

## フランスにみる協同組合金融機関改革 －クレディ・アグリコルの事例－

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 日本では、農林漁業の成長産業化が重要な政策課題となっており、その中で農業協同組合等の系統組織における金融事業のあり方が論点の一つとなっている。そこで、フランスに目を転じると、協同組合組織が銀行業界で中核的な役割を担っている。本稿では、その最大手であるクレディ・アグリコルの組織や金融サービス、改革の経緯を概観する。
2. クレディ・アグリコル・グループは、クレディ・アグリコル S.A.を上場持株会社とし、フランス国内各地で総合金融サービスを提供する 39 の地域金庫が上場持株会社を 50%超保有する一方、上場持株会社は地域金庫を 25%ほど保有する。また、地域金庫で販売される金融商品については、地域金庫ネットワークとは別に上場持株会社が保有する保険・証券・運用会社が製造する体制となっている。
3. クレディ・アグリコルは元々、公的資金を農業従事者へ供給する役割を担っていたが、1900 年代半ばから対象顧客・組合員を拡大し、現在では顧客・組合員に係る制約はない。実際、融資でも住宅ローンが農家向けを上回って主力となっている。また、2001 年には株式会社化・上場を果たし、クレディ・リヨネの買収などを経て、グローバルな金融コングロマリットとなっている。
4. グループ内では、クレディ・アグリコル S.A.を中心とするリスク管理態勢が構築されている。まず、地域金庫が集めた資金については、一部地域金庫の裁量による運用を認めつつ、大部分はクレディ・アグリコル S.A.で集中管理することとなっている。また、「スイッチ・メカニズム」の下、クレディ・アグリコル S.A.の地域金庫持分の価値下落を地域金庫が保証することにより、自己資本規制等への対応を図っている。
5. クレディ・アグリコルの近年の歩みは、グローバル金融コングロマリットの路線を追求しつつ、地域金庫については、従来の仕組みを極力維持することを基本戦略としてきたと言えよう。クレディ・アグリコルが試行錯誤してきた協同組合金融機関における一体的事業運営のあり方は、日本の農協改革論議においても、参考になるところがあろう。

## I 日本における課題

日本では、農林漁業の成長産業化が重要な政策課題となっており、それを金融面で支える系統組織による金融事業のあり方が問われている。まず、1996年に制定された農林中央金庫及び特定農水産業協同組合等による信用事業の再編及び強化に関する法律（再生強化法）<sup>1</sup>では、農林中央金庫が農林水産業の協同組合に対して、信用事業の再編・強化を図るために必要な指導や基本方針の策定を行うことができることなどが定められた。再生強化法を受け、2002年には農林中央金庫によりJAバンク基本方針が策定され、JA（農協）・JA信連・農林中央金庫の貯金事業を中心に一体的事業運営を図り、破綻未然防止システムを導入するJAバンクシステムが創設された。その中で、JA・JA信連の資金運用の安全・効率化を図るべく、JAにあっては3分の2、信連にあっては2分の1を下限に余裕金を系統内上部団体に預け入れることも盛り込まれた。また、再生強化法に基づき、2005年の宮城信用農業協同組合連合会を皮切りに、千葉県、群馬県、青森県、福島県などの信用農業協同組合連合会が農林中央金庫と統合している。

更に、2014年6月24日に閣議決定された「『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—」では、「新たな成長エンジンと地域の支え手となる産業の育成」の一環として、「攻めの農林漁業の展開」が掲げられ、その土台となった内閣府の規制改革会議が2014年6月13日に取り纏めた「規制改革に関する第2次答申～加速する規制改革～」においても、農業分野における規制改革が掲げられている。そこで挙げられた規制改革項目の一つである「農業協同組合の見直し」では、①単位農協の信用事業に関して、農林中央金庫又は信用農業協同組合連合会に信用事業を譲渡し、単位農協に農林中央金庫又は信用農業協同組合連合会の支店を置くか、又は単位農協が代理店として報酬を得て金融サービスを提供する方式の活用推進を図ること、②農林中央金庫・信用農業協同組合連合会・全国共済農業協同組合連合会について、経済界・他業態金融機関との連携を容易にする観点から、金融行政との調整を経た上で、農協出資の株式会社（株式は譲渡制限をかけるなどの工夫が必要）に転換することを可能とする方向で検討すること、が盛り込まれた。

このように、日本の系統組織における金融事業の見直しは、方向性としては、農林中央金庫を中心とした一体的事業運営を標榜していると言えるが、農林中央金庫と統合するJA信連は依然少数派に留まっており、また、資金運用も、JA信連やJAとで担われている部分が残っている。金融機関としてみれば、資金運用の統合といった一体的事業運営が効率化をもたらすことは相違ないものの、JAバンクの場合、協同組合組織を前提とした地域の農林水産業の支援という特性もあり、必ずしも通常の金融機関における合理化の原理が妥当するわけではなく、難しいバランスが求められる。

協同組合組織による金融事業が盛んな国として、フランスが挙げられる。図表1にあるThe Banker誌（2014年7月号）の集計によると、フランス銀行業界は大手7グループに集

<sup>1</sup> 当時の名称は、農林中央金庫と信用農業組合連合会との合併等に関する法律。2002年の改正は、農林中央金庫による指導対象を漁協や信用漁業協同組合連合会への拡大等に主眼を置いたもの。

図表1 フランスの銀行グループ

銀行名	資産規模 (億ユーロ)	組織形態
BNPパリバ	24,830.0	上場株式会社
クレディ・アグリコル	23,535.5	上場株式会社、グループ銀行は協同組合
ソシエテ・ジェネラル	17,038.1	上場株式会社
グループBPCE	15,496.8	非上場株式会社、グループ銀行は協同組合
クレディ・ミュチュエル	9,084.4	協同組合
デクシア・クレディ・ローカル・デ・フランス	3,057.0	ベルギー及びフランス政府が95%保有
HSBCバンク・フランス	2,881.2	英国親会社が上場株式会社

