

第2章 産業再生 - 北欧・アジアの経験

不良債権処理の加速とならび、産業再生を通じて新たな成長分野を開拓することが、我が国経済の重要課題となっている。

我が国は、昨年10月の「改革加速のための総合対応策」において、金融機関の不良債権処理の加速化に併せ、産業・金融一体となった対応を進めるため、企業・産業の再生を政府として強力に推進する一環として、企業再生に取り組むための新たな機構を創設することとし、これに基づいて本年4月に株式会社産業再生機構が発足したところである。

不良債権処理については海外主要国の事例がこれまでも多く紹介されているが、特に産業再生への取り組みに焦点を当てたものは少ない。本章では、海外主要国の事例の紹介を通じて、我が国の産業再生への視座の提供を試みる。

第1節 不良債権処理と産業再生

金融危機は先進国・開発途上国を問わず、多くの国々が経験している。しかしながら、金融危機の副産物として生じる不良債権への対応策は国により様々である。本節では、海外主要国における不良債権処理の経験を、産業再生の観点から概観し、産業再生の基本的な考え方・手法を整理する。

また、政府主導の産業再生の事例ではないが、民間での事業再生が活発に行われているアメリカの経験を紹介する。

1. 産業再生とは

債務超過¹企業に対する2つの処遇 - 事業再生か清算か

資産価格バブルの崩壊等により生じる不良債権は、金融仲介機能の低下等をもたらして経済への「重し」となるため、それを抱える金融機関のバランスシートから売却等によって引き落とし、最終処理する必要がある。

不良債権の最終処理に関し、特に倒産法制に基づいて法廷で手続きを行う場合を法

¹ 資産に比べて負債が過大となっており、負債を返却できない状態。

的整理、法廷外で手続きを行う場合を私的整理と呼ぶ。法的整理には、1) 裁判所で認められた計画に従って企業が負債を支払いつつ、事業の再生を図る再建型と、2) 会社の全財産を処分して負債の返済に充て、会社を消滅させる清算型とがある。また、法廷の手続きによらない私的整理にも、再建型と清算型とがある。いずれにせよ、債務超過に陥った企業は、法的整理または私的整理といった不良債権の最終処理の過程で、事業の再生を求められるか、清算処分となる。

産業再生の先例 - 北欧・アジア危機諸国

「産業再生」という言葉に、特に国際的に確立した定義はないようであるが、政府（または中央銀行）²が債務超過企業の事業再生を大規模に主導・支援することを意味する。

そもそも、不良債権の存在により多くの金融機関の資産が著しく毀損され、経済全体に大きなマイナスの影響を与えるに至った場合や、金融システムそのものが危機に瀕した場合には、政府が不良債権を引き受け、経済・金融システムの安定化を図ることは一般的に行われている。例えば 80 年代後半のアメリカで、S & L (貯蓄貸付組合)³危機に際し、政府が整理信託公社 (RTC⁴) を設立して破綻金融機関の資産を売却し、預金保護と債権回収に努めたことはよく知られている。債権を買取った金融機関や企業は、債務超過企業の事業再生または清算を行った。

一方、スウェーデン、フィンランドといった北欧諸国や、韓国、マレーシアなどのアジア危機諸国では、金融危機に際して、政府が金融機関から不良債権を買取り、債務超過企業の事業再生に積極的に取り組んだ上で、取得した資産の売却等により債権の回収に努めた。政府が債権回収にあたり、債務超過企業の事業再生に積極的に取り組んだ北欧やアジア危機諸国の事例は、産業再生の先例と考えられる。

これらの国々では、金融機関から不良債権を買取る資産管理会社 (AMC⁵) (詳しくは 2 . を参照) を政府主導で設立し、金融機関のバランスシートを回復させるとともに、債務超過企業の事業再生を進めた。資産管理会社を設立し、機能不全に陥った金融機関から不良債権を移管する方法は、「良い銀行、悪い銀行」アプローチ⁶と呼ばれ、政府主導のものではスウェーデンが初めての成功例として知られる。

² 以下、特に断らない限り「政府」は中央銀行を含む。

³ Savings and Loan association.

⁴ Resolution Trust Corporation.

⁵ Asset Management Company.

⁶ このアプローチは、1980 年代半ばに米連邦貯蓄貸付保険公社 (FSLIC : Federal Savings and Loan Insurance Corporation) が初めて用いたとされるが、特に 1988 年にメロンバンクがグラント・ストリート銀行 (悪い銀行) を設立したことが成功例として知られている。

アジア危機諸国ではさらに、各国政府ともロンドン・アプローチ⁷（詳しくは2.を参照）と呼ばれる私的整理の原則に倣い、法廷外における債務超過企業の事業再生を推進する枠組作りにも取り組んだ。ロンドン・アプローチを政府が積極的かつ大規模に推進したのは、アジア危機諸国が初めてとされている。

北欧・アジア危機諸国の経験は、資産管理会社の設立とロンドン・アプローチの推進が、産業再生のための主要な手法となっていることを示しているが、これらはいずれも、私的整理による事業再生を促進するものであったといえる。産業再生の手法としては、このほかに再建型倒産法制の整備など、法的整理の枠組みを強化することも考えられるが、北欧・アジア危機諸国においてはそうした手法は必ずしも主要な役割を担っていない。アジア危機諸国はいずれも、危機後に倒産法制の改正を行っており、タイやインドネシアなどでは再建型手続きの導入も行われたが、全体としては、手続きの迅速化など運用の改善に重点が置かれていた。

産業再生による不良債権処理の進展

世界銀行の調査⁸によると、1970年代から2002年までに金融システム（“システムミック”）危機は117事例、システムミックでないものも含めると金融危機は168事例あるとされる。

産業再生に取り組んだスウェーデン、フィンランド、韓国、マレーシアでは、いずれも金融システム危機に陥っており、ピーク時の不良債権額も比較的高い水準にあった。しかしながら、いずれの国も不良債権は短期間に解消、もしくは大幅に処理が進んでいるとみられる（第1-2-1表）。中でも、特に産業再生の成功事例とされるスウェーデンやマレーシアでは、資産管理会社設立後1年程度で実質GDPが改善に向かっている（第1-2-2図）。

前述の世界銀行調査では、我が国は先進国で最長の金融危機を経験しているとされる。以下では、これら産業再生に取り組んだ国々の事例を概観し、我が国の産業再生への視座を提供したい。

⁷ イングランド銀行が1970年代半ば以降の経験をもとに、1990年代初め頃までに確立したとされる私的整理の際の不文律。倒産実務家国際協会（INSOL:International Federation of Insolvency Professionals）が提言する「複数債権者ワークアウトの国際原則（いわゆる8原則）」の原型ともなっている。

⁸ Caprio and Klingebiel [2003].

第 1-2-1 表 産業再生諸国の金融危機

	危機の時期	危機の種類	不良債権比率		財政コスト (対 GDP 比)	GDP 損失額 推計 (対 GDP 比)
			ピーク	現在		
スウェーデン	1991年	システムック	18%	金融危機終了	4%	6.5% (91～92年)
フィンランド	1991～94年		13%	金融危機終了	11.2%	23.1% (91～96年)
韓国	1997～現在		30～40%	3.1% (2002年3月)	28%	16.5% (97～98年)
マレーシア	1997～現在		25～30%	10.8% (2002年3月)	16.4%	22.8% (97～99年)
(参考)アメリカ	1984～91年	非システムック	4%	金融危機終了	3%	-

(備考)

1. 危機の時期、種類、不良債権比率は世界銀行ホームページ (<http://www1.worldbank.org/finance/>) より Caprio and Klingebiel [2003] に従った。
(アメリカのピーク時の不良債権比率のみ IMF “World Economic Outlook, May 1998” による。)
2. 財政コストは、Caprio and Klingebiel [2003] および Kane and Klingebiel [2002] より作成。
3. GDP 損失額推計は危機前までのトレンドからの乖離を推計したもので、Honohan and Klingebiel [2000] による。

2. 産業再生の2つの手法

- 公的資産管理会社の設立とロンドン・アプローチの推進

本項では、北欧・アジア危機諸国で行われた産業再生の主要な手法である 1) 公的資産管理会社の設立と、2) 政府主導によるロンドン・アプローチの推進、の2つについて、それぞれ基本的な考え方を整理、紹介する。

