

2009年8月3日公表

<<番外編・研修レポート>>

政府による事業会社の救済の是非について

2009年度研究生¹

<講師による課題とその問題意識>

課題：事業会社の公的救済について、産活法を題材として批判的に検証すること

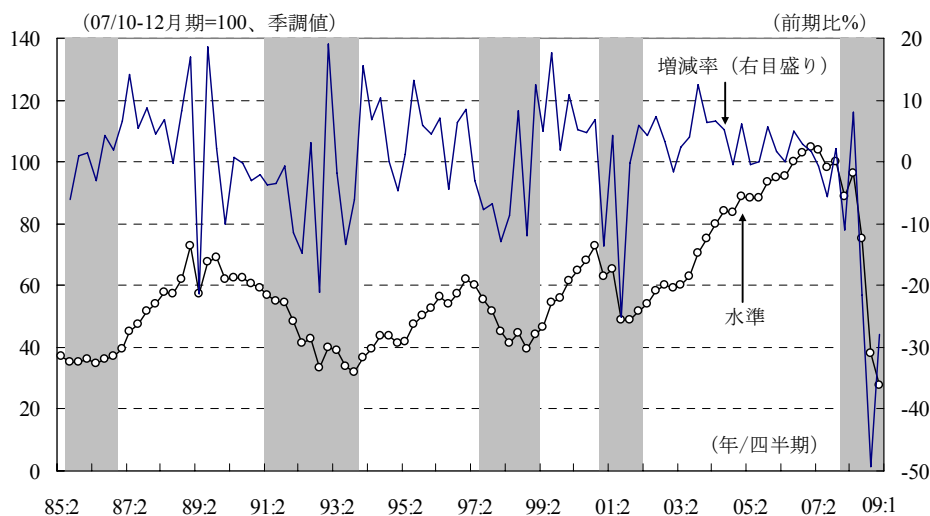
<問題意識>リーマン・ショック以降、米国ではリーマン破綻の是非に関する議論に続き、GM などビッグ3の救済問題が大いに関心を集めた。オバマ政権は、前政権が「つなぎ融資」という格好で問題を先送りしてきた後、本件を引き継いだ。一度は、再度の「つなぎ融資」を実行したが、最終的には利害関係者間での事前調整を進めた上で Chapter 11 を申請させ、“軟着陸”を図った。現在は、新生 GM が実質国有化の下で再建を進めている。雇用確保を政権公約に掲げたオバマ政権としては GM 破綻の選択肢は取り得なかったと見られるが、一方で、再生に失敗した場合の世論の反応を考慮すれば、ある意味大きな“賭け”でもある。

本件は、「事業会社を救済することについてどう考えればよいか」という、抽象的な思考力を高める上では、格好のテーマである。加えて、わが国でも産業再生法の改正を通じ、事実上の政府出資の途が拓かれることとなった。研修生には制度を整理した上で、批判的に検討してもらいたい。

▼ ポイント ▼

- ✓ 産活法に基づく事業会社への出資自体は、危機管理として一定の妥当性
- ✓ 救済要件への雇用者基準の採用、モラルハザードを招くおそれ
- ✓ 事業計画の審査に行政の裁量権が大きいことに疑問。出口戦略の明示も急務

図1 法人企業の経常利益



(注) データは金融業、保険業を除くベース。また、シャドー部分は景気後退期。
(資料) 財務省『法人企業統計季報』

¹ 本稿は岡田 真知子、櫻井 俊文、永田 隼が執筆・分析に当たった。講師は竹内 淳一郎。

【経済の急降下と企業業績の急激な悪化】

リーマン・ショックに端を発した今般の世界的な金融経済危機は、「100年に一度」との呼称が一般化している。わが国において、真っ先かつ最も大きな打撃を受けたのは、企業部門である。中でも、輸出依存度の高い製造業・大企業への影響は大きく、その後、中堅・中小企業にも着実に波及している。実際に、「法人企業統計調査」で確認してみると、2008年10-12月期と09年1-3月期において、法人企業の経常利益は、それぞれ前期比(季節調整済)で▲49%、▲28%も下落し07年10-12月期の水準を100とした場合、27.5まで切り下がっている(図1)。中でも、製造業全体では09年1-3月期に初めて、経常利益が赤字に転落するに至っている。

