

平成 16 年 9 月 7 日

産業再生機構の評価と今後の事業再生市場の課題[†]

21 世紀政策研究所理事長
田中 直毅

1. はじめに

昨年 5 月に産業再生機構が業務を開始してから 1 年余が経過しました。産業再生機構法上、再生機構が債権の買取決定を行うことができるのは、来年 3 月末までとなっていることから、実質的に新たな案件を手がけることができる期間は残りわずかとなっています。本稿においては、再生機構がその設立の際に期待された役割をどの程度果たしてきたのかを私なりに評価するとともに、「再生機構後」における事業再生市場の課題について考えてみたいと思います。

2. 産業再生機構に期待された役割

再生機構は、デフレ等による経済の深刻な停滞や金融システム不安といった、いわば経済の非常事態の下で、金融と産業の一体的な再生を図ることを目指して設立されました。自由主義経済を標榜する日本において、公的機関が民間企業の「生き死に」の問題にまで介入するという振れ込みで、再生機構の構想は当初大きな驚きを持って受け止められるとともに、その一挙手一動に対しても大きな注目を集めてきた感があります。このような中で、再生機構に対しては様々な期待が抱かれましたが、私としては再生機構に期待される役割として、主に以下の事項を挙げていました。

(1) 日本企業の再生の基盤作り

まず一番目に期待された役割は、日本企業の再生の基盤づくりであります。失われた 10 年の間における日本企業の活力低下は大変著しいものでありましたが、日本企業が国際競争力を向上するためには、日本企業の再生の基盤づくりが不可欠の課題でありました。しかし、これまでの私的整理を中心とした債務過多企業に対する債務の免除による再生の下では、債務を一部とはいえ免除された企業が、債務に対して何とか金利の支払いを続けている企業に対して競争力が改善することから、安値受注の余地が生まれ、収益基盤の全般的な崩壊現象が起きるなどの新たな問題が発生しました。また、債務過多企業の存続を通じて経済的諸資源が固定化されてしまい、新たな用途に向けることが出来なくなっているのではないかの

[†] 本稿は、21 世紀政策研究所「不良債権の最終処理と 21 世紀初頭の日本の課題」（2001 年 7 月 6 日）、同「産業再生機構と日本経済の新課題」（2002 年 12 月 13 日）及び最近における拙著雑誌寄稿文の内容を、本シンポジウムのテーマ向けに編集・加筆したものである。

懸念がありました。

このような問題点に対し、再生機構のつくり方次第では抜本的な改革につなげることができのではないかと期待がありました。つまり、再生機構が厳格な企業価値評価を基に抜本的な事業再生を行えば、過剰能力の廃棄が促進され、固定的であった資源の割り付けに変化が生まれるのではないかと期待されました。また、再生機構の活動を通じて、従来における企業に着目した再生手法に代わって、個々の事業の収益性に着目した再生手法が定着すれば、既存の企業グループからの経済単位の切り出しを通じて経済の活性化に取り組むことができる可能性があるほか、さらにうまくいった場合には、店頭公開（IPO）を通じて、もう一度資本市場で活躍の場を得る企業が誕生するというケースも出てくるのではないかと期待がありました。

（2）銀行の不良債権処理の加速

二番目に期待された役割は、銀行の不良債権処理の加速です。2002年10月に策定された「金融再生プログラム」においては、2004年度末までに銀行の不良債権比率を半減する目標が掲げられましたが、再生機構によってこうした不良債権処理のスピードが加速することが期待されました。

再生機構のメカニズムにおいて特徴的であったのは、メインバンクの役割を残したことでありました。つまり、再生機構のスキームにおいては、準メイン以下の銀行の貸出債権を再生機構が買取り、メインバンクと相方としての再生機構の二者によって、債務過多企業の処理スピードを一挙に上げることを目指しています。この際、メインバンクと再生機構の意向のどちらが優先するのかというテーマが生じますが、債務過多企業の再生に当たり、再生機構を用いて行うかどうかを決めるのはあくまでもメインバンクであり、その処理スピードを上げるために準メイン以下の貸出債権を再生機構が買取るのだとされました。また、再生については目標年次がつけられることから、いわゆる先送りはあり得ないと考えられました。