(注) 2013年末時点。

(出所) The Banker, July 2014 より野村資本市場研究所作成

約されており（日本は94行）、うち3グループが協同組合組織となっている。即ち、協同組合組織を中心に金融再編が進んだことがフランス金融システムの一つの特徴と言える。そこで、日本の系統組織における金融事業のあり方を考えるに当たり、一体運営に向けたガバナンス体制を整備し、株式会社化・上場を経てM&A戦略を展開したフランス協同組合金融最大手のクレディ・アグリコルについて、その組織や金融サービス、改革の経緯を見ていくこととする。

## II クレディ・アグリコルの概要

クレディ・アグリコルは、1894年に設立された農業系統組織の銀行であり、資産規模で世界第8位・フランス第1位、ティア1資本で世界第13位・フランス第2位の規模を誇る（いずれも2013年末時点、以下同）。グループ全体で15万人の従業員を擁し（うち半数弱が国外）、4,900万の顧客を有する。ユーロネクスト・パリに上場し、CAC40構成銘柄となっている。

クレディ・アグリコルのビジネスラインは、①39の地域金庫による国内リテール・バンキング、②旧クレディ・リヨネによる国内リテール・バンキング、③海外リテール・バンキング、④資産運用と保険、⑤専門金融サービス（消費者金融やリース等）、⑥コーポレート&インベストメント・バンキング（CIB）、に分かれている。2013年度の純利益41.3億ユーロ（コーポレート・センターの16.3億ユーロの赤字除く）に占める各ビジネスラインの割合は、①25.7%、②14.5%、③1.2%、④37.8%、⑤2.0%、⑥18.8%となっている。なお、③資産運用と保険等の中核は保険会社のクレディ・アグリコル・アシュアランスで同区分の64.5%を占め、次いでソシエテ・ジェネラルとの合弁運用会社アムンディが同20.8%を占める。このように、クレディ・アグリコルは、リテール・バンキング業務と

保険業務を中核とする、いわゆるバンカシュアランス・グループとなっている。

証券業務は、ホールセールについてはクレディ・アグリコル CIB が担い、リテールについては、プロダクト組成はアムンディ（資産運用）及びクレディ・アグリコル・アシュアランス（保険）が担った上で、ディストリビューションは各地域金庫及び LCL、富裕層向けの CA プライベート・バンキングなどが担う体制となっている。アムンディは 2014 年 6 月末時点で運用資産残高 8,214 億ユーロと、欧州最大級の運用会社となっている。運用資産の 45% がグループ保険会社の資産となっており、それに呼応してフィクスト・インカム資産が 7 割を占めている。アムンディの観点からすると、運用資産に占める地域金庫と LCL といったグループ会社にソシエテ・ジェネラルなどの業務提携先を加えた割合は 22% に留まる<sup>2</sup>。一方、地域金庫が扱う投資信託は、筆者が把握している限りではアムンディのみとなっており、実際、クレディ・アグリコルが地域金庫に対し、アムンディのファンドのみを扱うよう求めたことも報じられている<sup>3</sup>。

### III クレディ・アグリコルの組織構造

クレディ・アグリコルの組織構造は図表 2 の通りである。その最大の特徴は、地区金庫、地域金庫、全国金庫の三層構造になっている点である。地区金庫は、かつては融資等の金融業も担っていたが、徐々に上部組織である地域金庫による金融業の比重が高くなり、1984 年銀行法（現通貨金融法典）で中央機構と地域金庫のみに銀行認可が与えられたことに伴い、金融業を完全に停止している<sup>4</sup>。現在の地区金庫は、組合員及びその出資の管理を担う協同組合組織となっている。組合員 740 万人は、クレディ・アグリコルの顧客基盤となる。また、組合員は地区金庫の理事を選任し、理事は地域金庫の総会で理事を選任する<sup>5</sup>。地区金庫の理事は地元の名士であり、地域金庫による融資審査に関わる他、地元の融資案件を地域金庫に紹介することもある。

全国に 39 ある地域金庫も協同組合組織であり、フルサービスの地域金融機関として、預金<sup>6</sup>、融資、保険、投資商品などの金融商品・サービスを、個人、農林漁業者、中小企業、地方政府に提供する。各々の名称は、Caisse regionale de XX（XX（地名）の地域金庫）などとなっている。合計で 7,018 の支店、2,100 万の顧客を有する。地域金庫は、財務基盤の強化・地域重複の解消を図るべく、これまで統合を繰り返してきており、1988 年当時 94 あったところ、2001 年の上場時には 48 となり、現在では 39 にまで減少している。

地域金庫は、中間持株会社 SAS Rue la Boetie を通して、上場会社である全国金庫のクレディ・アグリコル S.A.<sup>7</sup> を 56.2% 保有する。また、クレディ・アグリコル S.A. の取締役会

<sup>2</sup> 残りの 32% はサードパーティーの販社及び機関投資家。

<sup>3</sup> “Moves away from open architecture” *Financial Times*, January 15, 2012

