

# スウェーデンの不良債権処理策

樋口 修

## 目次

- はじめに
- I 金融危機の発生と不良債権処理会社の成立
  - 1 スウェーデンにおける金融危機の発生
  - 2 商業銀行の経営悪化と不良債権処理会社の設立
- II ノルド銀行・セキュラム社の不良債権処理
  - 1 セキュラム社の概要
  - 2 不良債権処理の三段階
- III ゴータ銀行・レトリーバ社の不良債権処理
  - 1 レトリーバ社の設立
  - 2 レトリーバ社の不良債権の特徴
  - 3 不良債権の処理体制
  - 4 清算—セキュラム社との合併
- IV スウェーデン型不良債権処理策の特徴と課題
  - 1 スウェーデンの不良債権処理策の特徴
  - 2 分散型アプローチと集中型アプローチ
  - 3 グッドバンク・バッドバンク戦略
  - 4 「再建型」不良債権処理会社
  - 5 時限的組織
  - 6 不良債権処理策の成否
- おわりに

## はじめに

2003（平成15）年5月8日、産業と金融の一体的な再生を目指す産業再生機構がその業務を開始した。不振企業向け貸出債権を銀行等から買い取って不良債権処理を促進し、信用秩序の維持を図る一方で、買い取った債権をテコにして、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会社の経営を見直し、その再生を支援するというわが国の産業再生機構は、1990年代の金融危機の際、スウェーデンで不良債権処理会社として設立されたセキュラム社にその範を取ったものといわれている<sup>(1)</sup>。

本稿の目的は、このスウェーデンにおける不良債権処理策のプロセスを検討し、これを通じてわが国と共通する課題について示唆を得ることにある。

## I 金融危機の発生と不良債権処理会社の成立

### 1 スウェーデンにおける金融危機の発生

1990年代初頭のスウェーデンにおける金融危機発生<sup>(2)</sup>の最大の原因は、1980年代半ばの金融自由化を契機として発生したバブルの崩壊に

(1) 藤原総一郎編『早わかり企業再生』日本経済新聞社、2003、p.100.

(2) 1990年代のスウェーデンの金融危機を概説したものとしては、樋口修「スウェーデンの金融機関救済策」『外国の立法』203号、1998.6、pp.69-75.がある。

求めることができる。1985年に行われたスウェーデン金融市場の規制緩和は、原油価格下落を背景として上昇局面にあった国内・国外の経済状況と相まって直ちに強い信用需要を生み出した。強い信用需要と為替レート維持のための拡張的金融政策により、スウェーデン経済には景気過熱とインフレーションが発生した。商業用不動産・株価が急騰し、金融機関の融資残高は拡大した。

しかし1990年8月のペルシャ湾岸危機の勃発により、原油価格が上昇し国際的な景気後退が加速すると、スウェーデンにおいても景気後退が顕在化した。またインフレ懸念の台頭から金融政策が引き締めめに転じ、金利は1990年秋に大幅に上昇した。景気後退と金利上昇の併存状況は、スウェーデンの商業用不動産市場・証券市場の暴落を導き、不動産担保融資を通じて直接的に、或いはファイナンス・カンパニー（ノンバンク）の発行する金融証券に投資し売買する形で間接的に両市場に資金を供給していた商業銀行の経営を悪化させた。

1990年代初頭当時、スウェーデンの金融市場は6大商業銀行グループによる寡占状態にあったが、1992年には全ての銀行が当期純損失を計上した。特に経営状態が深刻であったのは1990年末において総資産額第2位のノルド銀行（Nordbanken）と第6位のゴータ銀行（Gota Bank）であった。両行は一時国有化され、かつスウェーデンの金融危機の際に支出された公的資金の98%がこの両行（及びその不良債権処理会社）に注入された<sup>(3)</sup>。

## 2 商業銀行の経営悪化と不良債権処理会社の設立

### (1) ノルド銀行・セキュラム社

ノルド銀行は、国が発行済み株式の70%を保有する国営企業であったが、1990年に巨額の融資貸し倒れを計上して無配に転落し、同年末には自己資本比率が法定要件を下回り、経営陣が辞任するまでに至った。その経営悪化の主因は、特定の顧客に融資が集中するなど与信管理が放任であったところに加えて、商業用不動産市場・証券市場の暴落により債務不履行に陥る企業が続出し、かつ同行の融資に付された担保の価値が悪化したことによる。不動産部門に多額の与信残高を有するファイナンス・カンパニー（ノンバンク）が経営危機に陥ったことは、ファイナンス・カンパニーが発行する金融証券への売買・投資の形で多額の資金を供給していた商業銀行の経営に打撃を与えるものであったが、特にノルド銀行・ゴータ銀行の場合、1980年代末に自ら直接、大都市地域での不動産融資の拡大に傾斜していたため、その影響は一層深刻であった。

1991年秋にノルド銀行は100億クローナ（約2,228億円）<sup>(4)</sup>の融資貸し倒れの存在を公表し、市場に大きな打撃を与えた。金融システム保護のため、1991年11月20日にノルド銀行は総額51億クローナの新株発行を行い、同行の最大株主としての国はその新株発行の全額を保証すると共に、このうち41億9,100万クローナを直接引き受けたが<sup>(5)</sup>、ノルド銀行の財務状態は予想以上に深刻であり、この新株発行措置にもかか

(3) 樋口前掲論文, p.87.

(4) 本稿では、記述が1980年代から90年代にかけての比較的長期間にわたるため、スウェーデン・クローナ建ての金額の円換算額を表記していない。参考までにIMF; *International Financial Statistics Yearbook*に基づき、対米ドル年平均相場を円換算した、対日本円スウェーデン・クローナ年平均相場は以下のとおりである。1スウェーデン・クローナ：21円40銭（1989年）、24円46銭（1990年）、22円28銭（1991年）、21円75銭（1992年）、14円29銭（1993年）、13円25銭（1994年）、13円19銭（1995年）、16円22銭（1996年）、15円85銭（1997年）。

(5) *Teckning av aktier m.m. i Nordbanken* (prop.1991/92:021, NU4, rskr. 8)

ならず、1992年第1四半期には、法定自己資本比率要件を満たすためには追加支援が必要であることが判明した。

1992年6月10日、スウェーデン議会は、国が総額20億5,500万クローナを拠出して他の少数株主のノルド銀行株をすべて買収し、同行を100%政府保有の銀行とする等のノルド銀行再建策を承認した<sup>(6)</sup>。再建策の一環として、従来ノルド銀行グループ内に設けられていた不良債権集中管理ユニットを同行から分離し、新たに不良債権処理会社（バッドバンク）<sup>(7)</sup>を設立することが盛り込まれていた。これに基づき、ノルド銀行の不良債権処理会社として分離設立されたのがセキュラム株式会社（Securum AB）である。

## (2) ゴータ銀行・レトリーバ社

ゴータ銀行は、持株会社であるゴータ株式会社（Gota AB）傘下の中・南部スウェーデンの中規模商業銀行3行—イェータ銀行（Götabanken）、スカラボリ銀行（Skaraborgsbanken）、ヴェルムランド銀行（Wermlandsbanken）—の合併により1990年に発足した商業銀行で、個人及び中小企業を主たる顧客としていた。資産規模は6大銀行中最小であり、かつその財務基盤は既に合併発足前の1980年代末の段階で脆弱化していた。同行はバブル崩壊によってさらに貸し倒れ額を急増させ、1992年9月30日、親会社である持株会社ゴータ株式会社（Gota AB）が破産宣告された。同年12月22日、ゴータ株式会社の

破産管財人はゴータ銀行の全株式を国に譲渡し、ゴータ銀行は完全に国有化された。

1993年9月8日、国はゴータ銀行内に設けられていた不良債権集中管理ユニット（「ゴータ銀行特別債務部」）の不良債権を同行から分離し、新たに設立する国有の不良債権処理会社（バッドバンク）に譲渡することを決定した。この際にゴータ銀行の不良債権処理会社として設立されたのがレトリーバ株式会社（Retriva AB）である。

国有不良債権処理会社（バッドバンク）の設立と、銀行及び特定の他の金融機関によるタイムリーな債務返済を国が保証する包括的金融機関支援（1992年12月18日にスウェーデン議会で承認）<sup>(8)</sup>とは、救済型金融機関破綻処理の典型例（であり成功例である）として名高い、スウェーデンの金融危機対応策の二大要素を構成するものであった。

## II ノルド銀行・セキュラム社の不良債権処理

### 1 セキュラム社の概要

#### (1) ノルド銀行再建策

その経営が悪化の一途をたどっていた1992年4月、ノルド銀行首脳は、同行の不良債権を別会社に集約することを決定した。同行は投資会社と協力し、同年5月8日付けで<sup>(9)</sup>経営再建方針を作成して財務省に提言を行った。「新し

(6) *Rekonstruktion av Nordbanken* (prop.1991/92:153, NU36, rskr.352)

(7) 資産管理会社（Asset Management Company; AMC）という用語が用いられることもある。

(8) *Åtgärder för att stärka det finansiella systemet* (prop.1992/93:135, NU16, rskr. 155)。なお包括的金融機関支援策については、樋口前掲論文、及び山田敏之訳「銀行及びその他の金融機関に対する国の支援に関する法律」『外国の立法』203号、1998.6を参照。