一方、準メイン以下の金融機関に関しては、このようなスキームの下で本当に貸出債権を売却するのかという別個のテーマがありました。もちろんそれは値段次第ということになりますが、メインバンクが債務過多企業を位置付けたのと同じ企業価値評価を準メイン以下に適用するわけですから、準メイン以下の銀行の中には、引当不足が現実を生ずるところもあるものと考えられました。再生機構のスキームでは、準メイン以下の銀行にさらに引当を積増しさせた上で、その引当済みの債権を再生機構が買取ることになりますが、売却を拒否するなど、極めて非協力的な金融機関がでる可能性もあります。再生機構には、このような準メイン以下の金融機関に対する難しい説得を可能にするとの期待が持たれました。

（3）公正な損失処理

三番目に期待された役割は、すでに発生した損失の処理にあたって再生機構という仕組みを入れることによって、公正な処理に一步近づけることはできる可能性があることです。従

来の私的整理の下では、準メイン以下の銀行が債務過多企業に対する貸出債権の回収を急ぎ、メインバンクにすべてを押しつけるという「メイン寄せ」が起きていました。こうしたメイン寄せのなかで、準メイン行以下は返済期限がきたものについては全額返済を受けることができるわけですから、現在のメイン寄せを行っていれば、再生機構に無理に貸出債権を買い上げられる理由はないということになるでしょう。しかしこの点については、別の局面では自らがメインバンクとして、準メイン行以下からの押し付けを受けるという順繰り構造に思いを馳せれば、再生機構の関与の下、プロラタ原則を基本とすることをゲームのルールとすることが、不良債権処理の促進を図る上でも望ましいと考えられました。

また、再生機構が関与することにより、債務過多企業の株主に株主責任を取らせることが可能になると期待されました。債務過多企業に対する貸出債権を買取った再生機構は、個々の事業会社ごとにバランスシートを改めて点検することになります。これにより、既存の株主に責任を取らせた後、第三者割当てによる増資等の実施を含めて新しい再生の仕組みあるいは破綻処理の仕組みをとることになることから、株主責任を取らせるという規律の確立が成立することになります。

さらに、再生機構のスキームの下では、メインバンクの処理責任も明瞭に打ち出されると期待されました。メインバンク制度は、第二次世界大戦後のある時期から、日本の金融の基本的な特徴となりました。このようななかで、債権放棄の後の事業再生に際し、メインバンクに処理の責任を負わせるという考え方は正当なものといえるでしょう。すでに個々のメインバンクは、問題債権ごとにいわば野戦病院的展開をしています。執刀医も救急部隊も、この野戦病院に所属する形で配置され、処理や再建にあたっています。今回、これを改めて評価しなおした後、その他の貸出再建を再生機構に一本にまとめるわけですから、メインバンクの処理責任体制としてはきわめて終始一貫したものになるでしょう。このことは、損失の公正な処理という点において、メインバンクの責任を明瞭に規定することになると考えられます。

問題は損失負担がここで済むのかどうかです。再生機構は準メイン行以下の貸出債権を購入するにあたって、事業再生が可能なかどうか、一つひとつ点検を行うわけです。しかし、再生に取り組んでみたものの、実際には思ったほど再建の成果が上がらず、最終的に損失がかさむというケースもあり得ます。こうした損失を二次損失と呼び習わしていますが、これは再生機構の政府保証による調達資金の一部が回収できないという事態に相当します。この場合、政府が損失を引き受けざるを得ないということになります。しかし、この間一貫して、日本経済再生のために政府が責任を持って実施体制を作り上げてきていれば、結果として二次損失が生じたとしても、その時点における内閣は、国民に対して十分な説明責任を負った後、許しを乞うという過程に入ることができると考えられます。再生機構の設立により、その時の納税者が、こうした二次損失の発生をやむを得ないと受け取るだけの公正な処理ルールが形成されるのではないかと期待がありました。

以上のように、準メイン行以下にも責任を取らせる、メインバンクにももちろん責任を取

らせる、株主責任も当然だ、という一連の手続きが進むならば、円滑な処理を通じて日本経済を早く再離陸させるという目的追求の過程で生じた二次損失については、国民はこれを受け入れるものと思われます。公正な損失の処理手続きについて再生機構に期待が集まったのはこの故です。