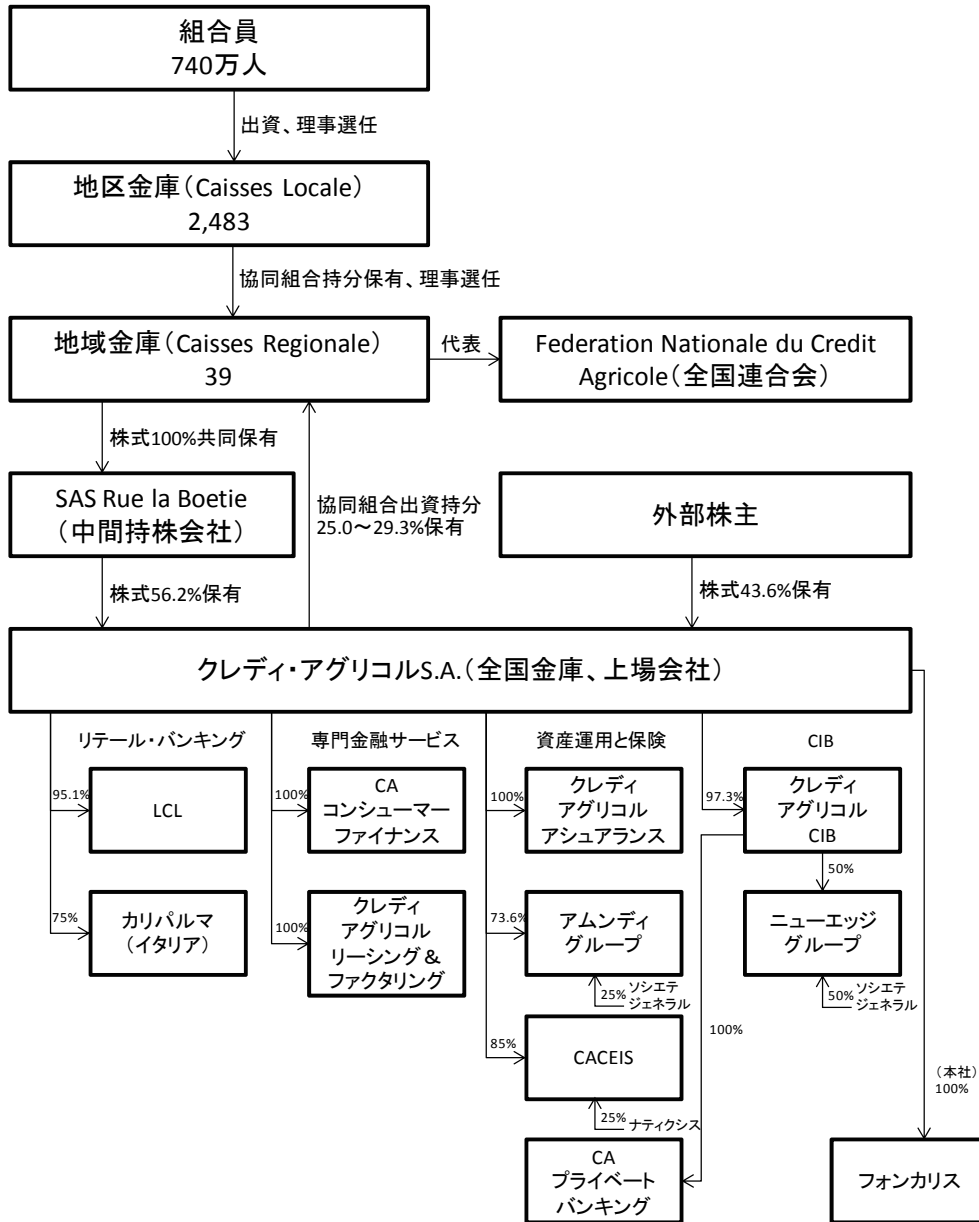
<sup>4</sup> また、日本の系統組織でいうところの経済事業も行わない。

<sup>5</sup> 理事は何れも無報酬。

<sup>6</sup> 国内個人預金シェアは 39 金庫の合計で 23.2%（2013 年 9 月時点）。

<sup>7</sup> S.A. は Societe Anonyme の略で株式会社を指す。

図表2 クレディ・アグリコルの保有構造



(注) 2013 年末時点。ニューエッジの持分 50%はソシエテ・ジェネラルに売却。子会社は主要なもののみ抜粋。

(出所) クレディ・アグリコル 2013 年アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

の過半を地域金庫の代表者が占める。他方、クレディ・アグリコル S.A.は、個々の地域金庫の協同組合出資持分を 25~29.3%保有し、また、クレディ・アグリコル S.A.で認識される地域金庫の収益は 25%となっている<sup>8</sup>。地域金庫の協同組合出資持分には議決権が付されていないため、クレディ・アグリコル S.A.が地域金庫に影響力を及ぼすべく、各地

<sup>8</sup> 協同組合出資持分は Certificats cooperatives d'associés 及び Certificats cooperatives d'investissement の形態を採る。なお、Caisse regionale de Corse のみ 100%保有となっており、同行の収益についてはクレディ・アグリコル S.A.で 100%認識される。

域金庫に対して1相互持分 (mutual shares) を保有し、クレディ・アグリコル S.A.自身が各地域金庫の組合員となっている。こうした持合構造は、クレディ・アグリコル S.A.が2001年に上場した際にクレディ・アグリコル S.A.及び各地域金庫の間で締結された覚書に定められている。また、各地域金庫のSAS Rue la Boetieに対する持分には譲渡制限が付されており、地域金庫のネットワーク外に売却できないこととなっている。

全国金庫であり通貨金融法典上の中央機構たるクレディ・アグリコル S.A.は、株式会社としてユーロネクスト・パリ市場に上場している。グループにおけるクレディ・アグリコル S.A.の役割は、①地域金庫ネットワークの一貫性と円滑な運営を確保し、当局に対してグループを代表すること、②グループ内における財務の一体性を確保すること、③グループ戦略を立案し、国内外における子会社からなる各ビジネスラインの戦略の一貫性を確保すること、となっている。即ち、クレディ・アグリコル S.A.自体は、いわば本社機能を担っており、フロント業務は、例えば、バンキングは各地域金庫及びLCL、投資銀行はクレディ・アグリコル CIB、保険はクレディ・アグリコル・アシュアランス、というように、各子会社が担っている。なお、クレディ・アグリコル S.A.の最大株主は56.2%保有するSAS Rue la Boetieであるが、合計で43.6%保有する外部株主もあり、内訳は機関投資家28.9%、個人投資家10.4%、従業員4.3%となっている<sup>9</sup>。