(9) ノルド銀行が再建策を財務省に提出した日と政府案の議会提出日の日付が前後しているが、5月8日はノルド銀行の提言を財務省が正式文書として登録した日であり、実際には政府のノルド銀行再建政策案（prop.1992/93:135）は、ノルド銀行が提出した再建策の内容を踏まえて作成されている（Clas Bergström et al., *Securum och vägen ut ur bankkrisen*. Stockholm: SNS Förlag, 2002, p.214.）。

いノルド銀行 (Nya Nordbanken)」と題されたこの提言では、不良債権を銀行内に残す方策と別会社に切り離す方策が比較検討され、経営再建には後者がより適する旨述べられている。政府は、この提言を金融監督庁の審査に付した後、当該提言の内容を踏まえたノルド銀行再建策を1992年5月7日、議会に対して提出した。このノルド銀行再建策は、1992年6月10日に議会によって承認された (prop.1991/92:153, NU36, rskr. 352)。

この再建策は、政府が200億クローナの予算支出権限の枠内でノルド銀行の経営再建を図ることを認めるものであり、ノルド銀行の100%国有化のほか、ノルド銀行の収益力の妨げとなっている問題融資 (不良債権) をノルド銀行の子会社であるセキュラム社に譲渡し、次いでセキュラム社をノルド銀行グループから分離することが盛り込まれていた。再建策に明記されたセキュラム社の任務は、ノルド銀行から買い取った不良債権を管理し清算することであり<sup>(10)</sup>、かつ当該任務の遂行にあたっては、国 (最終的には納税者) のコストを最小化しよう、買い取った不良債権をなし得る最良の方法で処理・回収することが求められた。

1992年10月6日、セキュラム社が設立され経営陣が任命された。理事会の議長には国営医薬品販売会社の社長、実際の経営の任に当たる社長にはノルド銀行副総裁が就任した。その他、財務省から1名、民間企業から2名、弁護士1名がセキュラム社の理事会の構成メンバーとなった。また、既に1992年春の時点で、セキュラム社の設立を見越して人材募集活動が開始されていたが<sup>(11)</sup>、同年秋の同社設立後には、新会社の専門職に対して集中的な人材募集が行われた。

設立時のセキュラム社 (Securum AB) は、その傘下にセキュラム・ファイナンス株式会社 (Securum Finans AB) と「セキュラム株式」株式会社 (Securum Aktie AB) の2つの資産管理子会社を有していた。前者は融資形態の資産管理を担当し、ノルド銀行から購入した不良債権 (及び当該不良債権に対する担保権の実行により接収された実物資産) はまず同社に集中された。後者は商工業会社の株式形態の資産管理を担当し、後に積極的な企業再編機能を担うアッドム・インダストリ株式会社 (Addum Industri AB) へと発展した。資産形態別に専門の子会社が管理業務を行うのは、セキュラム社の不良債権処理の大きな特色であった。

## (2) 不良債権の譲渡と資金調達

1992年10月6日の設立時点で、セキュラム社はノルド銀行の出資による10億クローナの自己資本 (株式1億クローナ、準備積立金9億クローナ) を保有していたが、その一方で、金利動向、物価上昇率、融資債権の質などに基づいて、外部コンサルタントによりセキュラム社に譲渡すべきであると評価されたノルド銀行の不良債権は簿価で約670億クローナに達していた。ただしノルド銀行が当該資産に関して170億クローナの評価額引き下げを行ったため、不良債権の取得費用としてセキュラム社が支出しなければならない金額は500億クローナであった。

この500億クローナの不良債権取得費用のうち、230億クローナは国がセキュラム社の資金調達を保証する方式で調達された<sup>(12)</sup>。残りの270億クローナはノルド銀行からの優先融資により調達されたが、国はこの融資のうち100億クローナを保証した<sup>(13)</sup>。

不良債権のセキュラム社への譲渡が完了し

(10) セキュラム社はノルド銀行の不良債権を管理・清算する不良債権処理会社であり、他の金融機関で発生した不良債権は原則的に買い取らない。後述するように、このことは迅速かつ成功裡に不良債権の処理を完了する理由の一つとなった。

(11) Mats Larsson and Hans Sjögren, *Securum AB 1992-1997*. Stockholm: Securum AB, 1997, p.46.

た後、1993年1月1日、国（商務庁）はセキュラム社の全株式を10億クローナでノルド銀行から取得し、不良債権はノルド銀行から完全に分離された。セキュラム社に対する国の資金拠出額合計240億クローナ（不良債権購入資金調達保証分230億クローナ、全株式取得費用10億クローナ）は同社の自己資本に組み込まれた<sup>(14)</sup>。これによってセキュラム社自身もノルド銀行から完全に分離され、国が所有する独立の不良債権処理会社となった。

## 2 不良債権処理の三段階

セキュラム社がノルド銀行から買い取った資産は、その大半が債務不履行に陥った融資債権（すなわち不良債権）の形態をとっていた。買い取り対象となったのは、額面1,500万クローナ以上の融資約定（約400件強、額面金額合計約600億クローナ）であった。当該融資約定は合計約3,000件の個別融資から構成されており、その80%は不動産関連融資であった<sup>(15)</sup>。

セキュラム社はこの不良債権を次の三段階に分けて処理していった。

### 第一段階（転換段階）

当該不履行融資に対して設定されている担保を迅速に接収し、不良債権を融資形態から他の実物資産の形態に転換する。

### 第二段階（管理段階）

接収した担保を、その資産形態別に専門の資産管理子会社に譲渡して管理し、様々な手

法を用いて当該資産の価値を高める。

### 第三段階（清算段階）

資産の価値が管理活動を通じても最早顕著に改善し得ない場合、又は外的な諸条件が売却に有利と考えられた場合に、当該資産を売却し清算する。

#### (1) 転換段階

##### (i) 問題融資に対する処理方針の確定

上述のように、セキュラム社がノルド銀行から500億クローナ（額面670億クローナ）で買い取った資産のうち、圧倒的多数（額面600億クローナ）は融資債権であり、セキュラム社設立の経緯からも明らかのように、その大半は債務不履行に陥っていた<sup>(16)</sup>。このような問題融資はそのまま放置しておいた場合、当該融資債権自身の価値はもとより、融資先の資産価値も劣化させるおそれがある。この劣化の進行を回避するためには、問題融資の回収可能性を検討し、それに対する処理方針を迅速に確定し実行することが必要であった。1992年10月に設立されたセキュラム社は、発足当初の6ヶ月間、この処理方針の確定と実行が主要な業務となった。

問題融資に対する処理方針には、次の3つの選択肢があった。

① 債務の分割払い（借り手の支払能力に応じて減免する場合有り）

② 再建計画の策定（借り手の事業が存続する

(12) この国による資金調達保証は二度に分けて実施された。1992年の第一次保証の際には98億5,000万クローナを政府予算から支出する方式、また1993年の第二次保証の際には131億5,000万クローナを国債庁から融資する方式で行われた。（樋口前掲論文，p.89.）

(13) 実際にはこの100億クローナ分の保証に対しては、国が支出を行う必要がなかった。

(14) 240億クローナという自己資本の規模は、将来実施することが必要になる帳簿価格の切下げ費用と、購入した不良債権の売却が完了するまでのセキュラム社の管理費用を賄うように推計された（Larsson and Sjögren, *op. cit.*, p.11.）。

(15) *ibid.*, p.13. 一つの融資約定（commitment）には、複数の個別融資（loan）が含まれ得る。

(16) 額面600億クローナの融資債権のうち、非分類（正常債権）は10億クローナに過ぎず、観察下に置かれているもの30億クローナ、潜在的なリスクを有するもの140億クローナ、リスクが確認されたもの420億クローナであった（Bergström et al.[2002], *op. cit.*, p.50.）。

可能性を有する場合、再建計画を策定した上で、債権の一部放棄等の措置をとる)

### ③ 担保の接収

実際には、問題融資の大半は③の「担保の接収」が債権を保護する唯一可能な選択肢であった。このため多くの場合には担保権が実行され、融資債権は、より流動性・収益性の高い不動産や株式等の実物資産に転換された。

なお、1993年春には不正行為調査委員会がセキュラム社内に設置され、当該融資に関する詐欺等の不正行為の有無が、不良債権を取得する際に嚴重に調査された。

### (ii) 資産管理子会社への譲渡

このように担保権の実行により接収された実物資産は、次にその資産形態に応じてセキュラム・グループ内の資産管理子会社に譲渡された。具体的には、不履行の融資債権に対して担保権を実行し、それを接収するまでの業務をセキュラム・ファイナンス株式会社 (Securum Finans AB) が担当し、次に担保権の実行によりセキュラム・ファイナンス社に集中した実物資産を、その形態に応じてセキュラム社内の (当該形態資産の管理能力を有する) 資産管理子会社に譲渡していった。

この譲渡は子会社間 (部門間) での資産の内部譲渡であるが、譲渡価格は、譲渡時点における各形態の資産の公正な市場価格を反映するよう厳密に設定された。譲渡価格の設定に関して子会社間に不一致がある場合には、譲渡プロセスを監視しているセキュラム社の経営陣が介入した。

