

イタリアの不良債権問題は解決の目途が立ったのか

欧米調査部主任エコノミスト

松本 惇

03-3591-1199

atsushi.matsumoto@mizuho-ri.co.jp

- イタリアでは不良債権処理の進展が限定的である。不良債権の額は1年前から小幅な減少にとどまり、不良債権の中で最も深刻度の高い破綻債権の額はむしろ増加している。
- 背景には、貸倒れ引き当てが不十分な銀行が、追加損失に繋がる不良債権の売却に消極的であることが挙げられる。
- 売却促進策として、不良債権を買い取る資産管理会社（AMC）が提唱されている。しかし返還条項により、転売後に銀行が追加損失に直面するかもしれないことなどが売却の障害となるだろう。

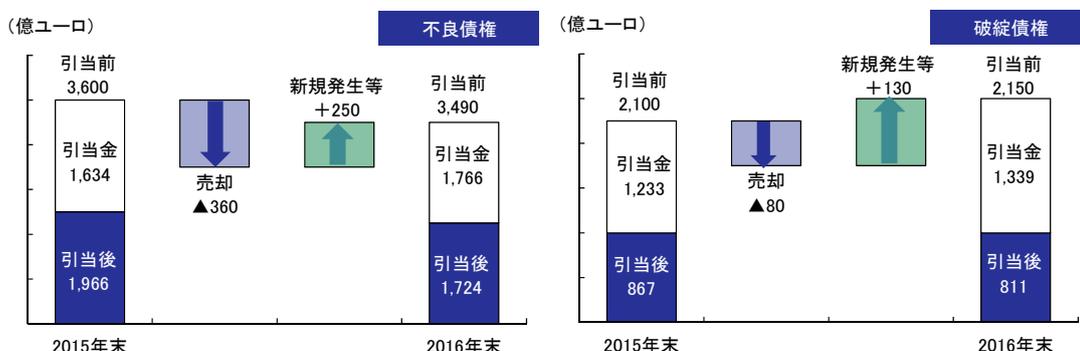
1. はじめに

今年6月、資産規模第3位の銀行の不良債権処理や地方銀行の清算が決まり、イタリアの銀行部門に対する前向きな見解が聞かれるようになった。しかし、他の銀行は依然、不良債権に悩まされている。

イタリアでは、2016年末時点で不良債権が3,490億ユーロあり（引当前、図表1左）、1年前（3,600億ユーロ）から110億ユーロの減少にとどまった¹。2016年内に売却された不良債権は約360億ユーロとされているため²、新たに不良債権に分類された貸出債権が約250億ユーロだったと試算される。不良債権比率は17.3%と、1年前（18.1%）から低下したが、金融危機前（約6%）と比して高水準にある。

ここで言う不良債権とは、①元利金の支払が90日を超えて停滞している債権、②元利金の一部しか返済されない可能性が高い債権、③破綻または破綻に極めて近い状況にある貸出先に対する債権の合計である。この内、最も深刻度の高い③破綻債権に関しては、2016年末時点で2,150億ユーロあり（引当前、図表1右）、1年前（2,100億ユーロ）から50億ユーロ増加した。2016年内に売却された破綻債権は

図表1 イタリアにおける不良債権の規模（2015年末→2016年末）



(注) 不良債権の売却額はDeloitte(2017)、破綻債権の売却額はBanca D'Italia(2017)に基づく。新規発生等には、質が劣化して新たに不良債権または破綻債権に陥った債権、及び、放棄された債権が含まれる。

(資料) イタリア中銀などよりみずほ総合研究所作成

約80億ユーロとされており³、約130億ユーロにのぼる正常債権や不良債権(①または②)の質が劣化し、破綻債権に振り替わったとみられる。破綻債権の比率は10.7%と、1年前(10.6%)からやや上昇した。

元々、イタリアで不良債権問題への対応が遅れた一因は税制などの制度面にあったが、2015年以降、制度面では様々な対応が講じられた(松本(2016))。それでも増加する不良債権に処理が追いついていないのはなぜか。以下では、不良債権処理が限定的な理由を概観した上で、処理促進策として提唱されているバッドバンクの実現性を検討する。