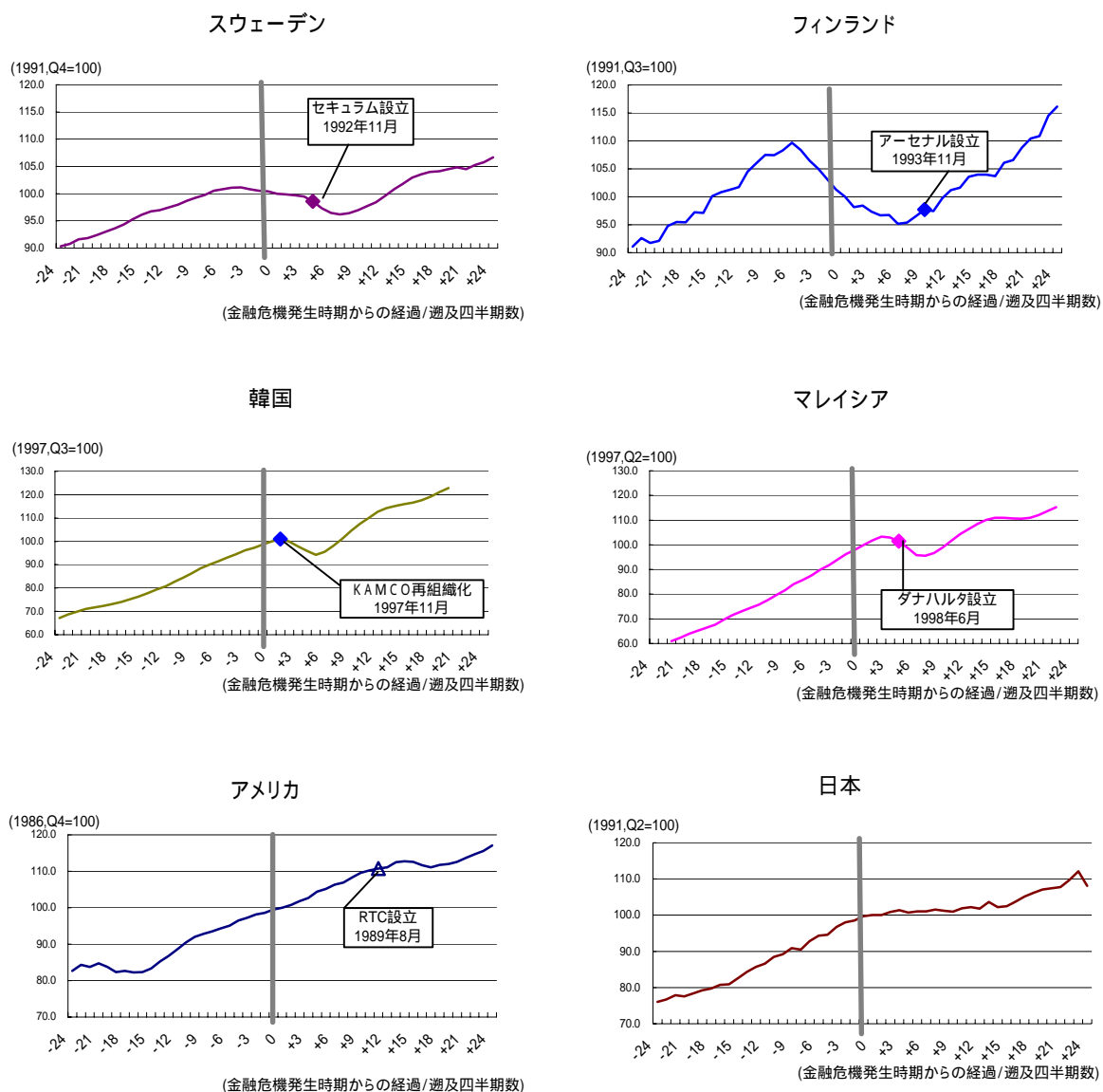
(1) 公的資産管理会社の設立

資産管理会社とは

資産管理会社(AMC)とは、機能不全に陥った金融機関から不良債権を引き受け、債権を最大価額で回収することを目的として設立される機関である⁹。資産管理会社は、引き受けた不良債権について、それぞれの事情に応じて、債権の売却、担保処分等による回収、債務返済計画の見直し(債務再編)、あるいは償却、いずれかの方法で処理を図る。

⁹ Woo [2000]などを参照。

第 I-2-2 図 金融危機発生前後の実質 GDP の動き



- (備考) 1. 各国統計より作成。ただし、スウェーデンについては、OECD "Quarterly National Accounts ('98-1)" より作成。
2. 金融危機の発生時期は、アメリカを除き Kane and Klingebiel [2002]に従った(スウェーデン:1991年10月、フィンランド:1991年9月、韓国:1997年7月、マレーシア:1997年4月、日本:1991年6月)。
3. アメリカの金融危機発生時期は連邦貯蓄貸付保険公社(FSLIC)が支払い不能に陥ったと最初に報じられた1986年12月とした。

資産管理会社は、民間の金融機関等が私的に設立する場合もあるが、金融危機への対応として政府の指導・監督のもとで公的に設立される場合がある。また、公的な資産管理会社は、特定の金融機関の不良債権のみを引き受けの対象とするもの（分権的資産管理会社）と、不特定多数の金融機関を対象とするもの（集権的資産管理会社）とがある。

資産管理会社の設立により、不良債権は資産管理会社（「悪い銀行」）に移管されるため、金融機関のバランスシートは直ちに改善され（「良い銀行」）、本来業務に専念できる。一方、資産管理会社は不良債権処理を専門的・効率的に行うことができる（分業の利益）。また、金融機関と資産管理会社との結びつきを絶つことで、債権に対する透明性が高まり、客観的な債権の資産評価が容易になる、などのメリットがある。一方、デメリットとしては、債権の売却により金融機関が保有していた情報が失われる可能性があることや、必ずしも融資機能を備えていない資産管理会社に債権が移ることで債務超過企業の（追加融資を期待しての）返済誘因が損なわれること、買取り価格の設定が困難であること、などがあげられる。

なぜ政府が設立するのか

政府が金融危機時に公的資産管理会社を設立する場合には、前述のような一般的なメリットに加えて、債権や担保資産が本来価額を下回る価格で「投げ売り」されることを防ぐねらいもある。特に、不動産担保融資が大量に不良債権化しているような場合には、担保不動産の大規模な「投げ売り」は資産価格デフレにつながりかねない。さらに、集権的な資産管理会社には、人的資源や債権の証券化の面で「規模の経済」効果が期待できるほか、債権の集約化で交渉力も向上するため、より迅速かつ効率的な不良債権処理が期待できる。

一方、政府が設立する場合の懸念材料としては、不良債権が公的資産管理会社に保有されたまま、債権価値が目減りし、財政コストが極めて大きなものとなる可能性や、不良債権の買取りが市場評価以上の価格で行われると、その分が銀行への実質的な補助金となることなどがあげられる。しかしながら、深刻な金融危機に見舞われ、機能不全に陥った金融機関が多数存在する場合には、マクロ経済運営や金融システム安定の観点から、政府が集権的な資産管理会社を設立するメリットが大きいとの見方が一般的¹⁰のようである。

¹⁰ Enoch, Garcia, and Sundararajan [1999]などを参照。

事業再生を進める資産管理会社

資産管理会社はまた、債権回収の方針により、1) 事業再生型と2) 早期処分型の2つに分類される(第1-2-3表)。事業再生型は、再生可能な債務者企業を存続させつつ、中心的な事業についてコスト削減や再編などにより再生を行い、資産価値を高めてから売却処分し、債権の回収を図る。一方、早期処分型の資産管理会社は、債権等取得した資産を管理しつつ早期に売却処分して債権を回収する。債務者企業は、債権を買取った金融機関や企業のもとで事業の再生または清算を求められる。

いずれの場合も、公的に設立された資産管理会社は、引き受けた不良債権を最大価額で回収することで、公的資金や金融機関のコストを最小限に抑える必要があることに変わりはない。このような回収方針の違いが生じるのは、基本的には公的資産管理会社による資産処分の経済的影響や回収見通しを反映している。一般に、事業再生型が選択される場合は、早期の売却処分は「投げ売り」につながりやすく、また事業の再生を行ってから売却の方が回収価額を高める、との見方に基づく。これに対して早期処分型は、公的資産管理会社による早期の適切な価格設定が、市場におけるベンチマークの役割を果たして資産価格を底打ちさせる結果、経済危機からの脱却が早まり、回収価額も多くなるとの見方に基づく。

第1-2-3表 世界の代表的な公的資産管理会社

事業再生型			
スウェーデン セキュラム (1992年) レトリーバ (1993年)	フィンランド アーゼナル (1993年)	韓国 KAMCO (1997年)	マレーシア ダナハルタ (1998年)

早期処分型			
アメリカ 整理信託公社 (RTC) (1989年)	メキシコ FOBAPROA (1995年)	スペイン 預金保証基金 (1977年)	フィリピン 資産民営化信託 (APT) (1987年)

(備考) 1. Klingebiel [2000]等より作成。

2. 括弧内は設立年。

(2) 政府主導によるロンドン・アプローチの推進

ロンドン・アプローチとは

アジア危機諸国が政府主導で推進したロンドン・アプローチは、イングランド銀行が私的整理を支援するために90年代初め頃までに形成したとされる。イングランド銀

行¹¹によると、ロンドン・アプローチとは、企業が深刻な金融的困難に陥った際の銀行および他の債権者への一般的なガイドラインであり、以下の4つの要素からなるとされる。

- 1) 銀行は、債務者企業が金融的困難にあるときに支援をする立場を続けなければならない。すなわち、銀行は融資を継続し、清算型法的整理の管財人 (receiver¹²) を指名しない。
- 2) 債務者企業の将来にかかる決定は、全ての銀行およびワークアウト¹³利害関係者間で共有される包括的情報にのみ基づいてなされなければならない。
- 3) 銀行は債務者企業への金融支援の是非およびその条件について合意に達するよう協同する。
- 4) 債権の優先順位は認めつつも、同一項目について全ての債権者を同等に扱う「痛み分け」の要素はあり得べき。

アジア危機諸国における導入

アジア危機諸国(韓国、マレーシア、タイ、インドネシア)はいずれも、ロンドン・アプローチの推進を図り、そのための調停委員会等を設立したが、アプローチ推進の具体的な方法や、調停委員会等の役割は国により違いがみられた。韓国では債権者間の調停に重点が置かれ、金融監督委員会の指導の下、金融機関に企業再建合意(CRA¹⁴)を行わせた上で、その調停役として企業再建調整委員会(CRCC¹⁵)を置いた。マレーシアでは、中央銀行の下に私的整理の調停役として企業債務再編委員会(CDRRC¹⁶)が設立され、中央銀行は調停にも積極的に関与した。調停に非協力的な債権者の債権は政府の下に設立された資産管理会社(ダナハルタ)の買取り対象とされるなど、私的整理が迅速に進められるよう、監督当局は強制力を行使した。また、タイでは中央銀行が債権者間および債権・債務者間で法的拘束力のある再建計画合意を結ばせた。インドネシアでは当初、私的整理の原則を示すにとどまり、整理が進まなかったが、2000年以降、協力的な債務者に優遇措置を講じるとともに非協力的な債務者は法的整理の対象とするなど、積極的・強制的な推進を図っている。

¹¹ ロンドン・アプローチそのものは不文律とされるが、イングランド銀行ホームページでは、元幹部 Pen Kent による見解 (Kent[1997]) を紹介している。

¹² イギリスでは清算型法的整理の際に任命される管財人を“receiver”、再建型法的整理の際に任命される管財人を“administrator”として区別している。

¹³ (複数の)債権者と債務者が協議し、債務者企業に対し当面の金融支援を続けるなどして過剰債務問題の解決を図ること。Kent [1997]を参照。

¹⁴ Corporate Restructuring Agreement.

¹⁵ Corporate Restructuring Coordination Committee.

¹⁶ Corporate Debt Restructuring Committee.

