

企業再生、不良債権処理をめぐる 政府の関与と限界



いしくる・のりひこ

1957年生まれ。80年東京大学法学部卒業後、通産省入省。85年スタンフォード大学客員研究員、92年大臣官房総務課課長補佐、94年機械情報産業局情報政策企画室長等を経て、2001年より現職。中長期の産業ビジョンの立案、産業活力再生特別措置法等を担当。著書は「日本の競争優位とは何か」「新・所得倍増論」等。



かわしま・たかあき

1952年生まれ。76年慶應義塾大学法学部修了。同年株式会社日本興業銀行入行。79年ノースウェスタン大学経営学修士取得。99年興銀証券株式会社執行役員就任。2001年シュローダー・ベンチャーズ株式会社（現株式会社MKSパートナーズ）入社。2002年現職に至る。



Dr. Paul Sheard

1954年生まれ。リーマン・ブラザーズ証券会社東京支店経済調査部マネージング・ディレクター、チーフエコノミスト。オーストラリア国立大学にて博士号取得。スタンフォード大学、日銀金融研究所、大阪大学等に在籍。経済審議会部会委員等歴任。著書は「メインバンク資本主義の危機」「企業メガ再編」等。

石黒憲彦
経済産業省経済産業政策局産業構造課長

川島隆明
株式会社MKSパートナーズ代表取締役
マネージングパートナー

ポール・シェアード
リーマン・ブラザーズ証券チーフエコノミスト

政府は2002年10月末、銀行の不良債権処理の加速や、企業再生の受け皿となる産業再生機構の創設などを内容とする総合デフレ対策を決定した。ただ、政策の肉付けはこれからで、効果も不透明だ。経済産業省産業構造課長の石黒憲彦氏、MKSパートナーズ代表の川島隆明氏、リーマン・ブラザーズ証券チーフエコノミストのポール・シェアード氏の3氏が不良債権処理とその裏側にある産業再生の問題について話し合った。

工藤 まず、今の不良債権処理のスキームや考え方に対する評価から、議論を始めたいと思います。シェアードさん、いかがですか。

シェアード 皮肉なことに、前の柳沢金融担当大臣時代と比べて、むしろ後退していると言えなくもない。不良債権問題は2～3年以内の最終処理というところから始まって、去年の8月、金融庁から諮問会議にシナリオを出した。そこで2004年度までの正常化という概念が出てきた。正常化とは何かと小泉首相が国会で聞かれた時に、首相は不良債権の比率を3%台後半から4%

ぐらいまで引き下げることだと説明していました。

しかし、竹中プランでは、不良債権の比率を2004年度までに現在の半分ぐらいにすると断言しています。大手銀行で直近の数字は不良債権比率8.7%。その半分は4.3%ぐらいです。3%台後半から4%ぐらいから一歩後退しているということです。

2点目は、政府が銀行の大口預金を保護するのはいけない政策だということです。保護しなくてもいい環境をつくるのが政府の責務。その点でいえば、ペイオフの延期は、構造改革をやらないという敗北宣言

にほかならない。それから決済預金という話が出てきて、これは保護するとなっている。ペイオフを2年延期するのは、その2年間に不良債権問題を断固として解決するというのであれば、仕方のない政策ですが、危険なのは、マーケットのプレッシャーを弱めることによって、処理のプロセスそのものを遅れさせることです。柳沢さんの時は、ペイオフ延期まで5ヵ月、竹中さんは2年間、どちらがいいのか。私の判断では、柳沢さんの方がいい。

3点目は、税効果会計とかいろんな話が出てきましたが、要は政府が公的資金を投入する意思があるかないかの一言に尽きます。それが、いまだにあいまいになっている。不良債権問題を本当に解決するのであれば、十分条件ではないが、必要条件は政府の公的資金の導入です。この政治的な意思表明、決定がなければ、どんなスキームが出てきても評価できません。危機の恐れがあれば公的資金を投入するという意思表明を依然として行っていますが、これは預金保険法102条のくだりを読んでいるだけです。

川島 竹中案では、資本算定のルールを変更して銀行を国有化してしまう、ということ当面ねらったようにも思えます。しかし、これは出口の話であって、入り口のところは不良債権の抜本的な処理をすることだったと思います。そうすれば銀行は、不良債権を売却し、引き当てを積みざるを得ない。そうすると資本不足に陥って国有化が起きる。論理展開からいえば、それが必然の流れであると思います。それ

が最初に出てきて、反発の中で後退するという形を取った。公的資金は確かに必要だと私も思いますが、政府はその判断がなかなかできない。

シェアード ミクロとしての不良債権問題を解決するのに、概念上は市場規律の活用と政府介入の強化という、二つのことが必要だと思います。これはお互い矛盾し合っているから、問題がこじれる。政府部門から金融システムを通じて家計部門に対する損失補てんをする。これが大口預金者保護の裏側にある結果ですが、ペイオフの実施は市場原理を正常化することを意味するわけですから、1つの原理としてまずやるべきだと、私は考えています。

ペイオフを延期するといろんな弊害が出てくる。公的資金の投入はペイオフをやるための代償であり、それはまず決断しないといけない。ただ、公的資金の導入は政府の介入に当たるわけで、投入にあたっては、将来何を狙っているのかという戦略を持たないといけません。

