

金融危機に直面した米国企業の流動性管理

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. 米国では、短期資金を市場から調達する仕組みが整っているため、企業は CP や売掛債権の証券化を積極的に活用し、市場から低コストで資金を調達してきた。
2. 米国大企業は近年、手元流動性を減少させる一方で、CP による短期資金調達の比率を高めてきた。また、企業間信用の証券化も拡大しており、市場環境が企業の資金調達に与える影響が大きくなっていった。
3. 米国発の金融危機は、リーマン・ショック後に急速に深刻化し、CP 市場の混乱や、ABS、ABCP 市場の急縮小を通じて企業の短期の資金繰りに大きな影響を与え、同時にクレジット・ファシリティの利用を急増させた。
4. 短期資金調達の困難に直面し、資金繰り倒産に追い込まれる米国の大企業もある中、クレジット・ファシリティを一時避難として活用したり、十分な信用補完に裏付けられた CP の発行を継続したり、CP への依存を減らして流動性を確保するという方針転換を行ったりすることで、対応している企業もある。
5. 足元では、資金が流入している MMF 及び債券ファンドの投資意欲の高まりにより、CP 市場や ABS 市場において、資金調達の環境が改善し始めている。しかし、FRB はクレジット市場の本格的な回復にはもう少し時間がかかると考え、4 月末が期限の流動性支援プログラムを 10 月末まで延長すると発表しており、引き続きその行方が注目される。

I はじめに

米国企業は短期資金調達において、コマーシャルペーパー（以下、CP）や売掛債権の証券化といった資本市場からの資金調達手法を積極的に活用してきた。各調達手段は、調達コストや調達の容易さ・安定性が異なるため、企業は事業環境や財務状況に応じて使い分け、必要な時期に最適なコストで資金需要に対応してきた。2007 年後半以降の米国のサブプライム・ローン問題を発端とする金融危機は、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ破綻以降、金融市場の資金供給機能が低下する信用収縮に発展している。米国金融機関は不良資産の増加により貸出余力が低下しており、企業の資金繰りに深刻な影響が出てい

る。しかし、引き続き資本市場から資金調達している企業や、シンジケート・ローン的一种であるクレジット・ファシリティの活用など、調達手段を変更することで対応している企業も存在し、興味深い。

本稿では、米国企業の短期資金調達手段を概観し、9月以降の信用収縮深刻化の企業の資金繰りへの影響と、企業の対応例について考察する。

Ⅱ 米国企業の短期資金調達手段とその比較

米国企業は短期の資金調達手段として銀行借入に加え、CP や売掛債権の証券化といった手法を活発に利用してきた。ここでは、短期資金調達手段について簡単に説明し、それを活用できる米国企業の優位性について述べる。

まず、CP については、銀行借入よりも金利が低いため、米国では格付の高い大企業を中心に、短期資金の調達に積極的に活用されている。平均満期期間が 30 日以下であることから¹、日常的に増減する資金需要への対応に用いられているといえる。利用に際しては事前に発行額の上限等を定めた CP プログラムが設定されるため、その範囲内において CP を日々発行でき、調達に機動性と柔軟性がある。CP は他の資金調達手段と比較して返済までの期間が短く、返済時には新たに CP を発行する企業が多い。そのため、CP は償還時までには借り換えが実施できることが重要となる。

CP の借り換えができない事態に備えて、一般的に信用補完としてクレジット・ファシリティが用いられる。これは、予め金融機関と契約した条件により、契約期間内に上限額まで自由に資金を借り入れることができる融資枠のことで、シンジケート・ローン的一种である。短期資金を調達する際に、返済時の市場の流動性枯渇といった事態に備え、弁済を担保する目的で用意される。必要なときに任意の額を調達できるため、機動性と柔軟性が極めて高いが、設定された枠に対しては実際に借り入れていない部分についても手数料を支払う必要があり、実質調達コストの高さというトレードオフがある。

一方、信用リスクの高い企業は、CP を発行することが難しく、銀行借入も調達コストが高くなる。しかし、その企業が信用リスクの低い債権を保有している場合、それを証券化することで、借り入れに比して相対的に低いコストで資金を調達できる。また、格付の高い発行体にとっても、債権を流動化することができる証券化は有用である。住宅債権、教育ローン債権、クレジットカード債権、オートローン債権などを裏付として資産担保コマーシャルペーパー（以下、ABCP）や資産担保証券（以下、ABS）が発行されるが、前者は満期が 270 日以下と短く、後者は満期が数年に及ぶものもある。

実際の調達手段の組み合わせについて、米国の大企業における短期の資金調達状況を、総資産 10 億ドル以上の製造業から見ると、CP が短期負債の中心であることが分かる（図表 1）。2008 年末時点で短期負債 1,366 億ドルの内、CP が 704 億ドルと 51.5%を占め、

¹ <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/about.htm> 参照。

図表 1 製造業（総資産 10 億ドル以上）の流動負債及び流動資産の構造

(億ドル、%)

	2004	2005	2006	2007	2008Q2	2008Q4
短期負債	910	746	1,015	1,353	1,427	1,366
CP	508 (55.8)	350 (46.9)	445 (43.8)	576 (42.6)	710 (49.8)	704 (51.5)
銀行借入	155 (17.0)	138 (18.5)	262 (25.8)	296 (21.9)	352 (24.7)	284 (20.8)
その他借入	247 (27.1)	258 (34.6)	308 (30.3)	481 (35.6)	365 (25.6)	378 (27.7)
満期1年未満の長期負債	720	752	757	899	855	890
買掛金	2,785	3,156	3,369	3,733	4,175	3,355
その他(前受金、未払税金等)	6,143	6,789	6,771	6,787	7,379	7,327
流動負債	10,558	11,443	11,912	12,772	13,836	12,938
現金及び有価証券	2,769 (23.1)	4,070 (28.5)	3,743 (25.7)	3,296 (21.9)	3,073 (19.1)	3,036 (20.5)
手元流動性比率(月)	(0.9)	(1.2)	(1.1)	(1.1)	(0.9)	(1.2)
売掛債権	3,728 (31.1)	4,098 (28.7)	4,378 (30.1)	4,786 (31.9)	5,362 (33.3)	4,411 (29.8)
在庫	3,217 (26.8)	3,595 (25.2)	3,880 (26.7)	4,136 (27.5)	4,489 (27.9)	4,294 (29.0)
その他(前払金等)	2,277 (19.0)	2,497 (17.5)	2,555 (17.6)	2,803 (18.7)	3,158 (19.6)	3,053 (20.6)
流動資産	11,991	14,260	14,556	15,021	16,082	14,794

- (注) 1. 年末値。2008Q2 は 6 月末時点。
 2. 括弧内の比率は、それぞれ短期負債、流動資産に占める割合。
 3. 手元流動性比率は、現金及び有価証券の月平均売上高に対する比率。
 (出所) Census 局資料より、野村資本市場研究所作成

銀行借入（284 億ドル、20.8%）の 2.5 倍に達している。

また、過去数年の動向からは、保有する現金及び有価証券の金額・シェアが減少する一方で、2005 年以降は CP による資金調達金額が増えており、手元流動性を減少分の一部を CP による資金調達を増加させて補ってきたといえる。具体的なデータとしては、2005 年以降、流動資産における現金及び有価証券の割合が、28.5%から 20.5%まで低下し、手元流動性の割合が低下する一方で、売掛債権と在庫がそれぞれ 28.7%から 29.8%、25.2%から 29.0%へと増加している。手元流動性比率で見ても、2005 年以降低下傾向にあり、2007 年以降は 2008 年 9 月までの間、1 ヶ月を下回る水準となっていた。調達サイドでは、2005 年から 2008 年末にかけて、CP 発行額が 350 億ドルから 704 億ドルまで倍増しており、資金調達における CP への依存が高まっている。この背景には、信用リスクの低い時期が続いていたので、財務を効率化するために手元流動性を減らして CP への依存を高め、レバレッジを上げて、短期格付が低下しにくかったことがあると考えられる。