また、クレディ・アグリコル S.A.は、地域金庫に対する検査・監査及び処分権限も有する。これは、1984年銀行法により、協同組合金融機関における中央機構が規定され、中央機構が系統組織に対して実地検査を行い、法令違反等があった場合に処分・命令を下す権限が付与されたことによる。中央機構は、フランス健全性監督機構 (Autorite de Controle Prudentiel) に対して検査及び処分・命令結果を報告する義務を負う。クレディ・アグリコルでは、クレディ・アグリコル S.A.が中央機構に当たり、クレディ・アグリコル S.A.にあるグループ統制・監査部門<sup>10</sup>が地域金庫に対して定期的に実地検査を行う。

クレディ・アグリコル全国連合会 (Federation Nationale du Credit Agricole) は、地域金庫がグループの戦略や長期計画等を議論する組織である。その上で、クレディ・アグリコル S.A.が商品・サービスごとの戦略を策定する仕組みとなっている。また、全国連合会は、対外的に地域金庫を代表する組織であり、地域金庫の理事に対する研修や人事管理に係るサービスの提供も行う。

#### IV 農業従事者向け地域金融機関からグローバル金融コングロマリットへの変貌

クレディ・アグリコルの歴史は、農業従事者向けに特化した公的性格の強い信用機関から民間のグローバル金融コングロマリットへ変貌してきた歴史とも言える (図表3)。その中でも、とりわけ重要なのが、1990年代までの対象顧客の拡大、2000年代初めの株式会社化・上場とM&Aによる事業拡大である。

<sup>9</sup> 2013年の株主総会決議で授権された自社株買いプログラムによる金庫株が0.2%。

<sup>10</sup> 2013年末時点で職員数815名。

図表 3 クレディ・アグリコルの歴史

暦年	イベント
1885年	ポリグニーに最初の地域金庫設立。
1894年	農業従事者向け信用組合(Societes de Credit Agricole)の設立を承認する法制定。
1899年	農業従事者向け信用組合を農業従事者向け地区金庫(Credit Agricole Regional Banks)に再編する法制定。
1920年	農林省の下に、地区金庫を統括する公的機関として農業従事者向け信用事業全国事務所(Office National du Credit Agricole)を創設。
1926年	農業従事者向け信用事業全国事務所をクレディ・アグリコル全国金庫(Caisse Nationale de Credit Agricole, CNCA)に改称。
1945年	クレディ・アグリコル全国連合会(Federation Nationale du Credit Agricole)創設。
1959年	人口2,000人以下の農村における住居目的の融資解禁。
1971年	農村の人口要件2,000人を5,000人へ拡大。その後も順次拡大。
1979年	組合員以外の特定の利用者への金融サービス解禁。利用者の範囲は順次拡大。
1984年	銀行法施行。中央機構を中心とするガバナンス体制が法制化。
1986年	グループ生命保険会社プレディカ創設。
1988年	CNCAを相互会社化する法制定。地域銀行と従業員保有の有限責任会社に。
1990年	損害保険子会社パシフィカ創設。
1992年	組合員資格を農村以外に拡大することを容認。
1996年	バンク・インドスエズ買収。
1999年	ソフィンコの買収、クレディ・リヨネ一部出資。クレディ・リヨネは2005年にLCLにブランド改称。
2001年	CNCAをクレディ・アグリコルS.A.に再編、12月に上場。
2003年	フィナレフ及びクレディ・リヨネ買収。
2006年	ギリシャのエンポリキ・バンクの買収に加え、カリパルマ、フリュールアドリア、バンカ・インターサの202支店の買収発表など、海外リテール・バンキングの拡大。
2009年	クレディ・アグリコル・アセット・マネジメントとソシエテ・ジェネラル・アセット・マネジメントを合併してアムンディ創設。
2010年	ソフィンコとフィナレフを統合し、消費者金融のクレディ・アグリコル・コンシューマー・ファイナンス創設。
2013年	エンポリキ・バンク及びCLSAの売却、バンキンテル出資持分の売却、ニューエッジの持分売却合意など、資産圧縮を加速。

(出所) クレディ・アグリコル 2013年アニュアル・レポート等より野村資本市場研究所作成

## 1. 対象顧客の拡大

1990年代までは、制度面の手当てを中心に対象顧客の拡大が図られてきた。設立当初のクレディ・アグリコルは、協同組合組織による農業従事者への公的資金供給を目的としていたことから、組合員・利用者になれるのは農業従事者に制度上限定されていた。組合員の要件は1900年代半ばから徐々に緩和され、まず、農業従事者から農村居住者に拡大され、農村の規模要件も緩和されていった。更に、農村以外の居住者でも組合員として認めることができるようになり、組合員以外の利用者も顧客とすることができるようになった。これらの動きは、戦後の資金不足を受け、フランス政府が国民の住宅取得などでクレディ・アグリコルの資金供給を活用しようとしたことによる。1991年には大企業向けの

融資も解禁され、これを以てクレディ・アグリコルの「普通の銀行化（Normalisation）」プロセスは完了したとされる。現在では、農業従事者でなくとも組合員になることができ、また、組合員でなくとも利用者になることができる。