譲渡価格がノルド銀行から当該資産をセキュラム社が譲受した価格を下回っている場合には、損失 (いわゆる「二次ロス」) が発生するが、この損失は、セキュラム・ファイナンス社の融資貸し倒れ損失として計上された。融資貸し倒れ損失額は合計で約160億クロー

ナに達したが、この金額は国がセキュラム社に拠出した自己資本 (240億クローナ) の範囲内であり、国が同社に資本充当した際の予測に十分沿ったものであると評価された<sup>(17)</sup>。

こうした内部譲渡価格の決定方法は、各資産管理子会社が行う資産価値向上措置を評価し、また「二次ロス」の規模を測定する上で、明確な出発点を供給するものとなった。

転換段階を通じて、セキュラム社は積極的に担保を接収し、低い収益率と巨額の貸し倒れ損失を有する融資債権の多くを、積極的な管理活動を通じてその価値を高め得る実物資産に形態転換し、その上で当該資産の形態に応じたセキュラム社内の資産管理子会社にこれを譲渡した。この措置によってセキュラム社の性格は、融資債権を有する信用機関から、事業に対して直接投資を行う官民共同出資の投資会社に近いものとなり、その業務は第二段階である管理段階へと移行していった。

### (2) 管理段階

融資債権が他の形態の実物資産に転換し、グループ内の適切な資産管理子会社に譲渡されると、各資産管理子会社は当該資産を管理し、積極的な保有者として様々な手法を用いてその価値を高め、譲渡価格を向上させる措置を講じた。事業再編等によりバランスシート、収益性、キャッシュ・フローの改善が図られる一方で、資産の流動性が低下して売却が困難になる「塩漬け」状態の回避が図られた。

前述のように、セキュラム社の任務は「国 (最終的には納税者) のコストを最小化するよう、買い取った不良債権をなし得る最良の方法で処理・回収する」ことにあり、このため管理段階においては保有資産の改善に十分な時間と経営資源が投入された。バランスシート、収益性、キャッシュ・フローを改善せぬまま迅速な売却

(17) Larsson and Sjögren, *op. cit.*, p.14.

(投売り)を行った場合、資産の大幅な割引が不可避であり同社の任務にそぐわない結果となるからである。

資産に対する管理活動を通じて、当該資産に対する信頼が回復され、その業務が安定し、経営指標の改善が実現した後で、セキューラム社は実現可能な価格で資産を売却した。

セキューラム社の管理業務は、不動産、事業会社、ホテル・観光施設、融資、(金融資産としての)株式、在外資産の6つの資産形態別に、専門の資産管理子会社が担当した。

#### (i) 形態別資産管理子会社の設立

セキューラム社設立時の基本的な発想は、不動産、事業会社、ホテルといった、銀行には存在しない種類の資産を積極的に管理してその資産価値を高めようとするならば、当該資産に対応する固有の管理方針と特別な専門知識・専門的技術が必要になるというものであった。このためセキューラム社は、資産の形態別に特化した資産管理子会社を設立し、当該資産の管理に必要な専門知識・専門的技術を有する者を、資産管理子会社の理事会メンバー或いは一般職員として採用した。

#### (ii) 不動産

前述のように、転換段階でセキューラム社が接收したノルド銀行の不良債権には約3,000件の個別融資が含まれていたが、その約80%は不動産関連融資であり、担保接收の結果としてセキューラム社が取得した不動産資産も同社資産の中で圧倒的な比率を占めていた。

不動産は他の資産と異なり地域性の強い資産であるため、事業譲渡のように資産をダイナミックに再編成することによって利益を上げることが難しく、規模の経済性は僅かしか働かない<sup>(18)</sup>。したがってセキューラム社は、

不動産資産の管理にあたっては地域別に4つの不動産管理子会社—セキューラム南部地域不動産株式会社 (Securum Fastigheter Södra AB)、セキューラム西部地域不動産株式会社 (Securum Fastigheter Västra AB)、セキューラム東部地域不動産株式会社 (Securum Fastigheter Östra AB)、セキューラム北部地域不動産株式会社 (Securum Fastigheter Norra AB)—を設置して、各地域の不動産資産の管理に当たさせた。さらに各地域不動産管理子会社は、十数社の不動産管理孫会社を保有して、より細分化した地域の不動産管理を担当させた。

接收された不動産資産の多くは、財務力の脆弱な所有権者や破産管財人によって長期間経営されていたため、空室率が高く、メンテナンスが行われず、テナントがしばしば入れ替わる等の傾向にあった。したがってセキューラム社(の地域別不動産管理子会社)は、まず同社が保有する全ての不動産資産を検査し、その状態を改善して占有率を上昇させるための行動計画を立てるところから管理業務を開始した。

#### (iii) 事業会社

ノルド銀行からの資産接收により、セキューラム社が最大株主となった事業会社については、「セキューラム株式」株式会社(1993年3月にセキューラム・インダストリ・ホールディング株式会社 (Securum Industri Holding AB)に名称変更)に集約して管理業務を行った。

事業会社形態の資産については、管理段階の期間、将来の売却を見据えてその価格を向上させる措置—すなわち、当該事業会社が事業構造を改善してその収益性を回復し向上させる措置—が講じられた。例えば巨額の債務を抱えて本業に振り向ける経営資源が乏しく

(18) ただし不動産開発に必要な資金調達を行う面では、各不動産資産管理子会社はセキューラム・グループ全体の規模の大きさから利益を得ていた。

なり、その結果経営が悪化した事業会社に対しては、再び市場競争力を持つように再建を支援した。

事業会社は当初、個別の事業会社毎に売却処理することが想定されていた。しかし後に検討の結果、同業種或いは異業種の事業会社をグループ化した上で売却の方が相乗効果が働き、売却益が大きくなって管理業務の本旨に沿うこと（特に建設業・エレクトロニクス・エンジニアリング三業種のグループ化の効果は大きなものであること）が判明した。このため事業会社形態の資産管理の方針は、積極的に企業再編・事業譲渡を進める方向に転換し、1994年夏、セキュラム・インダストリ・ホールディング株式会社は、積極的な企業再編機能を有するアッドム・インダストリ株式会社（Addum Industri AB）へと発展した。アッドム社は、スウェーデン及びノルウェーにあるセキュラム社保有の事業会社形態の資産を管理する資産管理子会社であり、組織構造の変更、経営者の変更、外部への売却、セキュラム社内部での譲渡等の手法を用いて保有資産を処分していった。この結果、アッドム社が保有する事業会社形態の資産は、約10社の建設業関連業務やエンジニアリング業務を行う現業会社に集中した。

#### (iv) ホテル・観光施設

ホテルは、一般の不動産や事業会社とは異なる特質を有するため<sup>(19)</sup>、その管理には固有の専門的知識を必要とする。このため1993年5月に、セキュラム社が接収したホテル・観光施設資産を管理する資産管理子会社として、セキュラム・ホテル・ツーリズム株式会社（Securum Hotell & Turism AB）が設

立された。同社は、稼働率を上昇させるためホテルの客室を他の用途に転換する、或いはリゾート地の多様な会社が所有していた観光施設を事業統合により共通の経営下に組み込む等、多くの事業構造の変革を含んだ管理業務を行った。

#### (v) 融資

他の形態の資産に転換されず融資債権の形態で残された資産は、セキュラム・ファイナンス社によって管理された。同社による金融資産管理の方針は、当該融資債権を銀行で保有するのに適した一すなわち、新たな貸し手が現れる一状態に改善した上で、売却し清算することにあつた。

#### (vi) 金融資産としての株式

金融資産として株式を保有するケースに対しては、専門の資産管理子会社が資産管理を担当した。再建を完了し市場競争力を回復した完全保有会社を、新規株式公開によって市場に売却する段階に至ると、この「金融資産として保有している株式の管理・清算業務」が、セキュラム社の中で比重を増していった。というのは、新規株式公開によって完全保有会社の株式が一度に全て売却されるケースは少なく、第一回目の売却が行われてもセキュラム社は依然として残余の多くの株式を有する大株主であることが多いため、第一回目の売却以降、株価その他の動向を見極め、好機を捉えて残余の株式を売却していく必要が生まれたからである。

#### (vii) 在外資産

当初セキュラム社がスウェーデン国外に

(19) ホテル資産・ホテル事業の特性として、例えば以下のような点が指摘されている。①多額の先行投資を必要とする、②立地、施設規模、施設構成（内容）の制約が非常に大きい、③運営上は人的サービスが中心となる、④季節変動、景気変動の影響をもっとも早く受ける業種である、⑤提供する商品（サービス・チャンス）の在庫ができない。（松井洋治『ホテル旅館のキャッシュフロー経営』柴田書店、2000、pp.63-68.）



有する資産は総額でおよそ140億クローナに達しており<sup>(20)</sup>、同社の資産総額に占める在外資産の割合は著しく高かった。特に同社は資産の約10パーセントを英国に所有していたため、セキュラム社の組織と類似した組織構成を持つ事業管理子会社が、在外資産を管理するために英国に設立された (Securum International)。しかし在外資産の場合、不動産、ホテル、事業会社のいずれの資産形態でも、個々の資産が大規模でかつ拡散していたため、再編成が難しくその相乗効果も小さかった。このため在外資産の管理・清算は個別に行われることが多く、かつ大規模であるが故にその処分には長期間を要する傾向にあった。