短期資金調達の中心である米国非金融法人の CP（以下、企業 CP）市場の特徴は、まず規模が大きいことである。企業 CP 発行残高は、2003 年末の 825 億ドルから 2007 年 6 月末の 1,543 億ドルまで増加してきた²。リーマン・ブラザーズ破綻後の 2008 年末時点でも、

² FRB, "Flow of Funds Accounts"

発行残高は 1,316 億ドルである。

さらに、ABS 発行体が証券化のために保有している企業間信用は、1999 年から 2007 年までの過去 8 年間、残高が 672 億ドルから 1,114 億ドルへと増加している（図表 2）。企業間信用の証券化の拡大が窺え、証券化市場の状況が企業の資金調達に与える影響が大きくなってきたといえる。ABS 発行体の保有する企業間信用は、2008 年末時点で 904 億ドルとなっており、償還までの期間が短いことからほぼ全額が ABCP の裏付に用いられると考えられる。そのため、企業間信用を裏付とする ABCP は、同時点で推定約 1,000 億ドルあると考えられる。ただし、2008 年に入ると保有額が急減し、第 2 四半期には 528 億ドル、リーマン・ショックから年末にかけてさらに 165 億ドルが減少している。

この結果、企業 CP と企業間信用を裏付とする ABCP は合わせて約 2,200 億ドルと推定されるので、わが国企業の CP 市場約 9 兆円の約 2.5 倍である³。また、米国の CP は MMF と外国人投資家に多く保有されており、2008 年末時点の保有シェアがそれぞれ 38.5%、14.6%となっている⁴。わが国のように発行された CP の 36.1%を銀行等が引き受けるのとは異なり、投資家が多様化している。

以上より、米国の短期資金調達の強みを企業側から見ると、まず、CP の市場規模が大きく、引き受ける投資家も多いため、調達コスト等の状況に応じて銀行借入と併用しやすい。次に、特定の投資家に資金提供を依存していないため、一部の投資家に問題が生じても、資金調達に大きな影響は生じにくく、また、生じたとしても一時的である可能性が高い。さらに、多様な投資家が市場に存在することは、様々な投資のニーズがあることになり、企業が様々な期間や金額で資金調達できることを意味する。

図表 2 ABS 発行体による企業間信用の保有



(出所) FRB, "Flow of Funds Accounts" より、野村資本市場研究所作成

³ 日本銀行『資金循環統計』

⁴ 注 2 資料より算出。

III 金融危機の短期資金調達への影響

サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機は、証券化市場やレバレッジの高い投資銀行業務に限定された影響が主に懸念されていたが、2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻前後から、クレジット市場全体、あるいは金融システム全体に動揺が見られるようになった。

1. 金融危機の進行

当初サブプライム・ローン問題は、主に証券化商品を取り扱う金融機関や資産運用会社の問題と考えられていた。しかし、証券化商品に投資する SIV (Structured Investment Vehicle) の発行する ABCP の価格下落や、金融機関の簿外の特別目的事業体における損失拡大、信用リスクの高まった金融保証保険会社の保証する債券の格下げなどが、投資家のリスク回避傾向を強め、企業の資金調達にも影響を及ぼし始めた⁵。

リーマン・ブラザーズは、2008年9月15日に連邦倒産法第11章の適用を申請したが、9月12日の時点で S&P 社から長期格付として A 格を付与され、短期格付については最上位クラスの格付である A-1 格を得ていたため、破綻の衝撃は大きかった。リーマン・ブラザーズの CP を保有していた MMF の混乱、同社とデリバティブ取引を行っていた金融機関の間での萎縮効果などから、信用収縮が急速に深刻化した⁶。そのため、リーマン・ショック後はインターバンクや CP 市場の流動性が枯渇し、金融機関のみならず企業も調達コストの上昇や調達の不確実性の高まりに直面した。また、リーマン・ブラザーズが破綻した 2008年9月から 2009年1月末の間に、1,000 を超える米国企業が格下げとなっている。S&P 社の格上げと格下げの比率を見ると、2008年9月以降に格上げの比率が急激に低下し、2009年第1四半期では格上げが格下げの 8%まで減少している (図表 3)。格付の低下した企業では資金調達が一層困難になっていると思われる。

2. 企業の短期資金調達への影響

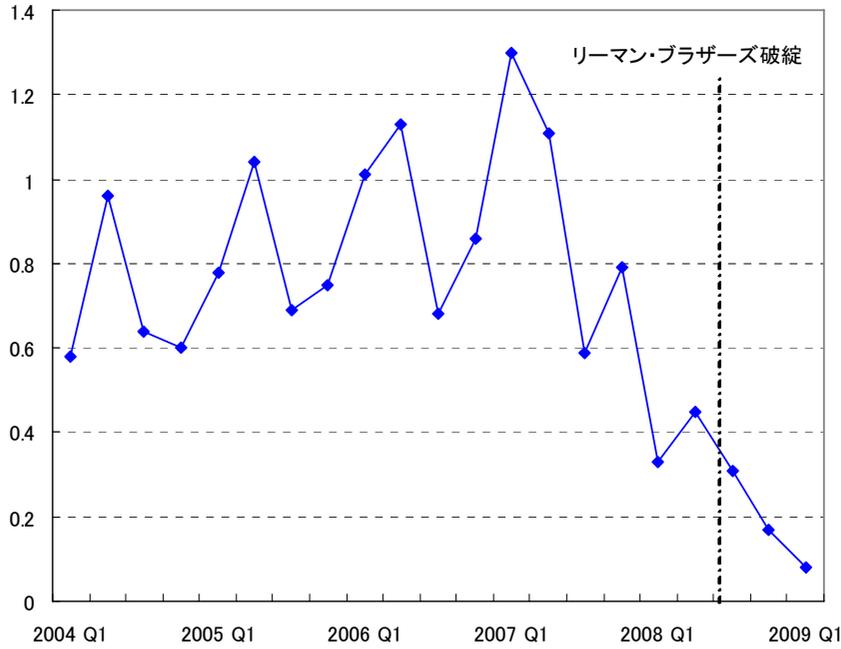
1) 商工業向け貸出余力の低下

銀行等の金融機関では、保有資産の評価損に加え、延滞率や貸倒償却率の上昇により貸出余力が低下している (図表 4)。米国商業銀行の商工融資 (Commercial and industrial loans) における延滞率は、0.5%程度の水準から 2007 年以降上昇して 2008

⁵ SIV の ABCP について、詳しくは関雄太「サブプライム問題から ABCP 問題へ」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。簿外の特別目的事業体について、詳しくは関雄太「シティグループの格下げと『スーパーシニア問題』」『資本市場クォーターリー』2008 年冬号参照。金融保証保険会社と ABS について、詳しくは三宅裕樹「サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