足もとでは、内外での在庫調整の進展や中国の景気刺激策の波及効果などを背景に、わが国の生産水準は持ち直している。もっとも、水準は依然として低く、09年度も多くの企業が厳しい業績予想を公表している。こうした中、わが国を代表する大企業でさえも、経営危機に陥る可能性を、なお孕んでいる。

【事業会社への公的支援の広がり】

“蒸発”とまで形容された需要の急減や資金繰りの窮屈化を背景に、経営困難に直面した企業が増加した。その結果、経営破綻に追い込まれた先も多く²、①既存株主の負担や経営陣の退陣というプロセスを経て、新たなスポンサーの下、再生を目指す先もあれば、②清算処理に向かう企業も見られている。

一方、今回の局面では政府による事業会社の救済が世界的に広がりを見せたのも特徴

である。金融危機の震源地となった米国では、ビッグ3のうちクライスラーとゼネラル・モーターズ(GM)が政府の支援を受け、目下、再建を進めている。GMについては、連邦破産法第11条(チャプター11)を適用した上で、新生GMを設立。米国政府が同社の総株式の約60%(3.8兆円規模)を保有し、実質的に国有化している。

この間、わが国においても、政府による民間企業支援の枠組み整備・拡充が進められることとなった。政府は4月22日に、産業活力再生特別措置法を改正し、「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」(本稿では、改正産活法と呼称する)を成立させた。改正産活法では、日本政策投資銀行(政投銀)などの指定金融機関が、金融危機により一時的に財務状況が悪化した企業に対し行う出資について、その一部を日本政策金融公庫が損失補てんすることが可能となっている。政府による一般企業への間接的な資本注入スキームと言えよう。6月末には、国内で唯一DRAMの製造を手掛けるエルピーダメモリが第1号として、同制度の適用認定を受けた。AV機器大手のパイオニアなどが、後に続くとの報道も見られる。

【公的救済を巡る代表的な論調】

公的資金での資本注入を通じた民間企業支援は、かつて大手銀行向けに行われた実績がある。銀行は預金を受け入れ、決済機能という社会インフラを担うためと説明されることが多い。このため、同じ金融機関でも、顧客勘定と自己勘定を分別管理する証券会社については、一般に、銀行と同列に取り扱われないことになっている。

上述のような内外での事業会社への政府支援については、総じて批判的な意見が多いように見受けられる。そうした主張は、第一に、競争力を失った企業は、例外を除き、淘汰されるのが筋であるとの原則論に基づく

² 海外では、米国家電量販店2位のサーキット・シティや、世界5位のDRAMメーカー・独キマンダなどが経営破綻に追い込まれた。また、国内の大型倒産をみると、建設・不動産が大宗を占めるが、丸井今井(北海道)といった小売のほか、フラッシュメモリー製造のSpansion Japanや半導体搬送システム製造のアシストテクノロジーズジャパンなど、製造業の倒産も目立っている。

ことが多い³。すなわち、安易な救済は市場から撤退すべき企業の延命を招き、非効率な資源分配ひいては長期の成長力を減じるとの主張である。第二に、政府支援の結果、競争条件が阻害され、そうした動きが、世界的に保護主義的な動きに拍車を掛ける、との主張もみられている。

一方で、公的支援を申請する企業や政府の立場は、次のようなものであろう。まず、企業からみれば、ここまでの急激な環境変化は予見不能であり、特に金融の機能不全は如何ともし難い、というのが本音であろう。すなわち、リーマン破綻を経て、金融市場は機能不全（＝投資家の極端なリスク回避も含む）に陥ったほか、銀行の融資対応力も低下した。平時であれば vital な企業には、M&A などの方法によって資金の担い手となる民間企業やファンド等が現れるが、現下ではなかなか難しい。言わば、“市場の失敗（＝機能不全）”に対し、政府が補完的な役割を果たすことは、危機下において、是認されるべきとの立場であらう。

また、政府サイドからみれば、もっともらしい説明は幾らでも可能であらうが、端的には、大型倒産が更なる景気の急降下を招くことを回避するという、現実的な判断に根差しているように映る。とすれば、一種の行政の裁量権に属する措置として、是認すればよいかということ、そうではないと我々は考える。

というのも、最終的には納税者負担に帰する可能性がある中で、運用方法など納税者への説明責任は必要と考える。中でも、救済の対象となる企業の線引き問題は、重要な論点と考えられる。以下では、この点を中心に、批判的な検討を進める。