2. 進まない不良債権の売却

銀行が不良債権を減らす手段の1つは売却である⁴。しかし、売却で生じる追加損失を恐れて銀行は不良債権の売却に消極的であり、売却は進んでいない。監督当局が主導して売却を進める仕組みはあるが、そのハードルは高い。

(1) 銀行は不良債権の売却に消極的

イタリアでは、不良債権の売却価格が簿価の40%程度と言われている⁵。つまり、引当率が60%以上でなければ、不良債権の売却時に追加損失が生じるのだ。統計上、イタリアの銀行全体では引当率が50%程度であり(前掲図表1左)、売却損は避けられない。

破綻債権に限れば、売却価格は簿価の20%程度とみられており⁶、売却損を回避するには80%程度の引当率が必要となる。しかし、実際の引当率は60%程度にとどまっている(前掲図表1右)。仮に破綻債権を簿価の2割で、破綻債権以外の不良債権を簿価の4割で売却すれば、銀行全体で758億ユーロの追加損失が発生することになる⁷。

低収益の下、こうした追加損失を恐れて銀行は不良債権の売却に消極的となり、政府主導で進められた事例を除き、売却は進まなかったとみられる。

(2) 政府主導の不良債権処理も限定的

政府主導で銀行に不良債権処理を促す方法も考えられる。報道によると、イタリア政府は、銀行に不良債権を売却させ、売却で生じた損失を公的支援で穴埋めしようとしていたという⁸。しかし、金融危機後の欧州連合(EU)のルールの下、銀行に対する公的支援は容易ではない。図表2の通り、公的支援に関する欧州委員会通知(2013年)や銀行再生・破綻処理指令(BRRD、2016年)に従うと、銀行が損失を吸収出来ない場合、公的支援の前にはペイルイン、即ち、株主や劣後債保有者、優先債保有者、一

図表2 EUの銀行関連ルール

銀行が潰れている(或いは潰れそう)などの条件の下、破綻処理が行われる(BRRD32条(1)項)	銀行への公的支援の前提は、劣後債及び優先債保有者の損失負担(=ペイルイン)
破綻処理の際、まず株主が、次に債権者が損失を負う(BRRD34条(1)項)	
損失を負う順番は、株主、劣後債保有者、優先債保有者である(BRRD前文77項)	ただし「予防的な」公的支援の場合、BRRDに則ったペイルインは不要
銀行が潰れている(或いは潰れそう)というのは、(a)認可継続のための必要要件を満たしていない、(b)資産が負債より小さくなる、(c)予定通りに債務を返済出来ない、(d)特別な公的支援が必要とされる、の少なくとも1つに該当する場合。ただし、(d)には、支払能力のある銀行に対する公的資金の注入を含まない。この場合の公的資金の注入は、予防的かつ一時的であり、ストレステストにおける資本不足に対応するために必要な注入に限定される。銀行が被った(或いは被るとみられる)損失を相殺するために用いられるはならない(BRRD32条(4)項)	
欧州委員会は、加盟国が公的支援を最小限にするために、全ての措置を最大限に利用していることを証明した後、公的支援を認める(2013年欧州委通知 29条)	銀行への公的支援の前提として優先債保有者の負担は求められず(≠ペイルイン)
損失を負う順番は、株主、劣後債保有者である(2013年欧州委通知 41条)	
(注) 本文と直接関係しない文言を除いており、原文と完全に一致しない箇所がある。和訳は筆者。 (資料) 各種資料よりみずほ総合研究所作成	

部預金者の負担が求められる⁹。しかし、銀行債保有者に個人投資家が多く含まれるイタリアでは、有権者の反発を懸念して政府がベイルインに及び腰となり、政府主導での処理が限定的だった。