日本固有のシステムの良いところを生かしながら、もっと市場原理が働くようなシステムに持っていく。これは金融ビッグバンの精神にのっとって政策運営をやるということです。そのためには、公的資金を導入した後にマーケットの規律も上がる形に持っていけないといけません。不良債権を徹底的に情報開示させて、ルールの下に引き当てをしてもらって、そこで資本がなくなれば、一時的に国有化するのは筋が通っている話ですが、実際問題として、国有化した後に何をやるのかを説明しないと、極

端な場合、第二の財投ができるかもしれない。ですから、私は本来、国有化というのはあまり好きではありません。

川島 私もそう思います。

シェアード 公的資金をどういうふうに入れればいいのか。これには2つの方法があります。1つはいわゆる整理回収機構（RCC）方式で、例えば実質簿価、実は銀行にとって得する値段で買い取る。これは預金者保護のための措置です。それをやった後にすぐ時価で売って、マーケットに戻す。同じ売り手に、また低い値段で売り戻すことになるかもしれませんが、いろいろな問題が解決できる。ただ、政府がここで大きな損失を被るわけです。ここで公的負担が生じる。この場合、政府保証債を発行してそれを日銀がかなりの部分を買取る。こういうスキームも考えられます。

もう1つは、国有化しなくても銀行のバランスシート（貸借対照表）を立て直す方法がないのか。極端な場合は、政府がカネを贈与というような形で、負債サイドから補てんする。1回きりの政策投資ですが、それとセットで完全なペイオフを実施します。

国民負担の議論避けられず

工藤 それでは、銀行の救済色があまりにも強いとの反発も出るかもしれません。川島さんが言われたように、これから特別検査とか考査をぎりぎりやりながら、引き当てを積みせてという流れではいけないのですか。

シェアード 自己資本が不足しているかどうかの議論が、これまでも続いたわけです。しかし、銀行の自己資本が不足している一番の証拠は、政府がペイオフを延期していることです。銀行が自分の資本で大口預金を保護できないから政府がやっている。政府が保護しなくてもいいような状況をつくるべきで、その見返りとして、公的資金を導入する。恐らくこういう概念は竹中プランの中には入っていません。

川島 私は不良債権処理には2つ大きな問題があると思います。まず、バブルの後処理としての不良債権処理。それから、戦後の高度成長と恒常的なインフレから安定成長とデフレに変わってしまったわけですが、この社会システムの変更に対して、どのようにシステムを変えていくか。その2つの問題が混乱したまま議論していることが最大の問題だと思うんです。

不良債権処理に焦点が当たること自体は、それなりに評価していいと思いますが、最も抜け落ちているのは、シェアードさんが言うように、負担をどうするかということだと思います。RCCになかなか物が出てこない、上がってこない。それで実質簿価というような議論が出てきたわけですけど、今度はRCCから実際に市場に売らなくてはいけない。その売却損、すなわち差額の負担をどうするのかです。

国民負担を議論しないで仕組みをつくると、そこで役割を与えられた人は、自分が損失を出して国民負担をつくったというのは嫌だということで、できるだけやりたくない。実際に産業再生機構の議論では、国

民の負担を最小限にするという視点が出ています。しかしそれでおさまるとは、私は思えない。

シェアード 例えば実質簿価で買い取って、証券化するなり売りさばくなりする案を支持するなら、政府がこれは銀行救済だ、公的資金を投入するんだという明確な意思の上に立った話でないと、スキームはワークしないと私は思います。これは2次的なロスで R C C や産業再生機構が被るためのスキームでもあるからです。それを最初から目的にせず、2次的なロスを出せないとなると、不良債権の倉庫に化けるしかないわけです。

川島 1998年の公的資金導入の時も、同じ議論があったわけです。銀行は社会の金融システムであって、救済するのは銀行に勤めている人でも銀行の経営者でもなく、そのシステムなんだということが、政治的なメッセージとして日本ではなかなか伝わりにくい。

シェアード 伝えていないのが問題です。

川島 私は、2次損失を国民負担だと表明するやり方、そのためのガラス張りの機構をつくることのほうが、銀行に必要な資金を注入することよりもわかりやすいのではないかと考えています。銀行は悪者である、経営責任は当然問うと、一生懸命言われていますが、銀行の経営者はこれまで随分代わっても、同じ思想、同じ発想で経営している。では、全く別のところから経営者を連れてきて、日本の金融という精密な社会システムを守れるかどうか。私はそれほど単純ではないと思っています。

シェアード ある銀行を経営する場合にどのような人間がふさわしいのか、金融庁や評論家はそれを判断できません。情報も、経営者を選ぶインセンティブも持っていない。ですから抽象論的にいえば、マーケットに任せるべきですよ。

ただ、それは金融機関のガバナンス（統治）が健全に動いていることが前提です。今はそうではない。預金全体の3割に当たる150兆円の大口要求払い預金があって、本来ならこのおカネは逃げるかもしれないという緊張感があってしかるべきなのに、それが無い。全部で10兆円ぐらいの公的資金が株主資本として銀行に入っているが、国は株主として物が言えない。働くべき金融機関のガバナンスが、今は働いていない。

