFB, などの銀行であり、手形を購入することで実際に貸付しているのもほとんど全て銀行である。1978年から84年の期間のこのファシリティーを通じた融資額では、Citicorp が86億ドルと最高であり、引き受け団に一番多く参加したのは住友銀行であった。このような最近の市場の拡大は、銀行によるより流動的な形態での資産保有の願望のさらなる表明であると思われる（以上は、Grant, [21], p. 141, Ramsden, [28], pp. 339～341, 入江 [37] を参照）。

以上述べてきたことは、ユーロ市場における銀行融資と資本市場の間の伝統的な区別が浸食されてきた程度、すなわち市場の「証券化」（Campbell, [5], p. 41）の内容である。債務累積危機以後ユーロ市場で展開されている事態は、長期性資金を求める借り手と短期性資金を供与することで危機の場合いつでも退却できる状態を確保したがる貸手とのギャップを埋める手段の開発であった。そもそも、ユーロ市場は短期性預金を原資に長期貸出に応ずる市場であり、資産・負債の期間構成のマッチングがユーロ・バンキングの基本であった。そして、シンジケートローンにおいては、半年ごとのロールオーバーが短期資金を長期資金に転化する手段であった。今日のユーロ市場における流動性選好も「短期借り・長期貸し」を可能にする技術進化の一つであろう。だが、上述の貸出債権の分売や RUF は「オフ・バランスシート・ファイナンス」であることから、銀行の「簿外債務」増大を懸念して、通貨当局は85年に入って規制強化に乗り出してきた（『日本経済新聞』1985. 3.25, 4. 4.）。ユーロ市場の今後の動向に注目したい。

- 3) コルレス銀行業は単なる国境を越えた相互勘定開設にとどまらず、国際銀行業の最も多様で最も収益性のある成分の一つと見なされてきた。「コルレス銀行業は巨大なビジネスになってきた。世界貿易の全ての取引は、事実上、銀行を通じて決済されなければならない。だから、他の銀行とのバンキングによって、起きているほとんど全ての取引に参加していることになる。」(Adam, [1], p. 79) 世界貿易の半分はドル建てであるので、これらの取引はニューヨークを通過することなしに清算されることはない。したがって、ニューヨーク所在の米銀がコルレス銀行業の利益を独占できる位置にいるのである。
- 4) Bowen, [4], p. 133.
- 5) Grant, [20], p. 181.
- 6) Bowen, [4], p. 133.
- 7) 例えば、チェイスは79年以来、貿易金融に重点を置いた結果、81年には貿易関連ローンは前年比倍増、また関連手数料は12%もの伸びを示した（東洋経済編 [45], 37頁）。
- 8) カウンタートレイドについては、里園清孝 [41] が有益である。
- 9) Grant, [20], p. 182.
- 10) Bowen, [4], p. 134.
- 11) Mills, [27], p. 144.
- 12) Bowen, [4], p. 136.
- 13) *Euromoney Trade Finance Report*, [11], p. 35.
- 14) Mills, [27], 144.
- 15) Belton, [2] は、アメリカ輸銀の新しい役割としてフォ・フェイト手形の保証を挙げている（p. 126）。
- 16) 西村 厚 [46], 203～209頁, Davis, [8], p. 34.
- 17) Davis, [8], pp. 34～35.
- 18) 関下, 奥田編 [43], 126頁。

V む す び

70年代における多国籍銀行によるユーロ・シンジケートローンの供与は、非産油発展途上国の国際収支赤字をファイナンスするという限りでは、途上国の再生産上の価値的補填を完結せしめるための貸付であった。この貸付によって、先進国は自からの商品価値の実現を可能にしてきたのである。だが、それが、途上国に債務累積という負担を強いている¹⁾。そこで、シンジケートローンに代わって、より再生産に密着した貸付として貿易金融が注目されてきたのであった。

今日、先進国の輸出に占める非産油途上国と社会主義国の割合は30%（1980年、世界開発報告）に達しているが、彼等の経常収支は赤字を続けている。「途上国の膨大な潜在需要と決済に必要な通貨の決定的な不足²⁾」すなわち、国際貿易と国際金融の間に存在するこのギャップを埋めるために、カウンタートレイド、インターナショナルリース、そしてフォ-フェイティングという貿易金融の新形態が拡大を見せているのである。したがって、貿易金融は、世界市場における実現の問題として把握されなければならない。尚、この問題は途上国の側からの詳細な分析が要請されよう。次の課題としたい。

〔注〕

- 1) 片岡〔38〕, 124頁。
- 2) 日本経済新聞, 1985. 3.28.