(4) 公的部門における債務過多問題への対応

四番目に期待された役割は、第3セクターや病院、学校のように、政府の関与が強かった分野における債務過多の問題の処理に関する仕組み作りをすることです。第三セクターは、各自治体がそれぞれの行政目的を達成するために、自治体本体ではなくいわば腕の部分に民間との共同出資で法人形態としてつくった事業会社です。その際、正確な需要見通しをつくるという手順が取られなかったり、一時の過大な期待に沿って採算無視の施設を作ったりしたため、こうした第三セクターに融資を行った金融機関も、もはや返済を期待できないという状況に追い込まれています。自治体が深く関与するため、破綻処理の法的な手続きに入れないケースも多々ありますが、今回の不良債権処理加速の全体枠組みのなかにおいては、第三セクターの損失処理を無視することはあり得ないことでありました。

再生機構に対しては、こうした第三セクターの破綻処理のなかにおいて、自治体にも明瞭な負担を負わせる等、必要な措置を講じた上で、新しいスポンサー企業を見出し、そのスポンサー企業が持つ経営能力やネットワークにくっつける形で問題の処理を行うことが期待されました。再生機構の関与とスポンサー企業の登場によって、従来固定し活用の余地がなかったものに新たな息吹が期待できることから、自治体にとっても長い目でみればプラスになるという説得を行うことが可能でしょう。また、再生機構による一連の手続きを通じ、これまでの「政府」の関与がいかに安易なものであったかが明らかになり、こうした曖昧な第三セクター方式による「政府」関与がもはや導入されてはならないという教訓を得ることができたものと思われます。

また、金融機関からの融資に関する返済遅延という面において、この数年、私立学校や病院に対する不良債権も多く見受けられるようになりました。これは返済が滞っているからといって、金融機関が破綻処理に直接手を出すことは憚られるし、安易な破綻処理は社会的にも望ましくないという案件です。学校については生徒が、病院については患者が現実にいるわけですから、継続的なサービス提供やその代替を前提としつつ、新しいスポンサーをどうやって導入するかという課題があります。

学校や病院については、これまで文部科学省や厚生労働省が一定の基準をつくり、病院についての「地域医療計画」のように社会的にある種の供給計画を立てるなど、政府がその建設や制限にコミットしてきました。このため、これら事業体の破綻処理を行い、新たなスポンサーを登場させることを通じて持続性のあるサービス提供を行うためには、第三セクターの場合と同様、過去の債務や損失についての明確な処理方式の導入が必要となるでしょう。再生機構は、こうした分野における処理方式について全般的な枠組みを作るとともに、新た

な基準を持ち込むと期待されました。

(5) 私的自治の尊重とマーケット・メイク

五番目に期待された役割は、再生機構がその活動を行うに当たり、私的自治を尊重するとともに、マーケット・メイクを行うことに力点をおくことにありました。再生機構が手掛ける案件については、債権のマーケットへの切出しを次々に行うことによって、そのマーケット作りを行うことを重要なテーマとするべきでありました。いったん金融機関から買取った貸出債権を新たな仕組みの中で再生してマーケットに切出していくという行為は、マーケットの厚みを作り出し、マーケットにおいて価格の発見をさせることにほかなりません。金融機関の保有する貸出債権について、ディスカウント・キャッシュフロー（割引現在価値）を前提とした値付けを導入しようという機運が広がったのは、マーケット・メイクをしなければ、不良債権処理さえも簡単にはいかないという認識が形成されたからです。

一方、不良債権処理に当たっては、民間の事業再生ファンドもこれまで役割を果たすべく努力してきました。再生機構は政府のお声がかりのゆえに大きな所帯で登場しましたが、民間の事業再生ファンドとは、マーケットへの切出しを通じて協調関係を築くことが極めて重要であるといえます。不良債権処理と事業再生のための臨時の仕組みとして登場した再生機構は、マーケットへの切出しを通じてマーケット・メイクを行い、自らの退出路を作りこんでいくのだという原則の確立が極めて重要といえます。

3. 産業再生機構の活動実績の評価

再生機構が設立されるに当たっての私の期待は以上のようなものでしたが、これらの諸事項に照らして、その後の再生機構の活動実績はどのように評価できるのでしょうか。

まず第一に、これまで再生機構が手掛けた案件の再生を通じて、日本における不良債権処理や産業の再生にどれほどの効果があったのかということを問わざるを得ないと思います。再生機構は、現時点において23件の案件について支援決定を行っていますが、これは債権買取り等のために10兆円の政府保証資金枠を与えられ、政府により多大なコストと労力を投じて設立された組織としては、不十分な実績といわざるを得ないでしょう。また、支援先企業を見ても、一部の企業を除けば比較的規模の小さな案件がほとんどであります。従って、少なくともこれまでの再生機構の活動実績によれば、マクロ的な不良債権処理や産業再生に与えるインパクトは極めて限定的なものとならざるを得ないと考えられます。