このように、ロンドン・アプローチ推進にあたっての政府の具体的な関与のあり方は国により様々であったが、イングランド銀行が「直接介入しない調整役」であったのに比べると、アジア危機諸国では政府が積極的に関与したことが特徴的である。政府が強力にロンドン・アプローチを推進した結果、いずれの国においても多くの不良債権が私的整理によって処理されており、産業再生に大きな役割を果たしたとみられる（第1-2-4表）。なお、私的整理に重点が置かれた背景として、これらの国では倒産法制はある程度整備されながらも、社会的事情等からその円滑な運用が困難であったことがあると考えられる。

第1-2-4表 アジア危機諸国の調停委員会と私的整理の状況

	韓国	マレーシア	タイ	インドネシア
調停委員会	企業再建調整委員会 (CRCC)	企業債務再編委員会 (CDRC)	企業債務再編諮問委員会 (CDRAC)	ジャカルタ・イニシアティブ・タスクフォース
(設立年月)	1998年7月	1998年8月	1998年6月	1998年9月
私的整理の状況 (1999年9月時点)				
申請件数	104	53	721	323
受理件数	93	27	406	157
債務再編件数	46	10	157	26
再編された債務の比率	40%	32%	22%	-
(参考) 法的整理の状況				
申請件数	48	52	30	88
受理件数	27	34	22	78
債務再編件数	19	12	8	8
再編された債務の比率	8%	-	7%	4%

(備考) 1. Meyerman [2003] より作成。

2. インドネシアとタイの再建件数は、それぞれの委員会を対象とした範囲のみ。

3. 再編債務の比率は金額ベース。

3. 民間における事業再生を促進 - アメリカの事例

アメリカにおける公的な資産管理会社としては、S & L 危機に際して破綻した貯蓄金融機関の資産を引き受けるために設立された整理信託公社(RTC)が有名である。RTCは、不良債権を早期に売却処分し、「民間にできることは民間に」との方針に基づき、債務者企業の事業再生は民間に任せた。このことは、民間の事業再生ビジネスを拡大させる結果ともなった。

こうしたRTCの経験は、本章の主題である「産業再生」(政府が事業再生に直接

取り組むケース)とは異なるが、政府が民間資源を積極的に活用することによって、事業再生が大規模に進んだ経験として、我が国にも参考となる事例である。

また、我が国の民事再生法のモデルとなったCHAPTER11という事業再生を支援する倒産法制の存在も、民間の事業再生の活発化に大きな役割を果たしたとされている。

(1) 民間を活用した整理信託公社(RTC)

整理信託公社設立に至る経緯

80年代後半にS & L等の貯蓄金融機関¹⁷の破綻が急増したことから、貯蓄金融機関の預金保険機関である連邦貯蓄貸付保険公社(FSLIC)が89年に破綻するに至った。このため同年、金融機関改革再建執行法に基づき、貯蓄金融機関の破綻処理を担う時限的な政府機関としてRTCが設立された。RTCは、FSLICが保険対象としていた貯蓄金融機関の経営と整理を担い、貯蓄金融機関の資産処分等で得られる回収価額を最大化すること、またその際、不動産・金融市場への影響を最小化すること、などが目的とされた。

RTCは、時限的機関とされたことから、金融機関の破綻処理を主要業務とする連邦預金保険公社(FDIC¹⁸)からの出向者を専門職員として数多く招いた。こうした事情もあり、資産処分にあたっては可能な限り資産の管理・処分を専門的に手がける民間企業を活用することが義務づけられていた。

不良資産の保全人・管財人として貯蓄金融機関を整理

RTCは、貯蓄金融機関監督庁(OTS¹⁹)が倒産の可能性が高いと判断した貯蓄金融機関の財産保全人(conservator)、破産管財人(receiver)として資産の売却・回収を行った。

OTSは、倒産の可能性が高いと判断した貯蓄金融機関に対し、RTCを保全人に任命し、当該金融機関の経営にあたらせた。この間に、預金者の信頼回復と、効率的な整理方法の検討が図られた。貯蓄金融機関の整理に際しては、RTCは管財人として破綻処理を行い、貯蓄金融機関の資産・負債の多くを公開入札によって健全な金融機関に売却(資産・負債継承(P & A²⁰))したが、これが困難な場合には預金者に対

¹⁷ Thrift Institutions。 S & L (Savings and Loan Association) と貯蓄銀行 (Savings Banks) とを併せた総称。

¹⁸ Federal Deposit Insurance Corporation.

¹⁹ Office of Thrift Supervision.

²⁰ Purchase and Assumption.

する保険対象預金の払い戻し（ペイオフ）も行った²¹。

資産の管理と処分に民間企業を活用

整理対象となった金融機関の資産が極めて多様・多額であったことなどから、RTCは次第に保全期間中の資産処分に重点を置くようになった。RTCが整理した資産4,026億ドル（簿価）のうち、金融機関整理時に処分されたのは2割弱にとどまる反面、保全期間中に処分された資産は4割に達した。資産処分の形態も、当初はバルク・セール（一括売却）が中心であったが、次第に証券化やエクイティ・パートナーシップなどの手法が導入されるなど、より民間企業を活用する形へと移行した。

証券化プログラムは、大規模なバルク・セールでは処分が困難であった不動産担保債権の回収を図るため、1990年12月に導入された。RTCは不動産担保債権をプールして証券化（モーゲージ担保証券（MBS²²）を発行）し、債券発行代金等を受け取る一方、プールした債権の担保不動産の管理は民間の債権管理・回収の専門会社（サービサー）に任せた。証券化により、RTCが整理した資産の10%以上（420億ドル超）が処分された。

92年秋以降に行われるようになったエクイティ・パートナーシップは、RTCが民間の投資会社や資産管理会社と共同でジョイント・ベンチャーを設立し、資産処分時に出資分に応じた売却益を得るもので、RTCは資産を現物出資する一方、資産の管理・処分は民間会社に任せられる。95年12月までに214億ドル分の資産がパートナーシップ化された。

RTCの評価

RTCは、北欧やアジア危機諸国の資産管理会社と異なり、破綻金融機関の保全人・管財人として預金の保護と債権の回収を目的としていた。RTC自身は、債権の資産価値を高める努力（事業再生）を行わなかったが、業務終了の95年末までに破綻金融機関から引き継いだ資産簿価の8割を超える額の回収に成功したといわれる。RTCの整理・回収業務にかかった財政コストは95年末時点で875億ドル（整理した資産簿価の22%）と推計されている²³。

²¹ 1989年8月に設立されてから解散した95年12月までに、RTCは747の破綻貯蓄金融機関（資産総額4,026億ドル）を整理したが、うち約7割の497機関がP&Aによった。このほか、約1割が保険対象預金の直接支払い（ペイオフ、残余財産は換価・回収）、約2割が保険対象預金の健全金融機関への移転（Insured Deposit Transfer、残余財産は換価・回収）によって処理された。

²² Mortgage-Backed Securities.

²³ FDIC [1998].

R T Cの整理・回収コストが低く抑えられた背景には、資産の管理・処分に専門性がなかったR T Cが、可能な限り民間企業を活用するとの方針のもとで、証券化やエクイティ・パートナーシップなどの方法で民間の企業を活用したことがあったと考えられる。むしろ、R T Cの活動により、モーゲージ担保証券市場が拡大し、民間の投資会社や資産管理会社等が育成されるなど、事業再生ビジネスを拡大させた面もあったといわれている。

(2) 事業再生をもたらす法制度 - チャプター11

一般に、倒産法制には清算型と再建型とがあり、後者は1978年にアメリカでチャプター11(連邦倒産法第11条)が制定されて以来、国際的にも整備が進められている。アメリカのチャプター11は現在でも、事業再生を目指す債務者の保護が最も強い法制の一つとされている²⁴。

チャプター11とは

チャプター11には、債務者の事業継続を可能にすることへの配慮から、以下のような特徴がある。

- 1) 事業再建計画は、債権者の過半数かつ債権額の3分の2以上の保有者が合意すれば認可され、非合意の債権者も拘束する。(このような、再建計画を強制する手続きはクラム・ダウンと呼ばれる。)
- 2) 債務者の裁判所への申立てと同時に裁判所の救済命令が下され、その時点で債務者に対する支払請求、担保処分、強制執行等は一切禁止される。
- 3) 原則として管財人は選任されず、債務者は資産を占有して事業を継続でき、また通常業務の範囲内で資産の使用・売却・賃貸も可能(このような債務者は「占有を継続する債務者(DIP²⁵)」と呼ばれる)。
- 4) 申立て後の債務者に対する融資に全ての共益債権²⁶に優先する超優先性(スーパー・プライオリティ)を与えるほか、既存の担保権に優先する担保権の設定(プライミング・ローンと呼ばれる)も認めるなど、事業再生中の融資(DIPファイナンス)が行われやすくしている。

これらは先にみたロンドン・アプローチの要素をより強力にしたものともいえる。

²⁴ Wihlborg and Gangopadhyay [2001]を参照。

²⁵ Debtor-In-Possession.