【救済対象企業選定に残される恣意性】

改正産活法では、企業が政投銀の出資について、政策金融公庫の一部損失補てんを受けるために、次の4つの要件を課している（図2）。

(1) **急激な経営の悪化**：今般の金融秩序混乱により急激に経営が悪化したこと。具体的には、四半期の売上高が前年に比べ、2割以上減少（ないしは半期で15%以上減少）する必要。

(2) **融資でなく出資の必要性**：融資契約もしくは社債発行の契約上の規定に抵触していること⁴、又は自己資本の減少など出資が不可欠なこと（自己資本が前年比25%以上減少）。

(3) **国民経済への重大な影響**：国内従業員数（含む連結子会社）が5000人以上ないしは、当該企業に代替が困難な部品を3割以上供給していること。

(4) **民間銀行との協調融資**：政投銀の出資を前提に、他の民間金融機関が融資等に応じること⁵。

以上の要件を充たした上で、申請企業は、事業の所管大臣に対し、事業計画を提出し、審査を受けなければならない。事業計画は3年以内において、①生産性の向上や②財務健全性の確保等の数値目標を盛り込む必要がある。

出資対象企業の線引きに当たっては、言うまでもなく、当該企業が本来は、健全な優良企業であり、成長性や収益性が見込めることが大前提となる。事業計画の提出は、「将来にわたって存続可能な優良企業」か否かを判断し得る材料ではあるが、あくまでも当該企業の計画であることには留意すべきであらう。すなわち、恣意的な判断が入る余地が残されているほか、計画自体、外部環境の変化などの影響は避けられず、幅を持つてみる必要があらう。GMが提出

³ 米国においても、GM救済について大きな議論が巻き起こった。最終的に政府は異例の措置として、救済に踏み切ったが、各種世論調査では、救済反対が賛成を上回っていた。例えば、6月のGallup調査ではGM救済について55%が「反対」、41%が「賛成」、「どちらでもない」が5%となっている（調査期間：6月9～10日、調査方法：電話取材、回答者数：1,025）。

⁴ 融資に際し「財務制限条項」などを記載し、当該条項に抵触した場合、返済義務や追加の資金供与を拒む契約を結ぶ先が増えている。一般に、そうした条項をコベナンツと呼ぶ。

⁵ 政府としては、メイン行が融資等に応じることをもって、当該企業が再生可能であると解釈する模様（09年5月10日付け「日経ヴェリタス」掲載の石黒 憲彦経済産業省審議官インタビュー）。

した再建計画でも、米国の自動車市場が比較的短期間に年間1,500万台を超えるレベルに復するとの前提に疑問が投げかけられたことは記憶に新しい。この点に関しては、そもそも政府が計画の実効性を見極める十分な「目利き」能力を持っているのか、という問題もある。政投銀も、政府とは別に独自の経営判断で審査を行うことになっているが、完全民営化が見直された今、その判断の独立性には疑問が残る。しかも、その対象企業は、要件(2)が求めるように、融資だけではなく出資を必要としているほど厳しい状況にある。少なくとも、想定しているマクロの経済環境や詳細な事業計画が公表され、広く専門家、識者の意見に付されなければ、いわゆる「ゾンビ企業」の延命に税金が投入されることになりかねない。

【モラルハザード誘発のリスク】

パイオニアが改正産活法申請の構えがあるとの報道がなされている。パイオニアの業績をみると(図3)、先の景気拡大局面で家電業界が総じて好業績を挙げる中で、05年3月期決算から早くも業績の悪化が始まっている。したがって、09年3月期決算における544億円超の経常赤字は、今般の経済危機のせいばかりとは言えないだろう。

パイオニアの社員数は連結ベースで約3万2000人にも上る(08年度末)。大手自動車会社など取引先も多岐にわたる点を考慮すれば、倒産がもたらす経済への悪影響が大きいことは想像に難くない。しかしながら、「将来の優良企業」として公的救済の対象先としてよいかには、疑問が残る。国民負担を生じさせ得る可能性のある支援を行うことに、国民のコンセンサスは得られるのだろうか。

パイオニアについては、仮定の段階で議論してもさほどの意味はないが、要は政府が救済対象として掲げた「国民経済の発展成長に大きな影響を及ぼす企業」(従業員規模5000人以上もしくは5000人規模以上の企業に代替困難な部品を30%以上供給していること)という要件は、妥当かどうかは重要な論点だ。