形態別資産管理子会社はそれぞれ固有の経営方針を持ち、独立的に管理業務を遂行した。ただしコーポレートファイナンス、コンピューター・ネットワークシステム、税務問題等は、親会社であるセキュラム株式会社がとりまとめて直接担うことにより、規模の利益を享受した。

#### Ⅷ 管理活動の事例—アクゾ・ノーベル社

管理段階においてセキュラム社が行った資産価値を高める活動の主要な例としては、スウェーデンの化学品メーカー、ノーベル・インダストリ (Nobel Industri) 社の再編が挙げられる。同社は1991年、傘下の金融子会社の経営悪化により破綻寸前に追い込まれ、同社株を担保に当該金融子会社に多額の融資を行っていたノルド銀行の経営悪化の一因となった。担保接収によりノルド銀行に取得され、セキュラム社設立時にノルド銀行から同社に譲渡されたノーベル・インダストリ社株は、発行済み普通株の73パーセントに達した。

セキュラム社はまず、ノーベル・インダ

ストリ社の経営分析を実施し行動計画を策定した。当時ノーベル・インダストリ社は深刻な負債を負っていたが、紙・パルプ事業、ペイント事業等のコア事業では利益を計上していた。その一方で経営分析の結果の示すところでは、ノーベル・インダストリ社は既に財務上の余力を殆んど失っており、同社が長期にわたり存続し得るためには、コア事業の部分を他の化学会社と合併することが唯一の選択肢であることが判明した。

セキュラム社及びノーベル・インダストリ社は、オランダの化学会社であるアクゾ (Akzo) 社に合併を打診した。化学繊維や医薬・工業用塩の生産等を中心とするアクゾ社が合併候補に選ばれたのは、両社は主力製品が競合せず、かつ比較的類似の業務を行っていたためである。1993年11月8日、ノーベル・インダストリ社とアクゾ社の合併が公表され、1994年2月に合併が実現した。この合併の結果、セキュラム社は合併後の新会社アクゾ・ノーベル (Akzo Nobel) 社の株式の18パーセントを有する最大の株主となった。

合併交渉の過程で、セキュラム社はアクゾ社から、ノーベル・インダストリ社の事業のうち新会社にとって戦略事業とならないものについてはコア事業から分離すること (すなわち、新会社には非戦略事業を持ち込まないこと) が合併条件の一つである旨逆提案されていた。このためセキュラム社は、ノーベル・インダストリ社から、スペクトラ・フィジックス (Spectra Physics) 社 [レーザー機器]、セルシウス・インダストリ (Celsius Industrier) 社 [造船]、ノーベルファルマ (Nobelpharma) 社 [歯科医療用品] 等新会社の戦略事業とならない子会社の株式を総額約40億クローナで自ら購入し、コア事業から分離した。分離された非戦略事業子会社は個別に管理・清算が進められた。

<sup>(20)</sup> Larsson and Sjögren, *op. cit.*, p.14.

事業再編の一環としてのアクゾ・ノーベル社の設立を通じて、セキュラム社は、医薬品・塗料・化学品3分野の多くの製品の領域で世界のリーディング・カンパニーの地位を占める総合化学企業の創出に関与した。同時に事業を再生し経営力を向上させたアクゾ・ノーベル社の株式を保有することで、セキュラム社は株価の上昇によるキャピタル・ゲインを得ることができた<sup>(21)</sup>。

管理段階が完了した時点で、セキュラム社が保有する資産の価値は向上し、より流動性の高いものとなった。ここにおいてセキュラム社は保有資産を売却し、不良債権処理を完了する段階に入っていった。厳密には個別の資産によって異なるものの、総じていえば1995年以降、セキュラム社はこの清算段階に突入した。

### (3) 清算段階

セキュラム社が、ある資産の価値が積極的な管理活動を通じても最早顕著に改善し得ないとみなした場合、又は同社が当該資産の売却目標価格 (target value) に見合った価格を取得することが可能となった場合、セキュラム社は当該資産を売却した。売却を通じて得られた収益は、段階的に国に返還された。

#### (i) 清算計画

清算段階の冒頭で、セキュラム社はまず、全ての資産に対して清算計画を策定した。この清算計画は、景気循環や利子率のようなマクロ経済的要因、及び各産業・企業の動向のようなミクロ経済的要因に関する推定に立脚し、各資産の最終的な処分からセキュラム社が最大の価値を受け取るため、当該資産に対して同社が行うべき作業を定めるものであ

る。清算計画で定める作業を行っても資産価値が最早顕著に改善し得なくなった場合、又は当該資産の売却目標価格に見合った価格を取得することが可能となった場合、セキュラム社は資産を売却した。資産の売却は、個別の資産、資産管理子会社の一部、又は資産管理子会社全体を譲渡することによって行われた。

#### (ii) 迅速な清算

管理段階において保有資産の改善に十分な時間が投入されたのとは対照的に、清算段階における保有資産の売却は迅速に行われた。これはセキュラム社の内部分析の結果、管理段階を完了して清算段階に入った資産は迅速に売却することが、最も高額の現在価値を実現することが明らかになったからである。

ただしセキュラム社の場合、資産の売却を最終的に決定する要因は、あくまで迅速性ではなく価格であった。同社の場合、売却目標価格を実現することが困難な状況下では、いわゆる「投売り」を行うよりも売却を延期する方が与えられた任務に徴して妥当であると考えられたし、かつ同社は売却の好機を待つことが可能な財務上の強さを持っていた。

#### (iii) 適切な売却機会の捕捉

清算段階では、資産の売却機会を正確に捕捉することが、最良の売却価格を実現する上で重要となる。正確な捕捉のためには、市場及び買い手に関する情報—当該資産の適正価格、適切な売却方法、最良の買い手に関する情報—を不断に取得し、それに立脚することが不可欠であった。こうした情報を得て正しい意思決定を行うため、セキュラム社は市場及び買い手に関して専門知識を有する者を社内に確保した。

(21) このアクゾ・ノーベル社の設立に関してセキュラム社が得たキャピタル・ゲインは約50億クローナとされている (Larsson and Sjögren, *op. cit.*, p.18.)。

セキュラム社が価格水準を無視してまで資産の売却を急ぐ必要がないこと、また同社が資産の売却に関して必要な情報とノウハウを有していることを市場が周知することは、市場における同社の立場を強め、資産価格に好影響を及ぼすものとなった。

#### (iv) 不動産

既に述べたように、地域性の強い不動産資産は、南部・西部・東部・北部の地域別に4つの不動産管理子会社によって管理され、さらに十数社の不動産管理孫会社が、より細分化された地域の不動産資産を管理するという体制がとられていた。

このうち最も早く清算段階に入ったのは北部地域の不動産管理子会社であった。1994年4月、セキュラム北部地域不動産株式会社は、その名称をノルボルテン不動産株式会社（Fastighets AB Norrporten）と改めた。同年6月、機関投資家及び一般公衆に対してノルボルテン社株の60パーセントに対する新規株式公開が行われ、同社はストックホルム証券取引所への上場を果たした。ただしこの新規株式公開の際、セキュラム社は同社の株価が公開後直ちに暴落するような場合、事前に決定していた価格で同社の株式を買戻すことを保証した。公募価格は1株75クローナであったが、1996年6月3日から8月30日までの期間、同社はノルボルテン社株を1株67.5クローナ（から配当金を減じた金額）で買戻す旨、目論見書で提示した。こうした保証が付されたのは、もともと担保として接収した不動産から構成される資産管理会社の売却について市場が有する懸念・不確実性を軽減する必要があったからである。セキュラム社の保証が付されたことで、ノルボルテン社の新規株式公開に対する関心は高く、当初の計画

を超えて70パーセントの同社株の売却が達成された。この売却によって、セキュラム社は2億2,500万クローナの売却益を得た。残ったノルボルテン社株のうち、25.2パーセントは同年10月、他は同年12月に売却され、同社の市中売却は完了した。

他の南部・西部・東部地域の不動産管理子会社は、1994年7月1日、新たに設立されたセキュラム社の不動産管理子会社カステルム（Castellum）社に譲渡される形で統合された。この統合は、不動産開発に必要な資金調達の点で規模の利益を活用するため行われたものであり、地域性の強い不動産資産の特性に配慮して、地域別の不動産管理孫会社が再編・設立され、より小さな地域の不動産資産の管理を行った。

カステルム社の経営戦略は、大規模でかつ都市部に地理的に集中した不動産を開発し、比較的長期間保有することによって効率性と利益を実現することに設定された。同社はこの経営戦略に合わない不動産資産（個人の不動産、小規模な不動産、非都市部の不動産、長期間保有しない不動産等）を、1996年にセキュラム社傘下の別の不動産管理会社（クングスレーデン（Kungsleden）社）<sup>(22)</sup>に譲渡し、逆に同社の経営戦略に適合した資産をクングスレーデン社から取得した。この資産再編成によって、カステルム社はその経営戦略に沿った資産の開発と管理に集中することが可能になり、その結果、同社の市場価値及び流動性は高まった。

セキュラム社はカステルム社売却の好機を探り、1997年3月21日、同社株式の上場を決定した。不動産及び不動産関連株式の市況の大幅な改善を受けて、当該上場の際には買戻し保証を付する必要はなかった。70パーセントのカステルム社株が売却され、セキュ