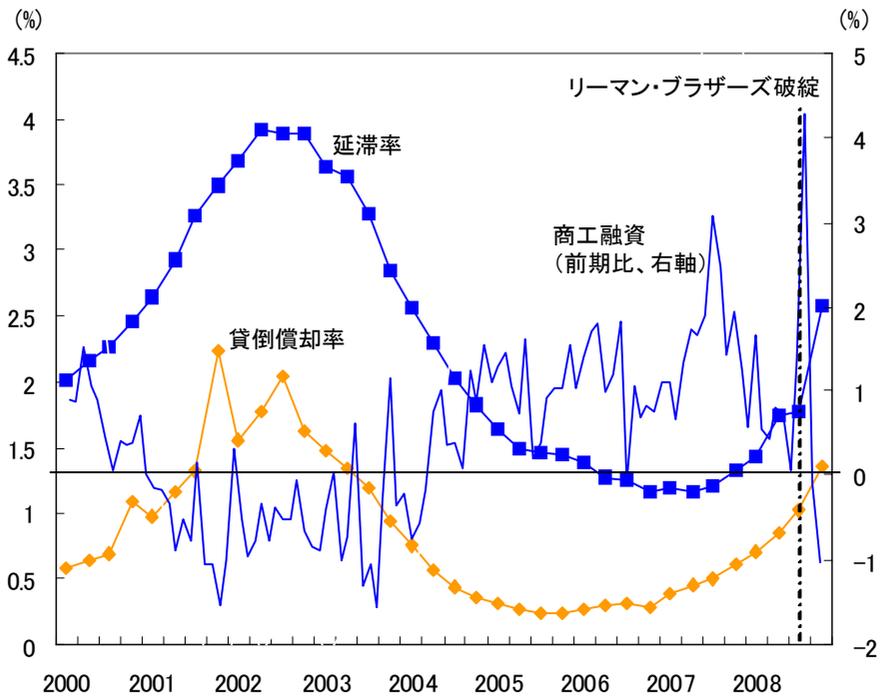
⁶ 米国 MMF の元本割れについて、詳しくは三宅裕樹「米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号参照。

図表3 格上げ／格下げ比率 (S&P社)



(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表4 延滞率・貸倒償却率と商工融資額伸び率の推移 (季節調整値)



(注) 1. 延滞率は、30日以上の延滞の比率(金額ベース)。
 2. 延滞率と貸倒償却率は四半期ごとで、2008年末まで。
 商工融資の前期比伸び率は月ごとで、2008年末まで。

(出所) FRB資料より、野村資本市場研究所作成

年末には 2.58%に急上昇している。しかし、1980 年代後半から 1990 年代初頭にかけての 5%を超える水準や、IT バブル崩壊の影響を受けた 2002 年頃の 4%近い水準に比べると、まだ高くないといえる。一方、貸倒償却率は 2008 年 9 月末には 1%を超え、年末には 1.35%と、1980 年代後半や IT バブル崩壊直後の 2001 年に記録した 1~2% の水準に達しており、金融機関の負担になっていると考えられる。

商工融資の残高は 2004 年後半から増えており、金融危機下でも 2007 年末の 1 兆 4,308 億ドルから 2008 年 8 月末の 1 兆 5,165 億ドルまで、前月比平均 0.7%のペースで緩やかに増加していた。リーマン・ショック後は一時的に貸付が伸び、10 月末の商工融資残高は、前月比 4.3% (653 億ドル) 増の 1 兆 6,023 億ドルに達した。これは、主として CP の発行の不調を背景に、資金繰りに不安を抱いた企業がクレジット・ファシリティの利用を急増させたためと考えられる。CP の満期の平均は前述の通り約 30 日のため、CP 市場の混乱が始まって 30 日ほどで、多くの企業は借り換えを迫られると思われる。後述するように大手企業の中には 1 社で 10 億ドルを超える金額を引き出すケースもあり、複数の企業が一斉に引き出しに動いたと思われる。しかし、11 月及び 12 月はそれぞれ 0.13%、1.04%の減少で、2008 年末の融資残高は 1 兆 5,836 億ドルに留まっている。以上、信用収縮が深刻化する中、商業銀行による融資の伸びは見られなくなっている。

2) 企業 CP 市場の混乱

企業 CP 市場は、その格付により状況が異なっている。最上位の格付（短期格付 A-1/P-1/F1 あるいはそれ以上）を付与された CP では、発行額は 1 日当たり約 15 億ドルで推移しており、リーマン・ショック前後でも大きな変化はない。しかし、スプレッドは一時的に 30 日物で 229 ベーシス・ポイント（以下、bp）まで上昇した。10 月下旬以降は米連邦準備理事会（以下、FRB）による CP 買入プログラム⁷（CPFF、Commercial Paper Funding Facility）の影響もあってスプレッドは低下しており、金融法人の発行する CP や、ABCP に比べると混乱は大きくなかったといえる（図表 5）。

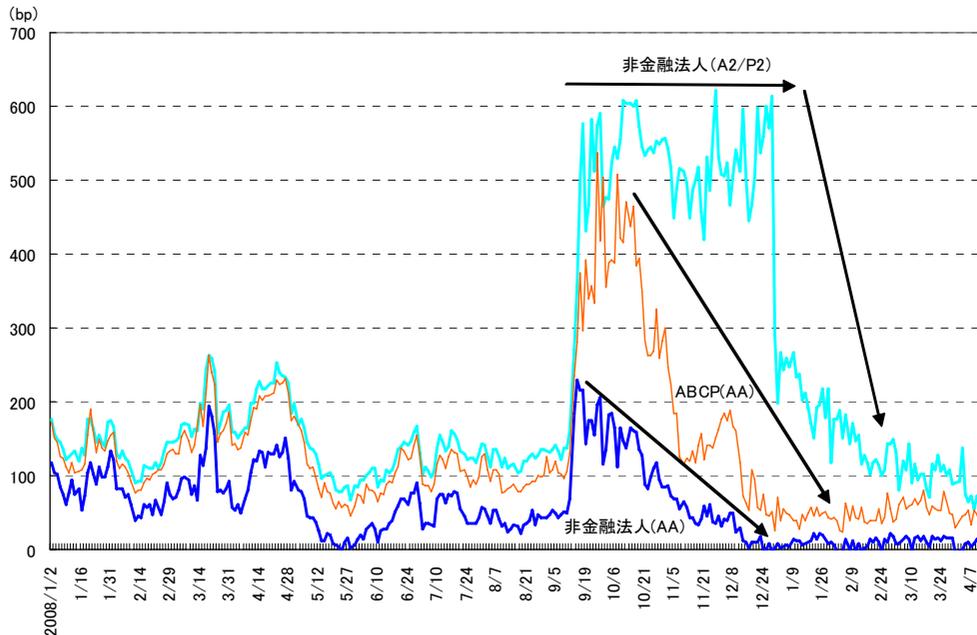
だが、個別事例を見ると、最上位の格付を持つ CP でも発行が困難になるケースがあった。例えば、CP 発行残高が 2008 年 6 月末時点で 85 億ドルと通信業界で最大の AT&T は、短期格付が A-1 と高く、94 億ドルのクレジット・ファシリティが設定されていたため、信用リスクは低いと見られていた。しかし、リーマン・ショック直後、一時的にオーバーナイト物の CP しか発行できないという事態に陥った。同社は高いコストに直面しながらも CP の発行を継続していたが、11 月には 5 年満期の社債を発行して 15 億ドル調達し、その一部を CP の償還原資に充てたという⁸。AA クラスの CP 発行企業であっても調達条件が極めて厳しくなる程、CP 市場の混乱は大きかった。

⁷ ニューヨーク連銀の設置した SPV (Special Purpose Vehicle) が、A-1/P-1/F1 あるいはそれ以上の格付を持つ CP 及び ABCP を、発行体からプライマリー・ディーラー経由で購入する支援策。2008 年 10 月 27 日から、満期が 3 ヶ月の CP を買い入れている。