第二に、前述の支援案件が少ないという評価とは相反するかもしれませんが、再生機構のこれまでの活動が、「私的自治の尊重」という原則との関係において、どのように評価されるかということを問わねばならないでしょう。再生機構が事業再生を手掛けるのは、基本的には「市場の失敗」の存在により民間同士での解決が困難である場合に限定されるべきであります。これまで再生機構の手掛けた案件を見ると、民間だけでもできる案件にも手を広げてしまっている例があるようにも見受けられます。この問題を考える上での恰好の事例とな

るのは、世間的にも大きな注目を集めたカネボウへの支援の是非でしょう。これについてはすでに多くの議論が行われていることから、本稿においてあえてそれを再論することはいたしません。仮に民間同士でのディールが成立しかけていたにも関わらず、再生機構が存在するが故に、カネボウの経営陣の甘えを生んだという側面があったとしたならば、大きな問題があるということのみを指摘したいと思います。

第三に、再生機構の活動を通じて、今後の事業再生市場の発展につながるような貢献を十分なし得たのかという問題があります。再生機構には、民間ではできない難しい案件に対して果敢に取組むとともに、徹底した事業内容の分析と抜本的な事業の再構築を通じて、真の事業再生のモデルを提示し、それを通じて今後の事業再生市場の発展に寄与するという役割も期待されました。再生機構という大がかりな仕掛けをもってしても、日本における再生が必要なすべての企業を支援することはおよそ不可能でありますから、再生の手本を示すことを通じて民間の自律的な取組みを引出すという考え方自体は説得的であるといえるでしょう。

確かに、これまで再生機構が策定した事業再生計画の内容は、これまで銀行が中心となって策定した問題先送りの計画と比べ、資産価値や事業性の評価、事業再構築の内容といった面ではるかに徹底しているといえます。また、民事再生手続きと機構法の手続きを併用し、取引先の営業債権を保護することを通じて事業価値の毀損を防いだマツヤデンキのケースは、私的再生と法的再生のあり方を巡る議論に一石を投じたと考えられるほか、再生機構であるからこそ可能となったプロラタ方式による債権放棄、公的金融機関等からの債権放棄の取付け等の慣行は、今後の事業再生市場のあり方を考える上で、重要な事例を提供するものと思われます。さらに、再生機構において事業再生に取組む専門家及びその予備軍にレベルの高い事業再生の経験を積ませることにより、手薄であるとの指摘のあった事業再生専門家の育成にも貢献しているといえるでしょう。

しかし、やはり再生機構が手掛ける案件の数や規模が限られているなかには、以上のような面での貢献も限定的にならざるを得ないと思われます。再生機構が、様々な業種・規模の案件に取組む機会が多いほど、事業再生のモデルや今後の課題について有益な情報をもたらすことになり、経験の蓄積による人材育成面での貢献も大きくなるものと考えられます。また、これまで再生機構が手掛けた案件のなかには当初期待された第三セクターや病院、学校等が含まれておらず、政府の関与が強かった分野における債務過多の問題への処方箋も描ききれていないといえます。さらに、再生機構が手掛けた案件を切り出していくことを通じてマーケット・メークを行うという課題がありましたが、案件の数・規模ともに限られているなかでは、ディール・ソースとしても大きな期待をすることができないといえるでしょう。

申請主義に基づく再生機構は、銀行と事業者の申込みがあって初めて案件に着手することになりますが、これまでの再三の利用勧奨にも関わらず案件数が低調に止まっているのは、再生機構の構想が打ち出された時点から大きく経済環境が好転したほか、民間における事業再生への取組みが大きく強化されたことにより、再生機構を活用する必要性がなくなりつつ

あることの反映であるといえるでしょう。今後、再生機構の活用が焦点となるのは、一部メガバンクが抱える大口融資先問題債権と地銀案件の処理に絞られてくると考えられます。これらの処理に再生機構を使うかどうかは銀行と事業者次第ではありますが、特に不良債権処理で遅れをとった一部メガバンクについては、今年度末までに不良債権比率半減目標を達成するためには、非メイン行との調整までを含めて考えれば、再生機構の世話にならないわけにはいかないでしょう。従って、銀行と事業者から支援要請があった後、十分なスピード感を持って再生可能性の評価や抜本的な事業再生計画の策定を行えるか否かに、再生機構の真価がかかっているといえるでしょう。

