

日本の産業・企業再生の行方

二上季代司

昨年一〇月末に明らかとなった政府の「総合デフレ対策」は、不良債権処理の加速と借り手企業の再生を一体で進めるとともに、企業整理に伴うデフレ圧力を緩和するため雇用対策、中小企業対策など安全網を整備することが柱となっている。いうまでもなく、銀行の不良債権の裏側には非効率な企業が存在がある。今回の総合デフレ対策に盛り込まれた「産業再生機構」の創設（四月予定）は、民間の自主性に任せたのでは遅々として進まない企業整理・改革（非効率企業の淘汰と再生）ひいては産業再編成を政府主導によって推進しようという趣旨である。

今回の産業再生機構の創設は、日本のこれまでの経済システムについて多くの示唆を含んでいる。すなわちなぜ日本では民間主導の企業改革・再生が円滑に進まないのか、わが国のシステムの何が欠点なのか。産業再生機構はどのような仕組みで企業改革・再生さらに産業再編を計ろうというのだろうか。その具体的な役割・機能は何か。それは果たして成功するのだろうか、成功するための条件は何か。産業・企業再生が遅々として進まなくなった場合の帰結、シナリオはどうなるのだろうか。

ここでは、これらのすべてに答えることは出来ないが、関連数値や具体例を紹介しながら、問題の所在を敷衍してみよう。

1 メインバンクと企業再生

企業が財務危機に陥ったとき、その危機管理には様々な手法がありうるが、その基本的なプロセスは次の各局面からなりたっている。すなわち、当該企業の再生可能性、存続可能性の有無を判断すること、存続可能と判断できれば過剰債務の放棄や株式化などによって資本構成を適正にすること、他方、事業を中核、非中核に切りわけて再建計画を作り、これにもとづいて非中核的・遊休的あるいは不採算的な資産・事業を清算、売却あるいは単独で存続しえない場合には提携先、売却先を模索（M & Aの仲介）すること、などである。

これまでの定説では、わが国企業のこうした危機管理のすべての局面においてメインバンクが主導的な役割を果たしてきた、といわれてきた。それによれば、メインバンクは取引先企業の経営情報を占有しており、経営を監視出来る立場にあるので、メインバンクこそが当該企業が経営危機に陥った時に再生可能かどうか判断できる。そして、メインバンクは他の株主や債権者から当該企業再編計画の同意を得るべく損失分担の調整を担う。その過程で、債権の肩代わりなどみずから最大の損失を引き受けるが、これは一種のペナルティーだというわけである。当該企業の経営危機はメインバンクの監視機能の失敗を意味し、そのペナルティーとしてメインバンクは最大の損失を甘受する、というのである。こうしてメインバンクはその企業のバランスシートをきれいにし、しかものちに系列化を斡旋するなどの形でどこか別の企業と一緒にさせる、というやり方で処理してきた、というのである。⁽¹⁾ところが、一九九〇年代に入って、こうしたメインバンク主導の危機管理が円滑に働かなくなってきた。現状、メインバンクが行っていることは、債権放棄と新規資金の供給だけであり、企業再生を担保するための事業・組織の見直しは進んでいない、といわれている。

これを数字で確認しておこう。例えば、大手銀行が昨年（二〇〇二年）上期に行った債権放棄（法的整理によ

るものを除く)の額は六二五一億円で前年同期の九倍、債権の株式化は五二八二億円で、これらをあわせた取引先企業への支援額は一兆一五三三億円で、前年同期比一六倍である。昨春の金融庁による大手銀行等への特別検査で査定を厳格化した結果、破綻懸念先などに区分を引き下げた先の支援が大きいの。また帝国データバンク調べによると、債権放棄先は一〇四社(昨年一〇九月実績)で過去最多のペースとなつてゐる。なお、一九八五年以降の債権放棄先の累計は六六八社、うち一五一社(二二・六%)が破綻しており、二回も債権放棄した企業もあるところだが、こうした債権放棄組のほとんどは再編が進んでおらず、株価も一〇〇円割れ、なかには五〇円額面割れのままであるところが多い。