⁸ “AT&T RAISES \$1.5 BILLION IN BOND SALE”, *TR Daily*, 11/13/2008 参照。

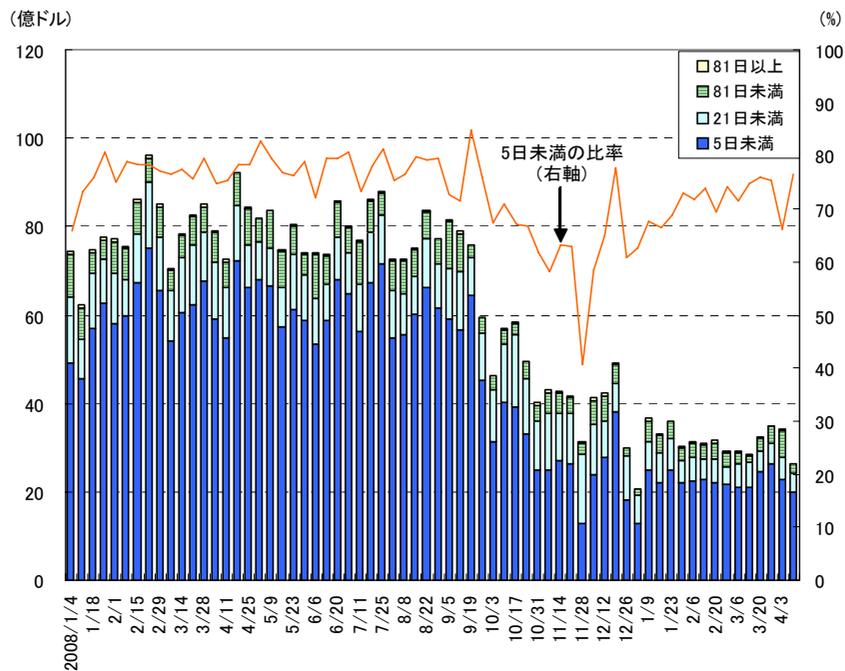
一方、第2位の格付（短期格付 A-2/P-2/F2）では、リーマン・ショック後に満期5日未満を中心に発行額が減少し、9月上旬には全体で1日当たり約80億ドルであった発行額が、11月には約40億ドルまで低下している（図表6）。30日物のスプレッドは、リーマン・ショック前後で161bpから357bpへ上昇した後、一層拡大して12

図表5 CP30日物スプレッド（日次）



（出所）FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

図表6 非金融法人（A2/P2）のCP発行状況（週次）



（注） グラフは、週次で計算した1日当たりの平均発行額を表している。

（出所）FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

月 30 日時点で 614bp と高止まっていた。12 月 31 日以降にスプレッドが約 200bp まで急速に低下したことについては、相対的に高いリターンを求める一部の投資家による投資の可能性が指摘されている⁹。

短期格付が A-2/P-2 の会社では、例えば新聞最大手のガネットのように、リーマン・ショック後に発行コストが大幅に上昇する中、オーバーナイト物の CP しか発行できなくなったことを理由に CP による調達を中止し、クレジット・ファシリティからの調達に置き換えている例もある。

3) ABS、ABCP 市場の急縮小

ABCP の発行残高は、2008 年 1～8 月に 8,381 億ドルから 7,456 億ドルまで 925 億ドル減少した。リーマン・ショックでさらに発行残高が下落し、その後は約 7,000 億ドルの水準で推移している。ここには金融機関発行の ABCP が含まれており、金融機関による発行減少が影響していると思われる。米国の ABS 発行体の保有する企業間信用合計額が、2008 年 1～9 月において 1,114 億ドルから 946 億ドルへと 168 億ドル減少しており¹⁰、これを裏付とする ABCP の発行も減少し、ABCP 全体の残高減少に影響していると思われる。スプレッドを 30 日物で見ると、最上位格付でもリーマン・ショック後に一時 538bp まで上昇するが、CPFF の開始により 10 月下旬以降縮小し、12 月には 100bp 未満と 9 月前の水準まで低下している。

ABS 市場混乱の影響を最も受けたのは、自動車業界である。オートローン債権を裏付とする ABS の発行残高は、2006 年末の 2,024 億ドルから 2007 年末の 1,985 億ドルまで緩やかに減少した後、2008 年 9 月末にかけて 1,531 億ドルへと大きく減少している。そのため、自動車産業ではオートローン提供会社において債権の売却・証券化による資金回収が難しくなり、以前と比べて新規のオートローン組成が抑制され、収益に悪影響を及ぼしている。

北米最大のオートローン提供会社の GMAC では、2008 年第 1～第 3 四半期における売掛債権及びローン債権の売却収入が 13 億ドルと、前年同期間の 657 億ドルから大幅に減少している。GMAC は資金回収が進まない状況では新規のオートローン及びリースを抑制するとしており¹¹、その与信額は 2007 年同期間の 408 億ドルから 2008 年同期間の 366 億ドルへと減少している。そのため、GMAC の自動車関連部門は、2007 年同期間の純利益 13.5 億ドルから 2008 年同期間の純損失 7.5 億ドルへ下落した。

ただし、GMAC 全体の 2008 年同期間における純損失 55.9 億ドルは、不動産ローンの組成、証券化とその販売を行う子会社 (ResCap) が計上した純損失 46.3 億ドルによるところが大きい。GMAC は元々オートローン提供会社であるが、近年は不動産ローン事業の拡大が同社の成長を支えてきた。10 年前の 1999 年時点には、不動産部門の純利益は全体の 17%に過ぎなかったが、2006 年には 45%に達していた。しかし、

⁹ Krishna Guha, "Easing suggests intervention is working", *The Financial Times*, 1/12/2009 参照。

¹⁰ 注 2 資料参照。

¹¹ GMAC Earnings Conference Call, 2008Q3

不動産市況の悪化によるローン組成額の減少やデフォルトの増加により、同社の経営状況の悪化は進行し、さらに金融危機によるオートローンの証券化が難しくなったことで、資金繰りは急速に厳しくなった。

GMACは、CPFFに応募し、10月27日から11月4日にかけて50億ドルのABCPを売却した。また、12月29日、財務省から50億ドルの公的資金の注入を受けた¹²。しかし、ABS市場の目詰まりによる与信の縮小は継続しており、GMACのキャッシュ・フロー改善のためには、例えば2009年3月よりFRBが実施しているTALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) の活用といったことが必要と思われる¹³。

4) クレジット・ファシリティの利用急増

リーマン・ショック後、CPやABCP、ABSの市場が収縮し調達コストが上昇する中、契約に基づき任意に借入が行えるクレジット・ファシリティの活用が急増している¹⁴。例えば、9月のリーマン・ショック以降10月末までを見ても、クレジット・ファシリティから資金を引き出した企業は公表されただけで19社に上る(図表7)。