4. 事業再生市場の今後の課題

以上のように、再生機構の実績は現在までのところ、当初の期待と比べて限定的なものに留まっているとの評価を下さざるを得ません。しかし、再生機構の債権の買取決定期限は来年3月末までとなっており、「再生機構後」においてどのような枠組みの下で不良債権処理や事業再生を行っていくのかを構想することは非常に重要なことです。一部大型案件の再生処理や地方銀行の不良債権処理が課題として残っていることから、来年にかけて再生機構の買取期限を延長すべきといった議論が出てくることも予想されますが、先に述べた「私的自治の尊重」の原則や公的機関の廃止・民営化の流れを尊重すれば、今後、不良債権処理や事業再生はあくまでも民間ベースで行うべきであり、安易に再生機構の買取期限を延長することはあってはならないと考えます。

それでは、民間ベースで不良債権処理や事業再生を円滑に行っていくためにはどのような課題があるのか、以下簡単にまとめてみましょう。

(1) 事業再生に適用される原則の確立

まず、第一の課題は、債権放棄等を通じて事業再生が実施に移される場合、一体いかなる原則が適用されるべきかという問題です。不良債権の最終処理に、法的整理と私的整理、そして貸出債権の市場への売却という3つの手段があることは広く知られています。法的整理は、裁判所を通じて債権者を一律に取扱うという点において公平性が極めて高いという特長があります。ただし、会社更生法にしろ、民事再生法にしろ、法的整理に入った場合に、それまで生きていた企業の暖簾（フランチャイズ・バリュー）が損なわれ、結局のところ会社更生や再建が必ずしも円滑に行かないのではないかというテーマが存在します。

例えば、大手流通企業をとってみても、一旦法的整理の枠組みに入ってから会社の更生計画、再建計画が立てられた場合においても、売上の回復は難しいという状況が起きています。これは、法的整理を通じて取引先企業からの商品等の納入が滞るとともに、フランチャイズ・バリューが損なわれ、顧客のうちかなりの部分が戻ってこない、あるいはサービスに対して従来のような価格を支払ってもらえないという問題が起きていることを意味します。そこで、できれば私的整理により、取引先の営業債権を保護しつつ、金融機関の貸出債権

の一部放棄を通じて、事業の再生を図れないのかというテーマが登場することになります。が、中立・公正な調整者が存在しないなかで債権放棄の負担割合について全ての金融債権者の合意を取り付けることは事実上不可能に近く、いわゆるメイン寄せが行われる原因となってきました。再生機構に期待された役割として、まさにこのような問題に対処することがあったことは先に述べた通りですが、「再生機構後」においては、法的整理や私的整理のあり方の見直しを通じ、企業のフランチャイズ・バリューの毀損をできるだけ小さくしつつ、事業の再生が進むような原則を確立することが必要になるものと思われます。

このように、債権者にとっては貸出先企業のフランチャイズ・バリューの維持が重要な目標となりますが、これに対して清算を対置すべきだとの立場をとるのが債務過多会社の競争相手である同業他社であります。法的整理であれ私的整理であれ、債務の一部免除を通じて企業再建の道筋が立ってくると、同業他社に副作用を及ぼすことになります。債務の一部免除を通じてフットワークが改善した再建の対象企業が、価格や受注単価を下げることを通じて、そのような債務免除を受けていない他の企業にとっての競争条件を悪化させるという問題であります。大正末から昭和初年にかけて行われた「財界整理」は、供給能力の過剰に対しては、過剰能力の整理を通じて正当な利潤率が回復しなければ経済の蘇生局面を創造することは難しいとの考え方に基づいて行われたものであります。70 年以上前に一見類似した状況が再度登場しているといえます。したがって、事業再生のための原則の確立とあわせて、再生されるべき事業と廃棄されるべき事業の基準や、廃棄のためのシステムについて、具体的に議論を行うべきであると考えます。