<sup>(22)</sup> ゴータ銀行の不良債権処理会社として設立されたレトリバ（Retriva）社の不動産管理子会社。1995年12月セキュラム社がレトリバ社の全株式を取得して吸収したことに伴い、セキュラム社傘下の資産管理会社となった。

ラム社は17億8,500万クローナを売却益として取得した。残余の30パーセントのカステルム社株は、セキュラム社清算時に他の国有の持株会社に売却された。

カステルム社との資産再編成の結果、クングスレーデン社は個人の不動産、小規模な不動産、非都市部の不動産、長期間保有しない不動産等を所有することになった。当該資産は主として個別ベースで売却された。

また1997年春に、セキュラム社はアクゾ・ノーベル社合併の一環として取得した大規模な産業用不動産の売却を行ったが、この売却はいわゆる証券化の手法（債券を発行して資金を調達し、その後当該不動産資産の賃貸料を当該債券の保有者に利子及び元本の支払いとして充当する手法）を用いて行われた。これはスウェーデン最初の不動産証券化の事例であった。

#### (v) 事業会社

前述のように、事業会社形態の資産を管理するアッドム・インダストリ株式会社（Addum Industri AB）は、保有する資産を、建設業関連業務やエンジニアリング業務を行う現業会社約10社に集中する経営戦略を採用した。この同質な企業グループ構造を作り出す過程で、経営戦略に沿わない事業会社は個別に売却された。1995年の半ばには同社自体の売却交渉が開始され、1996年3月29日、セキュラム社と民間の投資会社であるインダストリ・カピタル（Industri Kapital）社との間で売却の最終合意に到達した。売却価格は17億6,000万クローナで、アッドム社の資本金（すなわち国の拠出額）を上回った。かつ売却合意で定める条件に従って、セキュラム社はアッドム社の売却前に同社から9億6,000万クローナの配当を取得した。

#### (vi) ホテル・観光施設

1995年1月、セキュラム・ホテル・ツーリズム株式会社は、建設会社スカンスカ

（Skanska）社とセキュラム社が共同保有する新設のパンドックス・ホテル不動産株式会社（Pandox Hotellfastigheter）に現物出資する形で譲渡され、ホテル・観光施設の資産管理は、いわば「官民合同」で行われる形になった。こうした形態をとった理由の一つには、スウェーデンではホテル資産を積極的に管理・再編するというビジネスモデルの経験が乏しく、その確立には時間とノウハウを要することが見込まれたことがある。セキュラム社はこの譲渡の際、1億5,000万クローナのキャピタル・ゲインを実現した。更に1995年6月23日、パンドックス社のストックホルム証券取引所上場時に、セキュラム社は同社が保有していたパンドックス社株全てを売却し、約2億5,000万クローナの売却益を得た。

#### (vii) 金融資産としての株式

セキュラム社は、清算段階の間に資産保有していた30件以上の株式の売却をまとめ上げた。保有株式の多様性を反映して売却の方法も多様であった。

例えば前述のアクゾ社とノーベル社の合併に関連して、セキュラム社は新会社にとって戦略事業とならないノーベル社の非戦略事業子会社を総額約40億クローナで取得した。この非戦略事業子会社を売却するにあたり、セキュラム社は、旧ノーベル社の少数株主に対して自社と同一の条件で非戦略事業子会社の株式を取得する機会を提供したが、この売却は当該子会社の上場後に株式に転換可能なワラント（新株引受権）を発行することによって行われた。

セキュラム社が保有するアクゾ・ノーベル社の株式は、1996年4月及び1997年3月の二度にわたり売却が行われた。セキュラム社は第一次売却時に28億クローナ、第二次売却時に78億クローナの売却益を得た。後者は単一企業の株式の売却としては最大規模の事例であった。

#### Ⅷ 清算の完了—セキュラム社の終結

セキュラム社の清算が完了に近づいたことを受けて、1997年6月、スウェーデン議会は政府に対し、セキュラム社の株式を国から他の適切な国有のユニットに譲渡する（すなわちセキュラム社を清算する）権限を付与した。

1997年10月3日、子会社を含めたセキュラム社の全株式は国から国有の資産管理会社であるヴェナンティウス株式会社（Venantius AB）<sup>(23)</sup>に売却された。売却価格は26億クロナで、この金額はセキュラム・グループの株主の持分に対応していた。

売却されたセキュラム社の残余資産は、主にスウェーデン国外の不動産、未処理の融資債権及びアクゾ・ノーベル社の株式から構成されていた。ヴェナンティウス社はセキュラム社から買い取った資産の売却を1999年までにほぼ完了し、1990年代初頭のスウェーデンの金融危機に関連して生じた不良債権の処理は終了した。

### Ⅲ ゴータ銀行・レトリーバ社における不良債権処理

#### 1 レトリーバ社の設立

ゴータ銀行の場合には、持株会社であるゴータ株式会社の破産宣告後、同行内部に問題融資を取り扱うための新しいユニットである「ゴータ銀行特別債務部（Gota Bank Specialengagemang）」が設けられた。同部は1993年1月から業務を開始した。問題融資をゴータ銀行本体から分離する準備が進められ、500万クロナを超える全ての問題融資約定は、まずこの「ゴータ銀行特別債務部」に譲渡された。

1993年8月8日、銀行支援委員会（銀行に対する支援策を講じるため1993年5月1日に発足した国の機関）は、ゴータ銀行の資産をノルド銀行と同様に良質債権と不良債権の2つに分け、不良債権の部分を、新しい国有資産管理会社であるレトリーバ社に譲渡することを決定した。従来ゴータ銀行特別債務部が管理していた問題融資は、1993年12月30日にレトリーバ社に譲渡された。

#### 2 レトリーバ社の不良債権の特徴

ノルド銀行・セキュラム社の場合には、不良債権処理会社に問題融資が譲渡された後でいわゆる「二次ロス」が発生し、セキュラム社が損失を負うことになったが、ゴータ銀行・レトリーバ社の場合、「二次ロス」の発生を回避するため、問題融資の譲渡時に大幅な帳簿価格（評価額）引き下げが行われた。トータルで額面価格420億クロナ（ゴータ銀行の総貸出額のほぼ半分に相当）の融資債権がゴータ銀行からレトリーバ社に不良債権として譲渡されたが、この際260億クロナの帳簿価格（評価額）引き下げが行われ、譲渡価格は160億クロナとなった。

ノルド銀行に比べてゴータ銀行の総資産額・不良債権の絶対額が小さかったことと、不良債権の譲渡時に大幅な帳簿価格（評価額）引き下げが行われ、ゴータ銀行が損失を負担したことで、レトリーバ社の資金調達規模はセキュラム社に比べて小さなものとなった。国はレトリーバ社の株主として38億クロナの資本拠出を行い、また同社が借り入れた融資のうち35億クロナ分について保証を行った<sup>(24)</sup>。

レトリーバ社に譲渡された不良債権は、地理的に拡散していた。またその3分の2が額面価

<sup>(23)</sup> ヴェナンティウス株式会社は、1995年6月30日に発足した完全国有の資産管理会社である。その主要任務は国立住宅融資株式会社（SBAB）から譲渡を受けたハイリスクな住宅融資の管理を行うことであり、資産の大半は住宅ローン・不動産資産・土地から構成されていた。

<sup>(24)</sup> 実際にはこの35億クロナ分の保証に対しては、国が支出を行う必要がなかった。

格500万クローナ～1,500万クローナの価格帯に入っており、セキュラム社の場合に比べて個々の不良債権の規模は小さかった。

### 3 不良債権の処理体制

レトリーバ社の不良債権処理体制は、セキュラム社の場合とほぼ同様であった。すなわち、まず金融資産を管理する子会社（Retriva Kredit AB）が不良債権を実物形態の資産に転換し、次に形態別の資産管理子会社—不動産管理子会社（Kungsleden AB）、事業会社管理子会社（Borgkronan AB）—がこれを管理し清算するというプロセスがとられた。不動産管理会社が地域別に複数の不動産管理孫会社から構成されていたこともセキュラム社と同様であった。

ただしセキュラム社の場合と異なり在外資産の比重が小さかったため、レトリーバ社には在外資産を取り扱う資産管理子会社は設置されず、金融資産管理子会社及び不動産管理子会社の下に、それぞれ在外資産を取り扱うユニットが設けられた。

資産が小規模かつ地理的に散在していたことは、レトリーバ社が積極的な資産再編を行う機会を制限するものであった。不動産資産は大規模な開発・再編を行って長期的な保有を行う経営戦略に適さず、事業会社は合併の相乗効果を期待することは困難であった。このためレトリーバ社は1995年5月、資産を個別に譲渡するという経営戦略を採択した。

### 4 清算—セキュラム社との合併

この経営戦略の策定時に、レトリーバ社は資産の売却を1998～99年に完了するように計画した。1993年の同社設立当初の想定では、レトリーバ社の不良債権は10年～15年間かけて処理するように（したがって2003年～2008年に不良債権の処理が完了するように）計画されており、したがってこの計画改訂は、当初の想定を大幅に前倒しするものであった。レトリーバ社は各個別資産に対して行動計画を策定し、管理・清算業務を