図表7 クレジット・ファシリティ利用企業の例

引出日	会社名	格付	引出額 (百万ドル)	クレジット・ライン (百万ドル)	満期 (年)	スプレッド (未引出時/引出時)
09/19	マイケルズ・ストアーズ	B	120	1,000	2011	25/ L+150
09/22	GM	B-/Caa3	3,400	4,100	2011	30/ L+205
09/26	グッドイヤー	BB+/ Baa3	600	1,500	2013	37.5/ L+125
09/26	AMR	B-	255	225	2013	50/ L+425
09/30	デューク・エナジー	A-/ Baa2	1,000	3,200	2012	9/ L+40
10月	シックス・フラッグス	B/B2	244	275	2013	50/ L+250
10月	サックス	B+/B2	80.6	500	2011	25/L+100
10月	モンスター・ワールドワイド		247	250	2012	8/L+30
10/01	ゲーム・ストップ	BB+/Ba1	150	400	2012	25/ L+100
10/02	ダナコープ	BB+/Ba3	200	650	2013	37.5/ L+200
10/09	CMSエナジー	BB+/ Baa3	420	550	2012	20/ L+100
10/10	アメリカン・エレクトリック ・パワー	BBB/ Baa2	2,000	3,000	2012	9/ L+45
10/15	リアー	BB/B1	400	1,000	2012	50/ L+200
10/16	サウスウエスト航空	BBB+/ Baa1	400	1,200	2010	15/ L+75
10/16	チェサピーク・エナジー	BB/Ba2	460	3,000	2012	20/ L+100
10/16	イーベイ		1,000	1,840	2012	4/ L+24
10/20	トリビューン	B/Caa1	250	750	2013	75/ L+300
10/23	フリースケール	BB/B-	460	750	2012	50/ L+200
10/24	イデア	BBB-/ Ba3	249	250	2011	37.5/ L+150

(注) 1.企業がクレジット・ファシリティの利用を公表した事例を掲載。

2.LはLiborの略。シックス・フラッグス、サックス、モンスター・ワールドワイドは日付不明。

(出所) Victoria Ivashina and David S. Scharfstein, "Bank Lending During the Financial Crisis of 2008", Harvard Business School, working paper (2008)より、野村資本市場研究所作成

¹² 米国財務省がGMACから優先株を購入する形で資本を注入した。この他に、GMに対して、GMACへの増資のための資金として10億ドルを追加注入した。

¹³ 証券化市場の正常化を促すため、オートローン債権やクレジットカードローン債権などに裏付けられたABSを保有する投資家に対して、ノンリコース・ローンを提供する支援策。TALFについて詳しくは、吉川浩史「米国証券化市場の正常化の道のりを支えるTALFの概要」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

¹⁴ David Enrich and Jeffrey McCracken, "For Fast Cash, Firms Tap Revolving Loans", *The Wall Street Journal*, 10/16/2008参照。

その後も引き出しは続いており、資金繰りの逼迫に対応する企業がある一方で、銀行等のバランスシートに負担をかけており、新規の融資に影響している可能性がある。

5) 資金繰りの悪化による大手企業の破綻

このように、金融危機が短期の資金調達に影響を与えているため、経営破綻に至る企業も過去数年に比べると増えている。米国において 2008 年に破綻した上場企業は 136 社と、件数では過去 10 年間で 6 番目に多い程度¹⁵であるが、大手新聞社のトリビューンや、家電量販店第 2 位のサーキット・シティ、大手玩具専門店の KB トイズなど、経営不振の大手企業の破綻が散見される。

近年、サーキット・シティは、家電販売において業界首位のベスト・バイに加え、小売最大手のウォルマート・ストアーズや同大手のコストコ・ホールセール、ネット小売大手のアマゾン・ドット・コムとの厳しい競争を強いられ¹⁶、売上高成長率が競合他社の二桁台に対して 2007 年 2 月期まで一桁台と伸び悩んでいた。2008 年 2 月期は前年度比で 5.5%の減収による 3.7 億ドルの営業損失となり、2009 年 2 月期は 8 月までで既に原価と店舗運営費が売上高を上回る状態で 3.9 億ドルの営業損失を計上した。厳しい事業環境で業績が悪化する中、同社は資金繰りを手元流動性と短期借入、当座貸越の利用により賄っていた。経営状態の厳しい同社は借り入れの際に、クレジット・ファシリティによる信用補完を求められ、さらに保有する在庫とクレジットカード債権をクレジット・ファシリティの担保とする必要があった。調達された資金は営業キャッシュ・フローの赤字の補填を中心に用いられていたが、信用収縮により資金調達が難しくなる中、取引先からは買掛債権の短期化や現金取引、前払いへの変更を求められ¹⁷、資金繰りが一層困難となった。同社は 2008 年 11 月に連邦倒産法第 11 章の適用を申請したが、再建計画について債権者と合意に至らず、2009 年 1 月に清算を決定した。

IV 金融危機下の企業の緊急対応例

多くの企業が短期の資金調達において困難に直面する一方で、調達手段の変更や方針の転換により、対応している企業も存在する。以下では、金融危機下での企業の緊急対応例として、混乱の中でも CP の発行を継続した大手電力会社のデューク・エナジー、緊急時に備えて厚めのクレジット・ファシリティを設定していたマリオット・インターナショナル（以下、マリオット）、流動性管理の方針を迅速に切り換えたゼネラル・エレクトリック（以下、GE）の事例について考察する。

¹⁵ Ben Steverman, “Bracing for More Bankruptcies”, *BusinessWeek*, 1/19/2009 参照。

¹⁶ Stephanie Rosenbloom, “Circuit City Seeks Bankruptcy Protection”, *The New York Times*, 11/11/2008 参照。

¹⁷ 同社開示資料及び Andria Cheng and Steve Gelsi, “Circuit City files for Chapter 11 bankruptcy”, *MarketWatch*, 11/10/2008 参照。

1. CPによる資金調達継続～デューク・エナジーの事例

米国において政府部門、金融部門に次いで資金調達額の大きい公益部門は、信用収縮への対応が特に重要である¹⁸。デューク・エナジーを例にとると、同社は米国及び中南米で電力事業を展開し、米国内だけで400万に上る顧客を抱えている。電力需要の影響を除くと売上高は他の産業よりも安定しているが、2008年第1～第3四半期の売上高101億ドルの内、電力用燃料費が33億ドルと売上高の33%に相当し、燃料価格と電力需要により資金需要が大きく変動する構造となっている。

資金調達構造からは、総負債の40.6%に相当する長期負債が主に用いられており、CPは比率としては高くないが短期資金需要への対応に活用されていると考えられる(図表8)。2008年9月末時点のCP発行残高は11億ドルと総資産の2.1%に過ぎないが、クレジット・ファシリティにより信用補完がされており、現金及び現金同等物と合わせたカバレッジは328%に達する(図表9)。過去のカバレッジの推移を見ても、2003、2004年は500%を超え、2005年以降も300%超を維持しており、十分に流動性を補完した上でCPを利用している。

リーマン・ショック後の信用収縮は、事業が安定している公益企業にも影響が及んでおり、各社は社債や借入の更新において、自社の不動産を担保としたり高いコストを受け入れたらざるを得ない状況となっている¹⁹。デューク・エナジーも短期格付がA2/P2クラスのため、リーマン・ショックによりCPによる調達コストが大きく上昇した。9月末時点の同社のCPによる平均調達コストは5.32%、平均残存期間は5.1日²⁰であった。また、長期負債の更新も難しくなる中で、同社は1年以内に満期を迎える長期負債を13億ドル抱えていた。そこで、同社は9月30日、16億ドルの未利用枠を持つクレジット・ファシ

図表8 デューク・エナジーの貸借対照表

		(億ドル、%)			
	金額	構成比		金額	構成比
現金及び現金同等物	19	3.6	買掛金	17	5.4
売掛債権	17	3.1	CP等短期負債	9	2.9
在庫	11	2.1	満期1年未満の長期負債	13	4.2
その他流動資産	10	1.9	その他流動負債	12	3.8
流動資産合計	59	11.1	流動負債合計	51	16.3
原子力施設解体積立金	17	3.2	長期負債	127	40.6
無形資産	54	10.2	未払税金	52	16.6
受取手形	1	0.3	退職積立金	25	8.0
不動産	332	63.0	その他固定負債	58	18.5
その他固定資産	65	12.3	総負債	313	100
総資産	528	100.0	純資産	215	
			負債及び純資産	528	