実際、農業関連以外の利用は増加している。例えば、2006年の新規融資では、住宅ローンで389億ユーロ（前年比11.2%増）、消費者ローンで57億ユーロ（同8.4%増）、地方自治体で41億ユーロ（同24.5%増）、企業向けで80億ユーロ（同13.9%増）、農家向けで110億ユーロ（同4.2%増）となっており、住宅ローンが主力となっている一方、農業従事者向けの金融機関としての性質が薄れてきていることが伺われる。他方、農家以外の利用者の増加と国内農家の減少とが相まって、利用者に対する組合員の比率は低下している（2013年末で利用者数2,100万人に対して組合員数740万人）。そこで、クレディ・アグリコルは、出資金のベースを拡大すると同時に、ロイヤリティの高い顧客層を開拓するべく、利用者に組合員になることを勧めており、2016年までに組合員数を1,000万人に引き上げることを目標として設定している。また、近年では、地域金庫における富裕層ビジネスも強化されており、地域金庫全体で2,900人の富裕層担当者による傘下運用会社アムンディの投資商品の提供などを通じて、2013年末には富裕層市場におけるシェアを18%にまで伸ばしている<sup>11</sup>。

クレディ・アグリコルの地域金庫は、金融危機時においても、業績を維持したとされている。例えば、2008年3月の決算では、むしろ顧客増からビジネスが拡大したことが報告されている。これは、地域金庫のビジネスがリテール中心であることによるものと評されており<sup>12</sup>、協同組合金融機関の危機時における強みを示す事例と言えよう。

## 2. 株式会社化・上場とM&Aによる事業拡大

クレディ・アグリコルの株式会社化・上場とM&Aは、フランス銀行業界における民営化・再編を背景とする。フランスにおいても、他の先進国同様、1980年代から1990年代にかけて政府系企業の民営化が進んだ。銀行業界では、1987年にパリバ及びソシエテ・ジェネラル、1993年にバンク・ナショナル・デ・パリ（BNP）が民営化され、そのうち、パリバとBNPは2000年に統合しBNPパリバとなった。1998年にはクレディ・インダストリエル・エ・コマーシエル（CIC）、1999年にクレディ・リヨネが民営化されたが、この両社については、ドミニク・ストラス・カーン経済・財政・産業担当大臣（当時）が、銀行の意思決定をフランス国内に留めることで国内雇用を保護する意向を示したことから、国内の協同組合金融機関に株式を保有させる方向となった。CICについては、民営化に伴い、資産規模でフランス5位のクレディ・ミュチュエルが67%取得し、その後持分比率を93%まで引き上げた。他方、クレディ・リヨネについては、パリ取引所に上場すると

<sup>11</sup> クレディ・アグリコル 2013年アニュアル・レポート（原典は市場調査会社 Ipsos の銀行顧客バロメーター調査）。

<sup>12</sup> “Credit Agricole regional banks defy market crisis” *Les Echos*, March 4, 2008



同時に、機関投資家 6 社に 32.38%を割り当て、2 年間の取引禁止条項が付された。6 社は、クレディ・アグリコル、AGF（仏保険）、アクサ（仏保険）、コムルツ銀行（独銀行）、BBVA（スペイン銀行）、バンカ・インテーサ（イタリア銀行）であり、その中でもクレディ・アグリコルは 10%と最大の割り当て比率となった。

2001 年 7 月にクレディ・リヨネ株式の取引禁止期間が終了すると、クレディ・リヨネを巡る争奪戦が展開された。争ったのは、上場時に政府からクレディ・リヨネ株式を割り当てられたクレディ・アグリコルとコムルツ銀行に加え、後の政府保有分の取得や市場での買い増しでクレディ・リヨネ株式の持分比率を高めていた BNP パリバであった<sup>13</sup>。その中であって、クレディ・アグリコルは、国内の地域に根差した協同組合金融機関であり、政府から最大の割り当てを取得するなど、当初からクレディ・リヨネ買収において本命視されていた。クレディ・アグリコルにとっても、従来は農村地域に強みを持っていたところ、パリやリヨンなどの都市部に支店網を拡大できる案件として、クレディ・リヨネの買収は魅力的だった。しかし、クレディ・アグリコルは協同組合金融機関であることから、買収に自社株を対価にできない、買収費用を柔軟に調達できない、という課題に直面していた。そこで、クレディ・リヨネを主眼に、将来的な事業拡大に備え、株式会社化・上場することとなった。

株式会社化・上場にあたっては、各地の名士である地区金庫の代表者の反発があった。当時の中央機構であったクレディ・アグリコル全国金庫（CNCA）を 90%保有する彼らとしては、CNCA の株式会社化・上場によって、クレディ・アグリコル全体に対する外部株主の影響が増し、自らの影響力が低下することを懸念していた<sup>14</sup>。最終的には、CNCA 経営幹部と地区金庫の代表者の折衝の結果、①上場エンティティの過半は引き続き地域金庫を介して地区金庫・組合員が保有すること、②上場エンティティの地域金庫保有比率を 25%程度に留めることにより、外部株主の地域金庫への影響力を限定すること、で折り合いがついた。上場エンティティは CNCA を再編したクレディ・アグリコル S.A.となり、2001 年 12 月にパリ取引所に上場した。なお、地域金庫のクレディ・アグリコル S.A.に対する保有比率は上場直後で 70%だったが、その後徐々に減少させていくことが予定されており、直近では 56.2%となっている。

### 3. 株式会社化・上場と M&A に対する評価

クレディ・アグリコルは、上場に当たって、浮動株比率を当初 30%に限定すると同時に、自ら持つ広範なリテール・ネットワークの顧客を株主構成の中核に据えることとした。これにより、株主構成の安定化を図ると同時に、需給をひっ迫させ、株価が上昇することを期待した。なお、30%の浮動株の上場後の株主構成は、9%が従業員に割り当てられ、

<sup>13</sup> BNP パリバは 2003 年 1 月末時点で 16.3%まで取得していた。

<sup>14</sup> “Credit Agricole Set to Dive Into Sector Shakeup Via IPO” *Dow Jones Newswires*, July 5, 2001