無論、こうした企業が倒産すれば、失業者の急増、関連産業への波及等によって、景気が更に悪化するおそれが高い。よって、景気の底割れ回避の観点から救済対象とするとの狙いはわからなくもない。しかしながら、ひとたび「too big to fail」を認めた場合には、将来、企業側がリストラを抑制したり、不要な合併を進めることが懸念される。あくまでも、将来も存続可能な企業に絞るべきであり、その適切な判断を欠いたまま救済すれば、大きな非効率部門を国内に抱え、ひいては将来の経済成長の足かせになりかねない。連鎖倒産を回避するのであれば、米国政府が講じた米自動車大手向けの債権保証という方策など別途の対応を考えるべきではないだろうか。

【困難な出口戦略】

以上のように、政府が示した対象企業の要件には、疑問の余地が残る。とはいえ、既に制度は動き始めており、エルピーダが第1号として、認定されている。それを前提とすると、“出口戦略”の明確化も重要な論点となる。政投銀を介したとはいえ、政府が民間企業に関与し続けるのは決して、望ましい状態ではない。仮に、事業環境が好転した場合には、出資引き揚げを速やかに進めるべきと考えるが、その基準や時期について、予め一定のルールを構築しておくべきではないか。

より難しい判断を迫られるケースも考えられる。日本経済が復調したにも関わらず、支援企業の経営状況が厳しいままだった場合だ。当然、政府がずるずると支援し続けることは避けなければならない。どこで見切りをつけるのか、或いは出資の判断に関する責任について、政府は予め国民に対し明確化しておく必要がある。

以上

<講師の評価> ☆☆☆*

<講師のコメント> 読者の皆様には、講師からの課題が「批判的に検討」というものであったことを、まずは認識して頂きたい。若い世代には、政府の施策を是とするのではなく、「建設的な批判精神」を持ってもらいたいからである。よって、パイオニアの件についても一例として取り上げただけで、他意はない。

研究生の主張は、必ずしも一切の企業救済を認めないというものではない（筆者も全くの同感である）。その上で、主に3つの観点から批判が展開されている。第一に、救済すべき企業は金融危機の渦中で一時的な困難に直面しているが、平時であれば十分に存続し収益確保が可能な先にすべきであるが、それを政府が見極めることが可能かという指摘。第二に、産活法の救済要件として、雇用者数という規模基準が採用されているが、これはモラルハザードを招来しかねないとの懸念。第三に、出資引き揚げなどの“出口戦略”が曖昧な点である。何れも、真つ当な指摘のように思える。

第一の点はGM救済を巡る過程でも大きな論点となった。すなわち、批判論者からは、GMの経営困難化は金融危機に帰すべきではなく、大型車偏重の経営戦略に問題があり、であれば、救済に該当しないという主張が展開された。換言すれば、金融経済環境が平時に復しても、レガシー・コストのほか、環境対応や燃費効率などの技術で出遅れ感のあるGMは再生せず、政府の出資は納税者負担となることを危惧している。オバマ政権は、再選に向けGM再生は譲れない一線となろう。

筆者がこの課題を提示した背景には、次のような、言わば素朴な問題意識もあった。

(1) 際限なき救済に途を拓かないか：わが国の場合、一たび企業救済に乗り出すと、野放図に拡大する惧れが高いという懸念があった。というのも、倒産件数は大幅に増加している中で（図5）、エルピーダは救済するが、例えば丸井今井は対象外とすることを、どの