(注) 1.2008年第3四半期。

2.CPは、一部長期負債に含まれている。

(出所) 同社開示資料より、野村資本市場研究所作成

¹⁸ Rebecca Smith, "Corporate News: Utilities' Plans Hit by Credit Markets", *The Wall Street Journal*, 10/1/2008 参照。

¹⁹ 注18参照資料。

²⁰ 2007年末時点の平均残存期間は17日であった。

図表9 デューク・エナジーの財務状況

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008Q3
売上高(億ドル)	179	159	221	205	163	106	127	101
営業利益(億ドル)	36	30	25	32	30	14	25	20
総資産(億ドル)	485	601	572	558	547	687	497	528
現金及び現金同等物(億ドル)	3	9	4	5	5	9	7	19
キャッシュ・ポジション	0.6%	1.5%	0.7%	1.0%	0.9%	1.4%	1.4%	3.6%
手元流動性比率(月)	0.19	0.66	0.22	0.31	0.38	1.07	0.64	2.23
DELレシオ(倍)	1.1	1.6	1.6	1.1	1.0	0.8	0.6	0.7
CP残高(億ドル)	NA	NA	2	2	3	0	10	11
クレジット・ファシリティ設定枠(億ドル)	NA	NA	8	7	7	4	27	32
クレジット・ファシリティ使用可能枠(億ドル)	NA	NA	8	7	7	3	26	17
カバレッジ(%)	NA	NA	503%	543%	387%	-	320%	328%

(注) 2008年は第3四半期までの値。

(出所) 同社開示資料より、野村資本市場研究所作成

リティから10億ドルを5%の金利で引き出して、CPや長期負債の一部返済に充当した。しかし、CP市場からの調達も継続しており、発行条件が緩やかに回復した10月末時点において、同社のCP平均残存期間は10日に伸びた。

クレジット・ファシリティよりもコストの高いCPの利用を継続した理由としては、オーバーナイト物のCPしか発行できないという事態にならなかったことや、発行体として市場に留まることで市場回復後の速やかな発行の拡大を意図しているといったことが考えられる。事業の安定性や十分な信用補完のため、同社はCP市場が混乱する中でも、A2/P2クラスでありながらCP市場に留まることが可能であったといえる。キャッシュ・フローの安定した企業には短期資金の調達にCPが適しているが、十分に流動性を補完した上で活用することで、一時的な混乱時でもCP市場に踏みとどまることができたケースと見ることができる。

2. 緊急時に備えた厚めのクレジット・ファシリティの設定～マリオットの事例

マリオットは、米国を含む68カ国で約3,100のホテル等を運営又はフランチャイズしており、マリオット、コートヤード、ザ・リッツ・カールトンなどのブランドを保有する。ホテル等の不動産はほとんど持たず、主な所有者であるREITと施設運営の長期契約を結んでいるため、同社の主な収益源は運営報酬とフランチャイズ料である。だが同時に、マリオット関連のブランドを冠したホテル等を建設し、所有権をタイムシェアなどの形で販売して資金を回収するという、不動産デベロッパーとしての側面も持っている。

同社は、好況期の拡大戦略推進による営業キャッシュ・フローの増加を背景に、2005年から2007年にかけてさらなる開発事業に取り組むとともに、資本効率を高めるために手元流動性などを用いて積極的に自社株買いを行った(図表10)。その積極的な事業・財務戦略の結果、デット・エクイティ・レシオが急激に高まり、2007年末にはその値が2倍を超えた。ちょうどその時、サブプライム・ローン問題が発生し、その後の消費の冷え

図表 10 マリオットの財務状況

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008Q3
売上高(億ドル)	77.9	84.2	90.1	101.0	115.5	120.0	129.9	91.0
営業利益(億ドル)	5.5	3.2	3.8	4.8	5.6	10.9	11.9	7.1
営業CF(億ドル)	4.0	5.2	4.0	8.9	8.4	9.7	7.8	5.6
設備投資	5.6	2.9	2.1	1.8	7.8	5.3	6.7	2.2
自社株買い	2.4	2.5	3.7	6.6	16.4	15.5	17.6	4.3
総資産(億ドル)	91.1	83.0	81.8	86.7	85.3	85.9	89.4	91.0
現金及び現金同等物(億ドル)	8.1	2.0	2.3	7.7	2.0	1.9	3.3	1.2
キャッシュ・ポジション	8.9%	2.4%	2.8%	8.9%	2.4%	2.2%	3.7%	1.3%
手元流動性比率(月)	1.25	0.28	0.30	0.91	0.21	0.19	0.31	0.12
DEレシオ(倍)	0.79	0.50	0.38	0.32	0.53	0.70	2.07	2.11
CP残高(億ドル)	0.0	1.0	0.0	0.0	5.0	3.2	5.9	8.1
クレジット・ファシリティ設定枠(億ドル)	NA	NA	NA	20.0	20.0	20.0	25.0	25.0
クレジット・ファシリティ使用可能枠(億ドル)	NA	NA	NA	20.0	20.0	17.7	21.5	16.8
カバレッジ(%)	NA	NA	NA	-	441%	623%	424%	221%

(注) 1.2008年は第3四半期までの値。

2.カバレッジは、現金・現金同等物とクレジット・ファシリティの、CP発行残高に対する比率。

(出所) 開示資料より、野村資本市場研究所作成

込みと信用収縮から所有権の販売事業が減速し、ホテル運営事業の手数料収入の伸びも止まった。2008年に入ると、キャッシュの創出力低下を受け、設備投資と自社株買いを抑制した。また、キャッシュ・ポジションや手元流動性比率といった流動性の指標も2008年第3四半期にはそれぞれ1.3%、0.12月まで低下した。加えて、資金調達を見ると、リーマン・ショック後、A2/P2クラスと格付けの低い同社のCPの発行条件は急速に悪化したため、2005年以降短期資金の調達手段として利用度を高めていたCPの発行を中断する事態となった。

だが、同社の資金繰りが危機に陥ることはなかった。それは、以前よりクレジット・ファシリティの上限を、余裕を持って設定してきたからである。資本市場の混乱とCP市場の機能不全を受け、同社は9月下旬に25億ドル設定していたクレジット・ファシリティから約9億ドルを引き出し、主にCPなどの負債の返済に充てた。つまり、CPや社債など資本市場からの調達を銀行からの借入に置き換えたのである。同社は、CP市場の回復を待って、クレジット・ファシリティからの借入を再びCPに置き換えていく予定であるという。

マリオットによる金融危機への対応は、資本市場が混乱した際にクレジット・ファシリティをCPのバックアップとして用いるという教科書的なものではあるが、CPの残高に比して現金とクレジット・ファシリティによるカバレッジが大きく設定されていたからこそ緊急事態を切り抜けることが出来た点は見逃せない²¹。同社は、2001年9月の米国同時多発テロ事件の直後にもクレジット・ファシリティを大胆に引き出しており、厚めの融資枠をいわば緊急対応策の一つに位置付けているのかもしれない。

²¹ ただし、クレジット・ファシリティの契約更改時に財務基盤があまりに悪化していると、貸出条件が過度に悪化したり、枠を減額されたりする恐れがあるので、依存しすぎるのは危険である。