行った。

不良債権処理の進行に伴い、1995年12月、銀行支援委員会はセキュラム社がレトリーバ社の全株式を取得することを決定し、レトリーバ社はセキュラム社に38億クローナで売却されてその子会社となった。なおこれに先立って1994年10月1日、ゴータ銀行はノルド銀行に吸収合併された。

## IV スウェーデン型不良債権処理策の特徴と課題

### 1 スウェーデンの不良債権処理策の特徴

上述のプロセスから看取できるように、スウェーデンの不良債権処理策には次のような特徴があった。

〔特徴1〕銀行の正常債権と不良債権を分離し、不良債権は独立の国有不良債権処理会社に譲渡された。

〔特徴2〕不良債権処理会社は個別の金融機関毎に設立された。

〔特徴3〕不良債権の処理にあたっては、「迅速に不良債権を売却し処理する」ことではなく、「国（最終的には納税者）のコストを最小化するよう、買い取った不良債権をなし得る最良の方法で処理・回収する」経営方針が選択された。

〔特徴4〕譲渡された不良債権は速やかに実物形態の資産に転換され、各資産形態別に資産管理子会社によって管理された。

〔特徴5〕不良債権の転換により不良債権処理会社に譲渡された実物形態の資産の圧倒的多数は不動産であった。

〔特徴6〕資産の管理段階では、保有資産の価値を向上させるため十分な時間と経営資源が投入された。必要な場合には長期間にわたる資産保有措置も許容された。また、資産価値を向上さ

せるため、多様で柔軟な資産再編措置が講じられた。

〔特徴7〕 国有不良債権処理会社は時限的な組織として設立され、不良債権処理が完了した後は速やかに清算されるものとされた。

金融危機の解決策として不良債権処理会社（バッドバンク）を設立した各国事例の比較分析を行った研究によれば、スウェーデンの不良債権処理会社は、再建プロセスで先導的な役割を果たし、保有する資産の管理に成功した唯一の事例であるとされ<sup>(25)</sup>、また、不良債権処理会社に問題のある融資債権を譲渡するスウェーデンの金融危機対応は、しばしば他の後続諸国の範例として挙げられている<sup>(26)</sup>。しかしまた、スウェーデンの不良債権処理策の成功には、いくつかの特殊な状況が与って力あったともされている<sup>(27)</sup>。

以下ではスウェーデンの不良債権プロセスと、不良債権処理会社に関する研究成果を併せ検討することにより、スウェーデンの不良債権処理策の特徴、及びその特殊性と普遍性について整理する。

## 2 分散型アプローチと集中型アプローチ

不良債権を適切に管理して清算することは、経営危機に陥った銀行を再建する最大の課題の一つであるが、処理主体に関しては2つの選択肢がある<sup>(28)</sup>。すなわち、銀行自身が不良債権処理を行う方式（分散型アプローチ）と、銀行が不良債権を外部の不良債権処理会社に譲渡する方式（集中型アプローチ）である。

### (1) 分散型アプローチ

分散型アプローチによる不良債権処理とは、銀行内に特別の不良債権処理ユニット又は不良債権処理子会社（バッドバンク）を設立し、当該ユニット／子会社にその銀行の不良債権処理を委ねる方式である。この方式のメリットには、①銀行が借り手に関して豊富な情報を所有している、②銀行本体に不良債権を残すことで、銀行自身に回収可能価格を最大化し将来の損失を回避するインセンティブが付与される、③債務再編の文脈で、銀行が借り手に対して追加融資を供給し得る、等の点が挙げられる。

ただし分散型の不良債権処理が成功するためには、①銀行と借り手の間に所有一被所有関係が存在しない（または関係が限定されている）、②銀行に十分な資本が充当されている、③銀行・借り手の双方にインセンティブが存在する、④銀行自身が不良債権処理を行う技術と経営資源を十分に持っていることが前提条件として必要になる。また、分散型アプローチでは不良債権処理が銀行内部で行われるため、粉飾決算の発生リスクが高いというデメリットがある<sup>(29)</sup>。このリスクを回避するためには、法令、会計規則、情報開示、監督機関の権限等の側面で十分な整備が行われていることが不可欠である。

### (2) 集中型アプローチ

これに対して集中型アプローチによる不良債権処理とは、不良債権処理を行うのに必要な技術と経営資源を集中した独立の不良債権処理会社（バッドバンク）を設立し、同社に不良債権を譲渡して処理を委ねる方式である。

<sup>(25)</sup> Daniela Klingebiel, "The Use of Asset Management Companies in the Resolution of Banking Crises Cross-Country Experiences." *World Bank Policy Research Working Paper 2284* (2000), p.2.

<sup>(26)</sup> Bergström et al.[2002], *op. cit.*, p.193.

<sup>(27)</sup> Klingebiel, *op. cit.*, p.2.

<sup>(28)</sup> *ibid.*, pp.3-6.

<sup>(29)</sup> 例えば不良債権譲渡を簿価（或いは市場価格を上回る価格）で行う等の方法で、銀行が不良債権処理ユニット／子会社に損失を飛ばすことが考えられる（Klingebiel, *op. cit.*, p.5.）。

この方式のメリットとしては、①銀行は不良債権処理業務に経営資源を振り向ける必要がなくなり、本業（コア事業）に集中することが可能になる、②当該不良債権処理会社に各金融機関の不良債権を集中する場合、保有する資産のプールが大きくなるため「規模の経済性」が享受できる。すなわち、不良債権処理の技術や経営資源一概して稀少である—を確保することが容易になり、（大規模な資産のプールを必要とする）証券化の手法が活用しやすくなる。また取引先に対するバーゲニングパワーが強化される、③銀行と借り手企業間の結び付きを断ち切ることにより、（その結び付きに）関係する不良債権に対する回収能力が向上する、④政府の監督が容易になる、⑤不良債権の処理方針を統一することができる、⑥経済の特定部門（例えば不動産）について再建見通しをより明瞭に描くことができる、⑦不良債権処理会社には、処理を促進する特別な法的権能を付与することができる、等の点が挙げられる。

一方、デメリットとしては、①不良債権処理会社を新設するには多額の費用がかかる、②政府が不良債権処理会社を所有した場合<sup>(30)</sup>には政治的な干渉のリスクが生じる、③借り手企業への追加融資や当該企業の情報入手の点で、独立の不良債権処理会社は銀行に及ばない、等の点が指摘されている。

〔特徴1〕に挙げたように、スウェーデンの

不良債権処理策ではノルド銀行の不良債権が独立の国有不良債権処理会社セキュラム社、ゴータ銀行の不良債権が独立の国有不良債権処理会社レトリーバ社に譲渡されており、この点でスウェーデンは不良債権処理の集中型アプローチの事例に分類される。ただしスウェーデンの場合、〔特徴2〕に挙げたように、セキュラム社はノルド銀行だけの、レトリーバ社はゴータ銀行だけの不良債権を管理・清算する不良債権処理会社として個別の金融機関毎に設立されている。集中型アプローチの事例としては変則的であり、このためスウェーデンの不良債権処理会社は、上に掲げた集中型アプローチのメリットのうち、いくつかは持っていない。

このような変則性は、銀行内部の不良債権処理ユニットが、金融危機に対処するプロセスで独立の国有不良債権処理会社となった<sup>(31)</sup>ことに由来するものであるが<sup>(32)</sup>、また不良債権の処理を迅速かつ成功裡に完了させる一因にもなった。

この点はフィンランドの事例と比較すると明らかである。フィンランドの国有不良債権処理会社アーセナル（Arsenal）社は、銀行毎に設立されていた不良債権処理会社を買い取り子会社として統合することによって形成され、かつ同社は不良債権をその種類・規模に関わらず購入した。しかしその結果、同社の資産管理業務は複雑化して清算の完了は遅延した<sup>(33)</sup>。これに対してスウェーデンの場合、不良債権は単一

<sup>(30)</sup> 不良債権処理会社の設立・運営主体には政府・民間のいずれも成り得るが、実際には民間で集中型アプローチによる大規模な不良債権処理会社を設立・運営するケースは稀である。譲渡された不良債権の将来価値をカバーする国の保証なしに、集中的アプローチに基づく不良債権処理会社を保有する意思のある民間投資家はほとんど存在しないからである（Klingebiel, *op. cit.*, p.7.）。

<sup>(31)</sup> 国の支援を受けなかったスウェーデンの大規模商業銀行も、銀行内部に不良債権処理会社を設立して不良債権処理を行っていた。スカンジナビスカ・エンスキルダ銀行のディリゲンツィア社、スウェーデン商業銀行のナケプロ社がその例である（不良資産管理会社研究会「海外における不良債権処理のための資産管理会社2 スウェーデン(2)」『金融財政事情』2001.12.10, p.44.）。

<sup>(32)</sup> したがってセキュラム社は、米国の整理信託公社（RTC）のような完全な政府機関ではなく、半官半民の機関であるとする見方もある（Jonathan R. Macey, "Are bad banks the solution to a banking crisis?" *SNS Occasional Paper*. No.82 (1999.6), p.11.）。

<sup>(33)</sup> Klingebiel, *op. cit.*, pp.16,19,21-22.