他方、昨年は上場企業一九社が会社更正法などで法的整理に付されたが、このうち新潟鉄鋼所、殖産住宅、ニッセキハウス、日立精機など、二〇社近くで支援企業や譲渡先などのスポンサーがついてゐる(「日経金融新聞」一二月二二日)。つまりメインバンク主導で私的整理された企業の再生は進んでおらず、メインバンクが支援をあきらめて法的整理された企業の方がスムーズに再編されてゐるのである。

以上の数字や具体例は、メインバンクを中心に巨額の債権放棄が行われているにも関わらず、こうした債権放棄組では不稼働・不採算の資産、事業の整理が十分に行われていないために提携等を通じた支援先が現れず、再生、再編が進まないということを裏書きにしているのである。

こうした事態に対するわが国の行政当局の対応は「産業再生機構」の設置であつた。そこで次にこれを見よ。

2 産業再生機構の概要

産業再生機構は預金保険機構の付属機関として設置される。融資機能を持つ金融機関である（出資、信託、保証業務もあわせもつ）。株式会社形態ではあるが、運営方針、役員選任には政府が関与する半官半民の組織となる。原案では買い取り期間二年、設置期間三年で五年間の存続という時限措置である。その業務は企業の再建可能性の判断、非メインバンクからの債権買取ならびに支援企業の選定に限られており、それらの決定は機構内に設けられた「産業再生委員会」によって下される。すなわち産業再生機構は、再生可能と判断される企業の債権を非メインバンクから買い取って、⁽³⁾メインバンクと二人三脚で再建にあたるのだが、買い取り後は支援企業の選定だけに限定し、実際の支援業務は民間に委ねる、というスタンスである。買い取った不良債権が塩漬けにならないように設置期間も三年と限っているのである。また主たる対象債権は「要管理先」とされている。要管理債権の規模は大手企業向けで約一〇兆円（二〇〇二年三月末）であり、これが買い取り資金一〇兆円の根拠とされる。⁽⁴⁾

ところで、再生可能の判断基準は「産業再生・雇用対策戦略本部」が指針として策定することになっているが、取り沙汰されている案は、再建計画に期限を設定し、三年以内に 債務残高をキャッシュフローの一〇倍以内、
経常収入が経常費用を上回ること、また 経営改善基準として（イ）株主資本利益率（ROE）二ポイント改善（ロ）有形固定資産回転率五％向上、（ハ）従業員一人あたり付加価値六％向上、のいずれかを達成すること、とされている。ちなみに、二〇〇一年度決算でみると、有利子負債がキャッシュフローの一〇倍を超えているか、あるいは営業キャッシュフローがゼロまたは赤字の企業は、東証一部二部一七五〇社中、六三三社（三六％）にのぼっており、うち建設は六八（二二）社中、五七％、機械六七（一四四）社中、四七％、電気機器六六（一九

○社中、三五％、商社六三（一六六社中、三八％）となつて⁽⁵⁾いる。この基準をそのまま適用するととなると、かなりドラスティックな企業淘汰が予想される。

他方、買取価格は実質簿価（簿価から引当金を控除した額）とされる。引当金の算定として割引キャッシュフロー方式を利用するとされており、これに基づく買取価格は簿価の一六％程度になると予想されている（なお整理回収機構RCCの買取価格は一〇％程度であり、これよりは高いことになる）。