銀行国有化をどう考えるか

工藤 しかし、今の状況だと銀行の国有化はいずれ避けられないと思います。既に銀行に投入した8兆円の優先株は、理論的には半分程度が毀損しているわけで、実質的には国民がロスを負担しているわけです。優先株を普通株に転換し、更に普通株を投入することは銀行のロスを国民が負担することになり、その裏側で一部の銀行が国有化となるわけですが。

シェアード 国有化にも2つの形があると思います。1つは不良債権処理を促す形で、現在の株主資本をゼロにする。長銀方式あるいは拓銀方式。これは預金保険機構の金融危機対応の枠組みの中でできる。もう1つの国有化は、追加の資本注入。これは既

存の株主の希薄化につながります。一応、マーケットの仕組みの中で国が株主になるわけです。前者のように全部国有化してしまえば、第2の財投ができてよくない。後者のように国が株主として参加して物を言う。これならある程度いいと私は思います。

ただ、国は永遠に株を持ち続けてはいけないわけです。後者の部分的な国有化は何が目的なのかを、まず考えないといけません。不良債権の最終処理が早く進むように、その償却原資を株主として提供する。入れたおカネはすぐ償却する、その後、国がまだ株を持っている場合、早く市場に売り戻す。重要な視点は、売り戻す過程でどのように金融機関のガバナンスを改善の方向に持っていくのかということなんです。

税効果が一時大変な議論になりましたが、これは銀行が過少資本ではないというフィクションをぶち壊すための戦略だったと思います。銀行が十分な資本を持っているというフィクションです。ただルールの変更だと皆さんはおっしゃるが、ペイオフの延期だってルールの変更ですよ。

川島 国有化の問題は、金融の安定性のために資本が必要で、今の銀行は過少資本ということを見ると、そうした結果になる可能性はあります。しかし、金融関係者に言わせると、既に公的資金が入っている今の状況も十分、国有化という認識があるわけです。検査官が常駐し、中心企業の融資などについては経済実体を無視して注文をつけているわけです。こうした状況をいつかは変えないと、銀行の自立はありません。今度、公的資金ということになっても、

その時には期限を区切ってやるべきです。ただ私は、政府は銀行の経営をできないし、短期間でも無理だと思っています。

私は興銀に長いこといましたが、私の先輩は、興銀は取引先をつぶさないと言った。シニアレンダー（担保をとる貸し手）でありながら、これは事業リスクをとっていたということなんです。高度成長時代に興銀みたいな銀行が長期設備資金を供給して、少ない利ざやでエクイティー（自己資本）の役割を果たした。どうして小さい利ざやでよかったかということ、銀行と株式の持ち合いをすることによって、その株が高度成長で非常に価値が上がったわけです。80年代のバブルの頃に、B I S（国際決済銀行）が、日本の銀行は持ち合っている株の一部をティア1（中核的な自己資本）に算入してよろしいと国際的にまで認められたわけです。これが日本の事業金融のモデルだった。

つまり高度成長モデルではエクイティーに代わるものを銀行が提供してきた。そのモデルが変わったのに、だれがエクイティーを供給するのかという基本的な仕組みができていない。銀行がそれをやらないのなら、シニアレンダーでしかないという新しい仕組みに変えないと、金融業は変わらないと思います。

不良債権処理は日本経済の特効薬か

石黒 私は産業活力再生法の改正を担当していますので、言いづらいのですが(笑)、ミクロの問題とマクロの問題は、切り離し

てきちんと議論しなければいけないと思っています。不良債権処理は、必ずやらなくてはいけない構造問題だと思っていて、産業活力再生の問題が裏腹になっています。中長期の話として、日本の産業活力とか供給構造の生産性をどう上げていくかというテーマとしては、必ずやらなくてはならない。

けれども、不良債権処理の議論は何だったのかを考えると、株価が下がったのが1つの原因です。なぜ株価が下がるのか。その理由は金融不安であり、金融不安を起しているものは不良債権である。従って、不良債権処理をしなければ日本経済が回復しないというテーゼがあったように思います。そこからすべての議論が出発していることに、ものすごく違和感がある。私自身は、不良債権処理をしたからといって日本経済がよくなるとは思っていません。

これは構造問題なので、一定の年数をかけてやるべき話である。むしろ今すべきことは、マクロ的な経済環境をどうするか。都市再生であるとか、財政政策の出し方はあると思いますし、金融政策も日銀の銀行保有株の買い取りで終わっているのではなく、まだあると思います。不良債権処理が日本経済回復の特効薬であるというテーゼからスタートしているところに、ものすごく違和感があります。

2つ目に、現実問題として、国が「おい、こら」と言ってやれるのは、簡単に言えば刑事事件の犯人だけだと思うんですよ。その前提がある中で、ルールをいきなり変え

るといったドラスティックなパッケージが出された。制度論についての実現可能性を無視した議論が行われてしまったのではないか。そこら辺が逆に、構造問題の重要さと難しさを変にあいまいにしまって、いわゆる抵抗勢力対改革派みたいなテーマでマスメディアの議論が流れている。これが私には2つ目の違和感だったんですね。

いきなりプレーヤー登場する

川島 政府の役割は何かというと、インフラをきちっと整えていただくことです。シェアードさんの論法に従うと、いかにマーケットメカニズムをうまく取り込むようなインフラをきちっとつくるか。そこだと思うんですね。