残りの 60%が個人投資家、40%が機関投資家となった<sup>15</sup>。

こうしたクレディ・アグリコルの戦略に関して、機関投資家からは当時、その複雑性に伴うディスカウントなどのマイナス面を指摘する声も聞かれた。例えば、①流動性が低くなり、機関投資家が投資できる機会が少なくなる、②地域金庫との持ち合い構造によりグループ内キャッシュフローが外部から見えにくくなる、③地域金庫の影響力を維持したことで株主利益が蔑ろにされる、④収益の中核を占めるリテール・バンキングへの外部株主のエクスポージャーが 25%に制限される、⑤M&A リスクがある、といったものである<sup>16</sup>。

当時、機関投資家の間で懸念されていたクレディ・アグリコルの M&A リスクは、有力視されていたクレディ・リヨネの買収、それに伴う株主にとっての保有株式の価値毀損であった。実際、クレディ・アグリコルは最終的に、1 株 56 ユーロ (2/3 現金、1/3 株式交換) という条件で 2003 年 3 月に公表した TOB を成立させ、クレディ・リヨネを買収することに成功したものの、買収価格を巡っては、高すぎであり、株主価値を毀損するものと批判された<sup>17</sup>。ムーディーズも、両行の規模や複雑性などから統合のエクゼキューションに困難が予想されるとして、クレディ・アグリコル S.A.の長期シニア債と財務健全性の格付けを Aa1/A- から Aa2/B+に引き下げており、その際、買収価格が高いことにより株主価値の毀損と財務の柔軟性の低下が生じていると指摘している。

クレディ・アグリコルが支払った買収価格について Frederic Lobe and Alain Schatt 論文は<sup>18</sup>、協同組合金融機関のガバナンスの観点から論じている。同論文では、まず、上場後のクレディ・アグリコルにおけるガバナンス構造の問題点として、①社外取締役が一人しかおらず、ほとんどの取締役がクレディ・アグリコル地域金庫の代表者であったこと、②ゆえに、自らの事業への便益を求める支配株主の地域金庫と、株主価値の最大化を求める外部の少数株主との間に利益相反が生じていること、を挙げる。そのため、クレディ・リヨネの買収価格決定においても、株主価値最大化を図るインセンティブが働かず、高額なプレミアムを支払うことを防止することができなかったとする。その上で、実際の買収価格の多寡を評価するべく、1997 年から 2007 年の間に日米欧の銀行がターゲットとなった 100 億ユーロ超の M&A 計 40 件において、①買収価格と一週間前の終値との差、②買収価格と四週間前の終値との差を比較した。結果、クレディ・アグリコルによるクレディ・リヨネの買収案件では、①49.10%、②54.20%であったのに対し、比較対象の 40 件では、①

<sup>15</sup> クレディ・アグリコルによると、個人投資家の申込倍率は 3.2 倍、機関投資家は 16.8 倍だったという。

<sup>16</sup> “Credit Agricole Designs IPO to Start Low, Finish High” *The Wall Street Journal*, December 11, 2001, “Investors may shun Credit Agricole IPO” *Financial News*, December 2, 2001, “Credit Agricole stock seen dear despite star debut” *Reuters*, December 14, 2001 など。

<sup>17</sup> “Credit Agricole Chmn Defends Merger Price for Lyonnais” *Dow Jones Newswires*, February 27, 2003。なお、TOB に先立ち、政府がクレディ・リヨネ株式 10.9%を 44 ユーロで譲渡することをクレディ・アグリコルに打診し、クレディ・アグリコルが高すぎるとして拒絶した後、同株式を BNP パリバがオークションの結果 58 ユーロで取得しており、クレディ・アグリコルが買収コストを低下させる千載一遇の機会を逸失したことも報じられている (“Deals & Deal Makers: Credit Agricole Ignores Ultimatum and Pays All the Way to the Bank” *The Wall Street Journal*, February 19, 2003)。

<sup>18</sup> Frederic Lobe and Alain Schatt “Excessive takeover premiums paid by acquiring banks controlled by mutual banks: The case of Credit Agricole-Credit Lyonnais” 2011

34.43%、②40.69%であり、クレディ・アグリコルが過度なプレミアムを支払っていたことが示された<sup>19</sup>。ここから同論文は、脆弱なガバナンス構造によりクレディ・アグリコルの経営陣は意思決定に関して広範な裁量を有しており、また、彼らの目標は株主価値の最大化ではなかった、と結論付けている。

#### 4. 上場及びクレディ・リヨネ買収後の戦略の変遷

クレディ・アグリコルの経営戦略は、金融危機の前後で大きく分かれる。クレディ・リヨネ買収から金融危機にかけては、国外事業を強化しており、リテール・バンキングでは、ギリシャでエンポリキ銀行を買収し、イタリアでカリパルマ銀行及びフリュールアドリア銀行を買収したほか、バンカ・インテーサ（当時）の 202 支店を買収している。買収した国外銀行は、クレディ・アグリコル S.A.の直下に置くことにより、国内バンキングに集中する地域金庫とのすみわけが図られている。また、ホールセール証券では、旧クレディ・リヨネ傘下の CLSA を通じてアジア事業を拡大した。このような、アジアにおけるホールセール証券事業の拡大及び欧州周辺国における商業銀行業務の拡大は、金融危機前の収益向上を受け、より成長の見込まれる地域へリスクを取って進出する余力が生まれたことを背景としており、クレディ・アグリコルに限らず、バークレイズや HSBC、ドイツ銀行など、他の欧銀の多くでも見られた現象である。また、クレディ・アグリコルの国外リテール・バンキングの強化については、国内農業部門における同行のシェアが頭打ちになっていることも背景として考えられる。クレディ・アグリコルは、農家向けの融資等では 85%、農家の個人口座では 75%のシェアを誇る一方<sup>20</sup>、近年ではフランス国内の農家は減少傾向にある。そこで、国内リテール・バンキングでは農家以外の顧客を開拓するべく、オンライン・バンキングの強化や LCL による都市部顧客の開拓を推進する一方、国外で更なるリテール顧客層の開拓に打って出たものと見ることができよう。