(2) プレーヤーの育成

第2の課題は、事業再生に取り組むプレーヤーの育成を通じた事業再生市場の活性化です。再生機構は、直接手がけた案件こそ限定的なものに留まっていますが、再生機構が提案されたときから、事業再生が一部の専門家だけのテーマから国民的なテーマへと変化したという効果はあったのではないかと思います。また、再生機構の設立が呼び水となって、これまで十分に発達していないといわれていた日本の事業再生マーケットにおいても、大手行から地銀、証券会社にいたるまで事業再生に本腰を入れ始めてきており、また最近ではこれを単なる不良債権の処理ということではなく、新たなビジネスチャンスとして積極的に捉える見方が広がってきています。私はこのようななかでも、特に金融と事業の両セクターの結び目の部分の新しい担い手として、事業再生のための投資ファンドやファンドマネージャーの役割が重要であると考えています。日本のサプライサイドには、21 世紀に想定される需要との間に、残念ながら大きなズレを持ったままの分野が多く、日本資本主義には明瞭な修復作業が求められますが、このような新たな担い手より、社会的費用を抑制しつつ、市場メカニズムの立て直しを図ることが求められます。

投資ファンドの基本的な機能は、サプライサイドと機関投資家との縁結びとともに、仲介のみならず自らも投資家としての役割を保持しつつ、実際の企業経営に参入することに

あります。資金配分に当たり受託者責任を負うのみならず、共同出資者として出資先の経営に具体的に参加するという特徴があります。機関投資家は投資合理性についての一般的な判断のみならず、こうした組織者としての能力を評価したのち、案件を選ぶことになります。手掛ける案件が決まると、再生機構におけるアプローチと同様、銀行など債権者団に対し、能動的な債権カットなどを含む金融支援を要請するとともに、キャッシュフローの改善のため、「選択と集中」を通じた事業ポートフォリオの再構築を行う。さらに投入する新経営陣に対しては、権限や責任を集中するとともに、意欲を引き出すための誘引の設計という仕掛けを用意する。今後の事業再生市場においては、以上のような投資ファンドという新しい金融機能が事業会社の再生との関連において発見され、かつ再定義されることとなるでしょう。このようななかでは、資金余剰という資金のかたまりからではなく、事業会社の再生との関連で投資資金需要を吟味するというまったく逆方向からの秩序付けが決定的に重要となります。そのような意味においても、今後、民間においてさらに事業再生ファンドの組成が進み、再生機構が果たすと期待されていた機能を代替していくことが望まれます。

また、事業再生を円滑に行うためには、事業会社における経営者の力量発揮もまた不可欠であります。一般に、事業再生は債務の一部免除等による財務リストラと、事業の立て直しを図るビジネスリストラからなるとされますが、最近の事業再生の事例においては、財務リストラを行っても、事業の建て直しを図る再生請負人（ターンアラウンド・マネージャー）が不足していることから、ビジネスリストラの面でうまくいかないことが多いようです。いまから 30 年以上前のことになりますが、日本にも会社更生法適用会社に対して管財人として臨んだ早川種三、大山梅雄のような練達な再建請負人が存在しましたが、このような人材こそがいまや多数必要とされています。フランチャイズ・バリューの毀損をできるだけ小さくしつつ、新しい経営資源の投入を通じて、サプライサイドを再編する仕組みづくりこそが経営者の力量発揮の場であります。これまでとかく、日本の企業経営者は組織内適応に重点を置いた人材教育に傾斜していた面がありますが、これからはマーケットを通じて経営の諸資源を結びつけ直し、状況に対して、また顧客に対して、新たな挑戦体制をつくり上げることが重要であります。その意味では、紛争処理のためにも、新しい付加価値創造のためにも、事業再生のための経営者市場の育成こそが重要であります。事業再生実務家協会などの民間団体における事業再生専門家育成のための活動が、そのための触媒として十分に機能することが期待されます。

(3) 政府による環境整備

第 3 の課題は、民間ベースによる不良債権処理や事業再生を促進するため、政府はどのような環境を整備すべきかという問題です。再生機構は、私的整理の中でメイン寄せ等の問題から不良債権処理が進まないという「市場の失敗」を補完するために作られたものでありますが、このような措置はあくまでも経済の深刻な停滞や金融システム危機といっ

た非常時のみに許容される措置であり、今後、政府の役割は、民間ベースの活動を側面からサポートすることに限定されるべきであります。そのような条件の下で、今後、政府がなすべきこととして、前述の法的整理と私的整理のあり方の見直しの問題に加え、以下の点を指摘したいと思います。