産業再生機構の話ですが、マーケットの中での仕組みづくりじゃなくて、いきなりプレーヤーをつくるような話になってしまっている。不良債権処理は金融の片側であって、コインの裏側である産業の再生策が何もないじゃないかと言われたものですから、今度は急に、企業を新しく蘇生すべき機構をつくるという話になり、既成事実化している。あとは、そこをどのようにするかという議論をしてくれという話になっているが、私はそうではないんじゃないか、一歩下がらないといけないのではないかという気がします。

シェアード 石黒さんの話で、ミクロとマクロ、両方の視点が必要だというのは、おっしゃる通りだと思います。これは鶏と卵みたいな問題です。外国人から見た場合

に不思議なのは、なぜ日本人に手術ができないのか。特に2001年から諮問会議みたいな組織ができていて、政策的なコーディネーションができる仕組みが整っている。今度、経済財政担当大臣が金融担当大臣も兼ねての話ですからなおさらのことですよ。ね。

制度論を無視したルールの変更という点では、特に竹中さんが税効果という話を持ってきたことで、けしからん、となってしまうしましたが、常に次善の策はありますから、完璧な解決方法はない。それが求めていると、いつまでたってもこの問題が解決できないし、それが今までの日本だと思います。決済性預金を恒久に保護することになった、これはペイオフを実施する代わりにの抜け道だと私は理解しているんですが、このルールの変更を決めたときにはだれも異論を唱えませんでした。

例えばTOPIX（東証株価指数）の銀行指数を見れば、今のマーケットの銀行に対する判断は、バブル崩壊後、これだけ銀行が過少資本になっている状況はなかったという判断です。竹中さんはそういう簿価のフィクションとマーケットの判断との間のギャップを一気に埋めたいと考えている。石黒さんはルールの変更といわれるが、それは次元の違うことだというふうに私は理解しています。金融問題を本当に解決する気があるかないか、それが今、問われているわけです。

詰め残した処理・再生スキーム

工藤 石黒さんは、産業の長期的、構造的な変化と不良債権処理の今の問題を、どう結びつけて考えていますか。

石黒 発想としてはオフバランス化（直接償却などで不良債権を貸借対照表から外す）を進めることです。メインバンク（主取引銀行）と再生機構の2者によって再建計画を立てやすくする。今はメインと準メイン、下位行といろいろあって、債権者と債務者のコンセンサスがとりにくい。従って、メインバンクと再生機構だけにして、一方で準メインと下位行の債権を買い取ってオフバランスしてしまう。それで問題債権をまず量的に減らし、かつ再生の可能性のあるものは再建計画を立てやすくしてあげるといことです。

ただ問題は、具体的にどういう価格で買い取られるのか、再建計画を立てる際に債権放棄を伴ったり、再生が駄目な場合の損失をだれがどうやって負担するのか、再生に当たる人材が集められるのかなど、まだまだ詰めるべきポイントがいっぱいある。

それから、どこまで政府がそこに関与していくのか。われわれからすれば、本来事業リスクを持っている人間がリスク判断をすべきであって、政府がその生き死にを判断するのは、あり得ないと思っているんです。そういう意味では、政府が直接判断する仕組みではない形で、先ほど川島さんがおっしゃった、今回プレーヤーを新しくつくったということです。そのプレーヤーである再生機構は、その中に再生委員会を組

織して買い取りという事業リスクを背負うわけですから、そこで判断をしていく仕組みをつくろうしている。それを、政府が後ろからサポートする仕組みを体制としてつくろうとしているのが、今の状態です。

銀行は企業再生の事業リスクをとれるか

工藤 川島さんは、それでは駄目だと言っているわけですね。

川島 無理があるだろうと私は思います。事業リスクを負う人が、それをいつまでに、いくらで持っていかかということ、当然判断をすべきです。エクイティーを持つプレーヤーがその事業リスクを負い、責任を持つことによってそれに乗るデット(債務)のプレーヤーがいる。それが銀行です。その反対側に資産があって、その資産を持って事業が運営される仕組みです。今はその債務のところが悪債権で、それをデット・エクイティー・スワップ(債務の株式化)とか技術的なことを言ってエクイティーに換えてと言っているが、エクイティーに換えた途端に事業リスクを持つことになる。それは本来、銀行がやることではないと思います。

なぜそこに混乱があるかという、先ほど申し上げたように、長いこと高度成長を通じて、銀行は実質的にエクイティーの事業リスクを分担してきた。銀行が資金をつけることによって企業は生きたわけです。しかし、その仕組みではもはや社会システムが立ち行かず、国際的な水準に合った市場メカニズムを使ったやり方に変えないと

いけない。

つまり、デットの問題を処理するとき、いつの間にかエクイティーのプレーヤー、つまり事業リスクと混同しているところに問題があるわけです。それは事業を担っていく人が判断すべきことで、政府は事業を担えない。再生機構だって、暫定で何年かしかやらないわけで、事業リスクは担わない。事業計画はメインバンクが書くと思っているわけですよ。

工藤 メインバンクにはその力があるのでしょうか。

川島 力がないこともあります。仕組みとしてやってはいけないわけですよ。これは高度成長の時と同じモデルに戻っているわけです。銀行がいくらでも出せるのはシニアローン(担保付融資)だけであって、エクイティーではないはずですよ。

