

ギリシャ財政危機は大型破綻処理の4点セットが揃うまで収束しない

2011年12月5日

アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

ギリシャ発の欧州財政危機が混迷を深めている。原因はギリシャの破綻処理方法にあると考えられる。成功する大型破綻処理には一定のパターンがあるのだが、ギリシャはその条件を満たしていない。成功する大型破綻処理4点セットの条件を整理し、今後の判断のための一助としておく。但し、ギリシャの破綻処理は目の前の消火活動みたいなものであり、欧州財政危機収束の本格的対応ではない。

1. 大型破綻処理の4点セット

破綻には、清算と再生の2つのパターンがある。清算型は残余資産を全て整理して債権者に分配、最終的には何も残らない破綻処理だ。再生型は、債務者は存続できるようにリストラを徹底する一方、債権者は債権放棄や金利減免という形で協力し、再生に向け資産を残す破綻処理だ。債権者の協力は、債務者からみれば債務の再編なので、債務再編とも呼ばれる。経済や社会の秩序に多大な影響を与える大型の破綻処理は、多くの場合、再生型の破綻処理が選択される。

再生型破綻処理の重要なポイントは、事業再生を優先するための債権者負担の分担方法にある。たとえば清算型の破綻処理では、債権者平等の原則に則り、債権放棄の負担割合は一定となる。しかし再生型の破綻処理では、債権者平等の原則は適用されない。その目的は、連鎖破綻の防止と再生後の取引関係の維持だ。そのため一般商取引債権は保護され、債権放棄は銀行など金融機関に集中させる。こうして金融面で事業再生をスムーズに進め易い環境を整えつつ、事業リストラを実施して企業再生を進める。

ここで問題となるのが破綻の規模だ。破綻の規模が超巨大であれば、損失を集中させた銀行が破綻、破綻がドミノ倒しのように連鎖する金融のシステミックリスクに発展するリスクもある。この場合、金融システムの安定を保持するため金融システムに公的資金が注入される。

ここまでの大型破綻処理の4点セットが全て揃う。まず債務再編(①)した上でリストラにより企業再生(②)する。債務再編は、事業リストラで企業再生を着実に進めることが可能となる規模が必要なので、その妥当性は必然的に企業再生とセットで判断される。次は連鎖破綻防止(③)で、損失負担を金融機関に集中させる。最後に必要なら金融システムへの公的資金注入(④)だ。こうした破綻処理は、利害関係が複雑なため、裁判所や当局主導で周到な事前準備をした上で実施される。そのためプレパッケージ型破綻処理とも呼ばれる。次に過去の実際の大型破綻から、この4点セットの実例を見てみよう。

2. 4点セットの破綻処理の実例

(1) GM破綻

2009年6月に米大統領府主導で自動車メーカーGMが破綻処理された。再生型破綻処理で、資産を優良資産と不良資産に分類、不良資産を清算した上で優良資産を新会社に引継いで企業再生(②)した。不良資産を清算するため、債務再編(①)の過程で米政府、カナダ政府、労働組合が債務超過部分を資金拠出して負担、債務は1728億ドルから170億ドルまで圧縮した。連鎖破綻防止(③)のため一般商取引債権は保護された。破綻に先立ち銀行へはTARPを利用して公的資金(④)の注入を済ませていた。

(2) 日本航空（以下 JAL）破綻

2010年1月に JAL は破綻した。債務再編 (①) では、100%減資で株主責任を明確にした上で、主要取引銀行は約 1 兆 2000 億円の債権総額に対し 7300 億円を債権放棄 (6000 億円は DIP 金融) した。連鎖倒産 (③) を防止するため、一般商取引債権、リース債権、顧客マイレージは全額保護された。企業再生 (②) に向け年金 (厚生労働省の認可が条件) や人件費のカット、不採算路線からの撤退などリストラを断行、その後の収益計画は再上場が視野に入るほど順調なのは最近の報道の通りだ。銀行への公的資金注入はなかったが、企業再生支援機構、日本政策投資銀行など政府系機関が深く関与した (④)。

(3) ロシア破綻

債務者が国家という意味で欧州財政危機と同じ構図だ。98年8月にロシアが破綻、破綻規模は 727 億ドルだった (①)。ただ投資不適格だったロシア国債への投資は一般的ではなかったため、プレパッケージ型ではなかったが、破綻のドミノ倒しのリスクは限定的だった。それでもヘッジファンドである LTCM が破綻した。連鎖破綻を防止するため FRB 主導で銀行団のコンソーシアムを組成、奉加帳方式で LTCM に流動性を供給した (③、④)。最終的に LTCM は 2000 年に清算されたが、銀行団のコンソーシアムへは全額返済された。ロシアが行なった国家リストラ (②) は過酷なものだった。課税強化で企業の給与不払いが社会問題化した。翌 99 年の消費者物価上昇率は 86%に達した。課税強化の過程で反政府的勢力も一掃、2003 年には国内石油生産シェア 20%のユコス社を脱税で摘発、解体するに至った。結果的には早くも 2000 年に財政黒字を達成、2008 年まで黒字を維持した。