の銀行から購入したものであるため、コンピューター・システムや文書管理システム等の統一を改めて図る必要がなかった<sup>(34)</sup>。かつセキュラム社は額面1,500万クローナ以上、レトリバ社は額面500万クローナ以上の（比較的大口の）不良債権しか購入しなかったため、資産管理はより容易であった。特に不動産関連融資の管理業務では、ノルド銀行の地域組織に対応してセキュラム社の地域組織が形成されていたため、転換→管理→清算という不良債権の処理プロセスが迅速かつ柔軟に行われた<sup>(35)</sup>。

しかしこうしたメリットが存在する反面、スウェーデンの不良債権処理会社はしばしば不良債権買い取り元の銀行との癒着が問題視されることになった。例えばセキュラム社はノルド銀行から額面価格670億クローナの不良債権を500億クローナで購入したが、後で「二次ロス」が発生したことから、この購入金額は高く見積もられすぎた—すなわちセキュラム社が、本来ノルド銀行が負担すべき損失を肩代わりした—という批判が生じたのである。

また〔特徴5〕で挙げたように、セキュラム社に譲渡された実物形態資産の圧倒的多数が不動産であったことも、セキュラム社の不良債権処理を容易なものとした。というのは、事業会社は業態が多様であり、かつその再編には被用者の削減を伴う場合が多いため管理業務が困難になるが、セキュラム社はこの困難の多くを回避することができたからである<sup>(36)</sup>。

### 3 グッドバンク・バッドバンク戦略

#### (1) グッドバンク・バッドバンク戦略の概要とメリット

〔特徴1〕に挙げたように、スウェーデンでは銀行の正常債権と不良債権を分離し、不良債権は独立の国有不良債権処理会社に譲渡された。このように、ある金融機関の正常債権と不良債権を分離し、この2つのカテゴリーに属する資産を別々の組織で管理する手法をグッドバンク・バッドバンク戦略（good bank/bad bank strategy）という<sup>(37)</sup>。不良債権を管理（及び清算）する組織が「バッドバンク」、正常債権を管理する組織（通常の場合、元の金融機関）が「グッドバンク」である。

グッドバンク・バッドバンク戦略が最初に本格的に用いられたのは、1980年代半ばの米国においてである。1985年、連邦貯蓄貸付保険公社（FSLIC）が、貯蓄貸付組合ウェストサイド・フェデラル・セービングス・アンド・ローン・オブ・シアトル（Westside Federal Savings and Loan of Seattle）の処理のためこの戦略を使用したのが最初とされているが<sup>(38)</sup>、その前年の1984年に連邦預金保険公社（FDIC）がコンチネンタル・イリノイ銀行を救済した際にも、グッドバンク・バッドバンク戦略に類似の手法が用いられている。爾後この手法は、フランス、ドイツ、（旧）チェコスロバキア、タイ、中国、ニュージーランド等、金融危機に直面した多くの国で使用されてきた。中でも既に述べたスウェーデンの事例は、最も典型的なグッドバンク・バッドバンク戦略の事例といわれている<sup>(39)</sup>。

不良債権を分離することにより「グッドバンク」となった銀行は、不良債権の管理に経営資源を用いることなく、本来の銀行経営に専念することが可能となる。他にもグッドバンク・バッドバンク戦略のメリットは、以下のように要約

<sup>(34)</sup> Macey, *op. cit.*, p.19.

<sup>(35)</sup> Larsson and Sjögren, *op. cit.*, p.25.

<sup>(36)</sup> Klingebiel, *op. cit.*, p.16.

<sup>(37)</sup> Macey, *op. cit.*, p.6.

<sup>(38)</sup> Peter S. Rose, "The Good Word on "Bad" Banks." *Canadian Banker*, November-December 1989, p.42.

<sup>(39)</sup> Macey, *op. cit.*, pp.12-17.

されている<sup>(40)</sup>。

- ① 負債に対する収益資産の比率を改善し、かつ銀行の営業費用率（銀行の不良債権管理費用は「営業費用」に含まれる）を低下させることにより、銀行の収益力を直ちに改善する。
- ② 収益力を改善し、不良債権の水準を減少させることによって、銀行が外部の資金源から手ごろなコスト（金利）で資本を調達する能力が直ちに高められる。
- ③ 銀行が再び積極的な活動に出ることを可能にする。高水準の不良資産は、銀行が積極的に競争を行い、将来計画を策定する能力を減殺する効果を持つ。競争力の回復は、グッドバンク・バッドバンク戦略がもたらす最も重要な利益である。

しかしこのような利点にも関わらず、グッドバンク・バッドバンク戦略を実施するには多くの問題点や障害が存在する。この手法は常に最適の戦略というわけではなく、また全てのケースで実施可能でもない。スウェーデンがグッドバンク・バッドバンク戦略の代表的な事例となった理由の一つには、この戦略の導入に適した条件が偶々十分に備わっていたということもあった。

(2) 問題点—危機予防と危機管理のトレードオフ  
グッドバンク・バッドバンク戦略の最大の問題は、この手法は危機管理措置ではあるが危機予防措置ではなく、かつ、危機管理策であるグッドバンク・バッドバンク戦略と、危機予防策である監督当局の早期介入がトレードオフ（二律背反）の関係にある点である<sup>(41)</sup>。

定義から明らかなように、グッドバンク・バッドバンク戦略は具体的な問題（大規模な不良債権）が存在しなければ使用できない手法である。

他方、監督当局が早期介入を行って金融危機の発生を未然に防止することは常に最良の戦略である。

しかし規制当局の銀行への介入が早く行われれば行われるほど、正常債権と不良債権の識別は困難になり、バッドバンクの経営者の任務もまた困難になる。逆に規制当局の銀行への介入が遅れ、銀行のバランスシート上にある資産の劣化が進行した後になって行われた場合、金融危機からの救済措置全体のコストはより高額になるが、バッドバンクの経営者が不良債権を識別することは比較的容易になり、その任務もより容易なものとなる。換言すれば、規制当局の危機予防に向けたエネルギーが少なければ少ないほど、後で危機管理が到来した時の規制当局の仕事は容易になる。

スウェーデンの場合、規制当局の介入が遅れる一方で、一時的に流動性問題に直面した銀行セクターは過剰反応とパニックを起こしていた。また、ノルド銀行が厳しい財務状態に陥っていること、セキュラム社が取得した融資債権の大多数が債務不履行に陥っていることについては明確な共通認識があった。このため、セキュラム社が引き受けた融資債権の帳簿価格を直ちに引き下げることは一前述のように「二次ロス」が生じたことへの批判はあったものの一容認され、それは同社の任務達成をより容易なものとした。グッドバンク・バッドバンク戦略の実施に最適の環境を、金融危機当時のスウェーデンは備えていたのである。

#### 4 「再建型」不良債権処理会社

一般に不良債権処理会社には、清算型（rapid asset disposition/liquidation type）と再建型（restructuring type）の2つの類型があるとされる<sup>(42)</sup>。前者は取得した資産の迅速な処分を目的として設立される会社で、その代表的な例

(40) Timothy Hurley, "Good Medicine: Bad-Bank Plans." *American Banker*, July 17, 1992, p.4.

(41) Macey, *op. cit.*, pp.6-7, 17-22.

としては、米国の整理信託公社（RTC）、スペインの預金保証基金等がある。後者は再生可能な借り手企業を存続させつつ、コア事業について再編措置等を講じて再生を行い、資産価値を向上させてから売却することを目的として設立される会社で、その代表的な例としては、スウェーデンのセキュラム社、レトリーバ社のほか、フィンランドのアセナル社、マレーシアのダナハルタ（Danaharta）社等が挙げられる。

しかし上述の〔特徴3〕で掲げたように、セキュラム社の任務・経営方針は「国（最終的には納税者）のコストを最小化するよう、買い取った不良債権をなし得る最良の方法で処理・回収する」ことにあり、借り手企業の存続は必ずしも同社の第一義的な任務ではない。むしろ「再建型」というレッテルとは逆に、転換段階でセキュラム社に接收された借り手企業の70パーセントは破産を宣告されるか乃至は清算されており、その破産・清算に追い込まれる比率は、類似した収益性を持ち同等の財務状態にある一般の企業よりも高かったと分析されている<sup>(43)</sup>。この理由の一つとしては収益率、利払い状況、金利負担能力、負債率、過去の事業実績等に関して、借り手企業に対するセキュラム社の審査基準が厳格であったことが指摘できる。査定を厳しく行った上で、存続可能な企業には再建の手を差し伸べるが、存続不可能な企業は清算するのがセキュラム社の方針であった<sup>(44)</sup>。

不良債権処理（つまり貸し手）の観点に立つ場合、清算型の手法と再建型の手法には大きな違いはない。回収戦略に違いが生じるのは、清

算型が「早期に適切な価格設定を行うことによって資産価格を底打ちさせ、経済危機から早期に脱却して回収価額を高める」という方針に立脚しているのに対し、再建型が「早期の売却処分は『投げ売り』につながりやすいので、事業の再生を行ってから売却の方が回収価額を高める」という方針に立脚していることによるものである。引き受けた不良債権を最大価額で回収し、国や金融機関のコストを最小限に抑える必要があることは、どちらの類型の不良債権処理会社にも共通する任務である<sup>(45)</sup>。

スウェーデンの不良債権処理策の〔特徴4〕で掲げた「不良債権を速やかに実物資産に転換し、形態別に資産管理子会社によって管理する」手法や、〔特徴6〕で掲げた「保有資産の価値を向上させるため資産の管理段階で十分な時間と経営資源を投入し、必要な場合には長期保有を行い、資産価値向上のため多様で柔軟な資産再編措置を講じる」方針は、いずれも「国（最終的には納税者）のコストを最小化するよう、買い取った不良債権をなし得る最良の方法で処理・回収する」という、与えられた任務を達成するための手段であって、それ自体が目的ではない。金融機関の不良債権と借り手企業の不良債務は表裏一体の関係にあるが、金融機関の救済と借り手企業の救済にはしばしば利益相反が発生する。再建型不良債権処理会社は、常に借り手企業を救済する方向にその経営方針を設定していたわけではなかった<sup>(46)</sup>。

## 5 時限的組織

(42) Klingebiel, *op. cit.*, p.6., 及び内閣府政策統括官「第2章 産業再生—北欧・アジアの経験」『世界経済の潮流 2003年春』内閣府, 2000, p.43.