3. 調達コスト削減から流動性確保へのシフト～GEの事例

米国最大の CP 発行体である GE は、インフラ事業や金融事業を手掛けるコングロマリットで、2008年の売上高が1,825億ドル、営業利益が191億ドルとなっている。長期格付がAAA、短期格付がA-1+という高い信用格付を背景に、短期資金調達には低コストのCPを積極的に活用してきた。こうした財務戦略の結果、近年のGEは、ある意味では金融機関にかなり類似した財務構造を持つようになり、信用収縮が起きた時の流動性管理が、潜在的なリスクになっていた可能性がある。

CEOがジャック・ウェルチ氏からジェフ・イメルト氏に交代した2001年時点で、既に金融事業のシェアは、売上高で44.1%、総資産で79.5%に達していた(図表11)。その後、その他事業の拡大により金融部門のシェアは一時低下したが、2005年以降は再びシェアが上昇傾向にあった。

GEにおけるCPは、主として金融子会社の短期資金調達に積極的に活用されており、1998年から2007年まで、800億ドルを超える発行残高を有していた。2008年9月末時点のGEキャピタルによるCP発行残高は880億ドルと、短期負債(返済まで1年未満の負債を除く)の60%、負債による調達額全体の17%を占めていた。しかし、信用補完のクレジット・ファシリティの上限は620億ドルと、CP発行残高の71%に過ぎず、総資産の7.7%を占める現金・現金同等物157億ドルを合わせても、カバレッジは88.7%であった。さらに2000年以降、現金・現金同等物で見た手元流動性は一貫して減少しており、総資産に占める割合が2000年の22.8%から2007年の7.7%に低下している。

GEは、低い資金調達コストと好調な金融事業を背景に収益性を高めてきたが、今般の金融危機によって金融事業の収益性は低下し、調達コストも上昇するという逆の状況に直面してしまった。また、低い手元流動性や、高いCPへの依存度とレバレッジが問題視され、S&Pやムーディーズが格下げの可能性を示唆するなど懸念が高まっている²²。

GEは、資金調達における優位性であった最上位格付を維持するため、流動性管理の見

図表 11 GEの財務状況

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
売上高	1,299	1,259	1,322	1,342	1,345	1,497	1,518	1,727	1,825
金融事業(%)	(48.8)	(44.1)	(42.6)	(44.9)	(36.7)	(34.0)	(37.6)	(38.4)	(36.9)
営業利益	184	197	189	199	198	221	233	266	191
金融事業(%)	(30.1)	(27.5)	(19.3)	(33.4)	(33.9)	(32.8)	(34.7)	(35.3)	(20.1)
総資産	4,370	4,950	5,752	6,475	7,505	6,733	6,967	7,953	7,978
金融事業(%)	(79.3)	(79.5)	(79.6)	(79.6)	(76.4)	(74.0)	(74.2)	(75.1)	(76.9)
現金・現金同等物	82	91	89	127	122	90	141	157	370
総資産に占める比率(%)	(22.8)	(22.2)	(21.9)	(20.6)	(9.2)	(9.2)	(8.9)	(7.7)	(4.6)
CP発行残高	947	1,177	857	875	1,100	889	1,013	1,077	720
クレジット・ファシリティ	323	333	541	572	573	572	599	798	600
カバレッジ(%)	(42.8)	(36.0)	(73.5)	(79.9)	(63.2)	(74.5)	(73.1)	(88.7)	(134.7)

(注) 1.カバレッジは、現金・現金同等物とクレジット・ファシリティの、CP発行残高に対する比率。

2.2008年のCP発行残高とクレジット・ファシリティは、GEキャピタルの値。

(出所) 同社開示資料より、野村資本市場研究所作成

²² Scott Malone, "Moody's says could cut GE's triple-A credit rating", *Reuters*, 1/27/2009 参照。

直しを決めた。具体的には第3四半期の決算発表において、従来の調達コストの低いCPに大きく依存する構造を改め、資産売却や総額150億ドルの増資を行い、CP及び長期負債の残高削減によるレバレッジの低下や、手元流動性の増加を掲げた。その結果、2008年末時点では、CP発行残高が720億ドルに減少し、さらに2009年末に500億ドルまで削減する予定となっている。クレジット・ファシリティによるカバレッジは83%に上昇しており、896億ドルに増加した手元流動性を合わせると、CP発行残高の134.7%となる。

金融事業を拡大する中で、CPへの依存とレバレッジを高めてきたGEだが、金融危機によって、調達コストの低減から流動性確保へと迅速に流動性管理の方針を転換している。

V 今後の展望

今般の金融危機は、米国資本市場を混乱に陥れ、米国企業の短期の資金調達に大きな影響を及ぼした。特に、信用リスクの高い、言い換えれば格付けの低い企業において影響はより深刻であり、CPの発行やクレジット・ファシリティによる補完もままならず資金繰り倒産に追い込まれるケースも増加している。だが一方で、米国企業の中には格付けが低いながらもクレジット・ファシリティを信用補完として有効に活用しCPの発行を継続したり、厚めのクレジット・ファシリティを背景にそれを緊急避難的に引き出して一時的にCPと置き換えたり、CPへの過度の依存を改め、流動性確保に迅速に舵を切ったりしている事例があり、これらは信用収縮に対する柔軟な対応策として注目される。さらに、足元ではわずかではあるが、米国企業の資金調達の状況が改善し始めている。

まず、CP及びABCP市場では、企業の資金調達が自律的に回復し始めているようである。投資資金が流入しているMMFや債券ファンドによる投資²³がその主な背景で、CPFFによるCPの買入れ残高の減少が、それを端的に示している。買入れ残高は1月21日以降減少し、28日までの1週間で3,505億ドルから2,481億ドルへと、1,024億ドルの大幅な減少を記録している(図表12)。10月27日から始まったCPFFに応募した企業のCPが満期を迎えているが²⁴、市場を通じてより低いコストでCPを発行できるようになり、市場調達に戻す企業が増えていると見られる²⁵。

次に、社債の発行市場にも活気が戻りつつある。債券ファンドはより高い利回りを求めて社債など債券への投資意欲を強めており²⁶、短期の借り換えが難しくなった企業の長期への資金調達のシフトを助けている。2009年1月における非金融法人の投資適格社債の発行額は250億ドルに達し、2008年6月以降で最も多くなっている(図表13)。

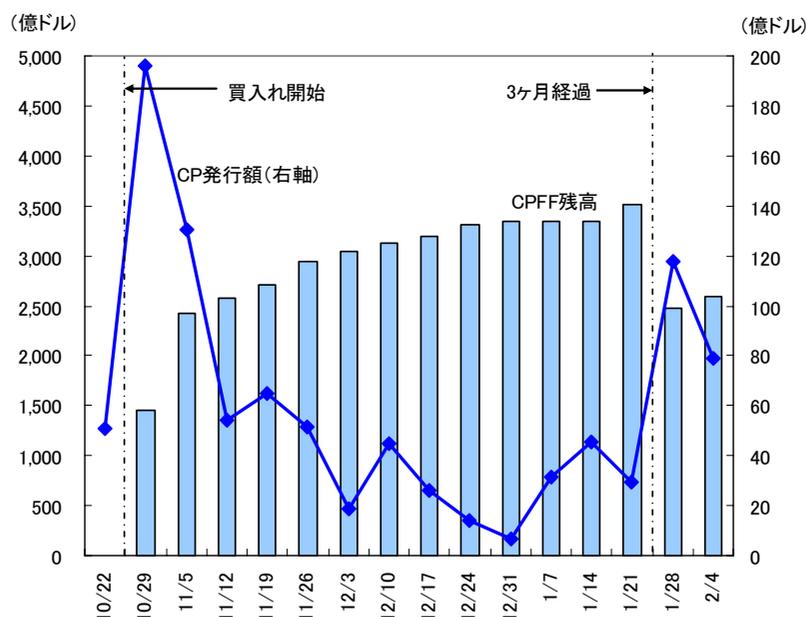
²³ ICI, "Mutual Fund Statistics"及びSam Mamudi, "Bond Funds Grapple With a New Realty", *The Wall Street Journal*, 2/5/2009 参照。