政府主導で抜本的な不良債権処理が進んだ事例としては、資産規模第3位の銀行、モンテ・パスキ (Monte de Paschi di Sienna) が挙げられる。同行は、公的支援の前提となるベイルインが必要とされなかった。これは、BRRDに「ストレステストで生じた潜在的な資本不足に対応する場合、公的支援の前提として、株主と劣後債保有者以外の負担は不要」との例外規定があり、2016年のストレステストで資本不足に陥った同行にこの例外規定が適用されたためである。例外規定によって優先債保有者の負担を回避し、また、劣後債保有者のうち個人投資家に関しては損失を事後補填することで、政府は有権者の反発を避けたのである。

もっとも、例外規定を適用することのハードルは高い。適用は、上述のようにストレステストで判明した潜在的な資本不足に対応する場合に限って認められ、不良債権処理などで生じた損失(或いは将来的に生じる可能性の高い損失)を穴埋めする場合には認められないからだ。ストレスシナリオで資本不足に陥ったイタリアの銀行はモンテ・パスキ以外には無く、同行と同じ論理で例外規定を適用することは極めて困難と考えられる¹⁰。

3. 不良債権の売却に向けた新たな動き

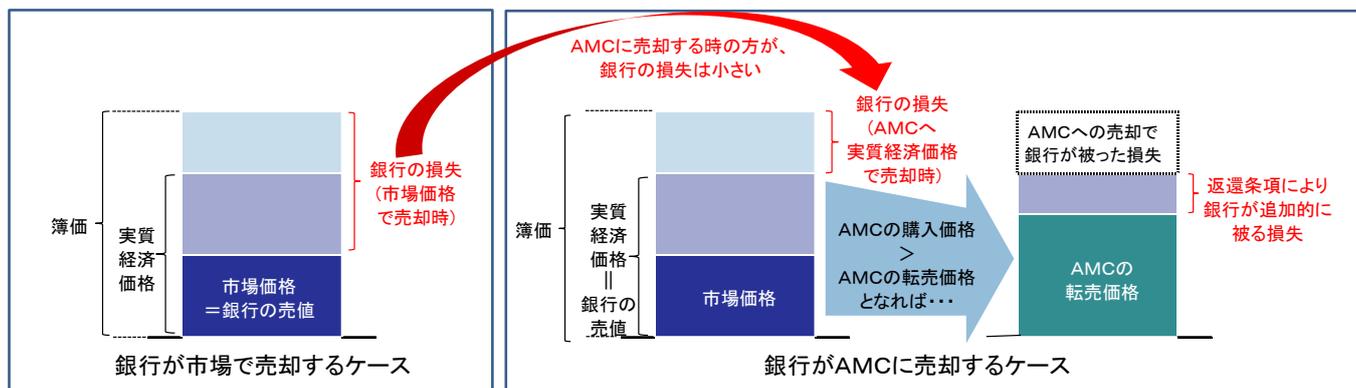
最近では、EU当局者から、不良債権の売却を促進する策としてバッドバンクが提唱されている。アイルランドやスペインでバッドバンクが不良債権処理に一役買ったことが、背景にあるとみられる。しかし、イタリアでバッドバンクが機能するかは慎重にみておく必要がある。

(1) EBA議長が提唱するバッドバンク構想

欧州銀行監督機構(EBA)のエンリア議長は、欧州銀行部門の不良債権処理を進める手段として、資産管理会社(AMC:asset management company)を提唱した¹¹。AMCはいわゆるバッドバンクであり、銀行から不良債権を購入し、3年以内に購入価格以上の価格で転売することが想定されている。

エンリア議長が提唱するAMCには、2つの点で不良債権の売却を促進することが企図されている。第1に政府保証の付与だ。AMC自体は民間投資家からの出資で創設されるが、AMCの損失に政府保証を付与することで、将来的にAMCが損失を被っても投資家は損失を回避出来る。政府保証により投資家の参加ハードルを下げ、AMCの規模、ひいては、不良債権の購入規模を増やす狙いがある。

図表3 エンリア議長が提唱するAMCの仕組み



(資料) 各種資料より、みずほ総合研究所作成。簿価は、貸倒引当金を除いた金額。

第2に市場整備だ。銀行にとっては、AMCの存在により、自ら不良債権の売却先を探す必要が無く、サーチャージコストが軽減される点がプラスである。また、AMCが大量の不良債権を購入し、それらを秩序立てて売却していくことで、不良債権の取引市場を拡大させる狙いもあるようだ。