²⁶ 再生債権者共同の利益となる債権を指し、旧債権に優先する。

1)の債権者合意に関する手続きは、ロンドン・アプローチの「銀行は合意に達するよう協同する」との要素(3))に強制力をもたせたものであり、また2)~4)はロンドン・アプローチの「銀行は融資を継続し、清算型法的整理の管財人を指名しない」との要素(1))をより実効性がある形で規定したものとみることができる。

CHAPTER11は1978年に導入されているが、私的整理よりも時間と費用がかかることから、80年代まではあまり活用されなかった。しかしながら、CHAPTER11が、債権者に再建計画の合意を強制する手続き(クラム・ダウン)を規定しているため、私的整理の方が費用節減をもたらす結果、RTCによる不良債権処理が進んだ一因となったといわれている。また、倒産手続きを明確に規定した法制の存在は、債権の資産評価を容易にし、アメリカにおける証券化の普及を助けた側面もあったと考えられている。

なお、我が国においては現在、DIPファイナンスとは一般に、「(再建型の)私的整理や法的整理の申立てを行い、再生を目指す企業に対する運転資金等の新規融資」を指すものと理解され、管財人が選任される場合や、旧経営陣が退陣する場合も含まれている。また、DIPファイナンスは共益債権としての優先性を持つものの、スーパー・プライオリティやプライミング・リーンは認められていない。

私的整理の迅速性を取り入れたCHAPTER11

80年代にはそれほど普及しなかったCHAPTER11であるが、90年代に入り、主要債権者間で予め再建計画に合意した上でCHAPTER11の申立てを行うプリパッケージド・CHAPTER11と呼ばれる手法が用いられるようになってからは活用が進んだ。この手法により、通常で平均2年程度かかった手続きが2ヶ月から半年程度で完了できるようになったといわれ、1990年代以降の民間の事業再生に大きく貢献したとされている。

なお、主要債権者間で事前合意した上でCHAPTER11の申立てを行い、法的整理の手続きを踏むのは、特に一部の債権者の合意が得られない場合に、クラム・ダウンによって再建計画が強制できるとのメリットがあるためである。

第2節 北欧・アジアの産業再生

本節では政府が産業再生に取り組んだ先例とされるスウェーデン、フィンランド、韓国、マレーシアの経験を紹介する。

1. スウェーデン

- 政府主導で実施された「良い銀行、悪い銀行」アプローチ

(1) 公的資産管理会社設立に至る経緯

スウェーデンでは、1980年代に持続的な好況が続く中で、通貨クローナの切り下げや、貸出金利規則の緩和、貸出の量的規制の撤廃などの金融自由化が行われた結果、金融機関の貸出競争を招き、不動産価格・株価が急騰した。しかし、90年代に入ると景気が減速し始め、91年をピークに不動産価格が急落して金融機関の不動産担保債権が不良債権化した。

92年には大手銀行が危機的な状況となり、政府は預金者および債権者保護の観点から、公的資金による銀行の預金・債務の全額保護を宣言する包括的な支援策を発表し、同年12月に議会で可決された。

政府は支援申請のあった銀行について、外国コンサルタントなどの活用により透明性を確保しながら財務状況の分析を行い、自己努力による再建が絶望的と判断されたノルド銀行とゴータ銀行を国有化した。ノルド銀行にはセキュラム、ゴータ銀行にはレトリーバと呼ばれる資産管理会社がそれぞれ設置され、問題債権の大部分を銀行本体から分離した上で、専門的に処理させた。さらに、政府の支援を受けなかった銀行においても、それぞれに資産管理会社が設置された。

(2) 公的資産管理会社 - セキュラムの概要

以下では、規模の大きいセキュラムの例を取り上げて、その特徴を明らかにする。

政府出資による不良債権買取り

セキュラムは、ノルド銀行の「悪い銀行」の役割を担うためノルド銀行自身により、民間の株式会社として92年に設立された。セキュラムはノルド銀行からの融資270億クローナと、国からの出資240億クローナを受け、ノルド銀行の簿価670億クローナ(対GDP比4.6%)の不良資産を査定した上で500億クローナに減額して買取った。処理対象となった債権の大半が、当時はデフォルトと認識されていたため、このような減額が可能であった(金融危機が生じた1991年当時のスウェーデンの名目GDPは1兆4千億クローナ、1クローナ=22円)。査定には専門知識を有する米系の外

資企業が活用された。

セキュラムの特徴としては以下の3点があげられる。

第一に、セキュラムはノルド銀行のために設立された資産管理会社であり、アメリカのRTCやアジア危機諸国の公的資産管理会社と異なり、セキュラムが買取った資産は全てノルド銀行一行のものであった。

第二に、セキュラムは、資産の管理・処分を専門的に行う上で比較優位が発揮できる大型（1500万クローナ以上）の債権や、構造が複雑な債権（経営が複数の国にまたがるものなど）のみを買取りの対象とした（消費者信用などは買取られなかった）。

第三に、セキュラムの株式は国に取得されて国有企業となったが、業務の遂行に関しては高い独立性を有していたといわれる。財界の代表者からなる監視委員会や不正防止のための委員会が設立されたほか、業務報告の公表などを通じ、透明性・説明責任の確保にも努めた。

事業再生手法

セキュラムの事業再生手法には、以下のような3つの特徴が指摘できる。

第一に、スウェーデン経済の規模が小さいことから、破産処理等によって不良債権の担保不動産が大量に投げ売りされることは不動産価格のさらなる下落につながる可能性があり、避ける必要があった。このためセキュラムは取得した担保不動産の単純な売却ではなく、付加価値をつけ、資産価値を高めた上で合理的な価格で売却することを目的とした。

第二に、事業再生を迅速に行うため、セキュラムは取得した資産の種類に応じて子会社を設立し、それぞれ専門家を迎えて事業再生を手がけさせた。

第三に、セキュラムの業務は、デット・エクイティ・スワップなどで取得した企業の経営合理化や不要事業資産の売却、他社との合併・買収などのアレンジ等まで及び、また、必要に応じて資本の増強も行った。

事業再生の手法は、個別ケースに応じて選択されたとみられるが、事業再生が行われた企業へのアンケート調査によると、回答企業27社中11社が、生産コストの引き下げ、また7社がM&A（合併・買収）、価格・品質の見直しに取り組んだとしている²⁷。

セキュラムの職員には、処理対象の債権に詳しいノルド銀行の職員が多く登用された。こうした場合、利益相反も考えられるが、これもやはり対象債権の大半が既にデ

²⁷ Bergström and Sundgren [2002]を参照。調査対象は、セキュラムの資産管理子会社 Addum および レトリーバの資産管理子会社 Borgkronan が事業再生を手がけた企業。

フォルトと認識されていたために可能であった。また多くの場合、融資を許可した者ではなく融資の管理担当者が登用されたといわれている。さらに、資産内容に応じて法律家、エコノミスト、外国コンサルタント等、個別のケース毎に各分野の専門家が柔軟に登用された。

(3) 評価

産業再生後の経済

スウェーデン経済は、実質GDP成長率が91年からマイナス成長が続いた後、93年以降回復期に入り、94年にはプラスに転じ急速に回復した。

また、92年以降の低金利の下で不動産価格も上昇に転じ、資産管理会社の不良債権処理が順調に進んだ大きな要因となった。

大手銀行は95年までに黒字の当期純益を計上し、政府は95年11月に支援措置の廃止を表明して事実上の金融危機終了宣言を行い、翌年7月には予定通り支援措置が廃止された。

処理金額と財政コスト

セキュラムには公的資金によって240億クローナが出資されたが、97年に解散されるまでの5年間で不良債権処理をほぼ終了して140億クローナを国に返済した。また、ノルド銀行に残された優良債権の売却益等を合わせると、政府は支出した支援額(635億クローナ、対GDP比4.4%)を上回る670億クローナを回収することができたといわれている。

このように、セキュラムは不良債権の処理を短期間に高い回収率で終えたことから、「良い銀行、悪い銀行」アプローチの成功例として知られている。これには、買取り対象の債権を大型で少数のものに限ったこと、また不良債権の多くが、工場労働者の解雇などを必要としない商業不動産関連融資であったことなどが、有利に働いたとされている。

2. フィンランド - 数次の公的資金注入で「悪い銀行」グループを形成

(1) 公的資産管理会社設立に至る経緯

フィンランドにおいても、スウェーデン同様、80年代に金融自由化を進めた結果、銀行貸出が著しく拡大し、80年代後半に株式・不動産バブルの発生を招いた。とりわけ、金融の自由化で資金調達手段が多様化した貯蓄銀行は、不動産関連企業向けを中心に急激に貸出を拡大させていた。こうした中、88年後半から89年初めにかけての大幅な金融引締めをきっかけにバブルが崩壊し、さらにソヴィエト連邦の崩壊など90年代初頭の東ヨーロッパの激変により旧ソ連を含む東欧向け輸出が大打撃を受けたことから、フィンランドは深刻な景気後退に陥った。

高金利と資産価格の下落により、91年9月には貯蓄銀行の中央銀行としての役割を担っていたスコップ銀行が破綻の危機に瀕し、金融システムに動揺が生じたことから、政府は同行をフィンランド中央銀行の管理下に置くとともに、92年には全ての銀行に対する予防的な公的資金(総額80億マルカ)(対GDP比1.6%)の注入を決定した。さらに、金融危機に対処するための特別機関として政府保証基金(GGF²⁸)が設立された。

政府保証基金は、不動産関連融資や株式投資を大規模に行っていた41の貯蓄銀行の救済にあたり、これを合併させることとし、92年6月にフィンランド貯蓄銀行(SBF²⁹)を設立した。基金は、フィンランド貯蓄銀行に対して公的資金の注入、債務保証などの支援を行ったが、公的支援を受けながら同行が経営を続けるのは不公正であるとの批判を受けたことなどから、政府は93年10月、同行の資産のうち健全な部分を分割して4大銀行に売却し、不良債権については新たにアーセナルと呼ばれる資産管理会社を設立してこれに移管することを決定した。

政府保証基金はまた、92年9月に破綻の危機に瀕したSTS銀行について、93年にKOP銀行に株式を取得させて健全資産を移管するとともに、STS銀行に30億マルカの資金を注入し、実質的に「悪い銀行」とした。

(2) 公的資産管理会社 - アーセナルの概要

ここでは、いくつかの資産管理会社を吸収して「悪い銀行」グループを形成したアーセナルについて、その特徴を明らかにする。

政府出資による不良債権買取り

アーセナルは政府および政府保証基金が100%出資する株式会社として93年11月

²⁸ Government Guarantee Fund.

²⁹ Savings Bank of Finland.