市場の機能不全の中、 政府の関与はどこまで

石黒 川島さんの話はよくわかります。しかし、一方でわれわれに対するもう1つの圧力があって、それは今の市場メカニズムは機能していない。銀行が再生の可否について思い切った判断もできない。メインバンク主導で事業の再建計画を立てられない。この閉塞状態を打破するには、市場メカニズムをオーバーライド(無視)する力が必要だという議論が一方にあるわけです。

ある方は、産業再生委員会を国の組織としてつくって、そこで企業の生き死にを判

定し、かつて興銀さんが行ったような調整をすべきであるとおっしゃる。それに対して、事業リスクを背負えない、最後まで責任をとれない国がそれを負うのはおかしいと私は思っています。われわれがやれることは、例えば企業が合併をしやすくする、あるいは事業統合して設備廃棄をする時に税制の面倒を見る、金融措置の面倒を見るなど、簡単に言えば市場メカニズムを活性化する環境整備であるというのが基本的なスタンスなわけです。

ただ、不良債権処理を一気に加速する、と竹中さんが発表されて、財務省や私どもは逆に、相当な勢いでいわゆる経営資源の散逸が起こる可能性があるかと心配したわけです。再生の何らかのメカニズムをつくらないと、今の市場メカニズムの状況を見ている限りでは片手落ちになってしまう可能性がある。ゆえに市場メカニズムをややオーバーライドする。

わかっていたいただきたいのは、セミパブリックなセクターがやるべき領域はあるのではないかと、ということです。政府系金融機関はいろいろ批判を受けていますが、マーケットのプレーヤーですから、同じような意味で再生を専門とする組織体をつくって、そこに従来であれば興銀さんが行ったようなオーガナイズ機能を持たせる。そこがサポートに入るのであれば、市場メカニズムの大枠の中、大原則は崩していないんじゃないかというのが、われわれの考え方なんです。

川島 それはもう政策当局者の苦衷の内だと思います。大きなフレームワークとし

ては、先ほどから申し上げている社会システムの変更、これは時間がかかるわけです。それからバブルの処理、これは一気にやらなくてはいけない。この2つが、やっぱり混在しているような気がするんです。

今の石黒さんの、そうは言ったって、ここで一気に不良債権処理をやる時に、その結果として、事業リスクの塊、経営資源がばらばらにばらまかれてしまう。これを何とかつなぎとめることを誰もやらないのなら、国がやらざるを得ないではないかという議論は、確かにあると思います。ただ、これはやはり長期の問題であって、相当我慢しながらやらなくてはならないと思っています。

というのは、我田引水なのですが、私どもはプライベート・エクイティーというプレーヤーですから、まさに事業リスクをとる。去年破産した企業の資産を引き受けて会社を起こしたり、商社の食料部門を切り離して独立させたり、いろいろなことをやっていますが、これは事業リスクをとる金融だからできるわけです。しかし、われわれの上に銀行がきちっと貸出金を供給してくれなくては、話にならない。そういう意味では二人三脚なんです。こういった事業金融はまさに新しい社会モデルで、アメリカやヨーロッパでは既にあるけれども、日本型のこういうものが出てくるのに、まだまだ時間がかかる。社会システムの変更にかかわる問題だろうと思っているんですね。

問われるメインバンクの役割

シェアード 産業再生機構みたいな組織をつくることによってキャパシティーが増えるかという、そうでもない。むしろ産業再生機構で働いている人たちが、どこかの投資専門銀行とか、メインバンクでも行って、そのマーケットの枠組みの中で働けばいい、と私も思います。ただ、石黒さんが説明した限りにおいては、ある程度安心感を得ました（笑）。

でも、不良債権の裏側に不良資産、企業再編問題があって、これを一気に進める時にキャパシティーがない。政府が産業再生機構をつくってそこでやるというのが、どうも日本が進むべき道から、つまりマーケットメカニズムを蘇生させる、金融ビッグバンの精神にのっとっていろいろな仕組みをつくることから、脱線しているように思えるんですね。

川島 できないものはできない、この問題は我慢して時間をかけるしかない。それが答えだと私は思っています。

不良債権処理は国民の負担において、バブルの後始末をするかどうかという問題です。例えば毎年10億円のキャッシュフローを生み出す立派な事業がある。競争力もあるし、仕組みもできている、何が悪いんだと。悪いことは1つなんです。ただ、バランスシートに4000億円の負債がある、裏側には4000億の資産があることになっているが実はそんなにない。つまり、いい事業があるけれども、バランスシートは全然見合っていない。ほとんどの企業がそうした

実体なわけです。これが不良債権問題だと思う。この問題はもはや国民負担で処理するしかない。その処理と、事業再生をどうやってやるかという問題とは別だと思うんです。

シェアード それは重要なポイントだと思います。去年の4月、緊急経済対策の時から、オフバランス化しなくては行けないとされたんですが、オフバランス化しただけでは、本質的なものは変わっていないわけです。もう1つの観点は、川島さんの話の中で戦後のメインバンクシステムが今、変わっているという指摘がありました。ただ、かなり機能不全にはなっているんですが、メインバンクシステムそのものがなくなっているわけではない。