(2) AMCの「返還条項」が障害に

売却に伴う追加損失を恐れて銀行が不良債権の売却に消極的であった経緯を踏まえると、不良債権のAMCへの売却が進むには、AMCの購入価格が重要となる。エンリア議長の提唱では、簿価と市場価格の中間となるような「実質経済価格」が算出され、AMCが実質経済価格で不良債権を購入すると想定されている。実質経済価格は簿価を下回るため、銀行が損失を被ることに変わりはないが、市場価格で売却する場合と比べて損失は小さくなる(前頁図表3)。売却に伴う損失を小さくすることで、銀行の売却意欲を高める狙いがある。

ただし、「返還条項」が売却の障害となる可能性がある。返還条項とは、AMCが実質経済価格で不良債権を購入後、投資家などに実質経済価格「未満」でしか転売出来ない場合、AMCが被る損失(AMCの購入価格と転売価格の差)を、当該債権をAMCに売却した銀行が負うと定めるものだ。

返還条項が想定されているのは、本来、AMCが市場価格を上回る価格で不良債権を購入出来ないことと関係する。政府機関に分類されるAMCが市場価格より高値で不良債権を購入することは、特定企業に対する政府の便宜供与と見做され、EU運営条約で禁止されているのだ¹²。しかし、銀行に不良債権の売却を促すには、AMCが市場価格より高値で不良債権を購入する必要がある。そのため、AMCの実質経済価格での購入が便宜供与と見做されないように、市場価格が実質経済価格を下回る状況を一時的と解釈し、将来的に市場価格が実質経済価格へ収斂することを前提とした上で、万が一、収斂しない場合には損失を銀行に負わせるという返還条項が付けられたとみられる。

返還条項の存在により、銀行の売却意欲は高まらないかもしれない。1つ目の理由は、AMCが転売に失敗すれば、市場価格で売却する時と変わらない損失を銀行が被り得る点だ。2つ目の理由は、不良債権のオフバランス化が認められない可能性がある点だ。返還条項により売却後も銀行が損失リスクに晒されることから、イタリアの銀行が従う国際財務報告基準(IFRS)上¹³、売却後もその不良債権をバランス・シートにとどめ置くよう求められる場合がある¹⁴。オフバランス化が認められなければ不良債権をAMCに移すことの利点は管理コストの軽減などにとどまろう。

(3) アイルランド・スペインの事例を現在のイタリアに当てはめることは困難

アイルランドやスペインのバッドバンクと、イタリアを念頭に提唱されているバッドバンクとの違いは2つある(図表4)。第1は、返還条項の有無である。アイルランドやスペインでは、返還条項が無いまま、市場価格よりも高い価格で不良債権が購入された¹⁵。これは、両国が金融危機に陥っていたため、EU運営条約の例外規定に基づき、市場価格を上回る価格での不良債権の購入がやむを得ないと判断されたためだ¹⁶。第2に、不良債権の売却の強制性である。アイルランドやスペインでは、一定の条件の下、銀行が不良債権の売却を強制された¹⁷。一方、

図表4 バッドバンクの比較

	イタリアを念頭に提唱されているバッドバンク	アイルランド・スペインで稼働したバッドバンク
不良債権のバッドバンクへの売却価格	実質経済価格	・アイルランド:実質経済価格 ・スペイン:実質経済価格を5~10%下回る価格
返還条項の有無	あり	なし
売却の強制性	銀行の任意売却	一定の条件の下、強制的に売却

(資料) Medina Cas and Peresa(2016)、Lehmann(2017)などより
みずほ総合研究所作成

現時点の情報に基づくと、今回提唱されているバッドバンクでは、不良債権売却の判断は銀行に委ねられる。

これらはいずれも不良債権処理の加速に繋がる要因だが、金融危機に直面しているわけではない現在のイタリアでは、返還条項なく実質経済価格で不良債権を売却することが困難である。不良債権処理に二の足を踏む銀行に、売却を強制することも出来ない。例外規定によりAMCの機動性を高めるべきとの指摘もあるが、金融規制の強化というEUの方針に逆行する例外規定の設立には時間がかかると考えられる¹⁸。以上を踏まえると、AMC型のバッドバンクによりイタリアで不良債権処理が加速するかについては慎重にみておくべきだ。