3 産業再生機構の問題点

以上が産業再生機構の概要であるが、これに対し、次のような問題点が指摘されている。第一に、企業再生の可能性を判断するために必要な当該企業の経営情報はメインバンクが握っており、実際上は、メインバンクにその判断を頼らざるを得ないことである。しかし、これまで見たように、メインバンクが債権放棄に応じてきた企業の多くは再生未達であった。メインバンクの判断が正しいかどうか、それを見極める能力が産業再生機構に求められるのである。第二に、先の買取基準は指針であり、業種ごとの特殊事情を勘案して関係省庁が必要に応じて事業別の指針を策定できるとされている。したがって、買取基準に政治的な圧力がかかる可能性がある。第三に、非メインバンクに債券を売却するインセンティブがあるか、という問題である。先に見たように、買取価格は「実質簿価」であるためにRCCに売却するよりも売値は高い。しかし売れば、その時点で貸倒引当金は損失として確定する。それよりも、再建可能な企業の債権であるなら正常債権として生き返る可能性が出てくるので、売らずにもっておこうとするインセンティブが一方で働こう。その可能性は、再生の蓋然性の高い企業向け債権であればあるほど高くなる。

4 メインバンク主導による企業再生の問題点

そこで元に戻って、これまで定説とされてきたメインバンク主導の企業再生が、どうして円滑に進まなくなつたのか、という問題に移ろう。その原因としてまず挙げられるのは、メインバンクの監視機能の低下である。すなわち、直接金融へのシフトとともに貸出の比重が低下すると、銀行がもつ対企業交渉力を以前ほどには発揮できなくなり、その結果、メインバンクによる事前および途中の監視機能が低下する、というものである。要するにコーポレート・ガバナンスの欠如が指摘されており、これはこれで重要な問題ではあるが、ここでは的外れである。というのは監視機能の低下は資本市場にアクセスできる企業経営の良い状態の時にいえることで、⁽⁶⁾ 企業経営が悪化してくると、資本市場を利用することが出来なくなり、銀行依存が深まることになる。今問われているのは、主取引先企業が経営危機に陥つたときに以前のようにメインバンク主導の危機管理がなぜ出来なくなつたか、ということにあるからである。

そこで次に考えられる原因は、メインバンクにその様な危機管理が出来る能力はない、というものである。これは二つの解釈が可能である。一つは、銀行の抱える不良債権があまりに多くて、従来のような企業整理（破綻処理と再生）に乗り出すと、多額の償却損がでて銀行の自己資本が毀損し、銀行自身の経営がたち行かなくなるといふものである。そのため、法的整理にできれば多額の償却が免れないが債務放棄をすればその分だけの損にとどまるので中途半端な（といっても巨額であるが）債権放棄の私的整理を選ぼうとするのだ、とされる。総合デフレ対策の一環に組み込まれた金融再生プログラムには、査定強化による不良債権の最終処理促進をつたっているが、これはこうした銀行のビヘイビアを牽制しようと言つものであろう。

ちなみに、日本企業対象の企業再生ファンドは合計すると、現状、設定額が一兆円にのぼる。通常はこれに借

入金を組み合わせるので買収可能金額は約三兆円になる。ところが、買収実績（九八年～二〇〇二年一〇月）は二割以下の四九〇〇億円にとどまっている。その理由は金融機関が本格的な不良債権処理に踏み切らないために売り物が出てこないからだ⁽⁷⁾とされる。「日経」一月二日。銀行は不良債権の「損きり処分」ができないのだというわけである。

もう一つの解釈は、企業再生のやり方が、かつての高度成長期とは様変わりとなり、メインバンクではこの変化に対応できないというものである。従来までは、メインバンクは多額の損をかぶって主取引先企業のバランスシートをきれいにし、同業他社あるいは取引先に営業譲渡、第三者割当増資による子会社化、吸収合併の形で当該企業をまるごと処理してきた。しかし、今日の企業再生は事業分野や部門ごとにコアとなる部分とそうでない部分に切り分け、その将来キャッシュフローをはじめいて企業価値を算定し、不要の部分は清算、売却し、存続できる部分だけを再生するという分解型の再生が中心となっているのである。⁽⁸⁾それは、各産業の絶対的なオーバーキャパシティの現状では単なる企業再編ではなく産業自体の再編成が必要であるからでもある。今日のIT革命によって効率的な企業組織のあり方がモジュールの組み合わせやネットワーク型に移行しつつあるということ等、が関係しているのかもしれない。いずれにせよ、そうした形の企業再生であってみれば、企業の資産、事業部門の市場価値がはじき出され、それにもとづいて市場で売買されることが必要である。すなわちメインバンク主導型ではなく市場経由型の企業再生である。