3. ギリシャ破綻処理の 4 点セット

国家は企業とは異なり清算できるものではない。また債務の規模も大きい。その意味で返済できなくなれば、それは必然的に大型の再生型破綻となる。従って、債務再編 (①)、国家再生 (②)、金融システムへの公的資金注入 (③)、連鎖破綻防止 (④) の 4 点セットが必要となる。国家再生は企業再生の国家版で、企業リストラに代わって国家リストラを実施して経済を再生し、歳入歳出構造を維持可能な状態に改善することを意味する。10月26日に発表されたギリシャ破綻処理の包括戦略では、この 4 点セットが総じて不十分だと考えられる。以下、順次見てみよう。

債務再編 (①) では、債務削減幅が最大のポイントだ。再編によって元利払いが軽減され、結果的に持続可能な歳入歳出構造を実現しなければならない。ギリシャの場合、民間銀行が持つ債権の 50%がカットされる。金額に換算すると約 1000 億ユーロ、GDP で 45%だ。ギリシャの IMF 予測による 2011 年の GDP 比の歳入は 40.1%、歳出は 48.1%、財政赤字は 8.0%、純債残高は 153.1%なので、債務再編で債務残高は GDP 比 108%まで減ることになる。利息を平均 5%と計算すると、45%の債務削減で GDP 比 2.25% 利払いが削減され、そっくりそのまま財政収支の改善につながる。かなりインパクトはあるだろうが、次に見る国家再生が極めて不十分なため、評価されるには至っていない。ただ、ギリシャの銀行に負担させても意味はないことは注意を要する。

最大の問題は国家リストラによる国家再生だ (②)。国家財政の基盤は経済だが、現状ではデモで経済が麻痺状況にある。国家再生には、ギリシャ人がデモを止めて早く職場に復帰することが必要だ。政府は、債務再編で国民一人当たり約百万円もの借金棒引きをしてもらったことを丁寧に説明すべきだろう。そして課税方法も国民の納得が得られるように工夫する必要がある。フロー課税で既得権益にメスを入れ、ストック課税でアングラ経済の蓄財をまるごと財源とするぐらいの改革が必要だろう。財政再建と経済再生を両立するために、フロー経済への悪影響の少ない課税体系を早急に確立する必要がある。

たとえばバズ課税（財政再建に有害なものへの課税）や財産税などストック課税だ。重要なので繰り返すが、現状では国家再生が極めて不十分なため、債務再編（①）が評価されにくい状況となっている。

金融システムへの公的資金注入（③）では、自己資本比率厳格化を実現するため、まずは各銀行が自力で増資、それが無理なら各国政府による資本注入、最後に安全網として EFSF による資本注入が用意された。しかし、多くの銀行の一株純資産（PBR）が 1 以下の状況では増資とて容易ではない。これでは銀行に貸し渋りや貸し剥がしを奨励するようなものであり、景気への強い悪影響が懸念される。銀行は同時並行して資産売却も進めている。主要行の資本不足は約 1,000 億ユーロとされているが、これは自己資本比率 10% で概算すれば最大 1 兆ユーロもの資産売却が行なわれる可能性があることを意味する。自国経済だけでなく、比較的資産売却が容易なエマージング諸国に対し、景気に対し相当な下押し圧力となると懸念される。また、景気が悪化すれば歳入が減り財政はより悪化する。このように銀行の行動は、景気悪化と歳入減少という悪化のスパイラルを引き起こすリスクがあるため、修正が必要だろう。

尚、日本では 97 年 11 月 3 日に三洋証券、17 日に北海道拓殖銀行、24 日に山一証券、31 日に徳陽シティ銀行が破綻、金融システムへの公的資金注入論が高まった。しかし、世論は強く反対した。そして、この年に流行語となった貸し渋り（注 1）が発生した。貸し渋りの悪影響は大きく、翌 98 年 2 月には金融システムに公的資金を注入する法案が可決、3 月に実際に銀行に公的資金が注入された。この間わずか 3 ヶ月、世論が公的資金注入反対から賛成に変わったほど大きな変化だった。今の欧州は、当時の日本で金融危機から公的資金注入に至った 4 ヶ月の真っ只中、ぐらいのイメージではないか。

連鎖破綻防止（④）について、国家は取引関係で繋がる企業とは異なる。国家破綻の場合、国内の社会と経済の秩序が維持されるよう配慮すること、風評被害で他の国に破綻懸念が拡大すること、を防止する措置が必要だ。しかし、10 月 26 日発表の包括戦略はいずれの点においても不十分だ。包括戦略発表前に市場では、こうした目的のための EFSF の規模拡大は 2 兆ユーロが 1 つの目安とされていた。が、実際に決定されたのはその半分、1 兆ユーロでしかない。しかも、そのための原資を EFSF はこれから調達する。ユーロ加盟国の格下げ懸念に加え危機の深刻化でユーロ安が進行しており、EFSF の資金調達も懸念が強まっている。

以上の 4 点セットが満たされれば、債権放棄の対象とならないギリシャ国債の金利は、持続可能な税収増加の上限と考えられている 7% を下回るだろう。ギリシャの破綻処理方法は、ポルトガルなど他のユーロ圏で破綻する国が出る場合の先事例となる。その意味でもギリシャの破綻処理が、再生型大型破綻の先例として成功するかどうかは重要だ。

以上

（注 1）ユーキャン新語流行語大賞 1998 <http://singo.jiyu.co.jp/nendo/1998.html>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。