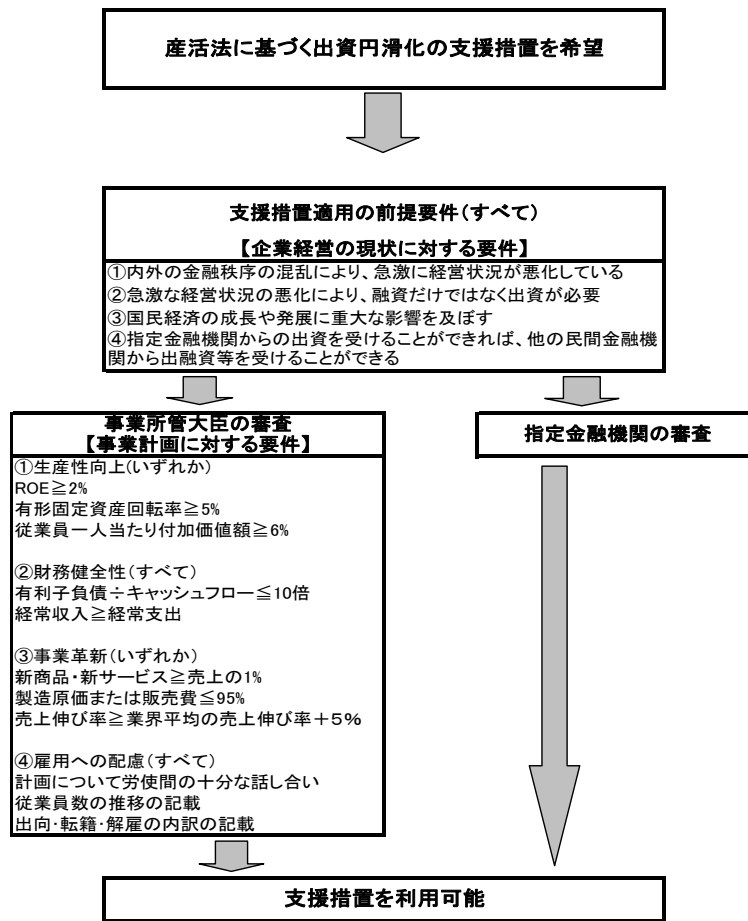
ようにロジカルに説明するかは、わかっているようで、なかなか感情的には理解し難い。その結果、現下の政治や社会情勢下では、「全て救済」となりはしないかが危惧された。どうやら杞憂のようではあるが、大手小売の破綻は、地域経済への影響は心理的な面も含めれば、小さくないように思える。

(2) 救済要件は規模ではなく事業内容ではないのか：エルピーダの場合、「産業のコメ」であるDRAMを国内唯一生産することが、実質的な救済の趣旨との印象を持つ。危機対応融資を受ける航空会社も、規模ではなく要は事業が要件のように映る。安全保障上の必要性から、国内航空会社は守るというロジックだ。電力会社への外資規制なども、その要諦は安全保障にある。であれば、規模ではなく事業で対象を定めた方がよほど、スッキリする。無論、暗黙の政府保証が付される事業会社には、多角化などの事業制約や慎重な経営を促す仕組みが別途、必要であろう。

(3) 救済に当たっての情報開示は十分か：ビッグ3の公聴会の模様が、繰り返し放映された。遠路、自動車で議会に向かった挙句に、議員から糾弾される様子である。それ自体の善悪は別として、潜在的な納税者負担がある以上、再建計画の実現可能性、当該企業支援の必要性などを第三者機関による審査と併せ、審議すべきように思える。米国型のような公聴会開催ではなく、わが国は実務能力の高い所管官庁に委ねることでよいとの議論もあろう。この点について、若い研究生の意見はどうなのだろうか。筆者からみれば、住専への7000億円弱の公的資金注入時の国会論争が懐かしく思える。予算は紛糾するが決算には無関心なことに現れているように、「熱しやすく冷めやすい」国民性なのか、筆者には不思議に思える点である。