バブルの後始末とか、だれが損失を被るのかという話がある一方、今ある組織、資源、資産をだれが運営してだれが再生するのかという問題がある。後者の問題を考える時には、メインバンクとか従来型のスキームもあれば、新しい再生ファンドとか、いろいろなものが出てくる。でも常識的に考えれば、やはり本来そこにいたメインプレーヤーが大きな役割を果たすしかないと思います。ですから、不良債権をオフバランス化しないと解決できないという考え方は、だれがガバナンスの担い手になるのか、だれがこの資産を再生するのかという観点から考えた場合、果たしてそれでいいのかどうか、ということです。

石黒さんのお話のように、国が管理をすることでばらばらになっている債権者を1つの主体にする、そこで交渉がうまくいく。

これは意味があると思うんですが、そこから話が化けて、国が再生に介入するという領域に入ってしまうと、マーケットが生まれてこない。後押しとか呼び水の役割に徹して、我慢することが重要です。

再生機構はどの程度機能するのか

石黒 お二人と同じ懸念を共有するがゆえにあえて言わせていただくと、この産業再生機構が大きなプレーヤーになると過大評価しないほうがいいと思います。いわば政治的なメッセージとして大きく取り上げられていますけれども、再生ができるような人材が一体どれだけいるんだろうか、メインバンクから人をそんなに集められるわけでもない。

工藤 川島さんはRCCと産業再生機構は、不良債権との連動でどういう役割を果たすべきだとお考えですか。

川島 RCCは不良債権を集めるだけではなくて市場で売る。その時には当然、負担が出るわけですから、その負担をまず決める必要がある。それは国民の負担であると、政治的に明らかにする必要があります。

今度の産業再生は破たん先、破たん懸念先だけではなくて、要注意先まで入れるということですから、規模は相当のものになると思いますね。ただ、産業再生機構が石黒さんのおっしゃるようにならぬものにならないとすると、これは逆に、シェアードさんの言われたメインバンクを中心に物を片づけていくのは、日本ではある程度意味のあることだと思います。

問題は、市場への投げ方だろうと思います。そこが明確でなくて、あたかも持ってきたものがデット・エクイティー・スワップによってエクイティーになって、だれも引き取り手がないからしばらく持っているようなことになると、こんな無責任なエクイティー・プレーヤーはいないということになりかねない。一番危険なのは、事業リスクを本来負うべきでない人が負ってしまう仕組みが、ビルトインされることに対する懸念だと思います。私はRCCをきちんとしたものにすれば、新しい組織なんかつくる必要はないという気持ちもあります。

石黒 われわれとしては、もちろん実効あらしめる組織にしたい。ただ、市場メカニズムに対しては常に補完という立場、原則を忘れてはいけないと思っているわけです。事業再生と不良債権処理に、何タイプあるかと考えていくと、1つは私的整理を通じて出てくるもの、それから、ファンドが入って再生されるケース。もう1つのルートはRCCに行って、再生されるなり、あるいは法的整理に持って行ってそこから再生するケースもある。残念ながら清算するケースもある。

既に3通りぐらいあるわけですが、4通り目の入り口をつくろうというのが、産業再生機構意味です。なぜかといえば、世の中に「RCC送り」という言葉があって、あそこに行った瞬間に墓場であるという印象がある。だから、RCCを再生目的としてのもう1つのルートをつくろうということです。再生機構ができたからといって、不良債権は一切、ごっそり再生機構に売られ

るということでもないし、何通りかある再生のパターンの1つとして位置付けられるに過ぎません。

再生機構の不良債権買い取り基準は

工藤 有利子負債倍率が、キャッシュフローで10倍を目指すという新聞報道もありました。しかし、そうだとすると対象になる不良債権は三業種（不動産、建設、流通）で200兆円ぐらいある。こうした対象になる業界については、今後、どうしていくのかという考え方がないと、先行きが見えないという議論もあります。実は三業種だけは韓国型の産業政策でやってもいいのではないか、政府はイニシアチブを発揮すべきじゃないかという声が、別の座談会でもありました。

石黒 産業再生法は、個別の企業再生が目的というよりは、事業の再編とか経営資源の再生を図る時の税制上の措置だとか、金融上の措置だとか、インセンティブを与える時の基準なんです。再生機構の買い取りの基準ではない。そんなものはまだ全然決まっていません。それから、再生法で使っている有利子負債がキャッシュフローの10倍以内云々は、その再建計画の終了後なんです。入り口のところではじいているわけではないんです。

ダイエーが典型例ですが、子会社を売却するなどの努力をして最終的な出口として有利子負債の倍率がキャッシュフローの10倍以内に入っている。われわれは計画を認めるに当たって合理的な説明を得たと理解

して応援しているわけです。再生機構の買い取り基準もあるでしょうけれども、キャッシュフロー10倍云々というのは基準として使うとしても、むしろ出口として考えるべきだろうと思います。

再生機構は、細目については議論の過程なんです。これからまさにどんな考え方でどのくらいのカテゴリーの債権を買い取るか、そのための資金量はどんなものか、その時に2次ロスが発生したらどう処理するのか、その辺を詰めなくてはいけないと思います。

工藤 本当にワークするのですか。

石黒 繰り返しになりますが、実効あらしめなければいけないんですけど、金融のプロはそういう論点で議論していけば、どの程度のことができるか、多分おわかりになると思う。