に設立された。94 年末までに、政府はアーセナルに対して政府保証基金と併せて 110 億マルカ（対 GDP 比 2.1%）の出資を行うとともに、資金調達に対する 280 億マルカ（同 5.7%）の保証を与えた。これにより、アーセナルはフィンランド貯蓄銀行（S B F）の不良債権 390 億マルカを簿価で買取った。さらに、95 年には 80 億マルカの追加出資³⁰を得ている。

アーセナルの不良債権買取りの特徴としては、数次にわたって得た公的資金注入を背景に、銀行ごとに設立された資産管理会社（「悪い銀行」）の買取りを進め、「悪い銀行」グループを形成していったことがある。95 年にフィンランド貯蓄銀行の残余資産を買取るとともに、これをアーセナル - S B F と改称して資産管理子会社としたのはじめ、「悪い銀行」となった S T S 銀行を買取り、これも資産管理子会社とした。この過程で、不良債権は種類や規模にかかわらず、全てが買取られた。

業務遂行上の独立性に関しては、民間人 2 人、フィンランド財務省や産業省などから指名された 4 人の計 6 人で構成された理事会が設置され、CEO には民間人が起用された。業務は政府保証基金や会計検査院、議会が任命した監査役が監督した。

事業再生手法

買取った不良債権の債務者企業は、外部のコンサルタント会社によって査定され、アーセナルによる一時的な支援で事業再生可能か否かが判断された。再生可能と判断された企業は、多くの場合デット・エクイティ・スワップによって取得され、収益を高めるための事業再生が開始される。その際のアーセナルの役割は、再生期間中の企業への新たな資金の貸出、債務の保証、手形の買受、ポートフォリオ管理などの金融業務から、合併や事業再生の支援などコンサルティング業務まで広く及んだ。なお、取得不動産については管理、リース等を行い、建設計画には携わらなかったが、建設途中で資産価値を高めると判断されたものについては計画を完成させたという。

（3）評価

産業再生後の経済

フィンランド経済は 91～93 年まで実質 GDP 成長率がマイナスであったが、徐々に回復の兆しが見え、94 年から景気が急速に回復した。このことが、むしろアーセナルの資産管理・処分に有利に働いたとの見方もある。また、アーセナルに移管された

³⁰ この結果、アーセナル株式の保有比率は、政府 78%、政府保証基金 22%となった。

不良債権は、全金融機関資産の 5.2%と比較的小さく、そのうちの多くが不動産関連融資だったことや、潤沢な公的資金注入を受け、また人材に恵まれていたことなどが、有利に働いたともいわれている。逆に、不利に働いた点としては、種類や規模に関係なく不良債権を買取ったため、効率的な処理が困難となったことが指摘されている。

処理金額と財政コスト

アーセナルは政府および政府保証基金から 228 億マルカの公的資金を受け入れ、資金調達に対する 280 億マルカの保証を得た。潤沢に得た公的資金を背景に、簿価で移された不良債権の大幅な評価切り下げなどを行い、97 年末までに 180 億マルカの損失を出したとされている。97 年末までに買取った不良債権 430 億マルカの半分以上（53.5%）が処理されており、業務は概ね順調であったとみられるが、企業再生においてどこまで重要な役割を果たしたかについては、その評価は難しいとされる³¹。

フィンランドでは金融危機に際し、金融機関およびアーセナル等の資産管理会社に数次にわたって公的資金が注入された結果、その総額は対 GDP 比で 11%にのぼった。これは、金融危機の長さがほぼ同じ（約 4 年）であったスウェーデン（同 4%）を大幅に上回るものであった。

3 . 韓国 - 金融機関主導でワークアウトを推進

(1) 公的資産管理会社設立に至る経緯

韓国では 1997 年の通貨・金融危機の発生に伴い、金融機関に大量の不良債権が発生した。これに対し 1997 年 11 月、韓国政府は韓国開発銀行（KDB、日本の政策投資銀行に相当）の不良債権処理のため 1962 年に設立された成業公社をアメリカの RTC になって改組し、不良債権の処理を推進した（成業公社は後に韓国資産管理公社（KAMCO³²）へ改称された）。

(2) 公的資産管理会社 韓国資産管理公社（KAMCO）の概要

政府出資による不良債権買取り

³¹ Klingebiel [2000]を参照。

³² Korea Asset Management Corporation.

KAMCOの資本構成は、1400億ウォンのうち韓国政府が42.9%、KDBが28.6%、金融機関による出資が28.6%(2001年末)となっている。不良債権の買取り原資として97年に設立され、KAMCOが管理する不良資産管理基金(NPAファンド³³)は、2001年末で総額21.6兆ウォンとなっており、うち20.5兆ウォンはKAMCO債の発行³⁴、1.1兆ウォンは金融機関からの借入で調達されている。

KAMCOの不良債権買取りの特徴としては以下の三点があげられる。

第一は、買取りが多額であった点である。買取り業務を終えた2002年11月までにKAMCOが買い取った不良債権は額面で110.0兆ウォンに達し、これはGDP(2002年)の18.4%に相当する。

第二は、全ての金融機関から買取りを行った点である。銀行再編の過程では、KAMCOは自己資本比率が8%未満で整理対象もしくは条件付存続とされた銀行について不良債権を全額買取った。また、健全な銀行からも必要に応じて買取りが行われ、さらに投資信託会社をはじめとするノンバンクからも買取りを行った。

第三は、買取りは簿価を大幅に割り引いて行われた点である。当初の買い取り価格はやや高め³⁵であったが、98年9月以降、担保付き債権は担保価額の45%で、また無担保債権については元本の3%との単一価格基準を設定し、市場価格に近い価格での買取りが行われるようになっている。

事業再生手法

KAMCOは買取った不良債権については競売や直接回収のほか、国際入札や資産担保証券(ABS³⁶)の発行によって処分している。特にABSについては1999年にKAMCOが国内で初めて発行して以来、一般金融機関による発行も増加しており、不良債権処理の進展に寄与した。

1997年の改組当初はアメリカのRTCをモデルとして、買取った不良債権の早期売却を進めていたが、99年以降は企業再生による回収価額の最大化に重点が置かれるようになり、企業再生のための短期資金融資やデット・エクイティ・スワップ等の機能が付加されている。企業再生は、KAMCO自身によるもののほか、外資系投資銀行

³³ Non-performing Asset Management Fund.

³⁴ 不良債権の買取りに際しては、70%がKAMCO債(政府保証債のためリスク・ウェイトはゼロ)で、30%が現金で支払われている。KAMCO債は転売可能で3ヶ月毎に利息が支払われる。利払いは政府からの借入で賄われている。

³⁵ 98年9月以前は、担保付き債権は担保価額の70~75%、doubtful loans や estimated loss credits はそれぞれ額面の10~20%、1~3%の価格で買取りが行われていた。

³⁶ Asset Backed Securities.

と合併で設立した企業構造調整専門会社（C R C³⁷）や企業構造調整投資会社（C R V³⁸）への不良債権の売却を通しても行われている。

C R Cは、再生対象企業（小規模の企業が中心）の経営権を取得し、再生後に企業の売却を行う。K A M C Oによる合併設立のほか、民間出資によるものも多く、2001年末時点で95社が設立されている。C R VはC R C同様企業再生を担うが、自身はペーパー・カンパニーであり再生業務は他の資産管理会社に委託する。国内外の投資家から多額の資金調達が可能のため、大企業の買取りに適している。K A M C Oは2001年に国内第一号のC R Vを合併で設立している。

（3）韓国におけるロンドン・アプローチ - 金融機関主導のワークアウト

韓国の産業再生の特徴の一つとして、金融機関主導によるワークアウトが行われた点があげられる。

これは、不渡り・法定管理（日本の会社更生法に相当）に進む以前に、債権金融機関が企業と協力して財務再建計画（系列企業整理、資産売却、減資、経営陣縮小）を立案し実行する金融機関主導の法廷外再建の枠組である。法律的な根拠のある制度ではなく、企業再建合意（C R A）という金融機関210社の間で結ばれた紳士協定に基づいている。政府は企業再建調整委員会（C R C C）を設立し、ワークアウトのガイドラインを提供するとともに、債権者間、債務者間の利害調整や調停を行った。

ワークアウトにおいては、企業は金融機関から新規支援を受けながら営業を継続できる。一方、金融機関の側にも多くの優遇措置がとられ、対象貸出金について引当基準の緩和等が認められた。

しかしながら、ワークアウトは金融機関の合意に拘束力が乏しかったことに加え、99年以降の景気回復等によって金融機関が企業再生を推進する誘因に欠けていたことから、所期の成果は上がらなかった。そこで韓国政府は企業整理を加速するため、2000年11月に債権銀行団に整理対象企業を選定させ、再生不能企業52社を公表した。また、2001年9月には5年間の時限立法として企業構造調整促進法が施行された。これにより金融機関は定期的な企業モニタリングを行い、貸出企業に破綻の兆候が発生した場合は企業再生を行う法的義務が課されるとともに、債権者金融機関の決議には法的拘束力が与えられ、金融機関主導による企業再生の促進が図られている³⁹。

³⁷ Corporate Restructuring Company.

³⁸ Corporate Restructuring Vehicle.

³⁹ 2002年6月末現在、98年6月以来ワークアウトを受けた83社のうち47社が正常化、15社が法定管理や清算手続きとなり、21社がワークアウトに残っている。

(4) 評価

産業再生後の経済

通貨・金融危機直後の1998年には6.7%まで落ち込んでいた実質GDP成長率は、ウォン安やITブームによる輸出の急増に支えられ99年に10.9%、2000年は9.3%と急回復を遂げた。2001年はITブームの終焉により景気は減速したが、2002年は民間消費が好調だったことから6.3%の高成長となった。

この間、KAMCOによる不良債権の買取りによって、金融機関の健全性は大きく改善した。ピーク時の1999年末に13.6%だった商業銀行の不良債権比率は、2002年末には2.4%まで低下した。

これに対し、再生の対象となった企業部門については、通貨・金融危機前に比べ改善したとはいえ、財務体質・収益力の点ではまだ改善の余地は残されている。大企業や輸出企業、IT関連企業を中心に高収益企業が増加している一方、依然として多くの企業が過剰負債・低収益体質のまま残在している。製造業では営業利益で利払いを賄えない企業の数が依然として全体の34%(2002年1~9月)にも上っており、企業業績の二極化が進行している。

処理金額と財政コスト

KAMCOは2002年11月末までに、額面110.0兆ウォンの不良債権を39.8兆ウォン(額面の36.2%)で買取り、このうち額面62.9兆ウォン(同57.2%)の処分を終えている。処分した分の売却価格は29.3兆ウォンで買取り価格の25.8兆ウォンを上回っており、二次損失は発生していない。