金融危機以降は、自己資本規制やレバレッジ比率規制に対応するべく、選択と集中の観点から、国外事業のリストラ策の推進を余儀なくされることとなった。リテール・バンキング事業では、金融危機で国外銀行子会社が多額の損失を計上したこともあり、2009 年にエンポリキ銀行のリストラ策を公表し、2013 年には売却している。また、スペインのバンキンテルの持分も 2013 年に売却している。ホールセール証券事業の CIB も、金融危機後は縮小傾向にある。2008 年には CIB のリフォーカス&デベロップメント計画が策定され、対顧客ビジネスを強化する一方、①ストラクチャード・クレジットなどリスク・プロファイルに合致しない資本市場業務からの撤退、②リスク管理に係る予算増、③コスト削減、④資本利用における選択と集中の強化、が実施された。2011 年 12 月には、欧州ソ

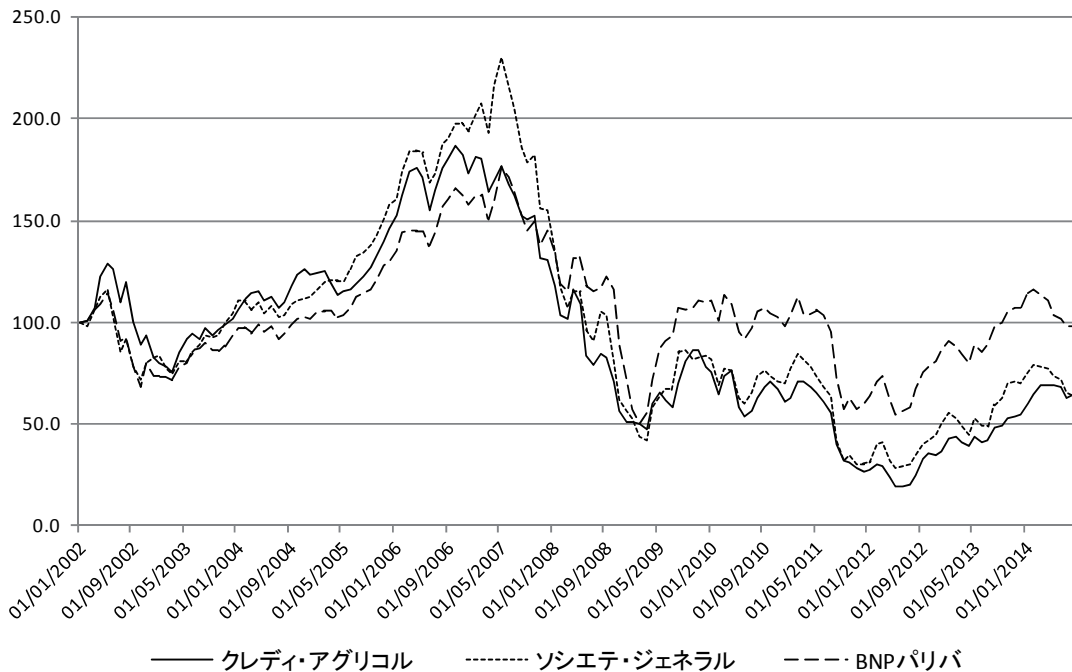
<sup>19</sup> 母集団の 40 件は、日本 6 件、米国 21 件、欧州 13 件。本文の分析結果は、40 件のプレミアムについて、M&A 当事者の規模、対価（現金／株式）、買収者の海外戦略、過去の株価パフォーマンスで調整したもの。未調整の場合、①23.63%、②24.79%となる。

<sup>20</sup> クレディ・アグリコル 2013 年アニュアル・レポート（原典は現地マーケティング会社 Adequation が 2012 年に行った調査）。

ブリン危機及び自己資本規制等の強化を踏まえ、アジャストメント計画が策定され、短期債務を中心とした500億ユーロのデレバレッジ（翌年達成）、エクイティ・デリバティブやコモディティ・トレーディングからの撤退等が公表された。更に、2013年にはCLSAを、2014年にはブローカレッジのニューエッジを売却している。

もっとも、クレディ・アグリコルのこうした施策に対する市場の評価は必ずしも芳しいものではない。上場直後こそ、クレディ・アグリコルの狙い通りに競合他社をアウトパフォーマンスしたものの、その後1年ほどで同水準に落ち着き、以後、競合他社と同様の推移を辿っている（図表4）。この背景としては、クレディ・アグリコルが欧銀全般に見られる戦略を採用してきたこと、即ち、金融危機に向けて国外業務・投資銀行業務を強化し、金融危機後は海外からの国内回帰、投資銀行業務の縮小に舵を切ったことが挙げられる。他方、その中でクレディ・アグリコルの株価がやや後塵を拝するパフォーマンスを示している理由としては、上記のように収益の柱である地域金庫の収益が25%しか外部株主に還元されず、外部株主が地域金庫に対してガバナンスを利かせることができない分のディスカウントに加え、クレディ・アグリコルのリストラ策が不十分と評価された可能性が指摘できよう。実際、2011年12月のアジャストメント計画公表後の1年ほどは、競合他社の株価パフォーマンスを下回っている<sup>21</sup>。

図表4 クレディ・アグリコルの株価推移



(注) 2001年12月を100として指数化、月次平均株価を採用。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

