

### 注目されるギリシャの国有資産売却への取組み

#### ～ 難度高く市場の波乱要因となる可能性 ～

山口 勝義

##### 要旨

欧州財政問題にかかる市場の注目点はいったんギリシャ単独の課題からは離れた感があるが、同国の国有資産売却の頓挫が、今後ギリシャ支援策の破綻に及び、市場の波乱要因となる可能性が高い。本稿では、同売却計画の主要な内容とポイントを整理する。

##### はじめに

ギリシャでは、6月29・30日、中期財政計画とその関連法案が、激しいデモやストが続くなか国会で承認された。この承認は国際通貨基金（IMF）および欧州連合（EU）により金融支援継続の前提条件とされていたものであり、これにより同国の7月中の債務不履行はかろうじて回避されることとなった。また、同国に対する追加支援策についても、紆余曲折はあったものの、7月21日のユーロ圏首脳会議においてその大枠が合意された。

しかしながら、その後も、イタリアやスペインへの危機波及の懸念ばかりか、米国に続くフランスの格下げの可能性が市場で材料とされ、政治上の指導力や政策の信頼性<sup>(注1)</sup>を含めた欧州の財政問題に対する懸念が、8月の世界的な市場混乱の一要因となった。

このように、足元では市場の注目点はいったんギリシャ単独の課題からは離れた感があるが、2011～14年を対象とする上記のギリシャの中期財政計画は、その中核である国有資産売却の頓挫を通じて、今後改めて市場の波乱要因となる可能性が高い。このため、本稿では、IMF等の資料により、その主要な内容および注意を要するポイントを整理するものである。

##### 国有資産売却計画の概要

###### 1. 国有資産売却の位置付け

上記の中期財政計画は、2014年末までに対 GDP 比政府財政赤字を3%以内に抑えんとする意欲的な内容となっている。そして、同計画の最大の特徴は、既往の

- 公務員の賃金引下げ
- 重要性の劣る政府機関の閉鎖
- 年金や社会保障制度の簡素化
- 税の捕捉率向上や課税対象の拡大

等の取組みに加え、今回の財政問題の顕在化以降、課題として認識されながらも実績の乏しい国有資産の売却を財政改善の主要な手段としていることである。売却額としては、対象期間の翌2015年までを含めた累計額として、500億ユーロという大きな金額を見込んでいる。

この売却額は、政府債務残高（IMFによる2011年予測値）の13%、またGDP（同前）の22%に相当する額であり、既に流動性の問題のみならず債務返済能力が問われる段階に至っているギリシャ<sup>(注2)</sup>が、大きな決意をもって計画に織り込んだ財政改善のための最後の手段であると捉えることができる。このように、今後の売却実績が財政改善や債務返済能力の動向を大きく左右することから、その進捗状況が大いに注目される。

## 2. 売却計画の主要内容

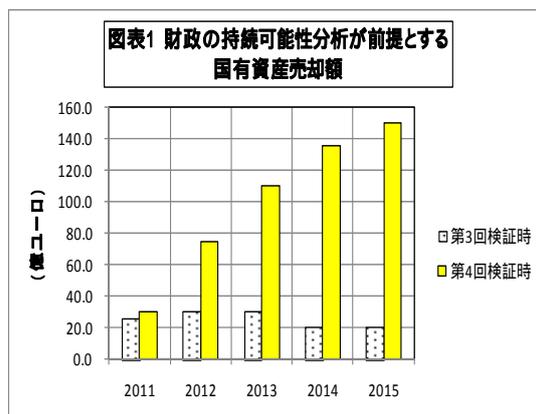
売却計画が対象とする具体的な国有資産は、その売却スケジュールとともに開示されている。これによれば、まず売却が比較的容易な上場企業や非上場企業の売却（売却見込額各約 50 億ユーロ、約 20 億ユーロ）から開始し、その後、より大きな困難を伴う諸権利（同約 90 億ユーロ）や不動産（同約 350 億ユーロ）に重点を移すこととしている。

対象資産は、ナショナルバンク・オブ・ギリシャ、アテネ国際空港、ピレウス港管理会社、ギリシャ・ポストバンク、ギリシャ・テレコム、アテネ水道公社など、金融、運輸（港湾、空港、鉄道、道路）、郵便・通信、電力・ガス・水資源、鉱物等のほかカジノ、宝くじ、競馬場等に至る、幅広い業種に及んでいる。また、売却に当たっては専門的な能力を有するアドバイザーを採用するとともに、売却ファンドを設立することで売却候補資産や売却実務の一元的な管理を行うこととしている。