金融部門に投入された公的資金(大部分は政府保証債)の総額は159兆ウォン(2002年末)に上り、GDPの約3割に相当する。回収不能分は最終的に国民負担となるが、公的資金の回収率は33.8%にとどまる。これに対し、KAMCOに投入された公的資金38.7兆ウォン(2002年3月末現在、回収分の再投資も含む)については、最終的に9割を超える回収が見込まれている。

なお、政府推計によると公的資金全体の最終的な損失は総額87兆ウォン(GDP比約15%)となる見通しである。このうち政府が既に負担した18兆ウォン(政府保証債の利払い)を除く69兆ウォンについては、政府が49兆ウォン、金融機関が20兆ウォン(預金保険料率の引上げ)分担し、25年間にわたって負担する方針とされている。

4. マレーシア - 集権的資産管理会社に強力な法的権限を付与

(1) 公的資産管理会社設立に至る経緯

97年のアジア通貨危機によって、マレーシアの不良債権比率は97年末の4.1%が98年末には13.6%に増加した。経営が悪化した金融機関に対し、政府は98年6月にスウェーデン、米国、メキシコの事例を研究して資産管理会社（ダナハルタ）を設立し、不良債権の買い取りを行った。さらに7月には企業債務再編委員会（CDRC）を設立し、私的整理の仲介を行わせた。

(2) 公的資産管理会社 ダナハルタの概要

政府出資による不良債権買取り

ダナハルタによる買取りの対価としては、主としてダナハルタ債（政府保証付（リスク・ウェイトはゼロ）のゼロ・クーポン債、転売可能）が用いられる⁴⁰。ダナハルタの発足にあたり、政府は15億リングを出資し、買取りが必要とされた不良債権150億リング（＝約40億ドル）分のダナハルタ債発行枠を与えた。2002年末までに111億ドル分のダナハルタ債が発行されている。

ダナハルタの買取りの特徴としては、厳格な資産査定のもとで、評価額500万リング以上の大口債権のみを対象としたことや、買取り価格を、担保付き債権は担保価額、無担保の場合は元本の10%として市場価格に近い価格としたことがあげられる。資産の査定は、専門家により個別にディスカウント・キャッシュ・フロー法などを用いて厳格に行われている。

ダナハルタの不良債権買取りは、金融危機を回避するための予防的措置と位置づけられ、存続する金融機関から任意で行われるとされている。売却価格が買取り価格を上回って利益が出た場合には80%を金融機関に返却する一方、損失についてはダナハルタが負担するなど、金融機関に売却誘因を与えた。

ただし、実際の買取りは、不良債権比率の高い金融機関や、製造業・建設業などへの融資を行っていた金融機関から優先して行われ、特に、不良債権比率が10%を越え

⁴⁰ ノンバンクやイスラム系銀行には現金で支払われている。

る金融機関については、ワークアウトもしくはダナハルタへの売却によって同比率を引き下げることが義務づけられた。また、ダナハルタの買取りに同意しない金融機関には不良債権評価額をダナハルタが提示した買取り価格の80%まで償却させるなど、強力的に買取りを推進した。

また、ダナハルタは、債権の買取りに際して、債務者の許可を得ることなく旧債権に付随する権利を全て承継することができるほか、特別管財人を任命することができる（後述）など、強力な法的権限が与えられている。

事業再生手法の特徴

ダナハルタは、債務超過企業について清算よりも事業再生が有利と判断した場合に特別管財人⁴¹を任命し、再建計画を策定させる。管財人が再建計画を策定する間（12か月）全ての債権回収行為や担保権の実行は停止され、ダナハルタが承認した再建計画には全ての債権者が拘束される。

ダナハルタには、外部からの積極的な助言を受け入れるため、外資系企業の人材が約2割在籍しており、さらに米系の外資投資銀行や監査法人がアドバイザーとして任命されている。管財人は外資系金融機関や監査法人などから派遣され、対象となった企業グループは2003年2月末で71グループある。個別の企業毎にみると41社の事業再生がおおむね終了している。

事業再生にあたっては、担保となっている不動産や株式を、ホテル観光業、一般事業といった産業別のダナハルタ子会社に移すなどの手法がとられている。

（3）マレーシアにおけるロンドン・アプローチ

- 調停を強力的に進めた企業負債再編委員会（CDRC）

ダナハルタによる政府主導の不良債権処理を補完して、民間主導の不良債権処理が企業負債再編委員会（CDRC）によって進められた。

マレーシアでは従来、会社法による企業再生の手法があったが、この法律を適用すると、債権者金融機関は再建計画が確定するまで（通常6か月間）債権回収を行うことができなくなり、債務者側に有利な法律であると言われていた。このため、98年11月に会社法の申請を制限すると同時に、中央銀行は法廷外での企業再生を支援するCDRCを設立した。

⁴¹ Special Administrator.

私的整理では、債権者や株主など利害関係者の損失を最小限にとどめ、存続可能な事業を守り、債務処理の包括的なフレームワークを適用することができる。CDRCには米系外資監査法人をアドバイザーに迎え、専門家が私的整理を仲介したことから、存続可能な企業が清算されたり、財産管理下に入ることを回避し、雇用や生産設備を維持することができたといわれている。

CDRCの調停には中央銀行も積極的に関与し、調停に非協力的な債権者の債権はダナハルタの買取り対象とされるなど、調停は半ば強制的に進められた。CDRCが取り扱う案件は、存続可能な企業が複数の金融機関から5000万リンギ以上の借り入れを行っている場合に限定され、債務再編には社債への転換が多く行われた。CDRCは2002年7月に解散したが、CDRCが再生事例を提供し、債務処理のノウハウを蓄積したことが役立ち、債権者、債務者間での私的整理が進むようになったといわれる。

(4) 評価

産業再生後の経済

マレーシアは97年7月に通貨危機に見舞われてから、1年の間にダナハルタ、CDRCを設立しており、比較的早い段階で不良債権問題を解決するためのフレームワークを構築した。価値がより劣化する前に、処理が行われたことで産業再生へと繋がったと考えられる。

しかし、不良債権比率は2000年12月には9.7%まで下がったものの、景気の悪化に伴い2001年9月には再び11.7%に上昇し、以降10~11%台が続いている。製造業部門での不良債権増加に加え、建設や住宅・不動産向け融資が不良債権化している。この要因としては、通貨危機後の景気刺激策として、建設投資や住宅・不動産投資が行われたものの、供給に見合う需要がないために現在では不良債権化したものと考えられる。

処理金額と財政コスト

ダナハルタは2002年末現在で約200億リンギの不良債権を簿価の45.6%（約90億リンギ）で買取ったほか、国有銀行化された2つの銀行が保有する約280億リンギの不良債権の処理を政府から委託されており、計約478億リンギ（GDP比13%）の不良債権を管理している。また、CDRCは、解散までに458億リンギ（同13%）の債務交渉を行った。

なお、ダナハルタでは、買取った不良債権の回収率を50%⁴²と見込んでいる。買取り価格が簿価の45.6%であることに加え、不良債権保有のコストがかかっていることや、売却収益の80%を金融機関に分配することにかんがみると、2005年の解散時には少額の損失を出す見込みであるという。

第3節 産業再生に向けて

本節では、前節で検討した北欧・アジア危機諸国の産業再生への取り組みの中から、特にこれらの国々において成功に結びついたと思われる条件を取り上げ、整理する。その上で、我が国における産業再生に向けた取り組みを紹介する。中でも、事業再生を目的とする、一定の政府関与を伴う株式会社として発足した産業再生機構について、その特徴と期待される役割をまとめ、むすびとする。

1. 産業再生成功の条件

(1) 不良債権買取りの制度設計

買取り価格は市場価格が原則

公的に設立された資産管理会社が不良債権を引き受ける場合、買取り価格（もしくは移管の際の資産査定）を市場評価に合わせて適正に設定することが最も重要である。

不良債権の市場評価は簿価よりも大幅に低いのが通常であるが、仮に公的資産管理会社が、簿価など市場価格を上回る価格で買取りを行った場合、超過額は実質的に金融機関への公的資金注入に等しいものとなり、財政負担を過大なものとする可能性がある。このような買取りは、公的資金の用途を曖昧なものとし、透明性・説明責任の面でも問題があるほか、金融機関のモラル・ハザードをもたらし、より再生見込みが低い債務者企業に対する不良債権を放出させる誘因ともなりかねない。また、高値で買取った公的資産管理会社は、経営破綻の可能性が高くなる。韓国（KAMCO）では当初、市場価格よりも高めの価格設定で買い取りを行っていたが、発足後1年未満で買取り価格を実勢に合わせて大幅に引き下げざるを得なくなった。

公的資産管理会社が適正な買取り価格を提示することはまた、当該価格が資産価格

⁴² 2003年末までの実績に基づく予測。国有銀行からの委託管理分を併せた不良債権の回収率見込みは57%。

への現実的な期待形成に貢献し、「投げ売り」の防止にも資すると考えられている。買取り価格はできる限り市場評価に合った適正なものとするのが原則である。

買取り価格と売却価格の事後的な調整

また、アジアの事例では買取り価格と実際の売却価格との間に差が生じた場合に、資産管理会社と金融機関との間でその差額を事後的に調整する取り決めを行うこともあった。ただし、差額調整を行う場合、金融機関は損失に対するリスクを引き続き負うことになるため、資産管理会社への売却誘因が低下することに留意する必要がある。マレーシア（ダナハルタ）では、損失が出た場合はダナハルタが負担する一方、収益が出た場合は銀行にその8割を分配することにした。これにより、銀行に売却後のリスクを負担させることなく、比較的質の良い不良債権でさえも放出させる誘因を与えた。

なお、不良債権買取りの対価としては、（国債発行などで調達する）現金のほかに、韓国（KAMCO）やマレーシア（ダナハルタ）のように、政府保証債（もしくは国債）を用いる場合とがあるが、国際的には後者が一般的のようである⁴³。

買取り対象の範囲 - 公平性・迅速性に配慮

海外主要国の事例では、債権買取りの対象とする金融機関は、破綻金融機関と、破綻はしていないが経営が困難な金融機関のいずれか、もしくは両方とする場合があった。

アメリカのRTCのように破綻金融機関から債権を引き受ける場合、預金保護の観点などから債権・債務とも全て引き受けることが一般的である。しかしながら、業務を継続する金融機関から買取る場合には、買取りを行わない金融機関との公平性に配慮する必要がある。また、公的資産管理会社が買取らなくても、金融機関が自ら回収を行えるような債権については、モラル・ハザードを防ぐとの観点からも無制限に買取ることは避け、金融機関に残すべきである。スウェーデンでは、セキユラムの設立にあたり、ノルド銀行の不良債権比率は他の銀行と同じ程度になるよう配慮がなされ、また、銀行が自力で整理できるような比較的単純な債権については残すこととしたという⁴⁴。マレーシア（ダナハルタ）でも、買取りが必要な不良債権の総額見積もり（150億リンギ）を示すにあたり、全てを買取るわけではないとの立場が明確にされた。

また、公的資産管理会社が迅速な処理を行うためにも、買取り対象とする債権は少

⁴³ Hawkins and Turner [1999]、Frydl and Quintyn [2000]などを参照。

⁴⁴ Ingves and Lind [1997].