〔参考文献〕

- 〔1〕 Adam, N., "How American Rediscovered Correspondent Banking", *Euromoney*, February 1982.
- 〔2〕 Belton, A. J., "A New Weapon in the Battle for Trade", *Euromoney*, February 1984.
- 〔3〕 Berndt, H., "Zurich looks good to the German exporter", *Euromoney*, January 1984.
- 〔4〕 Bowen, D., "Learning to be safe, not sorry", *Euromoney*, January 1985.
- 〔5〕 Campbell, K., "Euromarkets: the age of the hybrid", *Euromoney*, September 1984.
- 〔6〕 Curtin, D., "The Uncharted \$4 Billion World of Forfaiting", *Euromoney*, August 1980.
- 〔7〕 ———, "The Case of the Phantom Cranes", *Euromoney*, August 1980.
- 〔8〕 Davis, S., "International bank strategies beyond the debt crisis", *The Banker*, June 1984.
- 〔9〕 Dufey, G. & Giddy, H., *The International Money Market*, Prentice-Hall, 1978, 志村, 佐々木, 小林 訳『国際金融市場』東京大学出版会, 1983年。
- 〔10〕 Easton, D., "Forfaiting is not for the ponderous banker", *Euromoney*, January 1984.
- 〔11〕 *Euromoney Trade Finance Report*, February 1985.
- 〔12〕 Gmür, C. J., *What does a Swiss banker think of forfait financing?*, FZ Nr1, Finanz AG Zürich, 1975.
- 〔13〕 ———, *Weniger freie, mehr gebundene Kredite*, FZ Nr2, Finanz AG Zürich, 1977.
- 〔14〕 ———, *World trade financing to the year 2000*, FZ Nr5, Finanz AG Zürich, 1978.
- 〔15〕 ———, *Die Forfaitierung und die Internationale Bank*, FZ Nr9, Finanz AG Zürich, 1981.
- 〔16〕 ———, *Forfaiting*, CS Nr47 III, Credit Swiss, 1981, 山村信幸訳, 日本長期信用銀行『調査月報』No. 182, 1981年2月。