まず、リスクマネーを呼び込むための新しいチャネルを資本市場につくることを考えるべきであります。今日の日本においては、entrepreneurship を持っている人と金融資産保有者との間には、あまりにも大きな乖離があることから、少しでもこの二つの乖離に対して橋をかける必要がありますが、そのためには、投資家の資金がリスクとリターンのプロファイルのなかで、十分な計算ののちに自らのリスク負担で選べることでできる仕組みをつくる必要があります。それには資産担保付証券（ABS）市場づくりが先行しなければなりません。ABSを巡る市場がより厚みのあるものになれば、リスクとリターンのプロファイルの見極めは、投資家にとってより明瞭なものになります。市場づくりを戦略的に考えれば、住宅金融公庫の貸出資産約 67 兆円をモーゲージ（住宅抵当証券）として組成し直すことが重要なきっかけとなると考えられます。こうした標準化に際しては、米国の Fannie Mae（連邦抵当金庫[FNMA]発行証券）が参考になります。こうした新しい主要銘柄が登場するならば、金融機関の貸出債権の売却市場づくりにも大きな力となるでしょう。こうした市場条件の整備を急ぐ上で官業の民営化、経済的規制の撤廃、そして競争秩序の確立を通じて、サプライサイドの活性化の具体案を一つひとつ練り上げていく必要があります。そして、このような条件が整えられるなかで、個々の投資家が自己の計算に基づいて問題に対する自分なりの解答を見出せるようになるとともに、金融機関が貸出債権の流動化を通じて最適ポートフォリオを実現することができるようになるものと考えられます。また、事業再生市場を活性化するためには、市場に流通する再生銘柄の債権や株式が増加することが有効であると考えられます。再生機構は、手掛けた案件を積極的に市場に還流することにより、このような目標の実現に少しでも貢献すべきでしょう。

以上に加え、今後の事業再生市場を活性化するためには、投資ファンド等が活動しやすい環境を整備する必要があります。これまで事業再生に関わる投資ファンドは、経済メカニズムに無理解な強硬な組合が存在する企業に加え、経済的規制や行政介入が支配的であった業種への関与を忌避してきました。これは、キャッシュフロー拡大のための事業の再構築を行うに際して、監督官庁からの許認可の存在が障害となるほか、訓練されたマネージャーの内部からの登用が難しく、経営刷新への期待感が内部において磨耗しているケースが多いからです。再生機構が手掛けた九州産業交通のケースでは、地方公共団体の協力を取り付け、許認可が絡む地域の一般路線バス網の改編につなげることに成功しましたが、民間ベースの案件においてもこのような柔軟な措置が認められるべきでしょう。今後、不良債権の処理が本格化すると考えられる地方の案件においては、地方公共団体等の関与が大きい案件が多いと考えられることから、これは切実な課題であると考えられます。

また、日本の企業のなかには、公的金融機関から多額の融資を受けているものがかなり存

在しますが、債務過多状態を解消するために公的金融機関による債務免除が必要であるにも関わらず、一般にこれに応じることは少ないことから、事業再生が進まないといったケースがかなり見受けられます。公的金融機関が債務免除を行えば、国民負担につながる可能性もあることから、安易な債務免除が戒められるべきであることは当然であります。どのようなケースでもこれを認めないという頑な対応をとった場合、結果として債務免除を行った場合以上の損失を被る可能性があるほか、事業再生の着手が遅れることによる結果として、国民経済全体として負担するコストがかえって拡大することもあると考えられます。再生機構のスキームにおいては、公的金融機関も債務免除その他必要な協力を行うこととされていますが、今後は民間同士の案件においても、一定の要件と手続きの下で、同様の措置が取られるべきであるでしょう。また、以上に加え、法的整理と私的整理の案件で税務上の違いをなくすことや債権の貸倒損失引当や評価損に関し税務上の損金参入を幅広く認めること等、早期事業再生を促進するための税務面での支援も不可欠になるものと考えられます。

以上のように、今後の事業再生市場における主役はあくまでも民間のプレーヤーであります。民間主体の活動を活性化するためにも、政府の支援環境作りはきわめて重要であるといわねばなりません。市場におけるこうした要請に対し柔軟な措置が講じられなければ、今後、事業再生を通じて日本経済の新陳代謝を図っていくことは難しいといわねばならないでしょう。

以上