産業再生機構の目的は何か

シェアード 産業再生機構の問題は、何が目的なのかを突き詰めなくてはいけないと思います。例えば預金保険機構にぶら下がるものだとすれば、日銀が背景にいて、それからRCCと産業再生機構のような組織をつくることによって、日銀のバランスシート、つまり貨幣創出プロセスから企業再生までのルートをつくる仕組みができるわけです。日銀がもっと積極的に資産デフレ阻止プロセス、それから企業再生の一角だってマクロ的な環境になるから、それが最初からねらいであればわかる。でも、そういう話が前面に出ていない。

企業のガバナンスに国が入って何かをするのが目的ではないとするならば、あり得る目的としては、本来この任務を担当すべき経済主体、銀行なりが過少資本になっているからできない。あるいは企業を再生する意欲と能力が低下している。これが問題だということでしょう。そういう診断なら、産業再生機構をつくることで病気が治るかどうかの判断が重要です。それなら直接的資金を投入して、側面支援をすべきかなという感じを受けます。

債権者がばらばらだからだめというのなら債権が集中できる市場のインフラをつくるなり、産業再生機構がそのインフラだという議論ならわかるが、どうもまだよく見えない。

工藤 銀行がこれ以上の処理や、ロスに耐えられない、そういう銀行問題が出てきた。もう1つ、債務者から見れば、負債を大きく抱えている問題と、事業解体や合併で立て直さなくてはいけない段階に入っているという問題意識を私は持っています。その時に、シェアードさんのように、銀行を健全にしていくことによって、メインバンクシステムをある程度回復させればその役割を発揮できるという考え方もあるけれども、多分、今後銀行はそういう役割を果たせないのではないかという議論もあるわけですね。では、どうすればいいのかという問題が突きつけられている。

川島 問題意識としては、ということだと思います。シェアードさんが言われた、メインバンクが日本で果たす役割もあるだろうと思う。ただ、かつての仕組みからい

うと、相当それが後退していただろうというのが私の感じなのです。

国による個別産業の変革は可能か

工藤 そうであれば、だれがそのリスクを持って、企業の立て直しをするのですか。

川島 そういうエクイティーのプレーヤーは時間をかけてもつくっていかなくてははいけない。石黒さんに伺いたいのは、工藤さんも先ほど言われたが、産業再生法をつくられていても、会社更生法や民事再生法のそれぞれの仕組みがあって、ケース・バイ・ケースで使っていくんだと。ただ、明らかにここは産業の単位として変革をしなくてははいけないというものがある。本来のインフラづくりだけじゃなくて、ある特定のインダストリーについては、国が一時的に大きな舵を切るための介入があってもいいのではないかとも思うのですが。

石黒 鉄鋼は過剰供給構造が設備としてあって、資源配分上ロスがそこに生じているので、設備廃棄と集約化を進めていくことは必要です。石油化学は典型例ですが、半導体もある面ではみんなが同じ製品をつくって、R & D（研究開発）投資をして、結局はドングリの背比べになってシェアがとれていない。そのようなところについて集約化を進めていくことは、われわれは経済合理性と同時に、政策的にも社会的にも合理性があると思っています。

ただ政策的に難しいと思うのは、よく議論されているゼネコンや流通などは、一体

何を残すのかということについて物差しがあるのかどうかです。不採算だから事業をやめろとどこの国の政府がそんなことを言えるのか。鉄や半導体だとか、インセンティブ措置を誘導していく合理性が認められる領域であればやれるんですけれども、不採算だから「君、やめろ」と役所は言うてはいけないと思います。

工藤 これは、構造改革の最終目的は何かという議論につながります。例えば市場ベースでの評価の指標をクリアしているところは全部生きていく、駄目なところは淘汰されるという社会に一気に日本を持っていくのが構造改革の目標なのか。それとも産業の集約化を進めて、その時に、3~4社までに減らすことが当面の目的なのか。最低限、構造改革の目標やそのビジョンをはっきりさせて、それに対してどうなのかということを考えないと、結局、市場側に任せるという調整、淘汰の議論で終わってしまうのではないか。

石黒 ただ政府がやれるのは、原則環境整備でしかないと思います。不採算部門をいつまでもやっていて、本来であれば市場メカニズムの鉄槌が下るところがそうならない。それでずるずると経営判断が遅れている状態にあるというのが、皆さん方の認識だと思う。そこを市場メカニズムはやらないんだから国がやっしまえというのがもう一方の議論です。

繰り返しになりますが、不採算だからやめろなんて口が裂けても国が言うべきではない。逆に、一番いい経営資源とは何でしょうか。そこにあなたが集中しようと

いうのであれば、お手伝いしますよと。不採算のところを切り捨ててだれかに売のだったら売りやすくしましよと、支援することしかできないと思うんですよ。

工藤 歴史的に見ればどうですか。昭和恐慌のあたりを見ると、産業合理化法で産業の再編を国主導で行ってきたし、戦後でも、興銀とか通産省などがそれを誘導していましたよね。この手法はどこで破たんし、考え方が変わったのですか。

石黒 誤解のないように言えば、過去においても、制度上でできていたわけではないですよ。かつての感覚は多分、今のわれわれよりはるかに傲慢だったと思います。けれど、いじった産業が結果としてよかったのかということでは、過去の評価において成功したところもないわけではない。しかし、かなりの確率で、護送船団になって失敗しているようなこともあるわけです。今も環境整備をツールとして用意しながら、事実上働きかけていくことはあるかもしれませんが、そこまでが限界だと思いますね。