- [17] ———, ed., *Trade Financing*, Euromoney Publications, 1981.
- [18] ———, & Budd, N., *Case Histories in Trade Financing*, Euromoney Publications, 1984.
- [19] Grant, C., "The Stuffees have left, the Stuffers remain", *Euromoney*, November 1982.
- [20] ———, "Back to basics in International Banking", *Euromoney*, May 1983.
- [21] ———, "The Liquefaction on the Euromarkets", *Euromoney*, October 1983.
- [22] ———, "How Banks Revamp Assets", *Euromoney*, April 1984.
- [23] Guild, I., "Forfaiting as a tool for international bankers", *The Banker*, May 1982.
- [24] ———, "Forfaiting widens its appeal", *The Banker*, April 1984.
- [25] Hurn, S., "Trasferable loan magic", *Euromoney*, January 1985.
- [26] Lee, M., "Smoothing out the RUF", *Euromoney*, December 1984.
- [27] Mills, D., "Big is beautiful in countertrade", *Euromoney*, January 1985.
- [28] Ramsden, N. F. E., "The Intetnational market for floating-rate instruments" *Bank of England Quarterly Bulletin*, September, 1984.
- [29] Schlechtriem, P., "Export Credit Guarantees in the Federal Republic of Germany", in Chinkin, C. M., Davidson, P. J., & Ricquier, W. J. M., ed., *Current Problems of International Trade Financing*, Butterworths, 1983.
- [30] Segré, C., "Medium-Term Export Finance: European Problems and Experiences", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, June 1958, 邦訳『大蔵省調査月報』第47巻第12号, 第48巻第1, 3号。
- [31] Shirreff, D., "The Euronote explosion", *Euromoney*, December 1984.
- [32] Spindler, J. A., *The Politics of International Credit*, The Brookings Institution, 1984.
- [33] Teichman, T., "Forfaiting", *The Banker*, March 1977.
- [34] Teichman, T., "Forfaiting—where the market is now", *The Banker* 1979.
- [35] ——— & Rentzmann, W. F., "Forfaiting—an alternative technique of export financing", *Euromoney* December 1975.
- [36] 入江恭平「ユーロ・シンジケート・ローン市場の“証券市場化”」『証研レポート』No. 1256, 1984. 5.21.
- [37] ———, 「ハイブリッド化するユーロ市場——ユーロ市場の構造変化——」『証研レポート』No. 1276, 1984.10.15.
- [38] 片岡 尹「変動為替相場と発展途上国の債務累積」『証券経済』149号, 1984年9月。
- [39] 神沢正典「中長期輸出金融の展開とアメリカ輸出入銀行」『阪南論集 社会科学編』第20巻第3号, 1985年1月。
- [40] 木下悦二『国際経済の理論』有斐閣, 1979年。
- [41] 里園清孝「カンタートレイド——新形態と現代的意義——」『経済論究』第59号, 1984年7月。
- [42] 世界経済情報サービス『中長期輸出金融に関する諸問題』1979年3月。
- [43] 関下 稔, 奥田宏司編『多国籍銀行とドル体制』有斐閣, 1985年。
- [44] 竹内一郎, 原信編『国際金融市場』有斐閣, 1981年。
- [45] 東洋経済編『激動 世界の銀行』東洋経済新報社, 1984年。
- [46] 西村 厚『ソブリン・ローンに挑む』日本経済評論社, 1980年。
- [47] 日本興行銀行『輸出金融制度とその実情(英, 独, 仏, オーストリア)』1983年3月。
- [48] 日本長期信用銀行『通貨の国際化と国際資本移動の現状と問題点』1981年3月。
- [49] 日本輸出入銀行海外投資研究所監訳『OECD 加盟国の輸出信用制度』1983年7月。
- [50] 松井和夫「米系多国籍企業と多国籍銀行の関係について(3)」『証券経済』144号, 1983年6月。
- [51] 山村信幸「スイスの輸出金融・フォーヘイトについて」日本長期信用銀行『調査月報』No. 182, 1981年2月。

〔追記〕

本稿脱稿後、木下悦二「中期貿易金融の新しい動向——ロンドン市場のフォ-フェイト取引を中心に——」（『貿易と関税』1985年5月号）を手にした。木下氏の論稿は、わが国でのフォ-フェイティングについての無関心状況に鑑み、とりあえずフォ-フェイティングの現状と問題点の整理に止めておられるが故に、本稿と重なり合う点が多い。ただし、今後のフォ-フェイティングの発展可能性を19世紀に登場した商業信用状の発生当時の状況との対比で考察されている点（48頁）は、大変参考になる。

（1985年5月10日受理）

	Debtor country (importer's territory)	Final maturity ($\frac{1}{2}$ yearly instalments)	Commitment fee (until pay-out)
Europe	Austria	5	1 % pa
	Belgium	4	1 % pa
	Denmark	3	0.1 % pm
	Finland	5	1 % pa
	France	5	1 % pa
	W. Germany	7	$\frac{3}{4}$ % pa
	Great Britain	5	1 % pa
	Greece	3	0.1 % pm
	Iceland	2	*
	Ireland	4	1 % pa
	Italy	5	1 % pa
	Netherlands	7	$\frac{3}{4}$ % pa
	Norway	5	1 % pa
	Portugal	4	0.1 % pm
	SPain	3	0.1 % pm
	Sweden	5	1 % pa
Switzerland	7	$\frac{3}{4}$ % pa	
Comecon	E. Germany	1	0.1 % pm
	Hungary	3	0.1 % pm
	USSR	5	1 % pa
	Czechoslovakia	2	0.1 % pm
Americas	Brazil	1	**
	Canada	5	$\frac{3}{4}$ % pa
	USA	5	$\frac{3}{4}$ % pa
Africa and Middle East	Algeria	5	0.1 % pm
	South Africa	4	0.1 % pm
	Tunisia	3	0.1 % pm
	Jordan	2	0.1 % pm
	Kuwait	2	0.1 % pm
	Saudi Arabia	2	0.1 % pm
	United Arab Emirates	2	0.1 % pm
Far East	Australa	5	1 % pa
	China	5	0.1 % pm
	Hong Kong	3	1 % pa
	India	3	0.1 % pm
	Indonesia	3	0.1 % pm
	Japan	7	$\frac{3}{4}$ % pa
	Korea (South)	2	*
	Malaysia	4	1 % pa
	New zealand	5	0.1 % pm
	Singapore	5	1 % pa
	Taiwan	4	0.1 % pm
	Thailand	3	0.1 % pm