## 3. 売却計画未達に伴うリスク

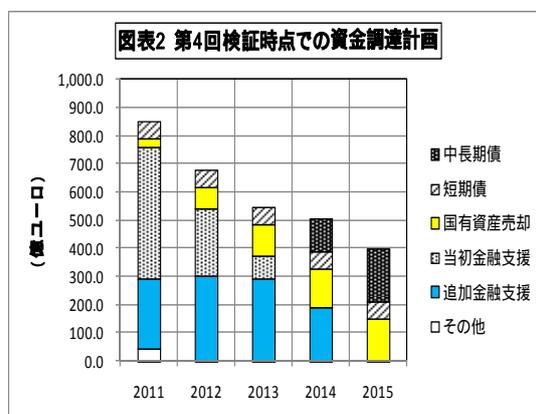
この国有資産売却を柱とした中期財政計画は、7月中旬に公表されたIMFによるギリシャ経済や財政改善の進捗等にかかる直近の検証（第4回検証）の中の財政の持続可能性分析<sup>(注3)</sup>や、7月21日のユーロ圏首脳会合で大枠が合意されたギリシャに対する追加支援等においても、これらの前提として織り込まれている。

このうち、IMFによる財政の持続可能性分析で前提とされている国有資産売却額を中期財政計画策定前後で比較すれば、図表1のとおりとなる。その累計額が125億ユーロであった同計画策定前（第3回



(資料) 参考文献 から農中総研作成。

上記期間中の国有資産売却額（累計）は、第3回検証時の125億ユーロに対し、第4回検証時には500億ユーロ。



(資料) 参考文献 から農中総研作成。

「追加金融支援」には、投資家によるギリシャ国債に対する再投資を含む。

検証時)に比べ、策定後(第4回検証時)は、より後年に重点を置く慎重な期間配分ではあるものの、極めて積極的な計画となっていることがわかる。

一方、ギリシャの通常の歳入・歳出のギャップを埋める資金調達計画を見ると、同計画策定後(第4回検証時)には図表2のとおりとなっている。これからは国有資産売却が追加金融支援とともに重要な資金調達源とされていることが見て取れるが、これは、売却計画に未達が生じた場合には、EUやIMFによる支援内容の再度の見直しを迫られるリスクに直結していることを意味している。

## 国有資産売却計画の難度の高さ

### 1. IMF による評価

IMF は、第 4 回検証結果の報告書<sup>(注 4)</sup>において、次の 2 つの観点からギリシャによる今回の国有資産売却への取組みを高く評価している。

- 政府債務を軽減する効果が大きい点。
- 国有企業は、投資額ではギリシャ全体の約 15% を占めるのに対し、付加価値の点では 2~3% にとどまっている。このため、民営化による経営の効率化を通じ、ギリシャ経済の活性化に果たす効果が大きい点。

しかしながら、IMF は、同報告書で今回の計画を「前例がなくはないものの、他国の売却事例に照らし、かなり野心的な計画」であることを認めており、その難度の高さは図表 3 から明らかである。

### 2. 現実的な困難性

2009 年 10 月の今回の財政問題の顕在化以降、ギリシャにおいて実現した国有資産の売却は、ギリシャ・テレコムの特分 10% を、従来からのパートナーであるドイツ・テレコム(本売却以前に既に 30% 保有)に対し売却した 1 件(約 4 億ユーロ)のみにとどまっている。

このように、課題として認識されながらも売却実績がほとんどあがっていない事実の背景には、次のようなギリシャ特有の困難な事情があり<sup>(注 5)</sup>、関連する規制緩和等が平行して進められたとしても、今後もその実績は限られたものにとどまる可能性が否定できない。

- 多くの国有企業で認められる困難性
  - 既得権益を守る労組の根強い抵抗
  - 未解決の法的係争の存在
  - 頻発している土地登記の不備

図表 3 国有資産売却の事例

国名	期間	年数(年)	平均年間売却額(対GDP比、%)	左の期間中合計額(%)
アルゼンチン	1990-95	6	2.0	12.0
ハンガリー	1991-98	8	4.0	32.0
エストニア	1992-98	7	2.9	20.3
ペルー	1994-97	4	3.2	12.8
ギリシャ	1998-2003	6	1.8	11.1
今回(ギリシャ)	2011-15	5	4.4	22.2

(資料) 参考文献 から農中総研作成。

なお、「今回(ギリシャ)」の「平均年間売却額」は、「(売却累計額÷年数)÷IMFによる2011年GDP予測値」として計算した。

図表 4 資産価値と国有資産売却計画額(累計ベース、億ユーロ)