数・同種のものに限定されることが望ましい。北欧・アジア危機諸国ではほとんどの場合、買取り対象を大型案件に限定しており、迅速な処理の一因となつたとみられている。これに対し、フィンランド(アーセナル)では、債権の種類や規模に関わらず、不良債権を全て移管した結果、専門的に処理することが困難であったといわれている。

さらに、公的資産管理会社が迅速な処理を行う上では、強制力も一定の役割を果たしたと思われる。マレーシアではダナハルタの買取りに同意しない金融機関には当該不良債権の評価切り下げを行わせるなどして、強力的に買取りが推進された。

(2) 事業再生の制度的枠組み

債務者企業の資産保全

第1節でみたように、ロンドン・アプローチでは、銀行に対して清算型法的整理のための管財人⁴⁵を指名しないことを要請しており、またチャプター11でも再生期間中の債権回収行為を法的に禁止しているなど、債務者企業の資産保全は私的・法的整理の如何にかかわらず、事業再生のための基本的な条件である。

公的資産管理会社や私的整理の調停委員会の設置は、債務者企業の資産保全に貢献すると考えられている。これは、政府がこれら産業再生のための特別目的機関を設置すること自体が、再建計画の信認を高め、債権者の無用な債権回収行為を防ぐ効果があると考えられるためである。中でもマレーシアでは、資産管理会社であるダナハルタに特別管財人の任命権などの法的権限を与え、事業再生を妨げる債権回収行為を強力的に抑えた。

なお、債務者企業の資産保全は必ずしも経営者の保護を必要とするものではない。前述のスウェーデンのセキラム子会社等が再生を行った企業へのアンケート調査では、事業再生の前に多くの経営者が交代していることが明らかとなっている。

事業再生のための資金供給・専門知識の活用

事業再生にあたっては、事業再生期間中の資金供給が必要となる。資金供給は、債務者企業の資産保全とならび、事業再生のための基本的な条件である。ロンドン・アプローチでは、銀行に融資の継続を求めており、チャプター11でもDIPファイナンスに優先性を与え、事業再生のための追加融資が受けやすいようにしている。

公的資産管理会社の事業再生にあたっては、当該管理会社が直接資金供給を行うこ

⁴⁵ 第1節2.(2)を参照。

とのほか、外部の投資銀行等と協力することによって資金を供給することも可能である。韓国では、KAMCO自身に融資機能が付与されたほか、企業構造調整専門会社（CRC）や企業構造調整投資会社（CRV）を通じた事業再生では、広く国内外から資金が供給される仕組みとなっている。

事業の再生とその後の売却処分には、倒産専門家、不動産鑑定士、金融アナリスト、保険計理士といった専門家の存在が極めて重要な役割を果たす⁴⁶。危機諸国における専門家の人口比をみると、アメリカに比べると圧倒的に少ない（第I-2-5表）。相対的に不足している専門家を短期間に活用する方法としては、外資企業を活用することが考えられる。実際、スウェーデン、フィンランド、韓国、マレーシアではいずれも、米系の投資会社、コンサルティング会社、監査法人等がアドバイザーとして迎えられた。特に韓国では、規制緩和によって企業合併を手がける外資企業の進出も認められるようになった。

また、専門知識を活用する上では、専門性に応じた組織作りが有益とされる⁴⁷。スウェーデン（セキュラム）やマレーシア（ダナハルタ）では、業種別に専門的な子会社を設置して債務者企業の事業再生を手がけさせた。このほか、アメリカ（RTC）のエクイティ・パートナーシップや、韓国（KAMCO）のCRCやCRVを通じた事業再生は、民間の専門性を活用する手法といえる。

なお、我が国でも育成されつつある民間の企業再生ファンドは、資金供給と専門知識とを同時にもたすものと評価できる。韓国では政府主導のもと、世銀の協力を得つつ、韓国開発銀行ほか民間の金融機関に13億ドル規模の企業再生ファンドを立ち上げさせるということも行われた。

第I-2-5表 事業再生に携わる専門家の人口比

（人口100万人あたり人）

	倒産専門家	不動産鑑定士	保険計理士	監査人
スウェーデン	1.6	56	28	410
フィンランド	-	29	19	100
韓国	0.02	36	0.2	70
マレーシア	1.1	22	-	480
アメリカ	6.5	284	53	-

（備考）Pomerleano[2003]、Kane and Klingebiel [2002]より作成。

⁴⁶ Pomerliano[2003].

⁴⁷ Lind [2001].

2. 我が国産業再生への視座

なぜ政府が主導して産業再生を行うのか

アメリカでは、S & L危機に際して設立されたRTCは、資産の売却処分を優先させ、事業の再生は民間の専門企業に任せた。北欧やアジア危機諸国ではどのような理由から政府が主導する産業再生の途が選択されたのだろうか。

第一に、北欧・アジア危機諸国の金融危機は深刻であったことが指摘できる。不良債権を売却処分するためには、買手が必要となるが、経済全体が不良債権の「重し」で停滞しているような状況下では、売却処分を進めることは困難である。韓国（KAMCO）では、当初RTCをモデルとして早期処分の方針を掲げていたが、後に企業再生機能の強化が図られることとなった。また、北欧・アジア危機諸国のようにシステミックな金融危機に見舞われた場合、大規模な担保不動産の売却処分がデフレ圧力となる可能性も懸念される。スウェーデンでは、「投げ売り」の防止もセキラム設立の目的の1つであった。

第二に、民間における事業再生の蓄積が不足していたことがあげられる。北欧・アジア危機諸国が産業再生にあたり、外資企業を活用したことは前述したが、資産市場の発展度合いの違いも大きい。例えば、アメリカのRTCは、証券化などの手法を活用して不良債権の売却処分を進めたが、これは既にファニー・メイ（連邦住宅抵当金庫）やフレディ・マック（連邦住宅金融抵当公社）などにより住宅ローン債権の証券化の手法や市場の醸成が進んでいたことがあって可能となったものである。北欧やアジア危機諸国では、RTCのように様々な手法を活用した売却処分が困難な状況下で不良債権問題を迅速に解決するために、政府主導で私的整理を推進する必要があった。そのための手段として資産管理会社の設立やロンドン・アプローチの推進が選ばれたものと思われる。実際、アジア危機諸国の中で、これらを強力に推進した韓国やマレーシアでは、私的なワークアウトの期間は短いものとなっている（第1-2-6表）。

我が国においても、北欧・アジア危機諸国と同様、不良債権が経済への「重し」となっており、処理を加速させることが重要な課題となっている。また、事業再生に関する民間の蓄積も、未だ充分といえる状況にはなく、政府が積極的に産業再生に取り組むことが求められている。

我が国における産業再生の取り組み

我が国では1999年に「産業活力再生特別措置法」（いわゆる産業再生法）を制定し

第 1-2-6 表 アジア危機諸国における法的整理・私的整理の評価

	韓国	マレーシア	インドネシア	フィリピン	タイ	(参考)日本
清算手続き	1.25	2	2.5	3	1.5	1.75
再建・再編手続き	1.75	2	2.5	2.25	1.5	2
清算手続きにかかる期間	6～12カ月	6～12カ月	4～6カ月	6カ月以上	6カ月以上	1～2カ月
法的再建にかかる期間	2～4カ月	8～12カ月	12～18カ月	18カ月以上	18カ月以上	8～12カ月
私的再建(ワークアウト)にかかる期間	2～4カ月	2～4カ月	4～8カ月	12～18カ月	18カ月以上	4～8カ月
ワークアウトが好まれる理由:						
破産手続きに抛らなくて済むから	政府がワークアウトを励行するから	○	×	×	○	○
(債権者にとって) 法的手続きよりもよい結果が得られるから	×	○	-	×	×	○ (特に債権者の数が少ない場合)

(備考) 1. Wihlborg and Gangopadhyay [2001]より作成。

2. アジア開発銀行が破産専門弁護士に対して行ったアンケート結果。

3. 清算手続き、再建・再編手続きは、1 = 低コスト・効率的・容易、3 = 高コスト・非効率的・困難として数値評価したもの。

たのをはじめ、再建型の倒産法制である民事再生法の制定(1999年)、会社更生法の改正(2002年)など、法制面の整備を通じて民間の事業再生を支援してきた。

また、2001年には政府の緊急経済対策(4月)をうけて、我が国の金融界・産業界や学識経験者等の協力により、「私的整理に関するガイドライン」(9月)がまとめられている。これは、倒産実務家国際協会(INSOL)が策定し、各国に採用を勧告した「複数債権者ワークアウトの国際原則(いわゆる8原則)」を参考として作成されたものである。

このほかにも、産業再生に向けて、中小企業再生に向けた信託スキームや事業再生保証制度(DIPファイナンスに対して付与される国の債務保証、DIP保証)の創設等、様々な取り組みを行っている。また、政策投資銀行においても、事業価値保全資金(DIPファイナンス)等の事業再生支援融資創設などの取り組みが行われている。

今後については、「改革と展望 - 2002年度改定」(2003年1月)で示したように、産業再生機構の創設と産業再生法の抜本改正等により、産業・金融一体となった対応を強力に進めることとしている。