4. おわりに

イタリアでは不良債権処理が殆ど進んでいない。背景には、引当の不十分な銀行が、追加損失を被ることを恐れて不良債権の売却に消極的であることが挙げられる。売却を促進するためにバッドバンク創設が提唱されているが、イタリアで不良債権処理の加速に繋がるかは楽観出来ない。また、景気回復に伴う不良債権の正常債権化も期待出来ない。イタリア政府やIMFなどは、イタリアのGDP成長率が中期的にも金融危機前の水準を下回ると予測している。今後もイタリアの不良債権処理は進みにくいと考えられる。

【参考資料】

- 松本惇(2016)「イタリアの不良債権問題の現状と今後に関する論点整理」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年7月29日)
- Banca D' Italia(2017), *Financial Stability Report*, No.1
- Beynet, P. (2017), “Solving Non-Performing Loans in Europe to speed up the recovery”, *OECD Ecoscope*
- Corbella, S., C. Florioa and F. Rossignoli(2013), “IFRS adoption in Italy: which effects on accounting figures and subjectivity?”, *Accounting and Finance Research*, Vol.2, No.4, pp.130-148
- De Groen, W. (2017), “Carving out legacy assets: a successful tool for bank restructuring?”, *In-Depth Analysis*, European Parliament's Economic and Monetary Affairs Committee, March
- Deloitte(2017), “Uncovering opportunities in 2017”, *Deloitte Deleveraging Europe 2016-2017*
- Enria, A. (2017), “The EU banking sector—risks and recovery”, 31st January
- Fell, J., Grodzicki, M., Martin R. and O' Brien, E. (2016), “Addressing market failures in the resolution of non-performing loans in the euro area”, *Financial Stability Review*, European Central Bank, November 2016, pp.134-146
- Heuer, D., Wieland, A., Willey, S., Baierlein, D., Struckmann, K., Kitchen, L. and Mallad, C. (2017), “Is a pan-European asset management company a panacea to Europe's growing NPL problem?”, White & Case, 15th February
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales(2007), “EU implementation of IFRS and the fair value directive”
- Lehmann, A. (2017), “Carving out legacy assets: a successful tool for bank restructuring?”, *Policy Contribution*, Issue No.9, Brugel
- Medina Cas, S. and Peresa, I. (2016), “What makes a good ‘bad bank’? The Irish, Spanish and German experience”, European Commission Discussion Paper 036, September
- The Wall Street Journal(2016), “Bad debt piled in Italian banks looms as next crisis”, 4th July

¹ 詳細は以下の通りである。

	残高(a) (引当前、億ユーロ)		引当率(b) (%)		残高(c=(1-b)×a) (引当後、億ユーロ)		不良債権比率 (引当前、%)	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
貸出債権	19,900	20,170	8.8	9.3	18,149	18,294	-	-
うち不良債権	3,600	3,490	45.4	50.6	1,966	1,724	18.1	17.3
破綻債権	2,100	2,150	58.7	62.3	867	811	10.6	10.7
その他	1,500	1,340	26.7	31.8	1,100	914	7.5	6.6

(注) 不良債権の定義は、欧州銀行監督局(EBA)の統一基準に基づき、「元利金の支払が90日超遅延している債権、元利金の一部しか返済されない可能性の高い債権、破綻先への債権」。全て年末値。

(資料) イタリア中銀よりみずほ総合研究所作成

² 360億ユーロの内、約200億ユーロは、イタリアで資産規模第1位のユニクレディットに依る。決算資料などに基づく、ユニクレディットの不良債権や破綻債権に対する引当率はイタリア平均よりも高かった(不良債権の引当率：ユニクレディット62.9%、イタリア平均50.6%、破綻債権の引当率：ユニクレディット73.1%、イタリア平均62.3%)。売却による損失が少なく済むことから、同行は他行よりも不良債権の売却に前向きとなった可能性がある。