<sup>21</sup> 同時期に後述のスイッチ・メカニズムも公表しており、その影響も考えられる。

## V グループ内の財務連携

### 1. クレディ・アグリコル S.A.への預金等の集約

クレディ・アグリコルでは、地域金庫が集めた資金をクレディ・アグリコル S.A.に集約することで、リスク管理が図られている。具体的には、まず、各地域金庫が集める当座預金等の短期資金は、各地域金庫が融資の原資として用い、余剰分がクレディ・アグリコル S.A.に移管される。次に、非課税の貯蓄商品リブレ A や定期預金などの長期資金は、クレディ・アグリコル S.A.に一旦集約された上で、各地域金庫に融資の形で戻される。クレディ・アグリコル S.A.が創設・上場された 2001 年末以降、クレディ・アグリコル S.A.から地域金庫へ融資として戻される割合は 50%となっており、融資の金利・満期は地域金庫からクレディ・アグリコル S.A.に移管された資金と合致するよう設定されている。融資として戻される資金の運用方法については各地域金庫に委ねられており、制限はない。

地域金庫による大口融資については、グループ内の信用保証会社フォンカリスに保証を申請しなければならず、フォンカリスは、申請を承認する場合、大口融資の一部を保証する<sup>22</sup>。また、クレディ・アグリコル S.A.のリスク管理部門は地域金庫の信用リスクを確認し、必要に応じて是正措置を求めるなどする。こうした仕組みを通じて、クレディ・アグリコルは、グループとして信用リスクを評価・管理している。

クレディ・アグリコル S.A.が集約する資金は、その大部分がソブリン債、その他債券で運用されており、2013 年末時点では、クレディ・アグリコル S.A.が保有するポートフォリオ証券 651.6 億ユーロのうち、223.1 億ユーロがソブリン債、378.3 億ユーロが社債その他フィクスト・インカム証券となっている。地域金庫へ戻される分を除く資金の運用から得られた収益については、2004 年初以降、市場金利とモデルを用いて算出された割合で、地域金庫とクレディ・アグリコル S.A.との間で分けられることとなっている<sup>23</sup>。なお、クレディ・アグリコルは、上場会社のクレディ・アグリコル S.A.単体ではなくクレディ・アグリコル・グループとして、グローバルにシステム上重要な銀行に認定されており、バケット 2 行として 1.5%の資本サーチャージが 2016 年 1 月から段階的に課されることとなっている。レバレッジ比率規制への対応も併せると、今後、運用ポートフォリオの圧縮などの対応を迫られる可能性もあろう。

### 2. スイッチ・メカニズム

クレディ・アグリコルは、自己資本規制及びレバレッジ比率規制への対応策として、クレディ・アグリコル S.A.と地域金庫との間でスイッチ・メカニズムと呼ばれる仕組みを

<sup>22</sup> 大口融資の基準は、各地域金庫とフォンカリスとの合意に基づき決定される。また、フォンカリスは申請を拒否することもできる。その場合、地域金庫にとって大口融資を単独で実行することは困難になるが、複数の地域金庫がシンジケート・ローンを組むこともある。

<sup>23</sup> クレディ・アグリコル S.A.は、地域金庫の外国為替取引も集約して行っている。

2011年12月に構築している。クレディ・アグリコル S.A.は、規制資本の算定に当たって、地域金庫への協同組合出資持分をエクイティとして計上し、290%もしくは370%のリスク・ウェイトをかけている。スイッチ・メカニズムの下、協同組合出資持分の価値が下落した場合、地域金庫は最大147億ユーロまでクレディ・アグリコル S.A.を支援することとなっている<sup>24</sup>。クレディ・アグリコルはスイッチ・メカニズムについて、グループ・レベルで見ればニュートラルであるが、クレディ・アグリコル S.A.として、地域金庫の保証分だけ所要自己資本を低減することができるとしている<sup>25</sup>。

もっとも、アナリストの中には、スイッチ・メカニズムを懐疑的に見る向きもある。例えば、KBWのアナリストは、スイッチ・メカニズムによる保証は危機時に資本を保有していることと同義ではなく、資本増強のリスクは依然残っていると指摘する<sup>26</sup>。今後、この仕組みがどのように評価されていくかも注目点となろう。

## VI おわりに

クレディ・アグリコルの近年の歩みは、農林漁業者向けの政策金融機関からグローバル金融コングロマリットへと変貌を遂げるにあたり、一体的事業運営を維持しつつ、いわゆる市場原理と農林漁業者を中心とする組合員とのバランスを如何に取るかを模索してきた歴史と言えよう。ガバナンス体制については、上場によって従来の組合員・顧客に加え、外部株主たる機関投資家からのガバナンスも働くことになる中、上場会社の地域金庫への保有分を25%に抑えることにより、地域金庫がそうした株主からある程度距離を保てる仕組みにしている。また、資金管理についても、地域金庫の裁量で運用することができる部分も残している。その一方で、地域金庫を除くクレディ・アグリコル S.A.傘下のオペレーションでは国外展開やビジネスラインの拡大を図っている。このように、地域金庫以外の部分でグローバル金融コングロマリットの路線を追求しつつ、地域金庫については、従来の仕組みを極力維持することを基本戦略としてきたと言えよう。他方、こうした仕組みは、市場からは必ずしも高く評価されているわけではないようである。その理由としては、外部株主が地域金庫に対してガバナンスを利かせることができず、また、その収益の一部しか外部株主に還元されないことが挙げられる。

日本の農業系統組織は、フランスのそれとは歴史や仕組みが異なるものの、政府が打ち出している農協改革の方向性は、クレディ・アグリコルが標榜してきたものと近似しているとも見ることが出来る。その中で、クレディ・アグリコルの試行錯誤は、日本においても参考になるところがあろう。

<sup>24</sup> クレディ・アグリコル S.A.に地域金庫が持つ当座預金において、価値下落時にクレディ・アグリコル S.A.が引出し、価値が回復した後に払い戻す仕組みになっている。

<sup>25</sup> なお、2014年1月以降、クレディ・アグリコル・アシュアランスに対するクレディ・アグリコル S.A.の持分も、スイッチ・メカニズムの対象に含まれている。

<sup>26</sup> “Leverage crackdown puts spotlight on Credit Agricole, Deutsche” *Reuters*, August 21, 2013