その点で言えばわが国のM & A市場は徐々にその方向に向かっているとさえいえる。例えば、二〇〇二年度上期（四～九月）の日本企業間のMAは八八二件で前年同期比三三%の増加となっているが、目的別では既存分野・周辺分野の強化が四八八件、グループ内再編が三三九件となっており、九六年度以降はグループ内再編が先行し

ていたが、九八年度以降になると既存分野の強化へシフトしており、いずれの年も新規事業進出は低水準であるという調査結果がだされている（野村証券金融研究所調べ）。また同じ調査は形態別では株式買収、資産買収が増加しており合併は減少していると述べている。もっとも、別の調査では、事業や子会社の売却が二〇〇一年度ではアメリカ二四九四件、日本二七四件となっており、上場企業一社あたりに直すとアメリカ〇・四五件、日本〇・一件であり（マッキンゼー調査）、市場経由の分解型企業再生は日本で増えつつあるものの日米格差はまだ大きい。

5 産業・企業再生がすまなければ……

以上のようにメインバンク主導の企業再生には限界があり、それを代替（というより補充）する産業再生機構にもやはり問題があるとして、では、産業・企業再生が遅々として進まなくなった場合に、その帰結・シナリオはどうなるのか、それを最後に考えてみよう。この点で興味深い示唆が白川浩道氏（UBSウォーバーク証券チーフエコノミスト）によって示されている（「日経金融」一二月二九日）。

すなわち氏によれば、産業・企業再生が遅れると、それは日本経済の中長期的な成長力を弱めることになり、その結果は財政破綻の確率が高まって金利上昇に導くという形で現れる。現状、日本企業のROE（株主資本利益率）は二・五〜三％、これに対しても長期金利が二％を上回れば否応なく整理淘汰が進む、という。現在、長期金利が一％なのは、市場がまだそう判断していない、市場機能を阻害している政策（日銀の国債市場への過度の介入、国債保有に有利な自己資本規制、過度な預金者保護の継続）の存在による、とされる。

ケインズ政策をビルトインした現在の高度な資本主義国では、市場メカニズムに基づく過剰資本の整理は国債

の発行増加にしたがって、金利の上昇という形で進むということである。その意味では、国債の格付けを巡る昨今の議論や国債市場の動向は、今後の注意点と言つことになるうか。

注

- (1) ポール・シエアード『企業メガ再編』東洋経済新報社、二〇〇一年、がこのような趣旨のことを展開している。
- (2) 過去最高は二〇〇一年の二四一社。
- (3) 再生困難とされた企業向け債権は整理回収機構(RCC)へ売却される。
- (4) ちなみに、要管理債権は主要行ベースで二兆円、全体で一兆九兆円である。
- (5) 別の角度から、例えば、業種別の有利子負債対キャッシュフロー倍率をみると、全産業平均では七倍であるが、平均を上回る業種は、不動産二四倍、繊維二〇倍、卸売り・小売一七・九倍、建設一七・五倍、非鉄金属一三・四倍、鉄鋼一一・〇倍、石油石炭一〇・五倍、金属製品九・八倍となっている。
- (6) すなわち、プームのときにガバナンスの欠如の結果、過剰なファイナンス、過剰な投資をチェックできなかったのである。
- (7) 他方、債権の売買市場が無いために、銀行が売ろうとしても売れないのだという解釈もありうる。
- (8) ポール・シエアード、前掲書がそう主張している。

() にかみ きよし・主任研究員