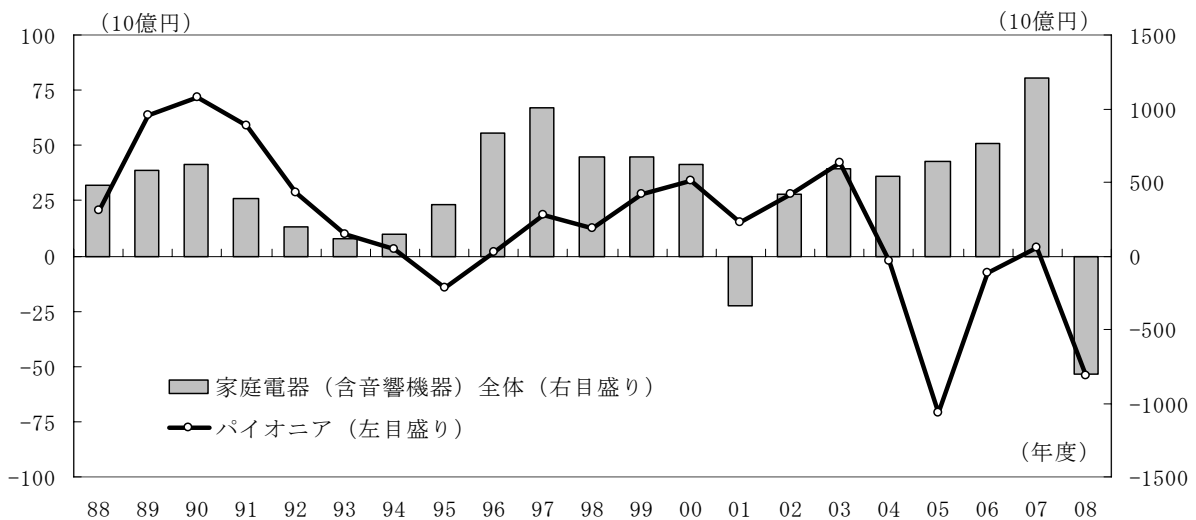


図2 産活法適用までのフローと適用基準



(資料)経済産業省

図3 パイオニアと家庭電機業界全体の経常利益推移比較



(注)業種分類は日経業種分類による

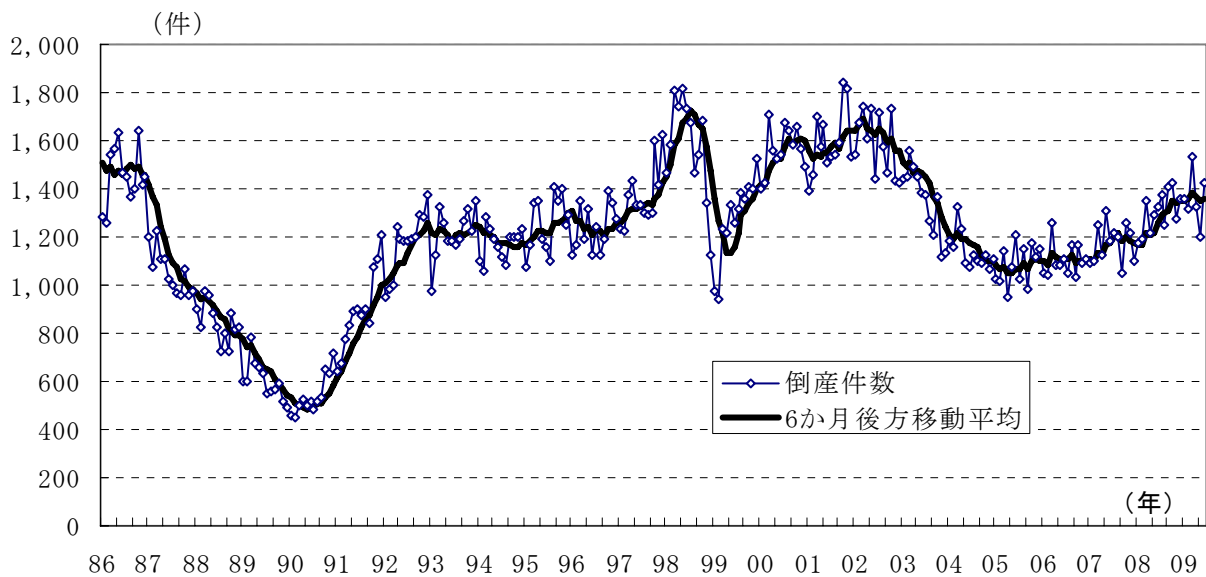
(資料)日経 NEEDS-FinancialQUEST

図4 今般の経済危機に関わる各国政府の主な企業救済例

| 企業名 | 支援内容 | 支援額 | 備考 |
|-----------|-------|-------------|---|
| GM(米) | つなぎ融資 | 197億6000万ドル | 新生GM設立に当たり米政府、加政府、オンタリオ州政府が計396億ドルを出資 |
| クライスラー(米) | つなぎ融資 | 5億ドル | 伊フィアットが買収 米政府、加政府が計105億ドルの出資 |
| AIG(米) | 融資 | 850億ドル | 融資と引き換えに発行済み株式80%相当の株式取得権 |
| オペル(独) | つなぎ融資 | 15億ユーロ | 親会社であったGMの倒産に伴い、売却先が見つかるまでつなぎ融資 |
| エルピーダ(日) | 融資+出資 | 1000億円程度 | このほかにメガバンクが1000億円規模の融資 政投銀、産業革新機構による300億円+数百億円の出資 政投銀、国際協力銀行による300~400億円程度の融資 |

(資料)各種新聞報道等による

図5 倒産件数の推移



(資料)東京商工リサーチ