SFr forfait rates approx. disc. %pa	US\$ forfait rates approx. disc. %pa	DM forfait rates approx. disc. %pa	ECU forfait rates approx. disc. %pa
5 ⁵ / ₈	9 ¹ / ₄	6 ¹ / ₈	9
5 ³ / ₄	9 ³ / ₈	6 ³ / ₈	9
5 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂	9 ¹ / ₈
5 ³ / ₄	9 ³ / ₈	6 ³ / ₈	9
5 ³ / ₄	9 ³ / ₈	6 ³ / ₈	9
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₈	6 ¹ / ₈	8 ⁷ / ₈
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₄	6 ¹ / ₈	8 ⁷ / ₈
6 ³ / ₈	10 ⁷ / ₈	7	9 ¹ / ₂
6 ³ / ₄	10 ¹ / ₈	7 ¹ / ₄	9 ⁷ / ₈
6 ¹ / ₄	10 ³ / ₄	6 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂
5 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂	9 ¹ / ₈
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₄	6 ¹ / ₈	8 ⁷ / ₈
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₄	6 ¹ / ₈	8 ⁷ / ₈
6 ¹ / ₄	9 ³ / ₄	6 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂
6 ¹ / ₄	9 ³ / ₄	6 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂
5 ³ / ₄	9 ³ / ₈	6 ³ / ₈	9
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₈	6 ¹ / ₈	8 ⁷ / ₈
6 ¹ / ₂	10	7 ¹ / ₈	9 ³ / ₄
6 ³ / ₈	9 ⁷ / ₈	7	9 ¹ / ₂
5 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂	9 ¹ / ₈
6 ³ / ₈	9 ⁷ / ₈	7	9 ¹ / ₂
7 ¹ / ₂	11	—	—
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₄	6 ¹ / ₈	8 ⁷ / ₈
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₈	6	8 ⁷ / ₈
6 ³ / ₈	9 ⁷ / ₈	7	9 ¹ / ₂
6 ¹ / ₄	10 ³ / ₄	6 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂
6 ³ / ₄	10 ¹ / ₈	7 ¹ / ₄	9 ⁷ / ₈
7 ¹ / ₄	10 ⁵ / ₈	7 ³ / ₄	10 ¹ / ₄
6 ³ / ₈	9 ⁷ / ₈	7	9 ¹ / ₂
6	9 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂	9 ¹ / ₄
6 ³ / ₈	9 ⁷ / ₈	7	9 ¹ / ₂
5 ⁵ / ₈	9 ¹ / ₄	6 ¹ / ₄	9
6 ¹ / ₄	9 ³ / ₄	6 ⁷ / ₈	9 ¹ / ₂
6 ¹ / ₈	9 ³ / ₄	6 ³ / ₄	9 ³ / ₈
6 ³ / ₄	10 ¹ / ₈	7 ¹ / ₄	9 ⁷ / ₈
6 ¹ / ₂	10	7 ¹ / ₈	9 ³ / ₄
5 ¹ / ₂	9 ¹ / ₈	6 ¹ / ₈	8 ⁷ / ₈
6 ³ / ₄	10 ¹ / ₈	7 ¹ / ₄	9 ⁷ / ₈
6 ¹ / ₈	9 ³ / ₄	6 ³ / ₄	9 ³ / ₈
6	9 ¹ / ₂	6 ¹ / ₂	9 ¹ / ₄
5 ³ / ₄	9 ³ / ₈	6 ³ / ₈	9
6 ¹ / ₈	9 ³ / ₄	6 ³ / ₄	9 ³ / ₈
6 ¹ / ₂	10	7 ¹ / ₈	9 ³ / ₄