民間の事業再生を支援する産業再生機構

昨年10月の「改革加速のための総合対応策」および昨年12月の「企業・産業再生

に関する基本指針」にしたがって、本年4月に発足した産業再生機構は、事業再構築、事業再編等を通じた企業再生に取り組むための新たな機構として創設されたものである。機構は、私的整理によって再生を進める際に、有用な経営資源を有しながら過大な債務を負っている事業者について、債権者金融機関間の調整が困難で再生が進まない場合などに、債権買取り等によって債権を集約するとともに、必要に応じて再生計画の実施にも関与するなどして、企業の再生を支援する。機構は、先にみた北欧・アジア諸国の資産管理会社と比較すると、以下のような特徴が指摘できる。

第一に、産業再生機構は、中立的な調整者として債務者企業および債権者金融機関の申込みに応じて再生支援を行うこととしており、強制的に債権の買取りを行うものではない。再生支援決定と同時に、必要があるときは債権回収行為の停止（一時停止）の要請も行うが、一時停止の要請に反して回収等がなされ、全体として必要債権額⁴⁸に満たないことが明らかになったときは、支援決定は撤回されるなど、マレーシアのダナハルタのように強力な法的権限を有するものではない。

第二に、産業再生機構は再生計画の実施にあたり、メインバンクと協力することとしていることがあげられる。これは、我が国のメインバンク制度を活用した、他国にはみられない特色であり、資産管理会社設立により金融機関が保有する情報が失われるデメリットを減らすものである。

このように、産業再生機構による事業再生の枠組みは、北欧・アジア危機諸国の資産管理会社と比べ、民間の事業再生を側面から支援する性格が強い。こうした性格の違いには、北欧・アジア諸国で資産管理会社を設立した際には、金融危機による動揺を抑える必要があったのに対し、現在の我が国はそのような状況にないことが背景としてあげられる。

アメリカでは、RTCという公的な資産管理会社の活動が、民間における事業再生ビジネスの拡大を助けた。このように、産業再生機構は民間の事業再生を支援する性格が強いことから、RTC同様に我が国の事業再生ビジネスを拡大させる役割を果たすことも期待される。

期待される産業再生機構

各国の経験からは、産業再生成功の条件として、公的資産管理会社は不良債権を適切に市場価格で買い取ること、事業再生にあたっては債務者企業の資産保全ならびに事業再生のための資金供給や専門知識の活用が重要であること、が明らかとなった。

⁴⁸ 対象事業者の事業の再生に必要と認められる額としてあらかじめ産業再生機構が定める額。

こうした論点に関し、5月に業務を開始する産業再生機構では、買取り価格については、「事業再生計画を勘案した適正な時価を上回ってはならない」と定めており、市場価格での買取りを明確にしている。また、前述のように債務者企業の資産保全にも努めるほか、必要に応じて事業再生資金の融資や借入れに係る債務保証も行うことができる。さらに、広く民間から有能な人材を確保し、民間の叡智・活力を最大限活用する予定である。

産業再生機構は、企業・産業の再生を加速させるとともに、業界再編等を通じて産業全体の競争力の強化をもたらすことが期待される。そうした中で、民間の叡智を活用することにより、「使える仕組み」として市場からの信頼も獲得することを目指している。産業再生機構の創設で日本経済の再活性化が期待されている。

参考文献

(第1部 第2章)

- 高龍秀 [2000] 『韓国の経済システム—国際資本移動の拡大と構造改革の進展』東洋経済新報社
- 佐藤正一 [1999] 「スウェーデンの金融システム危機 - 日本への教訓 - 」『E S P』(社)経済企画協会
1999年2月
- 鈴木賢志 [2002] 「金融システム復興にかかる政策決定システムの組織学的学習能力の分析 - スウェーデンの事例と日本への示唆」Working Paper No.148-a ストックホルム経済大学欧州日本研究所
- 高木新二郎 [2003] 『企業再生の基礎知識』岩波書店
- 高安健一 [2001] 「アジアにおける不良債権問題と資産管理会社(AMC)」『環太平洋ビジネス情報 R I M』2001 Vol.2. No.2
- 高安健一 [2001] 「韓国とマレーシアに学ぶ資産管理会社(AMC)を活用した不良債権処理と企業債務再構築」『Japan Research Review』2001.11
- 田作朋雄・岡内幸策 [1998] 『不良債権処理ビジネス』東洋経済新報社
- 永野護 [2000] 「銀行危機と破綻処理スキームの選択；日本の経験」『三菱総合研究所/所報』No.36
- 踏谷硯児 [2000] 「北欧の銀行危機と公的救済活動」『商経学叢』第46巻第3号 近畿大学商経学会
- 藤井威 [2002] 『スウェーデン・スペシャル [I]』新評論
- 不良資産管理会社研究会 [2001、2002] 「海外における不良債権処理のための資産管理会社」『金融財政事情』(社)金融財政事情研究会、2001年12月3、10、17日、2002年1月7、21日
- 丸尾直美 [2002] 「北ヨーロッパにみる政策危機対策」小川一夫 『政策危機の国際比較』日本評論社
- 八島亜季 [2002] 「ポスト・マハティール時代を迎えるマレーシアの課題」『東京三菱レビュー』No.11
- 柳川範行+柳川研究室編 [2002] 『不良債権ってなんだろう?』東洋経済新報社
- 山田能伸 [2001] 「経済教室 / 企業価値高め債権処理を」日本経済新聞 2001年6月25日
- Bergström, C. and Sundgren, S. [2002] “Restructuring Activities and Changes in Performance Following Financial Distress” *SNS Occasional Paper* No.88, Swedish Center for Business and Policy Studies.
- Caprio, G. and Klingebiel D. [2003] “Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises.”
(<http://www1.worldbank.org/finance/index.html>)
- Cho, W. [2001] “Corporate Reform and Restructuring in Korea,” Paper presented at The 26th Senior Policy Forum on Economic Crisis and Structural Adjustment in Korea November 4-10, 2001, Seoul, Korea.
- Coe, D. T. and Kim, S. ed. [2002] *Korean Crisis and Recovery*, International Monetary Fund.
- Danaharta [1998] *Information Guide*.
- Danaharta [2000] *The Definitive Guide on the Role and Progress of Danaharta*.
- Danaharta [2001] *Annual Report 2001*.
- Danaharta [2002] *Operations Report*, December.

- Enoch, C., Garcia, G. and Sundararajan, V. [1999] "Recapitalizing Banks with Public Funds: Selected Issues" *IMF Working Paper 00/139*.
- Federal Deposit Insurance Corporation [1998] *Managing the Crisis: The FDIC and RTC Experience 1980-1994*.
- Frydl, E. J. and Quintyn, M. [2000] "The Benefits and Costs of Intervening in Banking Crisis," *IMF Working Paper 00/147*.
- Government Guarantee Fund [1993] *Annual Report 1992*.
- Government Guarantee Fund [1994] *Annual Report 1993*.
- Government Guarantee Fund [1995] *Annual Report 1994*.
- Government Guarantee Fund [1996] *Annual Report 1995*.
- Halme, L. "The 1990s banking crisis in Finland : main causes and consequence, lessons for the future." (www.kredittilsynet.no/archive/f-avd_word/01/02/4Lis009.doc)
- Hawkins, J. and Turner, P. [1999] "Bank Restructuring in Practice: An Overview," *BIS Policy Papers No.6, August*.
- Honohan, P. and Klingebiel, D. [2000] "Controlling Fiscal Costs of Banking Crises," *World Bank Policy Research Working Paper 2441*.
- International Monetary Fund [1999] *Malaysia: Selected Issues*.
- Ingves, S. and Lind, G. [1997] "Loan Loss Recoveries and Debt Resolution Agencies: The Swedish Experience," *Banking Soundness and Monetary Policy*, Enoch, C. and Green, J. H. ed., International Monetary Fund.
- Kane, E. J. and Klingebiel, D. [2002] "Alternatives to Blanket Guarantees for Containing a Systemic Crisis," Paper presented at WB/IMF/FRB seminar on "Policy Challenges for the Financial Sector in the Context of Globalization," June 5-7, 2002, Washington, D.C..
- Kang, M. [2002] "Korea's Financial and Corporate Restructuring since its Financial Crisis," Paper presented at The 26th Senior Policy Forum on Economic Crisis and Structural Adjustment in Korea November 4 - 10, 2001, Seoul, Korea.
- Kent, P. [1997] "Corporate Workouts – A UK Perspective." (<http://www.bankofengland.co.uk/londapp.htm#top>)
- Klingebiel, D [2000] "The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises: Cross-Country Experience," *World Bank Policy Research Working Paper 2284*.
- Kroszner, R. [2002] "Non-Performing Loans, Monetary Policy and Deflation: The Industrial Country Experience." (www.esri.cao.go.jp/jp/prj/020320/session4_prf_kroszner1.pdf)
- Lind, G. [2001] "Bank Restructuring in a Systemic Crisis," Paper presented at an International Seminar on Legal and Regulatory Aspects of Financial Stability, January 21-23, 2002, Basel, Switzerland.
- Macey, J. [1999] "Are Bad Banks the Solution to a Banking Crisis?" *SNS Occasional Paper No.82*, Swedish Center for Business and Policy Studies.
- Meyerman, G. E. [2003] "The London Approach and Corporate Debt Restructuring in East Asia," *Managing Financial and Corporate Distress: Lessons from Asia*, C. Adams, R. E. Litan, and M. Pomerleano ed., Brookings Institution Press.

- Mutikainen, T. "Recession, Economic Policy And Banking: Crisis Management in Finland in the 1990's," *Ministry of Finance, Finland, Discussion Paper No.60.*
- Pomerleano, M. [2003] "The Morning After: Restructuring in the Aftermath of an Asset Bubble," *Asset Price Bubbles*, Hunter, W. C., Kaufman, G. G., Pomerliano, M. ed., MIT Press.
- Wihlborg C. and Gangopadhyay, S. [2001] "Infrastructure Requirements in the Area of Bankruptcy Law," *Wharton Financial Institutions Center Working Paper 01-09.*
- Woo, D. [2000] "Two Approaches to Resolving Nonperforming Assets During Financial Crisis," *IMF Working Paper 00/33.*