マーケットの規律をどう高めるか

工藤 私も基本的にはそれに賛成ですが、そうであるならば、企業再生は時間をかけてやるのか、それともマーケットで一気にやるのかで、その後の姿が大きく変わってきますが。

シェアード マーケットに任せると、どういうプロセスになるのか。だれがどう動いて、どういう仕組みを使うのか、どういう経営者を持ってきて、どの事業をどう

やって立て直すのか、今はまだ予測できないですよ。国が介入するとなると、トップダウン的にいろいろなことを決められますが、マーケットの論理と、行政の同じ問題解決に取り組んだ時の論理と、全然違う次元の話となります。ただマーケットに依存する時は、なるべく環境整備をすることが大事です。しかし、いったんそれをやった後は、ある程度マーケットを信じるしかない。

ただ、マーケットが働く前提条件が整っていないと任せられないのも事実です。家計部門の金融資産のポートフォリオの55%ぐらいまではキャッシュと預金です。その意味で、銀行が现阶段において一番大きなプレイヤーにはなっている。実際問題としては、不良債権問題があるがゆえに、国が預金を保護している。実態ベースで考えた場合は、100%に近い形でペイオフを延期して、最もマーケットのプレッシャーとして期待しているところに、異常に政府が介入している。大義名分は金融危機の阻止。でも金融危機の阻止そのものが、マーケットのメカニズムが働かない原因になりかねない。ですから、経済産業省が用意してきた持ち株会社とかいろんな環境整備、枠組みは案外活用されていない。

結論は、国の産業再生機構みたいな仕組みが作動できるのかということではなくて、どうやって全体の金融システムそのもののマーケットの規律を上げられるのか。上げることに成功した時、既にできているものかなりの部分が動き出してくると私は思います。

金融、産業再生の出口は

工藤 小泉首相は不良債権処理を2~3年でやると言っています。それは銀行から不良債権を落とすだけではなくて、RCCなどから市場に売却されるまでのことなのでしょう。

シェアード 究極的には、金融システムに対するマーケットの、あるいは家計部門、投資家のコンフィデンス（信頼）が戻った時ですね。比率で決めるのではなく、信用が試金石ですね。政府が安心して大口預金の保護を解除できる日がいつ来るのか。残念ながら、竹中プランを見ると、決済預金を永遠に保護するという敗北宣言に近いものが入っている。

工藤 銀行からRCCに不良債権を全部移せば、銀行のバランスシートのほうは直りますよね。

シェアード 瞬間的には銀行のバランスシートがきれいになっているかもしれませんが。ただ不良債権の問題は、日本のガバナンスの機構が正常化する話でもあります。RCCとか産業再生機構に全部移したとしても、ガバナンスがそこで働いているとは限らない。本当の解決は、ミクロもマクロも兼ねて、整合性がとれた形でやって、それが軌道に乗って、抽象論的に言えば皆さんの関心が不良債権問題から遠ざかることです。しかも、マーケット立脚型のシステムをつくるのに成功した日ですよ。今のペースでいけば、これを2~3年で行うのは、もう完全に無理です。

川島 私の関心は産業の方であって、

マーケットが小さくなったから、政府が企業に「退室しろ」と言うことはない。それは石黒さんがおっしゃる通りだと思います。ただ、そういう動きを促進する仕組みをつくることはあるのではないか。企業の再編は税制が有効な手段。そうした環境整備はあると思う。こんなに需給ギャップが、国全体で30兆円とか50兆円とかある時に、そんな悠長なというのであれば、法人税を40%から10%に下げられるか。ただ、これもなかなか実現しにくい。

もう1つは、やはり日本の製造業は相当強い。特許出願件数はアメリカに次いで2位ですし、象徴的だと思うのですが、企業にいる主任さんがノーベル賞をとる時代でもある。なぜ大きなクジラが日本の小さな池の中にいるようなことになったかという、1つは為替じゃないかと。今の為替は日本の製造業のある意味での強さを反映していて、国際経済における日本の製造業の活用という点からいうと、正しくないのではないかという気がしています。

石黒 確かに経済政策の一体性は、必ずしもうまく動いていない。だから金融政策、財政政策、フル装備でやるべきだと思います。産業再生は不良債権の裏側ですから、一方においてデフレ効果がある。企業に事業再構築を求めることになりますから、当然、失業の問題などが出てくる。マクロの環境を整えながらミクロをやっていかなければいけないと思っています。

その上で、産業政策をどこまでやるのか、ぎりぎりのラインを模索しているわけです。例えば商法の改正が行われて、一般則

が随分使いやすくなった。市場環境の整備という場合には、一般則の世界で勝負するんですが、産業再生法は、ある面で市場原理主義者からすれば、十分に許せない法律なんです。なぜなら税制、商法、金融上の特例措置をつくっている。この特例措置の塊の法律を1つのツールにしながら、過剰供給構造を是正して産業再編していくとか、不採算部門を再生ファンドが買い取って再生しやすくするとか。この辺の特例を使った誘導行政が、われわれにできる限界ではないだろうかと思います。

工藤 本日はどうもありがとうございました。

(司会は工藤泰志・言論NPO代表)