³ Banca D' Italia(2017)

⁴ 債権放棄も、銀行が不良債権を減らす手段の1つである。しかし、債権放棄に伴う損失は、売却に伴う損失よりも大きくなる。銀行が売却に消極的な中、損失がより大きい債権放棄に銀行が積極的とは考えにくく、本稿では検討しない。

⁵ Fell et al. (2016)は、不良債権の簿価と市場価格との乖離が40%程度であると試算した。

⁶ Wall Street Journal(2016)

⁷ 758億ユーロの算出は次の通りである。①破綻債権(2,150億ユーロ)については引当率が62.3%、市場価格が簿価の20%として、②破綻債権以外の不良債権(1,340億ユーロ)については引当率が31.8%、市場価格が簿価の40%とする。この場合の損失は、①破綻債権について381億ユーロ(=2,150-2,150×20%-2,150×62.3%)、②破綻債権以外の不良債権について377億ユーロ(=1,340-1,340×40%-1,340×31.8%)となり、合計758億ユーロとなる。

⁸ 詳細は不明だが、不良債権の売却で銀行の自己資本が毀損するため、銀行に株式を新たに発行させ、その株式をイタリア政府が引き受けるという内容だったようである。

⁹ 銀行が吸収不可能な損失とは、銀行を資本不足に陥らせ、その資本不足を銀行が自力(例えば新株発行など)で解消させられないほど甚大な損失である。

¹⁰ 2017年6月に清算されることが決まった2つの地方銀行(Veneto BancaとBanca Popolare di Vicenza)に関しても公的資金の活用が認められたが、BRRDの例外規定が適用されたわけではない。銀行としての存続が前提のモンテ・パスキと異なり、2つの地方銀行は金融システムで重要な役割を果たしていないと判断されて清算され、公的資金は清算過程で用いられる。

¹¹ エンリア議長の発言はEnria(2017)が出所だが、その内容はDe Groen(2017)が詳しい。

¹² ESA2010(欧州の国民経済計算体系)では、政府がAMCに出資を行うか、政府がAMCの債務に対して保証を行う場合、AMCは政府機関に分類される。政府機関であるAMCが市場価格を上回る価格で不良債権を購入することは、EU運営条約107条(1)項により禁止される。

¹³ イタリアの銀行に対するIFRS適用については、Institute of Chartered Accountants in England and Wales(2007)やCorbella, Florioa and Rossignoli(2013)が参考になる。

¹⁴ Heuer et al. (2017)。IFRSにおいて、貸出債権のオフバランス化が認められるかは、銀行がAMCに不良債権を売却したことによって、当該債権から得られる便益とリスクが全てAMCに移転されるかに依る。移転後、銀行が当該債権の元利金を受け取る権利を一切有さないため、便益はAMCに全て移転すると考えられる。一方、返還条項の存在のため、リスクが全て移転したかは、移転前後で銀行が被るリスクがどのように変化したかを踏まえて判断される必要があり、必ずしもオフバランス化が認められるとは限らないと考えられる。

¹⁵ Medina Cas and Peresa(2016)

¹⁶ EU運営条約107条(3b)項

¹⁷ Lehmann(2017)。アイルランドでは、公的資金を注入する条件として、政府が銀行に対して不良債権のバッドバンクへの売却を強制した。この結果、アイルランドなどでは政府財政が急激に悪化し、金融支援を要請することになった。スペインでは、EUからの金融支援の一環として、不良債権のバッドバンクへの売却が強制された。

¹⁸ Beynet(2017)は、EUのルールに柔軟性が導入されるべきと主張する。例えば、彼らは、AMCが実質経済価格を上回る価格で不良債権を購入することを認め、その条件として、政府は不良債権処理の迅速化に向けた構造改革を実施するなどのコンディショナリティを受け入れるべきと述べる。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実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内容は予告なしに変更されることもあります。