(43) Clas Bergström et al., *Securum and the way out of the Swedish banking crisis*. Stockholm: SNS Förlag, 2003, p.13.

(44) スウェーデンにおいて「存続不可能な企業まで救済しているが故に、逆に再建を遅延させている」旨の批判はむしろ、1996年に施行された企業再編法（Lag om företagsrekonstruktion [SFS 1996:764]）に対して向けられている（Bergström et al. [2003], *op. cit.*, p.15.）。

(45) 内閣府政策統括官、前掲書, p.43.

## (1) 時限的組織の制約

〔特徴7〕で挙げたように、スウェーデンの不良債権処理会社は時限的な組織であり、不良債権処理が完了した後は速やかに清算されるものとされた。当初不良債権処理の完了までには10～15年を要すると考えられ、現実のプロセス（セキュラム社は5年で終結）よりも長期間継続することが想定されていたが、いずれにせよセキュラム社は時限的組織として経営されなければならなかった。

この時限的組織という特徴は、主として人事面で顕著に現れた<sup>(47)</sup>。時限的組織の場合、被用者が社内でキャリアを蓄積していくことが望めないため、被用者に対するインセンティブ付与の方法としては、昇進ではなく金銭（ボーナスや業績連動型報酬等）を用いるのが一般的である。しかしこうした金銭面でのインセンティブ付与については、セキュラム社の設立後間もない1992年11月に外部コンサルタントから議論が提起されたものの、同社理事会によって否決され、その導入は1993年秋まで見送られた。被用者報酬へのインセンティブ付与に関してはその後もスキャンダルが散発的に発生し、セキュラム社の重大な課題となった<sup>(48)</sup>。また、セキュラム社の役員報酬の支払方法に関しても、1994年に同社の経営陣と国（財務省、銀行支援委員会）との間で対立が生じ、セキュラム社理事長の辞任につながった。

## (2) ノルド銀行からの人材調達

以上のような時限的組織でありながら、不良債権処理の転換段階で問題融資に対する処理方針を迅速に確定し、不良債権を速やかに他の形態の実物資産に転換するため、セキュラム社は設立後直ちに、多数の金融・資産管理に関する専門的知識を有する者を雇用する必要性に迫られた。このためセキュラム社は、不良債権の接収元であるノルド銀行から多くの職員を採用した。このノルド銀行からの被用者の多くは、セキュラム社での職務終了後にノルド銀行に復帰する契約を結んでいた。

ノルド銀行は金融の専門的知識を有する者を数多く擁しており、しかも経営再建の途上にあつたため、同行から多数の職員を採用するのは自然であった。しかし同時にこのことは、ノルド銀行在籍時に或る融資の供与に関与した人物が、セキュラム社に移籍後、当該融資の流動化業務に携わる利益相反の懸念があつた。このリスクを回避するため、セキュラム社は「いかなる者も、同人がその取り決めに関与した融資約定の処分に従事してはならない」という原則の徹底を図った<sup>(49)</sup>。

## 6 不良債権処理策の成否

スウェーデンにおける不良債権処理のプロセスで、セキュラム社（合併吸収したレトリーバ社を含む）に対して国が実際に支出した公的資金の金額は合計278億クローナである（内訳はセキュラム社の不良債権取得のための費用調達保証（第一次；1992年）98億5,000万クローナ、同

(46) 借り手企業を再編するケースの多くは、経営責任者や理事会のメンバーの更迭による企業の組織構造の改編を伴っていた。また、再建前には経営陣自身が所有していた企業で、旧経営陣が引き続きその地位にとどまるが所有権は剥奪されるケースでは、企業経営に負のインセンティブを与える懸念があつた。このためセキュラム社の事業会社資産管理子会社であるアッドム（Addum）社、レトリーバ社の事業会社資産管理子会社であるポリクルーナン（Borgkronan）社では、経営者に当該企業の一部を買い戻すオプションを付与するボーナス・システムを導入し、モチベーションの維持を図った（Bergström et al. [2003], *op. cit.*, p.16.）。

(47) *ibid.*, pp.10-12.

(48) Klingebiel, *op. cit.*, p.19.

(49) Larsson and Sjögren, *op. cit.*, pp.29-31.

(第二次；1993年) 131億5,000万クローナ、セキュラム社の国有化(全株式購入)費用(1993年)10億クローナ、レトリーバ社への株主としての資本拠出(1993年)38億クローナ)。

これに対して、セキュラム社が不良債権処理を通じて回収し、国に返還する金額は総額140億クローナに達すると見込まれ<sup>(50)</sup>、加えてレトリーバ社接収時に、セキュラム社は前の株式所有者であった国に対して38億クローナを支払っているため、国への返還金額は合計178億クローナとなる。

この限りでは国の収支は赤字であるが、ただし金融危機救済のプロセスで完全国有化されたノルド銀行は、経営再編の進行によって極めて収益性の高い銀行となり、多額のキャピタル・ゲインを国にもたらした。したがって、スウェーデンの金融危機に対して国が支出した公的資金は総額で653億500万クローナに達するが<sup>(51)</sup>、セキュラム社の返還金等にノルド銀行株の配当金、同社株の売却代金等を加えると、国はこの金額を上回る価額の回収に成功したといわれ、この点でスウェーデンの不良債権処理策は成功を収めたと評価されている<sup>(52)</sup>。

しかしセキュラム社が資産を売却するに際しては、5年以内にセキュラム社の債務処理を完了させるべく迅速な不良債権処理を促す国と、可能な限り最良の価格で売却するため、資産を長期保有して売却の好機を探るセキュラム社との間で対立が生じた。最終的にセキュラム社の資産は、約60パーセントが1997年、約25パーセントが1996年に清算されたが、売却後に不動産価格・株価が上昇したため、セキュ-

ラム社は獲得可能であった利益を失うことになった。特に1994年の不動産価格が底値から僅かに上昇し始めたばかりの時期に、北部スウェーデンの地域の不動産資産管理会社ノルボルテン社を売却したことについては「買い取った不良債権をなし得る最良の方法で処理・回収する」という、セキュラム社の任務に反するものとして厳しい批判を受けた<sup>(53)</sup>。

再建型不良債権処理会社の成否を測定する基準の例としては、次の Klingebiel のものがある<sup>(54)</sup>。

狭義の目標：公的不良債権処理会社の存在が企業再編を遅延させないことを示しつつ、5年以内に資産の50パーセントを売却しているか否か

広義の目標：(1)金融システム又は銀行が、金融上の窮境から脱出したか否か  
(2)民間部門への実質信用供与額は回復したか否か／信用供与総額の伸びは実質的にプラスとなったか否か

この基準に照らすと、スウェーデンの不良債権処理策の場合、狭義の目標は成功裡に達成し、広義の目標の(1)も達成したが、(2)は達成できなかった。ただし未達成の理由は、金融危機直前の1980年代後半のバブル期にスウェーデンの金融機関の融資残高が過度に拡大したことによるものであり、必ずしも不満足な結果を示すものではない。Klingebiel の基準でも、スウェーデンの不良債権処理策は成功裡にその任務を完了したと評価されている<sup>(55)</sup>。

<sup>(50)</sup> Bergström et al. [2002], *op. cit.*, pp.208-209.

<sup>(51)</sup> 樋口前掲論文、p.102.

<sup>(52)</sup> 藤原総一郎編前掲書、pp.100-102.

<sup>(53)</sup> Bergström et al. [2003], *op. cit.*, pp.17-20.

<sup>(54)</sup> Klingebiel, *op. cit.*, p.8.

<sup>(55)</sup> *ibid.*, p.1.

おわりに

金融危機に直面した国で、政府がいかなる不良債権処理策を選択するかは、当該国の経済・金融状況に大きく依存する。スウェーデンでグッドバンク・バッドバンク戦略が不良債権処理策として適合したことは、反面で金融規制当局が早期介入によって金融危機を未然に防止することに失敗したことを示すものであった。またセキュラム社がノルド銀行一行だけの不良債権

処理会社であり、かつその資産は大口で再編が容易な不動産に集中していたという点がメリットとなったことも否めない。上述のように、スウェーデンの不良債権処理策には成功の評価がなされているが、そのスキームをわが国の産業再生機構で活用する場合には、スウェーデンに固有の特殊性と普遍性を明確に認識した上で、わが国の経済・金融状況に適合した制度に構築し直していく作業が必要であろう。

(ひぐち おさむ 調査企画課)