²⁴ 注8にあるように、CPFFでは満期3ヶ月のCPが買入れ対象となっている。

²⁵ "Heard on the Street / Financial Analysis and Commentary", *The Wall Street Journal*, 2/6/2009 参照。

²⁶ 注23参照記事。

図表 12 CP発行額とCPFFのCP買入れ残高（週次）



(注) 1.発行額は、最上位格付のCPのうち、買入れ対象が含まれる満期81日以上を集計。
2.発行額の値は、1日当たりの平均を示している。

(出所) FRB 資料より、野村資本市場研究所作成

また、自動車産業やクレジットカード産業を中心に重要な資金調達手段となっているABS市場では、TALFの開始を織り込んで、2009年初頭よりスプレッドの低下が観察されている²⁷。例えば、期間が3年のAAA格クレジットカードABSにおいて、対スワップのスプレッドは2008年末時点で550bpであったが、1月21日時点で325bpまで縮小している。また、AAA格自動車ローンABSについても、年初から約200bp低下して同時点において350bpとなっている。ABS発行額も、2008年11月に5億ドルまで落ち込んだが、TALFの開始された3月には30億ドルまで回復している（図表13）。

一方、不良債権の増加や資金調達コストの上昇により貸出余力が低下した金融機関は、企業向け融資を一層抑制している²⁸。FRBの調査²⁹によると、米国内の銀行の64.1%が審査基準を厳格化し、52.9%がクレジット・ファシリティの上限額を同じ条件であれば縮小し、84.9%が金利を引き上げているという（図表14）。前回の調査（2008年10月）に比べて、融資に対する姿勢が厳しくなっており、企業側の資金需要の減少もあって、投資やM&A、運転資金向けの銀行貸出は減少すると見られている³⁰。

そのため、金融当局や多くの市場関係者の見方は楽観的ではない。FRBのバーナンキ議長は1月13日に行われた講演において、「流動性は供給されているが、銀行等の金融

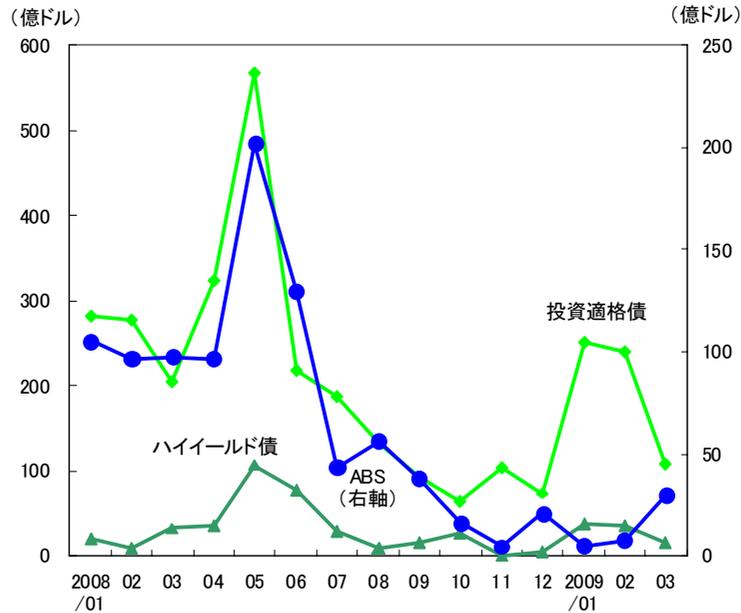
²⁷ “Asset-Backed-Spreads improve as focus shifts to TALF”, *Reuters*, 1/22/2009 参照。

²⁸ Craig Torres, “Fed Says Most U.S. Banks Tightened Terms on Loans”, *Bloomberg*, 2/2/2009 参照。

²⁹ 53の国内銀行と、23の外国銀行の米国支店の融資担当者に対する調査。“Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”。

³⁰ David Katz, “Corporate Demand for Loans Plummet”, *CFO*, 2/2/2009 参照。

図表 13 社債及び ABS 発行額の推移



(出所) トムソン・ワン・バンカーより、野村資本市場研究所作成

図表 14 商業銀行の融資に対する姿勢の変化

	国内銀行					外国銀行 米国内支店				
	厳格化		不変		計	厳格化		不変		計
	企業数	構成比	企業数	構成比		企業数	構成比	企業数	構成比	
融資基準 (売上高5,000万ドル以上)	34	64.1	19	35.8	53	15	65.2	8	34.8	23
契約期間	23	43.4	30	56.6	53	13	56.5	10	43.5	23
コベナンツ	38	71.7	15	28.3	53	15	65.2	8	34.8	23
クレジット・ファシリティ										
枠の上限額	28	52.9	25	47.2	53	18	78.3	5	21.7	23
金利	35	84.9	8	15.1	53	18	78.3	5	21.7	23

(注) 1.2009年1月時点。過去3ヶ月の融資に対する姿勢の変化を質問している。
 2.53の国内銀行と、23の外国銀行の米国内支店の融資担当者に対する調査。
 3.外国銀行の融資基準については、売上高5,000万ドル以下の企業も含む。

(出所) FRB, “Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices”より、野村資本市場研究所作成

仲介業者はまだリスクを取る状態ではない」と述べている³¹。また、連邦公開市場委員会 (FOMC) も、流動性の供給により市場環境に改善が見られるが、経済活動の回復は早くとも 2009 年後半以降であり、家計や企業に対する信用供与はいまだに厳しいため、クレジット市場の回復には一段の対策が必要という声明を 1 月に発表している³²。そのため、2 月 3 日、FRB は市場にはまだ大きなストレスがかかっていると、4 月末が期限となっていた流動性支援プログラム (CPFF を含む 5 つの支援策) を 10 月末まで延長すると

³¹ 講演内容 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>) 及び Steven Beckner, “Fed Extends Liquidity Facilities Through October 30”, *Market News International*, 2/4/2009 参照。

³² 声明文 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090128a.htm>) 及び注 31 参照記事。

発表している³³。市場には、支援策の終了は改善し始めた市場環境を逆戻りさせかねないという懸念もあったため、今回の期限延長は好意的に捉えられている³⁴。証券化市場の回復策としては、2月に TALF が金融安定化プランの一つとして位置付けられ、融資額の上限引き上げや融資期間の延長が発表され、さらに3月には官民投資プログラムの一部として支援対象に GSE 発行以外の民間 RMBS（住宅ローン債権担保証券）や CMBS（商業用不動産担保証券）、CLO 等を追加することを検討しているという³⁵。

以上のように、FRB による流動性支援プログラムや投資家の債券投資の需要回復の兆しにより、米国企業の短期資金の調達環境は少しずつ改善しているが、米国の短期金融・資本市場の情勢は依然予断を許さず、引き続きその行方が注目される。

³³ プレスリリース（<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090203a.htm>）参照。

³⁴ Mark Felsenthal, “Fed extends liquidity facilities, forex swaps”, *Reuters*, 2/4/2009 参照。

³⁵ 注 13 参照。