	2011	2012	2013	2014	2015
資産価値	83	194	244	390	536
IMFによる分析等への織込み	30	105	215	350	500
中期財政計画への織込み	50	150	220	350	500
-	53	89	29	40	36
-	33	44	24	40	36
(-)/	177.2%	84.4%	13.6%	11.4%	7.1%
(-)/	66.3%	29.1%	11.0%	11.4%	7.1%

(資料) 参考文献 から農中総研作成。

- 土地開発の困難性

- 開発許可手続の複雑性・官僚主義
- 環境保持重視の住民の強い反対

- ギリシャの足元を見た買いたたき

### 3. 限られたバッファ

上記のとおり、今回の国有資産売却計画には様々な困難を伴うが、IMFによる分析や計画(図表 1 および 2 に該当)および中期財政計画へ織り込まれた売却額を、売却対象資産の資産価値(IMF試算値)と比較すれば図表 4 のとおりとなる。

これからは、上記の分析や計画に織り込まれた売却額の資産価値に対するバッファは、当初は余裕があるものの後年には限られたものとなっており、世界経済の減速の可能性もあるなか、わずかな売却の齟齬がこれらの計画の未達に結び付くことが見て取れる。

## おわりに：足元の動向を含めて

ギリシャに関してより足元の動向を見れば、追加支援の大枠は7月21日のユーロ圏首脳会議で合意されたものの、その内容の具体化とユーロ圏各国における承認は今後行われることになる。しかしながら、主要国の政治情勢が国内事情重視に傾斜するなか、AAA国であるフィンランドやオランダ等の国内ではこれに抵抗する動きも伝えられており、ユーロ圏で実効性ある追加支援の実施態勢が整うかどうかについては予断を許さない状況となっている。

こうしたなか、引続きイタリアやスペインへの危機波及も懸念される情勢のもと、8月16日にはメルケル独首相とサルコジ仏大統領による首脳会談が実施され、2012年夏までの財政赤字上限の法的明文化など、ユーロ圏での財政規律強化に向けた両国による提案が示された。しかし、ユーロ圏共同債の導入や欧州金融安定ファシリティの増額は提案の対象とはされなかったため、即効性に乏しい内容として市場には失望感が浮上することとなった。

しかしながら、ここで注目されるのは、ユーロ圏首脳会議を定例化し経済問題協議の場とすることや欧州統一の金融取引税を導入するとの提案、また2013年から税率・課税ベースの面で独仏企業に対する法人税の共通化を目指すとした構想である。また、8月前半に大きな市場混乱があったとはいえ、ユーロ圏の両大国が夏休み期間中のこの時期に急ぎ首脳会談を実施した事実である。

この会談では、ユーロ圏共同債の導入については、欧州統合プロセスの最終段階で行われるべきものであること等の理

由で見送りとされたが、両国によるこうした提案や構想からは、欧州財政問題の長期化や深刻化に対する差し迫った危機感<sup>(注6)</sup>のもと、ユーロ圏の財政問題終息に向け重要な課題と考えられる、各国の財政面での協調(ユーロ圏共同債導入を含む)へ向けた着実な地ならしが意図されていることを読み取ることができる。

主要国から根強い反対のある財政の協調は、段階的なものであっても大きな危機時においてしか実現され得ない。しかし、国有資産売却計画頓挫によるギリシャ支援策の破綻のほか、足元の動向も含めて、ギリシャがこうした次回危機の引金となる可能性が今も継続している。

(2011年8月24日現在)

<参考文献>

(European Commissionによるもの)

(2011/02) "The Economic Adjustment Programme for Greece, Third Review-Winter 2011"

(2011/07) "The Economic Adjustment for Greece, Fourth Review-Spring 2011"

(IMFによるもの)

(2011/03) "Greece: Third Review Under the Stand-By Arrangement"

(2011/07) "Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement"

(注1) 山口「ギリシャ支援策の失敗～楽観的な前提と中長期的視点が弱い対応～」(『金融市場』2011年7月号)を参照されたい。

(注2) 山口「否定できないギリシャ国債の債務再編の可能性」(『金融市場』2011年5月号)の内容を参照されたい。

(注3)・(注4) 参考文献による。

(注5) 次を含む各種報道による。

- Spiegel Online (2011/6/7) "Greek Privatization Plan Faces Massive Domestic Resistance"
- Wall Street Journal (2011/6/29) "Greece Tries Asset Sales To Pay Bills"
- Financial Times (2011/7/1) "Many hurdles lie on Greece's path to privatisation"

(注6) 8月16日に発表された2011年第2四半期実質GDP成長率のデータで、ドイツ、フランスをも含めた欧州経済の減速が示されたことも、この危機感の背景にあると考えられる。